

Экономика России в 2016 году: итоги, достижения, проблемы

Статья посвящена анализу макроэкономических тенденций и денежно-кредитной и фискальной политики в Российской Федерации в 2016 году. Данные показывают, что экономический спад смягчился и инфляция снизилась, но инвестиции в основной капитал были низкими из-за сокращения совокупного спроса и корпоративных доходов, а реальные располагаемые доходы продолжают снижаться уже второй год.

Международные факторы по-прежнему были неблагоприятными из-за снижения экспортных цен на большинство российских товаров. Объемы импорта начали восстанавливаться после резкого сокращения в 2015 году вследствие высокой зависимости экономики от импортных товаров и укрепления рубля. Снижение доли нефти и газа в совокупном экспорте смягчило чувствительность российской экономики к капризам мирового рынка. Радикальное сокращение оттока капитала и внешнего долга привело к укреплению рубля и смягчению инфляционных ожиданий. Все это позволило смягчить денежно-кредитную политику в целях снижения процентных ставок и стимулирования восстановления экономики. Тем не менее реальные процентные ставки продолжали расти, что препятствовало инвестициям и экономическому росту.

Банковская система продолжала наращивать свои ресурсы и кредитовать, несмотря на все потрясения последних двух лет. Но качество кредитов не улучшилось, а ликвидность уменьшилась, что может создать проблемы в случае новых потрясений.

Из-за сокращения доходов и роста расходов дефицит консолидированного бюджета продолжал расти и превысил 3 % ВВП в конце 2016 года. Правительство ищет решение проблемы за счет заимствований из суверенных фондов, а также на внутренних и внешних рынках и путем приватизации.

Ключевые слова: Российская Федерация; макроэкономические индикаторы; платежный баланс; денежно-кредитная политика; инфляция; фискальная политика; банковская система; государственный долг.

JEL классификаторы статьи: E210, E220, E230, E250, E310, E320, E510, E520, E580, E590, E620, E630, E640, O470, O520.

Введение

Задача этой работы состоит в анализе макроэкономических тенденций и результатов денежно-кредитной и фискальной политики в Российской Федерации в 2016 году. Что изменилось в экономике России? Насколько успешной была политика российского правительства и Банка России? Как менялось благосостояние граждан? Почему рубль стал укрепляться после его драматического падения в 2015 году? И каковы в целом перспективы экономики России?

Мы попытаемся ответить на эти вопросы.

В данной статье мы использовали статистические данные и другую информацию с официальных сайтов Федеральной службы государственной статистики (Росстата) [17], Банка России [2], Министерства финансов РФ [8], материалы и статистические данные, представленные Всемирным банком (Russian Economic Report № 36; далее RER36 [62]; World Bank Commodity Price Data [61], и другие), а также группой RIM ИНП РАН [4].

* **Сергей Александрович Мицек**, д-р экон. наук, декан факультета бизнеса и управления, АНО ВО «Гуманитарный университет» (г. Екатеринбург).

** **Елена Борисовна Мицек**, д-р экон. наук, завкафедрой менеджмента и маркетинга, АНО ВО «Гуманитарный университет» (г. Екатеринбург).

Поведение основных макроэкономических индикаторов

В 2016 году экономика России демонстрировала некоторые признаки стабилизации. Валовой внутренний продукт (ВВП) в реальном исчислении сократился лишь на 0,25 % по сравнению с 2,8 % в 2015 году. Потребительские расходы домашних хозяйств снизились на 4,5 % в реальном исчислении вследствие снижения реальных доходов граждан. В то же время государственные закупки товаров и услуг уменьшились лишь на 0,5 % в реальном исчислении, как результат того, что государство, стремясь сдержать дальнейшее падение доходов граждан и совокупного спроса, пыталось увеличить свои расходы на отдельные статьи (см. Приложение, табл. 13). Сокращение задолженности домашних хозяйств усилило отрицательный эффект, произведенный снижением доходов, на потребительский спрос.

Однако снижение инфляции на потребительские товары с 14,1 % в 2015 году до 6,5 % в 2016 году смягчило отрицательное влияние сокращения доходов и замедлило падение потребительского спроса.

С другой стороны, инвестиционный спрос сократился лишь на 1,8 % в реальном исчислении в 2016 году по сравнению с падением на 9,9 % годом ранее. Сжатие инвестиционного спроса усиливалось экономическими санкциями и, как следствие, финансовыми ограничениями¹, снижением совокупного спроса и корпоративных доходов, по-прежнему высокой инфляцией на инвестиционные товары (табл. 2 и 6). Последнее объясняется сильной зависимостью России от импортного оборудования и материалов. Тем не менее укрепление рубля, общее снижение инфляции и смягчение денежной политики Банка России поддержало инвестиционный спрос.

Продолжающееся снижение потребительских расходов и умеренное увеличение государственных расходов предотвратило процесс сокращения национальных сбережений. В реальном исчислении они даже выросли на 5,1 % по сравнению с 2015 годом, что дает надежду на восстановление инвестиционного процесса в ближайшем будущем².

В то же время рост экспорта продолжался, тогда как импорт продолжал снижаться, хотя и гораздо более медленными темпами, чем в 2015 году. В сочетании с падением рублевого индекса экспортных цен (табл. 2) подобные тенденции вели к отрицательному вкладу чистого экспорта в рост ВВП, в то время как в 2015 он был положительным (это можно видеть в табл. 1). Подобная динамика может быть объяснена:

а) укреплением рубля, что мешало росту нефтегазового экспорта и способствовало росту импорта;

¹ В великолепной работе Campello e. a. (2009) показаны механизмы сокращения инвестиций в основной капитал вследствие финансовых ограничений, особенно в периоды кризисов. Еще одним объяснением снижения инвестиционного спроса в России может служить резкое сокращение долларовой ценности активов вследствие падения рубля. В соответствии с результатами модели Eggertsson and Krugman (2012) подобная динамика усиливает информационную асимметрию, снижает роль финансовых посредников и расходы заемщиков. В результате имеет место сокращение совокупного спроса и инвестиций в основной капитал как следствие.

² В качестве индикатора национальных сбережений здесь мы использовали разность между ВВП и потребительскими расходами домашних хозяйств и государственными закупками. В качестве дефлятора был взят дефлятор ВВП. Динамика сбережений измерялась по данным, сглаженным с помощью фильтра Ходрика – Прескотта при $\lambda = 1600$. Краткосрочное сглаживание демонстрирует еще более высокие темпы роста национальных сбережений в 2016 году.

Следует отметить, что восстановление национальных сбережений в периоды рецессий – феномен, который наблюдался не только в России. Такое же явление имело место в Швеции в первой половине 1990-х годов (Lindbeck, 1997).

b) как следствие – радикальным снижением темпов роста рублевого индекса импортных цен (табл. 2);

c) резким снижением цен на российские экспортные товары (не только на нефть, но и на металлы, удобрения, пшеницу) (табл. 5).

В результате специально сконструированный нами индекс агрегированного спроса на отечественные товары не показал роста в 2016 году, что является препятствием для восстановления экономики в ближайшие годы³.

Рассмотрение динамики ВВП по видам экономической деятельности показывает, что замедление сокращения экономики в 2016 году поддерживалось в первую очередь такими секторами, как сельское хозяйство, добыча полезных ископаемых и обрабатывающие производства, которые относят к «торгуемым» секторам (табл. 3). Сельское хозяйство демонстрирует устойчивый рост на протяжении последних двух лет благодаря:

a) благоприятным ценам (табл. 4)⁴;

b) хорошим урожаям;

c) новым экспортным возможностям для зерновых и масличных культур вследствие высокого мирового спроса на продовольствие;

d) девальвации рубля после 2014 года;

e) частичного замещения импорта⁵.

В то же время укрепление рубля в 2017 году и постепенное насыщение мирового и внутреннего рынка зерновых могут послужить препятствием для дальнейшего роста сельского хозяйства России⁶.

Тем не менее в 2016 году ценовая динамика была менее благоприятна для торгуемых секторов по сравнению с предыдущим годом (табл. 4). Особенно это коснулось добычи полезных ископаемых как результат снижения мировых цен на нефть и газ и укрепления рубля.

Для неторгуемых секторов замедление ценовой динамики было не столь заметным, поскольку они менее подвержены непосредственному влиянию мировых рынков, но более чувствительны к инфляции на внутренних рынках («голландская болезнь» может служить здесь одним из объяснений). Замедление снижения реальной зарплаты (табл. 6) как результат сокращения темпов инфляции и снижение безработицы до исторического минимума также оказали влияние, в результате чего секторы финансовых услуг и ЖКХ показали умеренный рост⁷. Подобная ценовая динамика неторгуемых секторов, возможно, есть проявление эффекта Балаша – Самуэльсона в условиях реального укрепления рубля.

³ Данный индекс рассчитывается по формуле $AD = \frac{C^{SC} I^{SI} G^{SG} X^{SX}}{M^{SM}}$, где C, I, G, X, M –

индексы роста в неизменных ценах потребительских расходов домашних хозяйств, валового накопления основного капитала, государственных закупок, экспорта и импорта соответственно, а SC, SI, SG, SX, SM – их доли в ВВП.

Жесткость цен на многие товары и услуги в России усиливает влияние совокупного спроса на выпуск: теоретическое объяснение этому явлению дано в работах Farhi and Werning (2012a, b).

⁴ Еще одной (помимо агрегированного индекса) иллюстрацией служит то, что, например, на масличные культуры закупочные цены в три раза превышали себестоимость [7].

⁵ Обзор мирового опыта замещения импорта дан в великолепной статье Bruton (1998).

⁶ Еще одной причиной может быть возможное падение цен на сельскохозяйственную землю вследствие ослабления рубля, так как земля часто служит залогом при инвестициях в сельское хозяйство. В работе Ogawa and Kazuyuki (1998) этот эффект описан для Японии 1990-х годов.

⁷ Работы Kiguel and Leviatan (1992); Vegh (1992); Fischer e. a. (2002) иллюстрируют положительное влияние подавления инфляции на рост и потребление. В теоретической работе Alvarez e. a. (2016) показано, что умеренный монетарный шок будет иметь реальный эффект в том случае, когда реакция цен продемонстрирует эксцесс. В случае России шок обменного курса мог оказать роль, сходную с монетарным шоком. Поэтому неравномерная реакция цен может объяснить реальный эффект девальвации рубля.

В целом, однако, реальные располагаемые доходы граждан России продолжали снижаться (на 5,9 % в 2016 году по предварительным данным Росстата) [16], в том числе вследствие неполной индексации пенсий (их реальный уровень за год сократился на 3,4 %) [6]. Индикатором растущей бедности может служить повышение доли расходов на продовольствие и безалкогольные напитки с 27,7 % в 2013 году до 32 % в 2015-м, после 10 лет снижения этого показателя. В структуре розничной торговли удельный вес пищевых продуктов, включая напитки и табачные изделия, достиг 48,7 % в 2016 году (минимум в 45,0 % был достигнут в 2007 году). Индекс реальных объемов розничной торговли в 2016 году сокращался второй год подряд, отражая снижение покупательной способности граждан⁸.

Корпоративные прибыли сократились в 2016 году (табл. 6), отчасти вследствие роста зарплат и снижения инфляции. Нельзя сбрасывать со счетов и инфляцию издержек – цены производителей в промышленности выросли на 7,4 % (декабрь 2016 к декабрю 2015-го) – почти в два раза больше дефлятора ВВП⁹. Наконец, рост налоговых сборов (за исключением НДС и налогов на внешнюю торговлю) также оказал влияние на снижение прибылей (об этом ниже).

Поскольку около 2/3 инвестиций в основной капитал в России финансируется за счет нераспределенной прибыли и накопленной амортизации, этот факт, в сочетании:

- a) с сокращением корпоративных прибылей,
- b) высокими реальными ставками процента,
- c) недостатком ликвидности¹⁰ и
- d) международными санкциями, –

объясняет существенное снижение валового накопления основного капитала в России, что может служить серьезным препятствием для долгосрочного роста ее экономики.

Как на экономике России отразилось действие международных факторов?

Низкие экспортные цены и усилившийся рубль ухудшили торговый баланс и ослабили текущий счет (табл. 7). Поскольку за 2016 год рубль укрепился на 12 %, экспорт товаров в долларовом эквиваленте снизился на 17,5 % и с 25,9 % до 20,8 % ВВП. Торговый баланс по товарам в долларовом эквиваленте снизился на 39,4 % и с 11,2 % до 6,7 % ВВП.

Падение нефтяных цен прекратилось, и, начиная с февраля 2016 года, они стали постепенно повышаться. И все же в 2016 году они были в среднем на 15,6 % ниже в долларовом эквиваленте, чем годом ранее (аналогично в 2015 году они сократились в среднем на 47,3 % по сравнению с годом ранее). В результате долларовая величина поступлений от нефтегазового экспорта в 2016 году упала на 24 %.

В то же время долларовая стоимость ненефтяного экспорта в 2016 году снизилась на 8,4 %, поскольку мировые цены на большинство российских экспортных товаров были на низком уровне¹¹. Выросли только экспорт продовольствия и тек-

⁸ По данным Росстата, он сократился на 10 % в 2015 году и еще на 4,6 % в 2016 году.

⁹ Наибольший рост показали цены на нефтепродукты и металлы.

¹⁰ В работах Chirinko (1993), Gordon and Veitch (1986), McMillin (1985), Funke (1989) показана важная роль ликвидности в определении уровня инвестиций в основной капитал. Наши оценки по экономике России (Мицек, 2016) показали очень сильное влияние реальных кассовых остатков на величину инвестиций в основной капитал в России.

¹¹ Согласно данным Всемирного банка, цена на пшеницу в долларовом эквиваленте в 2016 году были ниже уровня 2015 года в среднем на 16 %, на минеральные удобрения – на 21 %, на алюминий – на 4 %, на медь – на 12 %, на никель – на 19 %, на платину – на 6 %.

Выросли цены только на растительные масла, цинк, золото и серебро.

стильных изделий. Изменение структуры цен между торгуемыми и неторгуемыми товарами служит еще одним объяснением сдвигов в структуре экспорта. И все же благодаря ценовым изменениям доля ненефтяного экспорта выросла с 35 % общей стоимости экспорта товаров в 2014 году до 42 % в 2015-м и 46 % в 2016 году. Будущий рост ненефтяного экспорта может быть поддержан снижением долларовой величины средней зарплаты в России примерно на 35 % за последние три года, делая ее сопоставимой с зарплатой в соседних государствах.

Вследствие высокого спроса и постепенного укрепления рубля импорт товаров в 2016 году снизился лишь на 0,7 % в долларовом эквиваленте, а импорт машин и оборудования даже вырос. Это падение (импорта в целом) было намного меньше, чем в 2015 году (тогда он упал на 37,3 %), когда реальный эффективный курс рубля снизился на 10,6 %, а ВВП сократился на 2,8 %. В результате доля *совокупного* импорта сохранилась прежней, на уровне 20,6 % ВВП. Относительно низкие импортные тарифы поддерживали высокий спрос на импорт¹².

В итоге условия торговли для России продолжали снижаться в 2016 году, хоть и не столь стремительно, как это было годом ранее: в 4-м квартале 2016 года соответствующий индекс составил 91 % от уровня 4-го квартала 2015 года, годом ранее он был равен 76 %¹³. Этот параметр продолжал оказывать понижающее давление на рубль¹⁴.

В результате всех описанных выше трендов текущий счет ухудшился радикально, сократившись до \$25,0 млрд (1,8 % ВВП) в 2016 году по сравнению \$68,9 млрд годом ранее (5,2 % ВВП). Но при этом ненефтяной дефицит текущего счета несколько снизился – с \$129,9 млрд в 2015-м до \$126,1 млрд в 2016 году, или с 9,8 % до 9,3 % ВВП, что несколько снижает зависимость экономики России от колебаний мирового рынка нефти.

При этом финансовый счет (табл. 8) улучшился с минус \$70,3 млрд (5,3 % ВВП) в 2015 году до минус \$13,9 млрд (1,0 % ВВП) в 2016-м¹⁵. Свою роль сыграло уменьшение платежей по внешнему долгу, рост цен на нефть и укрепление доверия к рублю. Высокие реальные процентные ставки послужили дополнительным стимулом для притока капитала в Россию. В частном секторе отток капитала в 2016 году снизился до \$17,3 млрд по сравнению с \$61,8 млрд годом ранее¹⁶.

В результате международные резервы России выросли впервые с 2012 года с \$368,4 млрд на конец 2015 года (15,7 месяца импорта) до \$377,7 млрд на конец 2016 года (17,8 месяца импорта) и продолжали расти в 2017 году.

Российский внешний долг, скорректированный на изменения обменного курса, снизился на 19,4 % к концу 2016 года по сравнению с концом 2015-го, во многом вследствие того, что корпоративный сектор продолжал сокращение задолженности, а также вследствие высокой стоимости заимствования и ограниченных

¹² Среднее отношение величины уплаченных импортных пошлин к стоимости импорта в 2016 году составило примерно 3 %, и это отношение неуклонно снижалось последние шесть лет. Расчет нами сделан на основании данных группы RIM в сопоставлении их со статистикой национальных счетов. Международные сравнения российских импортных тарифов (см., например, работы Bagwell e. a., 2016; Baldwin, 2016) также свидетельствуют об их относительно низком уровне по сравнению с другими странами.

¹³ Расчет на основе данных, сглаженных фильтром Ходрика – Прескотта с $\lambda = 6,25$.

¹⁴ Различные исследования (например, Rossi, 2013; Amano and van Norden, 1995; Coletti and Murchison, 2002) показывают, что в странах, в значительной степени зависимых от экспорта и импорта товаров, обменный курс весьма чувствителен к условиям торговли. Согласно нашим эконометрическим оценкам (Мицек, 2016), модуль эластичности обменного курса по индексам экспортных и импортных цен составляет примерно 0,5–0,6.

¹⁵ Здесь использован следующий расчет: сальдо финансового счета = сальдо международных резервов минус сальдо текущего счета минус чистые ошибки и пропуски.

¹⁶ Роль финансового счета в формировании стоимости капитала требует дальнейшего рассмотрения (см. об этом: Henry, 2007).

перспектив роста¹⁷. В относительном выражении внешний долг изменился с 36,2 % ВВП в 2014-м до 42,6 % в 2015-м и до 38,5 % в 2016 г. Но его величина в месяцах экспорта выросла за этот период с 17,3 до 19,8 и 22,2 месяца, соответственно, вследствие сокращения экспорта. Эти обстоятельства ухудшили финансовые ограничения для российских фирм и перспективы восстановления экономики. Всемирный банк (RER36) и сайт Cbonds.ru¹⁸ приводят данные о значительном росте пятилетних кредитно-дефолтных свопов (CDS) для России по сравнению с 2014 годом. Но впоследствии они заметно снизились на протяжении 2016 года и продолжали снижаться в 2017-м, что позволило осуществить успешное размещение как государственных, так и корпоративных облигаций.

Насколько успешной была денежно-кредитная политика?

Банк России продолжал осторожное смягчение денежной политики, сохраняя целевой показатель по инфляции на уровне 4 %¹⁹. Ключевая ставка оставалась неизменной в 11 % с августа 2015-го по июнь 2016 г.²⁰ По мере смягчения инфляционного давления Банк России снижал ключевую ставку до 10,5 % 14 июня 2016, до 10,0 % 19 сентября 2016, 9,75 % 27 марта 2017 и 9,25 % 2 мая 2017 года.

Существенными причинами, повлиявшими на смягчение денежной политики, были снижение совокупного спроса и инвестиций в основной капитал, усугубленное ростом реальных процентных ставок. Еще одной причиной может служить ограниченность влияния денежной политики на уровень цен вследствие высокой концентрации рынков и степени государственного вмешательства на рынках в России²¹.

В итоге монетизация экономики России (отношение агрегата M2 к ВВП) выросла с 39,9 % в конце 2014 года до 40,5 % в конце 2015-го и 41,2 % в конце 2016 г.²² Рост среднегодового объема денежной массы ускорился до 11,4 % в конце 2016 года с 9,2 % годом ранее, а денежной базы до 12,7 % с 4,2 % годом ранее (табл. 9). Но отношение последней к ВВП оставалось на низком уровне, что отражает по-прежнему недостаточное развитие денежной системы России²³.

¹⁷ О влиянии выплат по внешнему долгу на экономический цикл имеются различные мнения: для примера работы Panizza, Sturzenegger and Zettelmeyer (2009), с одной стороны, и Gavin and Perotti (1997) – с другой.

¹⁸ URL: <http://www.cbonds.ru>

¹⁹ В работе Blanchard, Dell’Ariccia, and Mauro (2010) обсуждается принятие этого порога инфляции для США. Но «классическим» для развитых стран все-таки остается целевой показатель 2 % инфляции (Ascari e. a., 2014; Fischer, 2016).

²⁰ Стабилизация инфляционных ожиданий с целью устранить этот источник экономической нестабильности была главным успехом денежной политики в США в период Великого Замедления (Great Moderation; обзор в работе Coibion and Gorodnichenko, 2011).

²¹ По нашим оценкам (Мицек, 2016), эластичность ценовых индикаторов по денежным показателям, даже по денежной базе, остается низкой, примерно на уровне 0,1. Симс (Sims, 2013) указывает на ослабление связи между уровнем цен и денежной массой в современной экономике.

²² Еще одним показателем эффективности денежной политики служит отношение активов центрального банка к ВВП (например, Del Negro e. a., 2017; Ihrig e. a., 2015; Sims, 2013). В России, согласно данным Банка России и нашим расчетам, это отношение выросло с 36 % в 2015-м до 40 % в 2016 году [1]. Но в случае России аккуратность этой меры может быть подвергнута сомнению. Это так, поскольку а) примерно 2/3 активов Банка России представляют собой требования к нерезидентам и МВФ, тогда как золото и драгоценные металлы – лишь около 13 %; б) депозиты правительства и собственный капитал составляют примерно 25 и 35 % совокупных пассивов соответственно, и лишь около 8 % составляет доля коммерческих банков. Уэда (Ueda, 2012) аргументирует, что не только совокупная величина, но и структура активов Центрального банка важна для оценки эффективности его политики.

²³ Фактически это отношение снизилось с почти 14 % в 2010 году до 12,5 % в 2016-м (сглаженные данные). Уэда (Ueda, 2012) рассчитал это отношение для США, Великобритании и ЕС на уровне около 17 %, и примерно 27 % для Японии в 2012 году.

Величина денежного мультипликатора равнялась 3,08 в конце 2014 года, 3,22 в конце 2015-го и 3,22 в конце 2016 года²⁴, отражая замедление роста денежной системы России. С учетом того, что этот показатель неуклонно рос начиная с 2000 года, вряд ли его временное замедление может вызвать рецессию²⁵. Однако его последняя динамика показывает, что смягчение денежной политики пока не было поддержано активным кредитованием реального сектора со стороны банковской системы. Значение денежного мультипликатора для России значительно ниже, чем в развитых странах, что отражает недостаточное развитие ее банковской системы²⁶.

Реальные кассовые остатки выросли на 13,8 % (конец 2016 года к концу 2015-го) по сравнению с 2,5 % за период годом ранее. Можно предположить, что смягчение денежной политики, снижение инфляционных ожиданий и рецессии увеличили спрос на деньги, что послужило основой подобных изменений данного показателя. Признаки восстановления экономики налицо²⁷.

Смягчение денежной политики и, возможно, снижение задолженности корпораций и граждан привело к снижению процентных ставок на денежном рынке²⁸. Однако, как следствие снижения инфляции, реальные процентные ставки остались положительными, что означает сохранение жестких условий на денежном рынке, препятствующих инвестициям и восстановлению экономики. Реальные ставки МІАСР (дефлятор ВВП) составили 6,0 % к концу 2016 года, будучи 5,6 % в конце 2015-го и 2,7 % в конце 2014 года²⁹. Данный тренд российской экономики противоречит глобальным тенденциям снижения реальных процентных ставок³⁰. Совместно с по-прежнему высокой инфляцией на рынке капитальных благ и высоким уровнем износа основного капитала³¹, а также финансовыми ограничениями, вызванными отчасти международными санкциями, а отчасти недостаточным развитием финансовой системы, это повышает пользовательскую стоимость капитала, что ведет к снижению желаемого объема капитала и инвестиций, как следст-

²⁴ Сглаженные данные фильтром Ходрика – Прескотта, $\lambda = 6,25$.

²⁵ Известные специалисты по истории и макроэкономике Великой депрессии, Кристина и Дэвид Ромеры (Romer and Romer, 2013), уделили особое внимание сокращению денежного мультипликатора, как фактора, породившего спад в тот период.

²⁶ Уэда (Ueda, 2012) рассчитал, что величина денежного мультипликатора равнялась 12 в Японии и 8 в США и Великобритании в 1990 году, но затем снизилась до 7,4 и 5,0 соответственно к 2012 году, после реализации политики количественного смягчения.

²⁷ Модель Дель Негро и соавторов (Del Negro e. a., 2017) показывает, что сам факт ожидания смягчения денежной политики и улучшения ликвидности может вызвать восстановление экономики.

²⁸ В работах Guerrieri and Lorenzoni (2011) и Eggertsson and Krugman (2012) показано, как процесс сокращения задолженности ведет к снижению процентных ставок и ловушке ликвидности. Уэда (Ueda, 2012) назвал процесс сокращения задолженности одной из главных причин стагнации японской экономики.

²⁹ Эконометрические оценки, осуществленные в работе Fischer e. a. (2002) на основе межстрановой выборки, четко выявили существенное отрицательное влияние процентных ставок на экономический рост.

³⁰ О глобальных тенденциях реальных процентных ставок см. в работах Fischer (2016), Kiley (2015).

³¹ При среднем уровне износа в 48,7 % по экономике России в целом, что само по себе является высокой цифрой, такие ключевые виды деятельности, как добыча полезных ископаемых и транспорт и связь, имеют степень износа основных фондов 56,1 и 56,9 % соответственно, что создает дополнительные препятствия для экономического роста. Ввиду неполноты отчетных данных мы провели свой расчет амортизации основных фондов на основе уравнения динамики капитала в моделях общего равновесия. Наш расчет показал ее уровень, равный 17 % в 2015 году, что значительно выше 8 %, показанного для 2010 года. Оценки Росстата, проведенные только для коммерческих организаций и без субъектов малого предпринимательства, дают цифру амортизации 6,5 % на конец 2015 года [13].

вие³². Только 25 % всех банковских ссуд нефинансовым организациям в России могут считаться долгосрочными (срок погашения более 1 года). В результате отношение валового накопления основного капитала к величине последнего слишком мало, примерно 0,125, что препятствует устойчивому росту российской экономики. В итоге рост реальных ставок процента снижает эффективность денежной политики³³.

Возможно, одним из положительных последствий высоких реальных ставок процента может считаться повышение нормы общенациональных накоплений. С начала 2000-х их величина неуклонно снижалась с 34 % ВВП до 29 % в 2013 году³⁴. Достижением денежной политики можно считать то, что эта величина выросла до 31 % в 2016 году. В то же время отношение инвестиций в основной капитал к величине общенациональных сбережений выросло с 50 % в 2001-м до 70 % в 2010 году и остается в среднем примерно таким и поныне. Следовательно, недостаток общенациональных сбережений можно считать одной из причин сокращения инвестиций в основной капитал в последние годы. Поэтому если одной из целей Банка России было повышение нормы сбережений, то она была частично реализована. Следует, однако, заметить, что имеются признаки того, что сбережения росли не только вследствие повышения реальных ставок процента, но и вследствие растущей бедности.

Такие важные факторы, как эффект базы, слабый внутренний спрос и снижение реальных доходов, облегчили инфляционное давление. Годовая инфляция на потребительские товары снизилась с 14,1 % в 2015-м до 6,5 % в 2016 году. Еще более снизился рост цен на продукты питания – с 14,0 % в 2015-м до 4,6 % в 2016 году, причинами чего можно считать высокую базу 2015 года и успехи сельского

³² Соответствующие формулы можно найти в работах Chirinko (1993) и Henry (2007). По нашим оценкам (Мицек, 2016), чистый предельный доход на основной капитал равен примерно 14 % в год (очищенный от налогов и амортизации, но включающий повышение восстановительной стоимости основного капитала). Средняя ставка процента по долгосрочным банковским ссудам для нефинансовых организаций равнялась 12–13 % в 2016 году. С учетом премии за риск величина предельного дохода на капитал не может считаться достаточной.

³³ Уэда (Ueda, 2012) описывает схожую проблему в отношении Японии.

³⁴ Подробный анализ проблем нормы накопления в экономике России выходит за рамки данной статьи. Мы можем высказать здесь лишь несколько соображений, которые представляются очевидными. Снижению нормы накопления в течение отмеченного периода способствовало, во-первых, быстрое увеличение доли государственного потребления в ВВП, в первую очередь вследствие быстрого роста цен на государственные услуги. Так, за период Q4 1999 – Q4 2016 дефлятор ВВП вырос в 8,0 раз (что эквивалентно росту на 13,0 % в среднем за год), тогда как дефлятор расходов на конечное потребление государственного управления в 17,7 раза за этот же период (в среднем 18,4 % в год). Во-вторых, это рост доли пенсионеров в совокупной численности населения и снижение доли работающих лиц. В соответствии с теорией жизненного цикла (life-cycle hypothesis, LCH), выдвинутой Франко Модильяни и его соавторами (Modigliani, 1970; Modigliani and Cao, 2004), это должно иметь отрицательное влияние на норму накопления. В-третьих, также в соответствии с упомянутой теорией Модильяни и соавторов, это снижение темпов экономического роста. В-четвертых, это быстрое развитие потребительского кредита с почти нулевого уровня, что делает накопления менее необходимыми. В-пятых, это рост макроэкономической нестабильности (если вспомнить кейнсианский мотив предосторожности). В-шестых, это неадекватное развитие таких институтов, как страхование жизни. В-седьмых, это всеобщий охват пенсионным обеспечением и относительно короткая ожидаемая продолжительность жизни.

Но особенностями России являются относительно высокая доля инвестиций в основной капитал за счет средств государственного бюджета и малый удельный вес инвестиций за счет банковских кредитов. Поэтому одна из важных причин снижения инвестиций в целом – это сокращение объема государственных инвестиций. Если же говорить об инвестициях за счет банковских кредитов, то их отношение к совокупному объему банковских кредитов организациям снизилось с 0,13 в среднем в 2000–2008-м до 0,08 в 2014–2015 годах. Последняя тенденция подтверждает гипотезу о глобальном переизбытке накоплений (Fischer, 2016, Bernanke, 2005), которые не воплощаются в реальные инвестиции в основной капитал вследствие недостатка инвестиционных возможностей в новых рыночных экономиках.

хозяйства в последние годы. Замедление роста зарплат государственных служащих и рост налоговых сборов (за исключением НДС и налогов на внешнюю торговлю (см. ниже)) также послужили снижению инфляции.

Как функционировала банковская система?

В банковском секторе ссуды нефинансовым организациям в реальном исчислении выросли на 6,0 % в 2016 году, тогда как годом ранее они выросли на 11,0 %, но потребительские ссуды продолжали сокращаться (табл. 10), отчасти вследствие слабого спроса, отчасти как результат продолжающегося сокращения задолженности³⁵. При общем снижении инфляции и ключевой ставки Банка России процентные ставки по кредитам снизились с 13,37 % в январе 2016 г. до 11,83 % в декабре³⁶, что может поощрить спрос на новые ссуды.

Качество кредитов в среднем в 2016 году было хуже, чем в 2015-м (табл. 11). Показатель достаточности капитала оставался на уровне 13 % на 1 ноября 2016 года (при нормативе 8 %).

Отношение выданных ссуд к банковским активам в 2016 году равнялось 69,5 % (69,2 % годом ранее). Отношение ликвидных активов (включая все депозиты банков в Банке России) к их совокупным активам составило в среднем 7,7 % в 2016 году (8,7 % годом ранее). Это свидетельствует о некотором ухудшении банковской ликвидности. Определенной поддержкой ликвидности может служить повышение отношения депозитов граждан в среднем с 38,0 % в 2015-м до 41,3 % в среднем в 2016 году, хотя их абсолютная величина не может считаться адекватной, особенно с учетом снижения поддержки банков со стороны Банка России³⁷. Рост реальных ставок процента служит дополнительным подтверждением нарастания дефицита ликвидности³⁸.

Объем совокупных депозитов граждан и корпораций в банковской системе за 2016 год в реальном исчислении вырос на 9,4 % (на 10,1 % годом ранее), а их отношение к ВВП выросло с 54,7 до 58,8 % за этот период. Удельный вес рублевых банковских депозитов в их совокупном объеме к концу 2016 года составил 63,0 %, будучи равным 65,9 % в конце 2015-го и 68,9 % в конце 2014 года³⁹, что свидетельствует о некотором росте долларизации банковской системы.

Отношение совокупных депозитов домашних хозяйств к совокупным обязательствам банков выросло с 26,2 % в 2015-м до 28,6 % в 2016 году. Повышение страхового лимита по банковским вкладам с 700 тысяч рублей до 1,4 миллиона рублей с 2015 года служит одним из объяснений роста депозитов граждан. Напротив, отношение обязательств банков перед Банком России снизилось со среднего значения 9,0 % в 2015-м до среднего значения 4,0 % в 2016 году, свидетельствуя о сокращении поддержки со стороны последнего.

Финансовые показатели банков (табл. 11) несколько улучшились за последний год. Доходность активов составила 1,0 %, а доходность на собственный капитал 10,0 % в 2016 году (годом ранее эти величины составили 0,0 % и 2,0 % соот-

³⁵ О влиянии сокращения задолженности по потребительским кредитам на совокупный спрос и совокупный выпуск в мире в работе Korinek and Simsek (2016). Одной из причин снижения долгов сектором домашних хозяйств в период кризиса является недостаточное развитие страхования в России, за исключением автострахования.

³⁶ Средневзвешенные ставки по кредитам нефинансовым организациям на срок менее 1 года.

³⁷ Вместе с собственным капиталом и прочими долгосрочными обязательствами это соотношение составило 64 % к концу 2016 года. Тироле (Tirole, 2011) отмечает, что Банк Новой Зеландии требует, чтобы данное отношение равнялось 75 %.

³⁸ Модель Тироля (Tirole, 2011) дает основания для поддержки данного утверждения.

³⁹ В эти цифры включены остатки на корпоративных расчетных счетах, а остатки на валютных счетах пересчитаны в рубли по текущему валютному курсу.

ветственно). Прибыльность банковской отрасли в целом выросла в 4,5 раза в реальном исчислении в 2016 году. Усредненная по балансу достаточность капитала банковской системы также улучшилась, что может стимулировать рост кредитов. Все это свидетельствует о стабилизации банковской системы России и об успешности политики Банка России в этом направлении⁴⁰.

Состояние фискальной системы вызывает озабоченность

Несмотря на сокращение доходов, российское правительство увеличило расходы бюджета в 2016 году, хоть и не намного (табл. 12 и 13)⁴¹. Доходы консолидированного бюджета снизились до 27,2 % ВВП по сравнению с 27,6 % годом ранее, тогда как расходы выросли с 30,1 до 30,6 % ВВП за этот период.

Девальвация рубля лишь частично компенсировала падение цен на нефть, и суммарная доля платежей за пользование природными ресурсами и налогов на внешнюю торговлю сократилась с 30,4 % от совокупных доходов консолидированного бюджета в 2015-м до 25,8 % в 2016 году, или с 8,4 до 7,0 % ВВП. Тем не менее, несмотря на увеличение дефицита бюджета, его зависимость от нефтегазовых доходов снизилась вследствие роста доходов от налога на доходы физических лиц, налога на прибыль, налогов на имущество и косвенных налогов (НДС и акцизов в первую очередь).

В 2016 году правительство продолжало увеличивать расходы на государственное управление (оборону, правоохранительную деятельность и прочие) с 7,8 % ВВП годом ранее до 8,2 %. Расходы на прочие статьи как доли ВВП остались примерно на том же уровне.

Растущие расходы в сочетании с сокращением доходов привели к увеличению дефицита консолидированного бюджета с 2,6 % ВВП в 2015-м до 3,5 % в 2016 году. Значительная часть этого дефицита была профинансирована за счет Резервного фонда, и в результате его объем за год сократился с 4,2 до 1,1 % ВВП. В качестве источника покрытия дефицита остаются также средства Фонда национального благосостояния, но их объем на протяжении 2016 года также сократился с 6,1 до 5,0 % ВВП.

Тем не менее федеральный долг остается на низком уровне по международным меркам (внутренний долг составляет 9,7 % ВВП, внешний – 3,3 %), что позволило российскому правительству успешно разместить евробонды в мае и сентябре 2016 года.

В результате увеличения бюджетного дефицита расходы на обслуживание долга выросли на 12 % в реальном исчислении в 2016 году, или на 0,1 % ВВП. Но дальнейшее наращивание государственного заимствования может повысить вероятность шока ликвидности в экономике вследствие недостатка общенациональных сбережений, снижения ликвидности банковской системы, недостаточного уровня развития финансовой системы в целом. Все это грозит дальнейшим ужесточением кредитных рынков, ростом реальных ставок процента.

⁴⁰ В работе Ajello (2016) показано, что шоки в банковской системе играют важную роль в экономических циклах и сыграли большую роль в годы Великой депрессии. Важные комментарии на эту тему даны в работе Del Negro e. a. (2017). Указанные результаты лишь подчеркивают важность той работы, которую ведет Банк России по стабилизации российской банковской системы.

⁴¹ Расчеты относительно доходов и расходов консолидированного бюджета, приведенные в этом разделе и в таблицах 12 и 13, основаны на данных сайта группы RIM [4].

Заключение

Проведенный анализ показывает, что, несмотря на ослабление рецессии и снижение инфляции, российская экономика продолжает демонстрировать черты слабости. Международные факторы сменились с относительно благоприятных на явно неблагоприятные вследствие снижения экспортных цен и отсутствия заметных успехов в замещении импорта. Российская экономика по-прежнему чувствительна к колебаниям мировых товарных рынков.

Низкий инвестиционный спрос и сокращение корпоративных доходов препятствуют инвестициям в основной капитал и долгосрочному росту. Нет никаких признаков роста совокупной производительности факторов производства. Все эти обстоятельства не дают уверенности в возможности долгосрочного и устойчивого роста экономики.

Чувствительность российской экономики к капризам мировых рынков несколько снизилась вследствие снижения доли нефтегазового экспорта, но все еще высока, так как сырьевой экспорт доминирует. Его высокая доля усиливает циклические колебания экономики. Высокий спрос на импортные товары ухудшает текущий счет платежного баланса.

Некоторые положительные тенденции, такие как радикальное снижение оттока капитала и заметное сокращение внешнего долга, а также частичное восстановление нефтяных цен, укрепили рубль и смягчили инфляционные ожидания. Все это позволило смягчить денежную политику с целью поощрить инвестиции в основной капитал и улучшить рыночные условия в целом. В этом отношении денежная политика была явно успешной, инфляция снизилась, и рецессия замедлилась. Но высокие реальные ставки процента по-прежнему препятствуют инвестициям и восстановлению экономики.

Банковская система продолжала наращивать свои ресурсы, несмотря на все шоки последних двух лет. Но качество ссуд не улучшилось, а ликвидность уменьшилась, что может создать проблемы для ее стабильности в случае новых шоков.

Фискальная ситуация продолжала ухудшаться, становясь все более серьезной проблемой России на протяжении последних трех лет. Дефицит консолидированного бюджета продолжал расти и превысил 3 % ВВП к концу 2016 года. Правительство покрывало дефицит за счет использования денег суверенных фондов, заимствования на внутренних и внешних рынках, а также с помощью приватизации.

Это значит, что, несмотря на снижение инфляции, фискальные проблемы угрожают стабильности финансовой системы. Если ежегодные темпы экономического роста не превысят 1–2 %, это станет основным препятствием для восстановления экономики. Только всеобъемлющая реформа экономической системы позволит России преодолеть все эти обстоятельства.

Приложения

Таблица 1

Динамика роста (\pm) ВВП и его компонентов в неизменных ценах, %⁴²

	2015 г.	2016 г.
ВВП	-2,8	-0,2
Потребительские расходы домашних хозяйств	-9,8	-4,5
Государственные закупки	-3,1	-0,5
Валовое накопление основного капитала	-9,9	-1,8
Экспорт	+3,7	+3,1
Импорт	-25,8	-3,8

Таблица 2

Динамика инфляции (\pm), %⁴³

	2015 г.	2016 г.
Инфляция на рынке потребительских товаров	+14,1	+6,5
Дефлятор валового накопления основного капитала	+13,9	+6,8
Экспортные цены	+7,4	-10,1
Импортные цены	+41,4	+7,2

Таблица 3

Динамика роста (\pm) основных видов экономической деятельности в неизменных ценах, %⁴⁴

	2015 г.	2016 г.
ВВП	-2,8	-0,2
Торгуемые сектора	-1,7	+1,2
В том числе:		
Сельское хозяйство	+3,0	+3,6
Добыча полезных ископаемых	+0,2	+0,3
Обрабатывающие производства	-4,6	+1,1
Неторгуемые сектора	-3,2	-0,8

Таблица 4

Дефляторы цен по видам экономической деятельности, %⁴⁵

	2015 г.	2016 г.
ВВП	8,2	3,6
Торгуемые сектора	17,0	2,1
В том числе:		
Сельское хозяйство	16,7	4,1
Добыча полезных ископаемых	15,4	0,8
Обрабатывающие производства	17,5	2,1
Неторгуемые сектора	4,7	4,2

⁴² Источник: [10]; расчет авторов.

⁴³ Источник: [10]; расчет авторов.

⁴⁴ Источник: [10]; расчет авторов.

⁴⁵ Источник: [10]; расчет авторов.

Таблица 5

Динамика мировых цен (\pm) на отдельные виды товаров (в долларах США), %⁴⁶

	2015 г.	2016 г.
Сырая нефть	-47,3	-15,6
Природный газ	-34,4	-22,8
Растительные масла	-21,9	+5,2
Зерновые	-14,6	-7,7
Минеральные удобрения	-5,0	-21,1
Металлы (включая железную руду)	-21,1	-5,9
Драгоценные металлы	-10,4	+7,5

Таблица 6

Динамика доходов (\pm) в неизменных ценах, %⁴⁷

	2015 г.	2016 г.
ВВП	-2,8	-0,2
Валовая зарплата	-11,9	+0,5
Валовая прибыль	+9,2	-3,4

Таблица 7

Текущий счет платежного баланса Российской Федерации и его компоненты (млн долларов США)⁴⁸

	2015 г.	2016 г.	Динамика (\pm)
Текущий счет	68 943	25 006	-43 937
Торговый баланс (товары)	148 513	90 011	-58 502
Экспорт (товары)	341 467	281 682	-59 786
В том числе:			
Сырая нефть	89 588	73 712	-15 876
Нефтепродукты	67 453	46 106	-21 348
Природный газ	41 844	31 280	-10 564
Прочие товары	142 582	130 583	-11 999
Импорт (товары)	192 954	191 671	-1 284

Таблица 8

Финансовый счет Российской Федерации и внешний долг (млн долларов США)⁴⁹

	2015 г.	2016 г.	Динамика (\pm)
Финансовый счет - сальдо	-70 295	-13 887	+56 409
Внешний долг (среднее значение)	562 064	520 597	-41 468
В том числе:			
Банки	153 618	128 214	-25 404
Нефинансовые организации	362 147	347 405	-14 742
Правительство	46 300	44 978	-1 322
Международные резервы (конец года)	368 400	377 700	+9 300
Внешний долг в % к ВВП	42,6 %	38,5 %	-4,1 %
Внешний долг в месяцах экспорта	19,8	22,2	+2,4

⁴⁶ Источник: [61]; расчет авторов.⁴⁷ Источник: [10]; расчет авторов.⁴⁸ Источник: [15]; расчет авторов.⁴⁹ Источник: [15]; расчет авторов.

Таблица 9

Индикаторы денежной политики, %⁵⁰

	2015 г.	2016
Рост денежной массы	9,2	11,8
Рост денежной базы	4,2	12,7
Дефлятор ВВП	8,2	3,6
Рост реальных кассовых остатков (сглаженный)	2,5	13,8
Монетизация экономики	40,5	41,2
Денежный мультипликатор	3,20 раза	3,27 раза
Ключевая ставка (средневзвешенное значение)	12,64	10,58
Ставка по однодневным кредитам на межбанковском рынке (Q4 среднее)	11,1	10,3
Реальные ставки по однодневным кредитам на межбанковском рынке (Q4 среднее)	5,6	6,0

Таблица 10

Основные параметры банковского сектора, %⁵¹

	2015 г.	2016 г.
Кредиты нефинансовым организациям – рост в неизменных ценах	11,0	6,0
Кредиты физическим лицам – рост в неизменных ценах	-10,0	-5,1
Совокупные депозиты – рост в неизменных ценах	10,1	9,4
Кредиты нефинансовым организациям как доля ВВП	37,1	39,5
Кредиты физическим лицам как доля ВВП	12,9	13,3
Совокупные кредиты/совокупные активы	69,2	69,5
Ликвидные активы/совокупные активы	8,7	7,7
Депозиты физических лиц/совокупные кредиты	38,0	41,3
Совокупные депозиты/ВВП	54,7	58,8
Рублевые депозиты/совокупные депозиты	65,9	63,0
Депозиты физических лиц/совокупные пассивы	26,2	28,6
Обязательства перед Банком России/совокупные пассивы	9,0	4,0

Таблица 11

Индикаторы эффективности банковского сектора, %⁵²

	2015 г.	2016 г.
Просроченная задолженность как доля всех кредитов нефинансовым организациям	5,5	6,7
Собственный капитал/пассивы по балансу, в среднем за год	9,3	9,7
Достаточность капитала на конец года	13,0	13,0
Доходность активов	0,0	1,0
Доходность собственного капитала	2,0	10,0
Средневзвешенные ставки процента по кредитам нефинансовым организациям (сроком до 1 года)	15,72	12,59
Средневзвешенные ставки процента по кредитам физическим лицам (сроком до 1 года)	26,50	23,03

⁵⁰ Источник: [5]; расчет авторов.⁵¹ Источник: [3]; расчет авторов.⁵² Источник: [3; 12; 14]; расчет авторов.

Таблица 12

**Динамика доходов (±) консолидированного бюджета
Российской Федерации, %⁵³**

	2015 г.	2016 г.
Совокупные доходы – рост в неизменных ценах	-9,3	-1,7
В том числе:		
Налог на прибыль	+1,1	+2,9
Налог на доходы физических лиц	-3,9	+3,8
Косвенные налоги (за исключением налогов на внешнюю торговлю)	-2,2	+7,9
Налоги на имущество	+4,7	+2,7
Платежи за пользование природными ресурсами	-0,5	-9,7
Экспортные и импортные пошлины	-42,8	-24,5
Неналоговые доходы	+8,9	+3,6
Совокупные доходы/ВВП	+27,6	+27,2
В том числе:		
Налог на прибыль	+3,1	+3,2
Налог на доходы физических лиц	+3,4	+3,5
Косвенные налоги (за исключением налогов на внешнюю торговлю)	+6,4	+6,9
Налоги на имущество	+1,1	+1,1
Платежи за пользование природными ресурсами	+4,4	+4,0
Экспортные и импортные пошлины	+4,0	+3,0
Неналоговые доходы	+4,7	+4,9

Таблица 13

**Динамика расходов (±) консолидированного бюджета
Российской Федерации, %⁵⁴**

	2015 г.	2016 г.
Совокупные расходы – рост в неизменных ценах	-4,1	+1,4
В том числе:		
Государственное управление (включая оборону, обеспечение безопасности и проч.)	+5,0	+4,9
Народное хозяйство	-18,0	-1,0
Социально-культурные мероприятия	-6,1	-0,9
Обслуживание государственного и муниципального долга	+14,8	+12,0
Трансферты внебюджетным фондам	+17,5	+4,3
Дефицит	+151,5	+34,7
Совокупные расходы/ВВП	+30,1	+30,6
В том числе:		
Государственное управление (включая оборону, обеспечение безопасности и проч.)	+7,8	+8,2
Народное хозяйство	+6,3	+6,2
Социально-культурные мероприятия	+10,0	+10,0
Обслуживание государственного и муниципального долга	+0,8	+0,9
Трансферты внебюджетным фондам	+3,8	+4,0
Дефицит	-2,6	-3,5
Резервный фонд/ВВП (конец года)	+4,2	+1,1
Фонд национального благосостояния/ВВП (конец года)	+6,1	+5,0

⁵³ Источник: [4]; расчет авторов.

⁵⁴ Источник: [4; 11; 18]; расчет авторов.

Литература

1. Баланс Банка России в 2016 году // Банк России : официальный сайт. – URL: http://www.cbr.ru/statistics/print.aspx?file=cbr_balance/balance_16.htm&pid=dkfs&sid=BBR
2. Банк России : официальный сайт. – URL: <http://www.cbr.ru>
3. Банковский сектор // Банк России : официальный сайт. – URL: <http://www.cbr.ru/analytics/Default.aspx?Prtid=bnksyst>
4. Группа RIM Института народнохозяйственного прогнозирования РАН : официальный сайт. – URL: <http://www.macroforecast.ru>
5. Денежно-кредитная статистика // Банк России : официальный сайт. – URL: <http://www.cbr.ru/statistics/?Prtid=dkfs>
6. Динамика среднего размера назначенных пенсий. – URL: http://www.gks.ru/free_doc/new_site/population/urov/doc3-1-1.htm
7. Костырев А. Масло вытекает через край // Коммерсант-Daily. – 2016. – 8 декабря. – 3228.
8. Министерство финансов Российской Федерации : официальный сайт. – URL: <http://www.minfin.ru>
9. Мицек С. А. Макроэкономическая динамика Российской Федерации: анализ и прогноз (эконометрическая модель – версия 2016). – Екатеринбург : Гуманитарный университет, 2016.
10. Национальные счета // Федеральная служба государственной статистики (Росстат) : [сайт]. – URL: http://www.gks.ru/wps/wcm/connect/rosstat_main/rosstat/ru/statistics/accounts/#
11. Объем средств Резервного фонда // Министерство финансов РФ : официальный сайт. – URL: <http://minfin.ru/ru/performance/reservefund/statistics/volume/>
12. Отдельные показатели деятельности кредитных организаций, сгруппированных по величине активов, по состоянию на 1 января 2017 года // Банк России: официальный сайт. – URL: http://www.cbr.ru/statistics/print.aspx?file=bank_system/4-1-3_010117.htm&pid=pdko_sub&sid=opdkovo
13. Официальная статистика // Федеральная служба государственной статистики (Росстат) : [сайт]. – URL: http://www.gks.ru/wps/wcm/connect/rosstat_main/rosstat/ru/statistics/enterprise/fund/#
14. Процентные ставки и структура кредитов и депозитов по срочности // Банк России : официальный сайт. – URL: http://www.cbr.ru/statistics/?Prtid=int_rat
15. Статистика внешнего сектора // Банк России : официальный сайт. – URL: <http://www.cbr.ru/statistics/?Prtid=svs>
16. Уровень жизни // Федеральная служба государственной статистики (Росстат) : [сайт]. – URL: http://www.gks.ru/wps/wcm/connect/rosstat_main/rosstat/ru/statistics/population/level/#
17. Федеральная служба государственной статистики (Росстат) : официальный сайт. – URL: <http://www.gks.ru>
18. Фонд национального благосостояния. Статистика // Министерство финансов РФ : официальный сайт. – URL: <http://minfin.ru/ru/performance/nationalwealthfund/statistics/>
19. Ajello Andrea (2016), 'Financial Intermediation, Investment Dynamics, and Business Cycle Fluctuations', *American Economic Review*, 106 (8), pp. 2256–2303.
20. Alvarez Fernando, Herve Le Bihan, and Francesco Lippi (2016), 'The Real Effects of Monetary Shocks in Sticky Price Models: A Sufficient Statistic Approach', *American Economic Review*, 106 (10), pp. 2817–2851.
21. Amano Robert A., and Simon van Norden (1995), 'Terms of Trade and Real Exchange Rates: The Canadian Evidence', *Journal of International Money and Finance*, 14 (1), pp. 83–104.
22. Ascari Guido and Argia M. Sbordone (2014), 'The Macroeconomics of Trend Inflation', *Journal of Economic Literature*, 52 (3), pp. 679–739.
23. Bagwell Kyle, Chad P. Bown, and Robert W. Staiger (2016), 'Is the WTO Passe?' *Journal of Economic Literature*, 54 (4), pp. 1125–1231.
24. Baldwin Richard (2016), 'The World Trade Organization and the Future of Multilateralism', *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 30, No. 1 (Winter), pp. 95–116.

25. Bernanke Ben S. (2005), 'The Global Saving Glut and the US Current Account Deficit', Speech delivered at the Homer Jones Lecture, St. Louis, April 14. – URL: <https://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2005/200503102/>
26. Blanchard Olivier, Giovanni Dell'Araccia, and Paolo Mauro (2010), 'Rethinking Macroeconomic Policy', *International Monetary Fund Staff Position Note* SPN/10/03.
27. Bruton Henry J. (1998), 'A Reconsideration of Import Substitution', *Journal of Economic Literature*, Vol. 36, No. 2 (June), pp. 903–936.
28. Campello Murillo, John Graham and Campbell R. Harvey (2009), 'The Real Effects of Financial Constraints: Evidence from a Financial Crisis', *NBER Working Paper Series Working Paper* 15552, <http://www.nber.org/papers/w15552>.
29. Cbonds. – URL: <http://www.cbonds.ru>
30. Chirinko Robert S. (1993), 'Business Fixed Investment Spending: Modeling Strategies, Empirical Results, and Policy Implications', *Journal of Economic Literature*, Vol. 31, No. 4 (December), pp. 1875–1911.
31. Coibion, Olivier and Yuriy Gorodnichenko (2011), 'Monetary Policy, Trend Inflation, and the Great Moderation: An Alternative Interpretation', *American Economic Review*, Vol. 101, No. 1 (February), pp. 341–370.
32. Coletti Don and Stephen Murchison (2002), 'Models in Policy-Making', *Bank of Canada Review*, Summer, pp. 19–26.
33. Del Negro Marco, Gauti Eggertsson, Andrea Ferrero, and Nobuhiro Kiyotaki (2017), 'The Great Escape? A Quantitative Evaluation of the Fed's Liquidity Facilities', *American Economic Review*, 107(3), pp. 824–857.
34. Eggertsson Gauti B. and Paul Krugman (2012), 'Debt, Deleveraging, and the Liquidity Trap: A Fisher-Minsky-Koo Approach', *Quarterly Journal of Economics*, 127 (3), pp. 1469–1513.
35. Farhi Emmanuel and Ivan Werning (2012a), 'Dealing with the Trilemma: Optimal Capital Controls with Fixed Exchange Rates', *National Bureau of Economic Research Working Paper* 18199.
36. Farhi Emmanuel and Ivan Werning (2012b), 'Fiscal Unions', *National Bureau of Economic Research Working Paper*, 18280.
37. Fischer Stanley, Ratna Sahay and Carlos A. Végh (2002), 'Modern Hyper- and High Inflation', *Journal of Economic Literature*, Vol. 40, No. 3 (September), pp. 837–880.
38. Fischer Stanley (2016), 'Monetary Policy, Financial Stability, and the Zero Lower Bound', *American Economic Review: Papers & Proceedings*, Vol. 106 (5), pp. 39–42.
39. Funke Michael (1989), 'Asset Prices and Real Investment in West Germany: Evidence from Vector Autoregressive Models', *Empirical Economics*, 14 (4), pp. 307–28.
40. Gavin, Michael and Roberto Perotti (1997), 'Fiscal Policy in Latin America', in *NRER Macroeconomics Annual*, ed. Ben S. Bernanke and Julio J. Rotemberg. Cambridge and London: MIT, pp. 11–61
41. Gordon Robert J. and Veitch John M. (1986), 'Fixed Investment in the American Business Cycle, 1919–83', in *The American business cycle: Continuity and change*, Ed.: Robert J. Gordon. Chicago: U. of Chicago Press (for the NBER), 1986, pp. 267–335.
42. Guerrieri, Veronica, and Guido Lorenzoni (2011), 'Credit Crises, Precautionary Savings, and the Liquidity Trap', *National Bureau of Economic Research Working Paper*, 17583.
43. Henry Peter Blair (2007), 'Capital Account Liberalization: Theory, Evidence, and Speculation', *Journal of Economic Literature*, Vol. 45, No. 4 (December), pp. 887–935.
44. Ihrig Jane E., Ellen E. Meade, and Gretchen C. (2015), 'Weinbach Rewriting Monetary Policy 101: What's the Fed's Preferred Post-Crisis Approach to Raising Interest Rates', *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 29, No. 4 (Fall), pp. 177–198.
45. Kiguel Miguel and Nissan Liviatan (1992), 'The Business Cycle Associated with Exchange Rate- Based Stabilization', *World Bank Economic Review*, Vol. 6, pp. 279–305.
46. Kiley, Michael T. (2015), 'What Can the Data Tell Us About the Equilibrium Real Interest Rate?' *Finance and Economics Discussion Series 2015-077*. Washington: Board of Governors of the Federal Reserve System, <http://dx.doi.org/10.17016/FEDS.2015.077>
47. Korinek Anton and Alp Simsek (2016), 'Liquidity Trap and Excessive Leverage', *American Economic Review*, 106(3), pp. 699–738.

48. Lindbeck Assar (1997), 'The Swedish Experiment', *Journal of Economic Literature*, Vol. 35, No. 3 (September), pp. 1273–1319.
49. McMillin W. Douglas (1985), 'Money, Government Debt, q , and Investment', *Journal of Macroeconomics*, Winter 7(1), pp. 19–37.
50. Modigliani Franco (1970), 'The Life Cycle Hypothesis of Saving and Intercountry Differences in the Saving Ratio', in: *Induction, Growth and Trade, Essays in Honor of Sir Roy Harrod*, W. A. Elits, M. F. Scott, and J. N. Wolfe, eds. Oxford.
51. Modigliani Franco and Shi Larry Cao (2004), 'The Chinese Saving Puzzle and the Life-Cycle Hypothesis', *Journal of Economic Literature*, Vol. 42, No. 1 (March), pp. 145–170.
52. Ogawa, Kazuo, and Kazuyuki Suzuki (1998), 'Land Value and Corporate Investment: Evidence from Japanese Panel Data', *Journal of the Japanese and International Economies* 12(3), pp. 232–49.
53. Panizza Ugo, Federico Sturzenegger and Jeromin Zettelmeyer (2009), 'The Economics and Law of Sovereign Debt and Default', *Journal of Economic Literature*, Vol. 47, No. 3 (September), pp. 651–698.
54. Romer Christina D. and David H. Romer (2013), 'The Missing Transmission Mechanism in the Monetary Explanation of the Great Depression', *American Economic Review*, Vol. 103, No. 3, Papers and Proceedings of the One Hundred Twenty-Fifth Annual Meeting of the American Economic Association (May), pp. 66–72.
55. Rossi Barbara (2013), 'Exchange Rate Predictability', *Journal of Economic Literature*, Vol. 51, No. 4 (December), pp. 1063–1119.
56. Sims Christopher (2013), 'Paper money', *American Economic Review*, Vol. 103 (2), pp. 563–584.
57. Stockman Alan (1981), 'Anticipated Inflation and the Capital Stock in a Cash-in-Advance Economy', *Journal of Monetary Economics*, Vol. 8, pp. 387–393.
58. Tirole Jean (2011), 'Illiquidity and All Its Friends', *Journal of Economic Literature*, Vol. 49, No. 2 (June), pp. 287–325.
59. Ueda Kazuo (2012), 'Deleveraging and Monetary Policy: Japan Since the 1990s and the United States Since 2007', *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 26, No. 3 (Summer), pp. 177–202.
60. Vegh Carlos A. (1992), 'Stopping High Inflation: An Analytical Overview', *IMF Staff Papers*, Vol. 39, pp. 629–695.
61. World Bank (2017), Commodity Price Data. – URL: <http://www.worldbank.org/en/research/commodity-markets>
62. World Bank (2016), Russian Economic Report № 36. – URL: <http://www.worldbank.org/en/country/russia/publication/rer>

Sergey Aleksandrovich Mitsek,

Doctor of Economics, Dean of Business and Management Department,
Liberal Arts University – University for Humanities (Ekaterinburg)

Elena Borisovna Mitsek,

Doctor of Economics, Head of Management and Marketing Chair,
Liberal Arts University – University for Humanities (Ekaterinburg)

Russian Economy in 2016: Outcomes, Achievements and Concerns

The article is devoted to the analysis of macroeconomic trends and monetary and fiscal policy in the Russian Federation in 2016. The data show that the economic downturn has softened and inflation has decreased, but investment in fixed assets has been low due to a decline in aggregate demand and corporate income, while real disposable incomes continue to decline for the second year.

International factors continued to be unfavorable because of a drop in export prices for most Russian goods. The volume of imports began to recover after a sharp decline in 2015 due to the high dependence of the economy on imported goods and the strengthening of the ruble. The decline in the share of oil and gas in total exports has softened the sensitivity of the Russian economy to the vagaries of the world market.

A radical reduction in the outflow of capital and external debt led to the strengthening of the ruble and the mitigation of inflationary expectations. All this allowed to mitigate monetary policy in order to reduce interest rates and stimulate economic recovery. Nevertheless, real interest rates continued to grow, which hampered investment and economic growth.

The banking system continued to increase its resources and lend, despite all the shocks of the past two years. But the quality of loans has not improved, and liquidity has decreased, which can create problems in case of new shocks.

Due to a reduction in revenues and rising costs, the consolidated budget deficit continued to grow and exceeded 3 % of GDP at the end of 2016. The government is looking for a solution to the problem through borrowing from sovereign funds, as well as in domestic and foreign markets and through privatization.

Key words: Russian Federation; macroeconomic indicators; balance of payments; monetary policy; inflation; banking system; fiscal policy; government debt.