

DOI: 10.26794/2587-5671-2018-22-2-38-53  
 УДК 336(045)  
 JEL G15

# Итоги 2017 года: некоторые тенденции в динамике ряда мировых и российских финансовых индикаторов\*

**М.В. Ершов,**

Финансовый университет, Москва, Россия  
<https://orcid.org/0000-0002-5811-9560>

**В.Ю. Татузов,**

Финансовый университет,  
 Москва, Россия  
<https://orcid.org/0000-0002-7341-1340>

**А.С. Танасова,**

Финансовый университет,  
 Москва, Россия  
<https://orcid.org/0000-0001-9796-5762>

## АННОТАЦИЯ

В статье анализируется наблюдавшийся в 2017 г. рост многих глобальных и российских финансовых индикаторов. Несмотря на признаки улучшения положения в экономической, денежно-кредитной и финансовой сферах, ситуация остается непростой и многие риски сохраняются.

Цель исследования – формулировка основных тенденций минувшего года, дающих основание для критического анализа некоторых официальных российских прогнозов на 2018–2020 гг.

Используются экономико-статистические методы исследования. Методология заключается в сборе и анализе первичных данных, на основе чего сделаны выводы относительно ряда глобальных тенденций. При этом учитывается, что изучение экономической и финансовой истории минувшего года дает возможность проследить позитивную эволюцию многих процессов в мировой и российской экономике и финансах. Для анализа выбран ряд индикаторов (реальный прирост ВВП, фондовые индексы, валютные курсы, ключевые ставки центробанков и т.д.), которые позволили со всей отчетливостью продемонстрировать улучшение ситуации в экономике и финансах ряда стран в 2017 г. (в том числе в России). Показано, что экономика РФ демонстрирует связь с глобальными тенденциями. Построена регрессионная модель по российской инфляции.

Одним из основных результатов является определение некоторых рисков с учетом особенностей текущего глобального экономического подъема и высокой зависимости экономики и финансов РФ от внешних факторов. Проведенный анализ имеет значение для совершенствования прогнозов по финансам и экономике РФ в целом. Исследование многих глобальных и российских индикаторов и тенденций показывает, что риски в экономике и финансах РФ могут возрасти из-за вероятной глобальной нестабильности и новых западных антироссийских санкций в 2018 г. Это может произойти с учетом ожидаемого продолжения нынешней политики Банка России, причем вопреки ряду оптимистических официальных прогнозов. Необходимо пересмотреть проводимую денежно-кредитную политику с целью снижения зависимости экономики РФ от внешних факторов (в том числе политических).

**Ключевые слова:** мировые финансовые рынки; ставка процента; валютный курс; финансовые риски; центральные банки; фондовые рынки; денежно-кредитная политика; инфляция

**Для цитирования:** Ершов М.В., Татузов В.Ю., Танасова А.С. Итоги 2017 года: некоторые тенденции в динамике ряда мировых и российских финансовых индикаторов. *Финансы: теория и практика*. 2018;22(2):38-53. DOI: 10.26794/2587-5671-2018-22-2-38-53

\* Статья подготовлена по результатам исследований, выполненных за счет бюджетных средств по государственному заданию Финансового университета.

DOI: 10.26794/2587-5671-2018-22-2-38-53  
UDC 336(045)  
JEL G15

# Results of 2017: Some Trends in the Dynamics of the World and Russian Financial Indicators

**M.V. Ershov,**

Financial University,  
Moscow, Russia

<https://orcid.org/0000-0002-5811-9560>

**V. Yu. Tatuzov,**

Financial University,  
Moscow, Russia

<https://orcid.org/0000-0002-7341-1340>

**A.S. Tanasova,**

Financial University,  
Moscow, Russia

<https://orcid.org/0000-0001-9796-5762>

## ABSTRACT

In this article, we analyzed the growth of many worlds and Russian financial indicators observed in 2017. Despite signs of improvement in the economic, monetary and financial sectors, the situation remains difficult and many risks still remain.

The aim of the study is to formulate the main trends of the past year, giving grounds for a critical analysis of some of the official Russian forecasts for 2018–2020.

In our analysis, we used economic and statistical research methods. The methodology consists of the collection and analysis of primary data, on the basis of which conclusions are drawn about a number of global trends. At the same time, it is taken into account that the study of the economic and financial history of the past year makes it possible to trace the positive evolution of many processes in the world and the Russian economy and finance. We chose for the analysis a number of indicators (real GDP growth, stock indices, exchange rates, key rates of central banks, etc.), which allowed to demonstrate clearly the improvement of the situation in the economy and finance of a number of countries in 2017 (including Russia). It is shown that the Russian economy demonstrates the connection with global trends. We also constructed the regression model for Russian inflation.

One of the main results of our analysis is the specification of some risks taking into account the peculiarities of the current global economic recovery and the high dependence of the Russian economy and finance on external factors. Our analysis is important for improving the forecasts for finance and the economy of the Russian Federation as a whole.

The research of many Russian and global indicators and trends shows that risks in the economy and finance of the Russian Federation may increase due to the potential global instability and new Western sanctions on Russia in 2018. This can occur given the expected continuation of the current policy of the Bank of Russia, and in defiance of some optimistic official forecasts. It is necessary to review the current monetary and fiscal policy in order to reduce the dependence of the Russian economy on external factors (including political ones).

**Keywords:** world financial markets; interest rate; exchange rate; financial risks; central banks; stock markets; monetary policy; inflation

**For citation:** Ershov M.V., Tatuzov V.Yu., Tanasova A.S. Results of 2017: Some trends in the dynamics of the world and Russian financial indicators. *Finansy: teoriya i praktika = Finance: Theory and Practice*. 2018;22(2):38-53. DOI: 10.26794/2587-5671-2018-22-2-38-53

## ВВЕДЕНИЕ

Минувший 2017 год продемонстрировал в целом позитивные тенденции в мировой экономике и финансах. По оценкам Всемирного банка (ВБ), прирост глобального ВВП в 2017 г. составил 3,0% (2,4% в 2016 г.) (рис. 1). Рост мировой экономики в 2018 г., по прогнозам ВБ (январь 2018 г.), ускорится до 3,1%. Это примерно соответствует ожиданиям других международных организаций. В частности, Международный валютный фонд (МВФ) (октябрь 2017 г.) также прогнозировал некоторое ускорение глобального экономического роста в 2017–2018 гг.<sup>1</sup> Укажем, что в 2017 г. фактические темпы прироста мирового ВВП оказались ощутимо выше ранее ожидавшихся показателей.

В то же время рост ряда финансовых индикаторов (в первую очередь, американских) в 2017 г. периодически сдерживался или сменялся падением из-за обеспокоенности участников финансовых рынков по поводу перспектив налоговой реформы в США, недостаточно убедительных выступлений американских руководителей, конфликта США и КНДР, нового витка антироссийских санкций. Так, в октябре госдепартамент США опубликовал список российских компаний и организаций, против которых с начала 2018 г. могут быть введены новые санкции. В еще большей степени на мировой экономике и финансах отразилась подготовка американцами антироссийских санкций летом 2017 г., когда в ходе подготовки принятого в августе законопроекта периодически обрушивался глобальный фондовый рынок. Однако после периодических падений на нем восстановились в целом повышательные тенденции.

## УСКОРЕНИЕ ГЛОБАЛЬНОГО ЭКОНОМИЧЕСКОГО РОСТА ПРИ СОХРАНЕНИИ РИСКОВ

По итогам 2017 г. достаточно высокие экономические и финансовые показатели наблюдаются во многих ведущих странах (в первую очередь, в США). По некоторым оценкам, текущий экономический подъем в США играет роль своего рода драйвера глобального экономического роста.

Декабрьское заседание Федеральной резервной системы (ФРС) США оказалось не только важным событием для мировой экономики, но

и предпоследним для нынешней главы американского регулятора Д. Йеллен. При этом, несмотря на предстоящий уход Д. Йеллен и возможно возникающую неопределенность, были подтверждены оптимистичные ориентиры, позитивные тенденции и благоприятные прогнозы на 2018 г.

ЕЦБ в последние месяцы 2017 г. неоднократно заявлял о планируемом отходе в 2018 г. от политики количественного смягчения (подробнее см. ниже). Эти заявления европейского регулятора, как и решения ФРС США, были восприняты экспертами и рынками в качестве признаков улучшения глобальной экономической ситуации.

Однако при кажущемся благополучии мировой экономики оценки ОЭСР говорят о том, что сейчас риски не меньше уровня до кризиса 2007–2009 гг. [1–5].

В частности, в 2017 г. дестабилизирующие эффекты на мировые валюты и фондовые индексы (в первую очередь, евро и европейские фондовые индексы) оказывали новости из Каталонии. Референдум по вопросу независимости прошел в Каталонии еще в начале октября 2017 г. За отделение от Испании, по данным каталонского правительства, тогда проголосовали около 90% избирателей (при явке свыше 40%).

В целом, по оценкам международных организаций, на финансовых рынках, в том числе с учетом сохраняющейся политической нестабильности в ряде регионов, в среднесрочном и долгосрочном плане прогнозируется неустойчивость. Это, в частности, связано с тем, что растущая интеграция стран в глобальную экономику делает их более подверженными к внешним шокам. Ситуация во многом осложняется из-за отсутствия должной ясности и четкости в проводимой экономической политике [6, 7].

Эффективность участия в мировом финансовом рынке стран зависит от того, насколько они учитывают основные риски. Объемы операций с деривативами на мировых рынках по-прежнему превышают предкризисные уровни. Низкая волатильность и низкая доходность на мировом рынке провоцируют вложения в высокорисковые активы с повышенной доходностью [8–13] (рис. 2).

Таким образом, в среднесрочной и долгосрочной перспективах в мировой экономике и финансах сохраняются высокие риски, даже несмотря на то, что в 2017 г. в целом отмечались благоприятные глобальные макроэкономические и финансовые тенденции: ускорение темпов экономического роста в ведущих странах и мировой экономике, существенный рост фондовых индексов и т.д.

<sup>1</sup> При этом методики ВБ и МВФ по оценке глобального ВВП отличаются, и прирост глобального ВВП по методике МВФ на несколько п.п. выше, чем по методике ВБ.

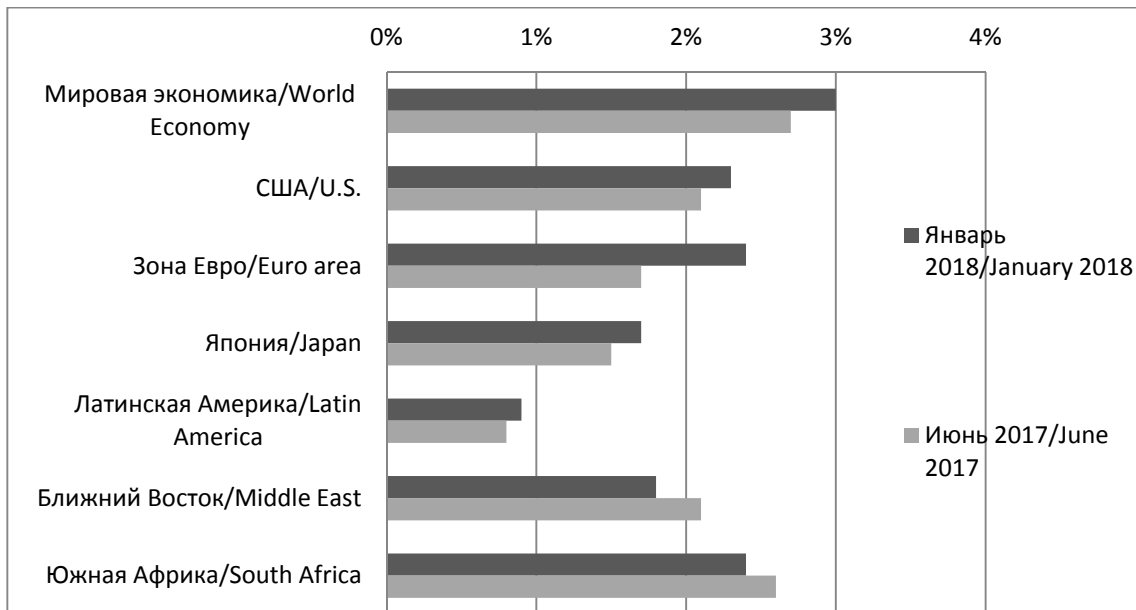


Рис. 1 / Fig. 1. Реальные темпы прироста ВВП в 2017 г. (оценки в июне 2017 г. и январе 2018 г., %) / Real GDP growth in 2017 (est. June 2017 and Jan. 2018, y-o-y, %)

Источник / Source: Всемирный банк / The World Bank.

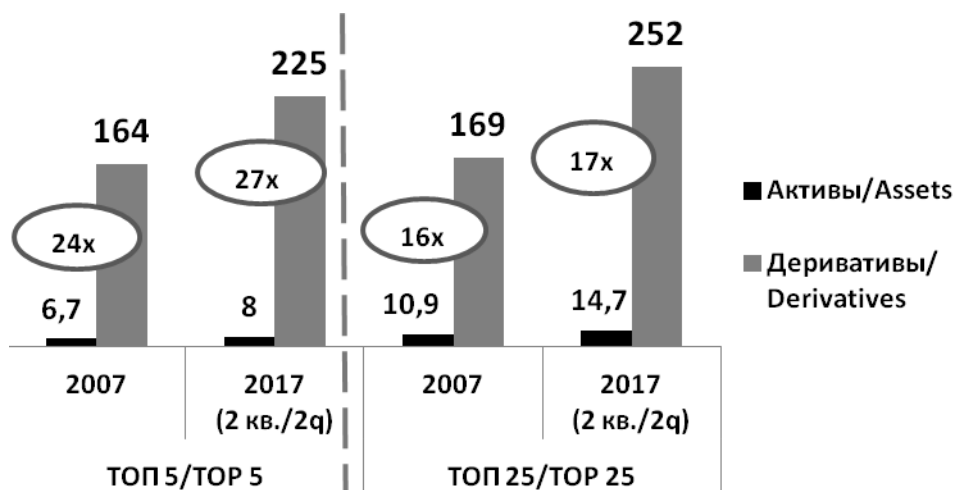


Рис. 2 / Fig. 2. Активы и деривативы крупнейших американских держателей деривативов (банковские холдинги, трлн долл.) / Assets and derivatives of the American largest derivative holders (BNC, USD trn)

Источник / Source: URL: www.occ.gov (дата обращения: 10.04.2018).

### ВЕДУЩИЕ ЦЕНТРОБАНКИ МИРА: ПОЗИТИВНЫЕ ФИНАНСОВЫЕ ТЕНДЕНЦИИ

На декабрьском заседании 2017 г. американский регулятор еще раз продемонстрировал, что за последние месяцы благоприятные изменения в экономике США настолько укрепились, что это позволило осуществить новое повышение ставки. Федеральный комитет по открытому рынку (FOMC) ФРС США в декабре повысил ключевую ставку (federal funds rate) с 1,0–1,25 до 1,25–1,50%. Это пятое повышение в цикле ужесточения поли-

тики, проводимой с декабря 2015 г. (рис. 3). При этом ставка была сохранена в июле, сентябре и ноябре 2017 г. (предыдущее повышение ставки было реализовано в июне 2017 г.). ФРС ожидает, что экономическая активность будет развиваться достаточно высокими темпами и условия на рынке труда останутся благоприятными.

ФРС по-прежнему прогнозирует в 2018 г. три повышения ключевой ставки. В то же время ее прогноз роста ВВП США на 2018 г. был в декабре 2017 г. повышен с 2,1 до 2,5%. Прогнозируется, что в краткосрочной перспективе инфляция останется

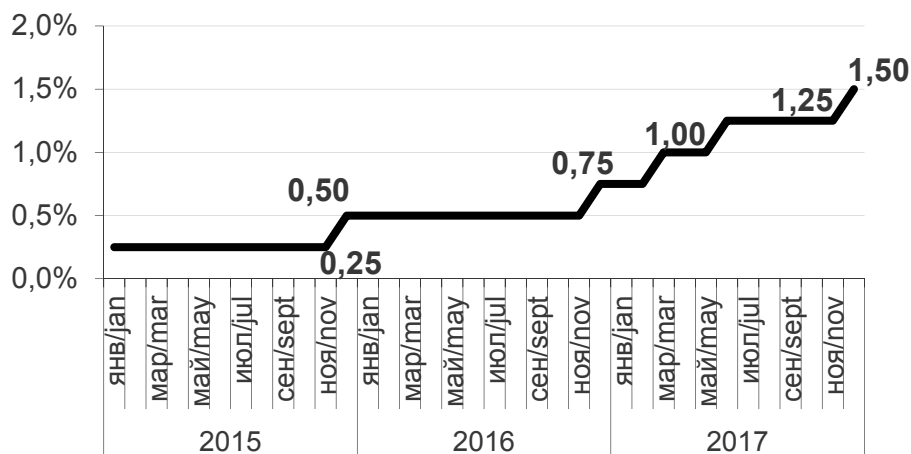


Рис. 3 / Fig. 3. Ставка ФРС США в 2015–2017 гг. (%), максимальная граница интервала) / US Fed funds rate in 2015–2017 (%)

Источник / Source: ФРС США / US Fed.

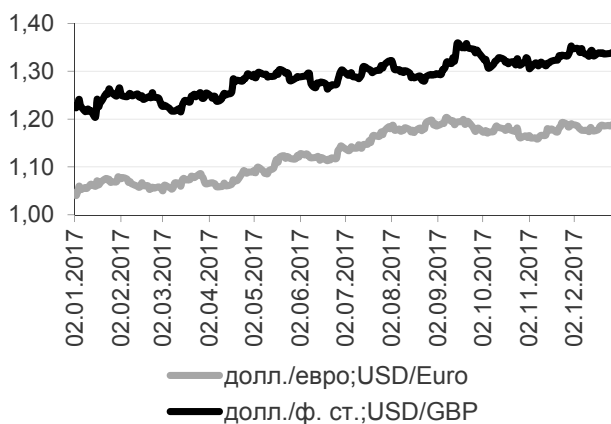


Рис. 4 / Fig. 4. Курс доллара США в 2017 г. (долл./ евро и долл./ф. ст.) / US exchange rate in 2017 (\$/€, \$/£)

Источник / Source: Блумберг / Bloomberg.

несколько меньше 2%, но в среднесрочном плане достигнет этого уровня и стабилизируется около целевого ориентира (2%).

С учетом ряда решений ФРС, вселяющих оптимизм в инвесторов в американскую экономику, в последние месяцы 2017 г. несколько ослабла тенденция к обесценению доллара по отношению к ведущим валютам, наблюдаемая с начала 2017 г. (рис. 4).

Также на протяжении всего года сохранялась действовавшая в минувшем году тенденция к росту ряда основных фондовых индексов (в первую очередь, американских) (рис. 5), стимулируемая не только прогнозируемыми действиями ФРС США, но и благоприятным ходом американской экономики, а также успешным ростом глобальной экономики в целом.

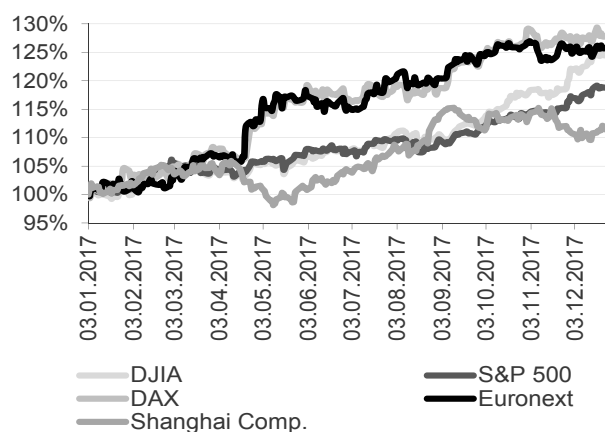


Рис. 5 / Fig. 5. Ряд ведущих фондовых индексов (03.01.2017 = 100%) / Major Stock Market Indexes (03.01.2017 = 100%)

Источник / Source: Блумберг / Bloomberg.

Отметим, что американский фондовый индекс S&P 500 демонстрировал рекордный по продолжительности<sup>2</sup> и второй по масштабам рост за последние 90 лет. Такой устойчивый рост фондовых индексов, который отмечался в 2017 г., стал следствием проводимой в ведущих странах политики количественного смягчения, низких процентных ставок и вброса ликвидности [14].

Длительное повышение европейских фондовых индексов отражало позитивные ожидания в этом регионе роста доходов предприятий и экономики. С учетом благоприятных региональных финансово-экономических тенденций в целом, в 2017 г. ЕЦБ неоднократно заявлял, что с января 2018 г. объем выкупа активов в рамках про-

<sup>2</sup> Без коррекции на 3%.



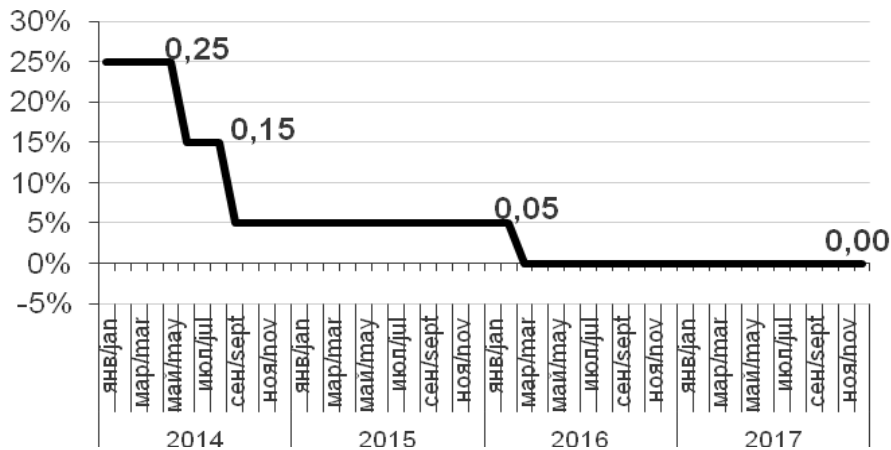


Рис. 6 / Fig. 6. Базовая ставка ЕЦБ (%) / Key ECB interest rate

Источник / Source: ЕЦБ / ECB.

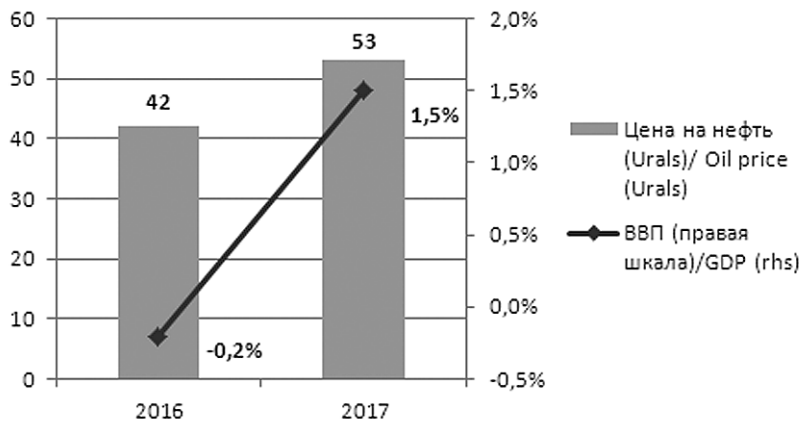


Рис. 7 / Fig. 7. Реальные темпы прироста ВВП РФ (%) и цены на нефть марки Urals (долл./барр.) в 2016 и 2017 гг. / Russia: Real GDP growth (%) and Urals price (\$/bar) in 2016–2017

Источник / Source: Росстат, Минфин РФ, оценки МЭР (январь 2018 г.) / Rosstat, Ministry of Finance of Russia, est. Of Ministry of Economic Development of Russia (Jan. 2018).

граммы количественного смягчения (QE) будет снижен с 60 до 30 млрд евро в месяц (программа продлится как минимум до сентября 2018 г.). Это означает, что программа количественного смягчения, по мнению ЕЦБ, дала положительные результаты и поэтому ее можно продолжать в уменьшенных масштабах. При этом регулятор на протяжении всего 2017 г. не менял базовую процентную ставку по кредитам, оставив ее на нулевом уровне (рис. 6).

В то же время свертывание программ «количественного смягчения» в ведущих странах (в том числе отказ от низких ставок), использовавшихся в этих программах, для многих экономических субъектов может оказаться ощутимым шоком. В частности, усиливается риск «схлопывания» пузыря на мировом финансовом рынке, что в конечном счете

может создать угрозу возобновления глобальных кризисных процессов.

### БАНК РОССИИ: СНИЖЕНИЕ КЛЮЧЕВОЙ СТАВКИ

Экономика РФ улучшила ряд своих показателей, в том числе под воздействием благоприятных тенденций в мировой экономике и финансах, способствовавших росту цен на нефть. В частности, наблюдался рост реальных темпов прироста ВВП РФ (рис. 7). Однако при этом отмечалось реальное снижение ВВП в ноябре 2017 г. (на 0,3%), которое объясняется падением промышленного производства (в ноябре на 1,2%). Тем не менее в декабре 2017 г., согласно оценкам МЭР (январь 2018 г.), произошла «нормализация производственной активности».

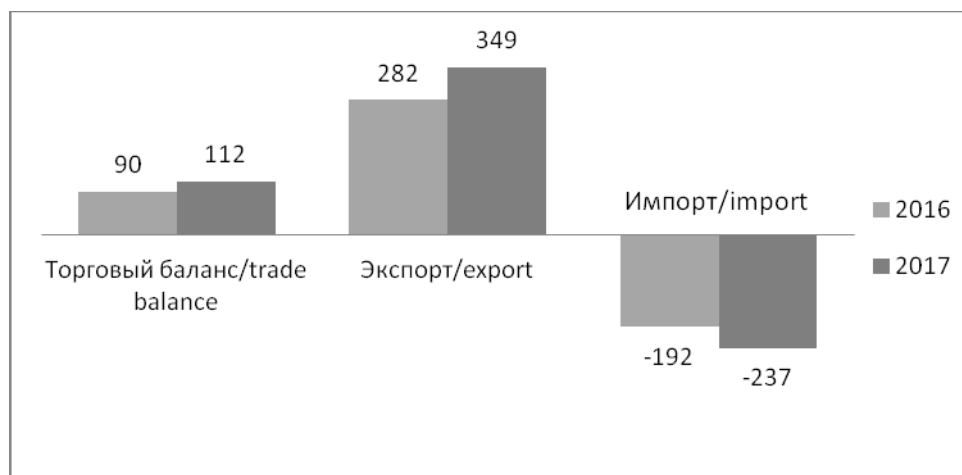


Рис. 8 / Fig. 8. Показатели торгового баланса РФ: экспорт (+), импорт (-) и сальдо (+) в 2016 и 2017 гг. (млрд долл.) / Russia trade balance: exports (+), imports (-), balance in 2016 and 2017 (USD bn)

Источник / Source: ЦБ РФ / CBR.

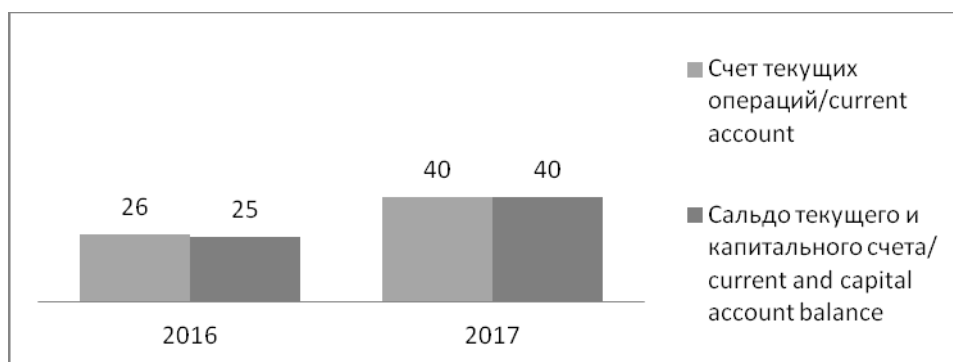


Рис. 9 / Fig. 9. Сальдо текущего и капитального счета РФ в 2016 и 2017 гг. (млрд долл.) / Russian current and capital account balance in 2016–2017 (\$ bn)

Источник / Source: ЦБ РФ / CBR.

Укажем, что окончательные данные Росстата по динамике ВВП за 2017 г. могут отличаться от предварительных оценок МЭР. В первую очередь это может быть связано с поступлением дополнительных данных по субъектам малого и среднего предпринимательства, а также с дополнительной информацией из годовой отчетности крупных и средних предприятий.

Увеличение цен на нефть, во многом происходившее под воздействием глобального экономического подъема, позитивно отразилось на индикаторах торгового и платежного баланса РФ (рис. 8, 9).

Учитывая происходившие улучшения экономической ситуации в России в 2017 г., ЦБ РФ существенно снизил ключевую ставку — в частности, Банк России ее ощутимо уменьшил в декабре — с 8,25 до 7,75%. Как заявила глава ЦБ РФ Э. Набиуллина, при принятии решения учитывалось, что перспективы экономики РФ в 2018 г. выглядят более благопри-

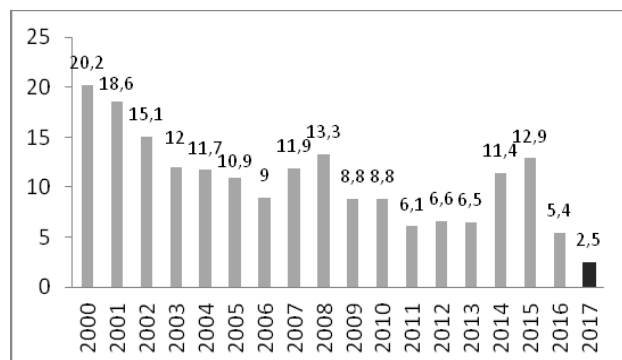


Рис. 10 / Fig. 10. РФ: Инфляция в 2000–2017 гг. (ИПЦ, %, г/г., данные на конец периода) / Russia: Inflation in 2000–2017 (CPI, %, y-o-y, end of period)

Источник / Source: Росстат / Rosstat.

ятными. Такой прогноз основывался на том, что продление международного соглашения об ограничении добычи нефти снижает неопределенность по ценам на нее. В 2017 г. средняя цена нефти марки

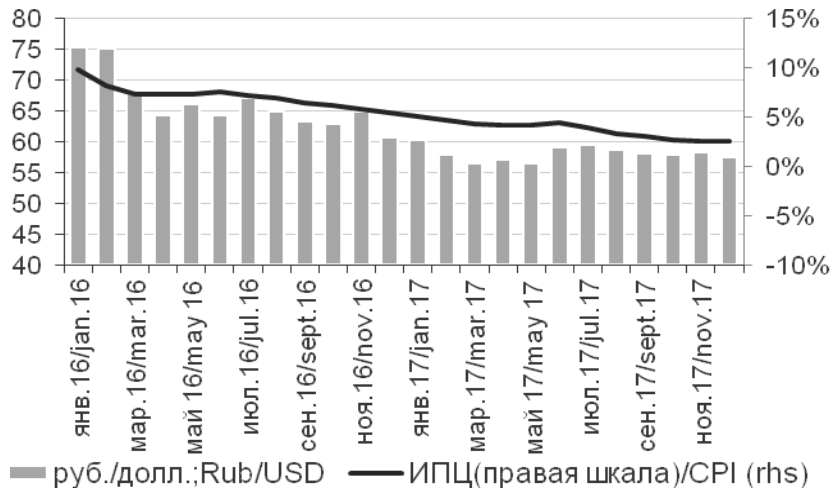


Рис. 11 / Fig. 11. Курс рубля (руб./долл.) и инфляция (ИПЦ,%) в 2016–2017 гг. / Ruble exchange rate (Rub/\$) and inflation (CPI,%) in 2016–2017

Источник / Source: ЦБ РФ/ CBR.

Urals достигла 53 долл. / барр, т.е. выросла за год почти на 30% (в 2016 г. — 42 долл. / барр.).

Также, по мнению регулятора, снизились инфляционные риски и выросла уверенность в устойчивости низкой инфляции. Глава ЦБ РФ также добавила, что в следующем году регулятор допускает снижение ставки в I полугодии 2018 г.

Инфляция в России по итогам 2017 г., по данным Росстата, составила 2,5% (рис. 10). Но в дальнейшем, по прогнозам ЦБ РФ, по мере исчерпания действия временных факторов, она будет увеличиваться, приближаясь к уровню 4% в 2018–2020 гг.

Одним из основных факторов снижения инфляции в последние годы стало укрепление курса рубля (рис. 11), которое во многом связано с достаточно высокими ценами на нефть. В то же время низкая инфляция наряду с очевидными преимуществами имеет и менее очевидные, но существенные недостатки. В частности, многие предприятия и банки оказались недостаточно готовыми к столь низкой инфляции, поскольку она оказалась гораздо ниже прогнозного среднесрочного ориентира (4%). При столь низкой инфляции оказались под вопросом выполнения ряд ранее принятых планов, была уменьшена возможность закладывать издержки в более высокую цену товаров (для предприятий) и услуг (для банков). Укажем, что при более высокой инфляции повышается номинальная ставка по кредитам, что дает определенные преимущества банкам, тогда как существенное снижение номинальной ставки из-за низкой инфляции заставляет банки быстро перестраивать свою деятельность. Многие

кредитные организации оказались недостаточно готовыми к такой перестройке.

Сейчас инфляция самая низкая за всю историю РФ. По сравнению с 2000-ми гг. она не только снизилась, но и изменила характер. Тогда инфляция носила многофакторный характер и, наряду с инфляцией издержек, немалую роль играла инфляция спроса, вызванная:

- увеличением частных расходов, обусловленных быстрым ростом банковского кредитования;
- ростом государственных расходов;
- высоким положительным сальдо платежного баланса.

Инфляция и сегодня носит многофакторный характер, при этом ее природа несколько модифицировалась. В частности, инфляция спроса заметно снизилась, но повысилась роль валютного курса в динамике потребительских цен за период 2016–2017 гг. О значимой роли курса рубля свидетельствует, в частности, предлагаемая нами регрессионная модель, построенная на основе помесечных данных за указанный двухлетний период:

$$cpi_t = -16,7 + 0,18 \times rub + 1,11 \times cbrate,$$

где  $cpi_t$  — ИПЦ, г./г., %;

$rub$  — номинальный курс руб. / долл.;

$cbrate$  — ключевая ставка Банка России, %.

(R-squared = 0,96; Adj. R-squared = 0,95;

Prob (F-statistic) = 0; DW = 1,65).

Принято считать, что снижение процентных ставок — это средство борьбы с инфляцией, ведущее к ее замедлению, но следует также иметь в виду и то обстоя-



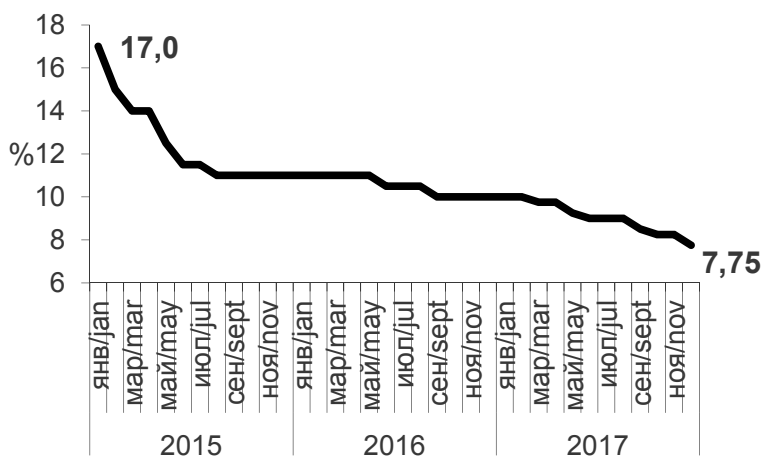


Рис. 12 / Fig. 12. Ключевая ставка ЦБ РФ в 2016–2017 гг. (%) / CBR Key rate in 2016–2017 (%)

Источник / Source: ЦБ РФ / CBR.

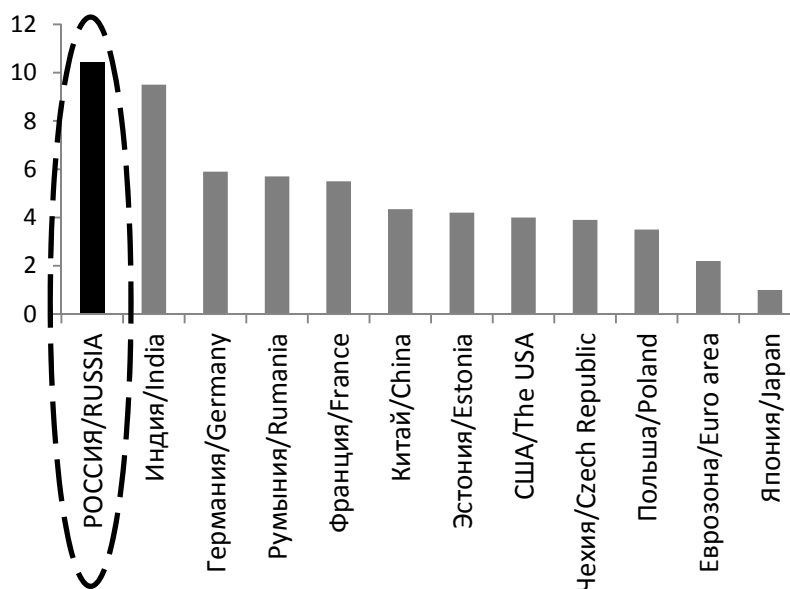


Рис. 13 / Fig. 13. Процентная ставка банков по кредитам нефинансовым организациям (%) / Banks interest rates on loans to non-financial organization (%)

Источник / Source: Национальная статистика / National statistics.

ятельство, что растущие ставки увеличивают издержки бизнеса и себестоимость продукции, что в конечном итоге влияет на рост цен. Приведенный расчет показывает именно этот аспект взаимосвязи<sup>3</sup>. В свою очередь, снижение ключевой ставки может приводить к падению издержек производителей и, следовательно, уменьшению инфляции. Как показывает модель, при дальнейшем снижении ключевой ставки и сохранении достаточно сильного рубля представляется вероятным, что уровень инфляции останется низким.

<sup>3</sup> О такой взаимосвязи ключевой ставки и инфляции говорилось в исследованиях Ассоциации российских банков (АРБ), а также в выступлении ее главы Г.А. Тосуняна в январе 2016 г. URL: <http://tass.ru/ekonomika/2607193> (дата обращения: 18.04.2018).

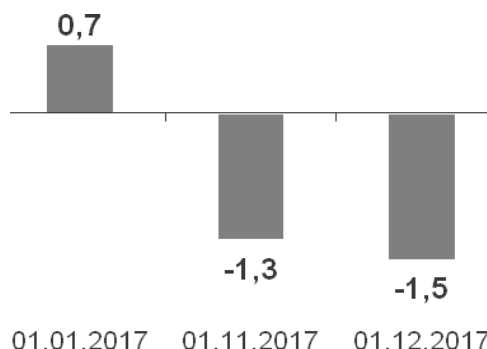
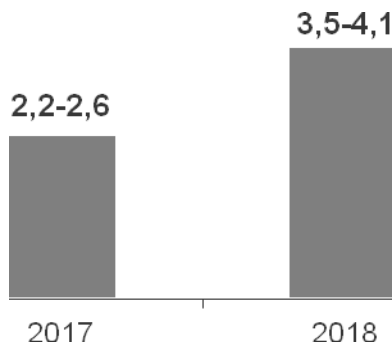


Рис. 14 / Fig. 14. Структурный дефицит (+) / профицит (-) ликвидности (трлн руб.) / Structural deficit (+) / surplus (-) of liquidity (Rub trn)

Источник / Source: ЦБ РФ / CBR.



**Рис. 15 / Fig. 15. Оценки ЦБ РФ по структурному профициту ликвидности в 2017 и 2018 гг. (дек. 2017 г., трлн руб., данные на конец года) / CBR estimates of Structural surplus (-) of liquidity (Rub trn, end of period)**

Источник / Source: ЦБ РФ / CBR.

Возможно, что инфляция достаточно продолжительное время будет меньше официального прогнозного среднесрочного ориентира (4%) с соответствующими негативными последствиями для экономики в целом.

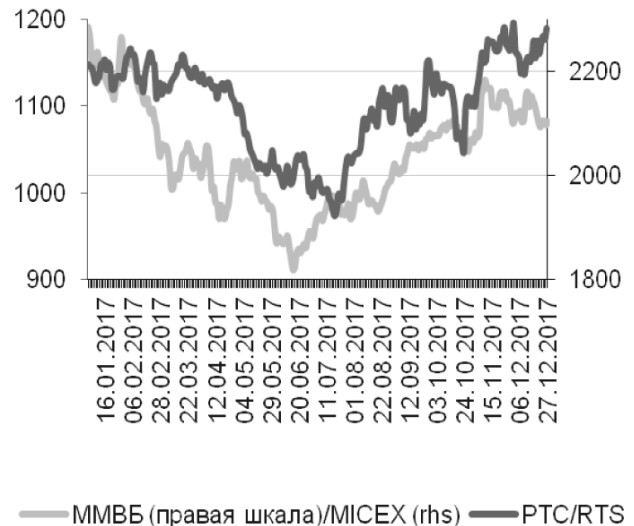
Банк России в 2017 г. неоднократно снижал ключевую ставку. Напомним, что ЦБ РФ существенно повысил ключевую ставку еще в конце 2014 г. [15, 16] и затем ее постепенно снижал до нынешнего уровня. В начале 2017 г. эта ставка достигала 10%. В декабре 2017 г. ЦБ РФ шестой раз за год осуществил очередное снижение ключевой ставки (с 8,25 до 7,75%) (рис. 12), но она остается достаточно высокой [17, 18].

Остается высокой и ставка по кредитам. Так, ставка по кредитам нефинансовым организациям в России — одна из самых высоких в мире (рис. 13).

Одним из факторов, препятствующих более быстрому снижению ключевой ставки, согласно ЦБ РФ, стал структурный профицит ликвидности, который существенно вырос в 2017 г. (рис. 14).

Центральный банк РФ в декабре повысил оценки структурного профицита ликвидности на конец 2017 г. с 1,8–2,3 до 2,2–2,6 трлн руб. (в связи с приобретением им в декабре дополнительного выпуска обыкновенных акций банка «ФК Открытие» на 456 млрд руб., а также с другими операциями в рамках повышения финансовой устойчивости санируемых «Бинбанка» и «Промсвязьбанка») (рис. 15).

Российский фондовый рынок в 2017 г. во многом определялся динамикой цен на нефть (в том числе достаточно высокими ценами на нефть во второй половине 2017 г.). В то же время летом 2017 г. на него оказала влияние подготовка и введение нового



**Рис. 16 / Fig. 16. Индексы ММВБ и РТС в 2017 г. / MICEX and RTS indexes in 2017**

Источник / Source: Московская биржа / MICEX.

витка антироссийских санкций США и другие глобальные факторы (американо-корейский конфликт, ситуация в Каталонии и т.д.) (рис. 16).

Помимо фондового рынка, существенное влияние цен на нефть ощущалось на валютном рынке. Так, под влиянием достаточно высоких нефтяных цен в декабре происходило укрепление курса рубля, причем это укрепление происходило вопреки ожиданиям ряда экспертов, прогнозировавших ослабление курса рубля (в том числе в случае повышения ставки ФРС США). Хотя в 2017 г. рубль был более стабильным, чем в предыдущие годы, российская валюта оставалась достаточно волатильной, причем периодически наблюдалось ее существенное обесценение (например, летом 2017 г.) (рис. 17).

### **ПРИНЯТИЕ РЯДА НОВЫХ ОФИЦИАЛЬНЫХ ОРИЕНТИРОВ ПО ФИНАНСОВОЙ И ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКЕ**

В 2017 г. был принят закон о федеральном бюджете на 2018 г. и плановый период 2019–2020 гг. Как ожидается, к 2020 г. произойдет повышение доходов и расходов в номинальном выражении при их снижении относительно ВВП. В то же время среднегодовые цены на нефть планируются близкими к 40 долл./барр. (на всю трехлетку).

Доходы в 2019 г. запланированы в размере 15,6 трлн руб., расходы — 16,4 трлн руб., дефицит — 0,8% ВВП. В 2020 г. доходы заложены на уровне 16,3 трлн руб., расходы — 17,2 трлн руб., дефицит, как ожидается, останется на прежнем уровне (0,8% ВВП) (рис. 18).

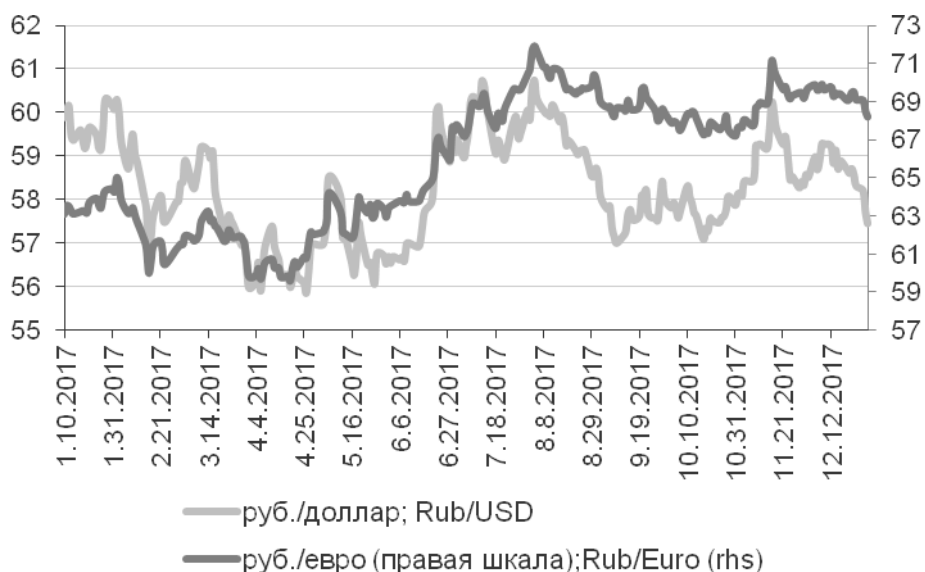


Рис. 17 / Fig. 17. Курс рубля к доллару США (руб./долл.) и евро (руб./евро) в 2017 г. / Exchange rate of Ruble (Rub/\$) and Euro (Rub/€) in 2017

Источник / Source: Московская биржа / MICEX.

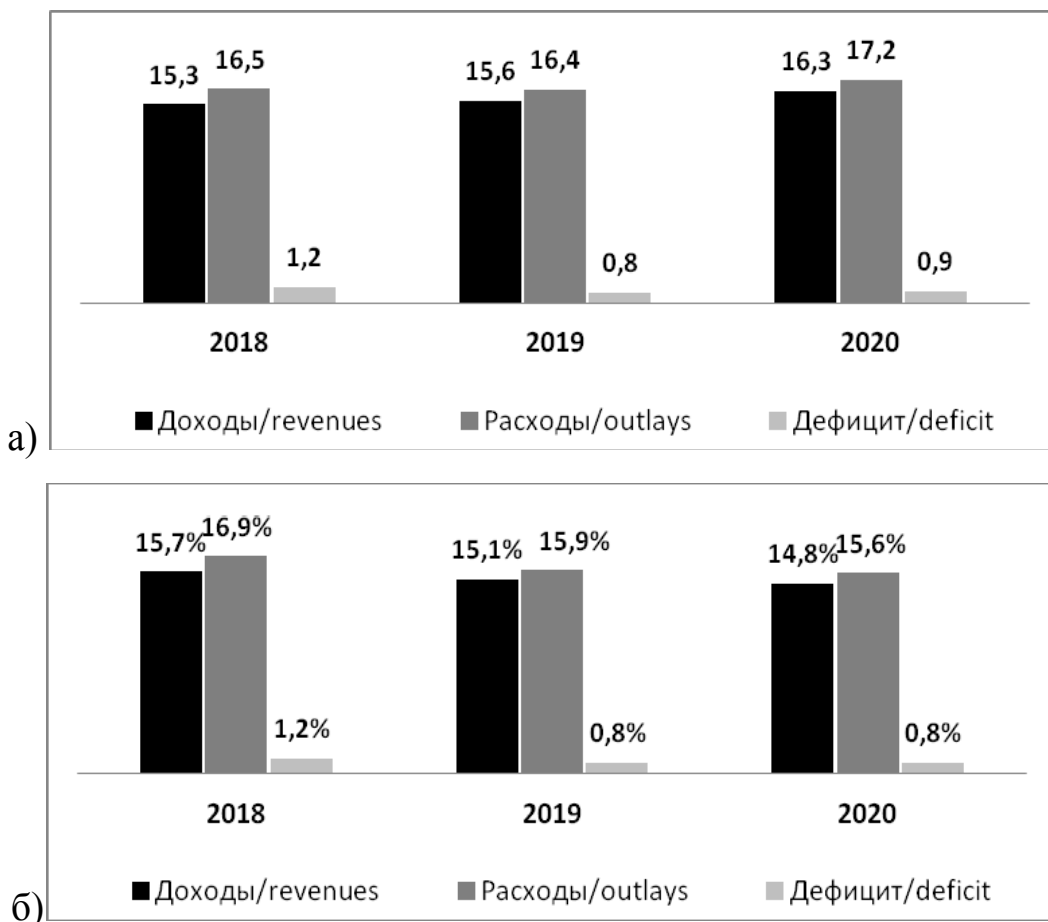


Рис. 18 / Fig. 18. Параметры Федерального бюджета РФ: а) в трлн руб.; б) в % к ВВП / Russia Federal Budget: a) Rub trn; b) % of GDP

Источник / Source: Минфин РФ / Ministry of Finance of Russia.

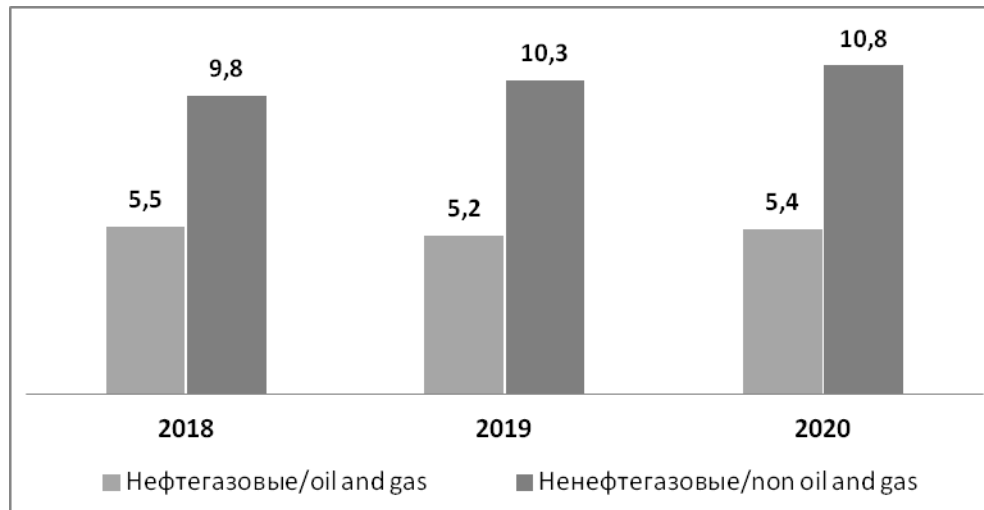


Рис. 19 / Fig. 19. Нефтегазовые и нефтегазовые доходы (трлн руб.) / Oil and non-oil revenues of Federal Budget (Rub trn)

Источник / Source: Минфин РФ / Ministry of Finance of Russia.

При этом в 2018–2020 гг. планируется стабильный уровень нефтегазовых доходов (рис. 19), причем этот уровень планируется достаточно невысоким, так как среднегодовые цены на нефть планируются близкими к 40 долл./барр.

Запланировано сокращение расходов на национальную экономику, национальную оборону, безопасность и правоохранительную деятельность, жилищно-коммунальное хозяйство, человеческий капитал и другие важнейшие сферы. Причем повышение потребительского и инвестиционного спроса со стороны этих секторов могло бы способствовать успешному преодолению последствий рецессии и ускорению роста экономики РФ. Напомним, что средняя цена нефти марки Urals в минувшем году составила 53 долл./барр., т.е. эта цена в перспективе может оказаться достаточно высокой, что при более активной бюджетной политике могло бы позволить обеспечить увеличение многих ключевых госрасходов с соответствующими позитивными эффектами на рост экономики РФ.

Также в 2017 г. были приняты разработанные Банком России Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2018 г. и период 2019 г. и 2020 г. В документе, в частности, указывается, что в начале 2017 г. произошел переход от дефицита к профициту ликвидности банковского сектора. Условия для этого перехода, согласно документу, складывались в предыдущие два года под влиянием длительного и масштабного расходования ранее накопленных средств Резервного фонда. Замет-

ный вклад в формирование профицита ликвидности внесли и мероприятия по санации банков, в рамках которых предоставлялись средства через Агентство по страхованию вкладов, а также предоставление этому агентству кредитов для выплат компенсаций вкладчикам банков с отозванной лицензией. Все это означало «вброс» ликвидности в экономику, сделавший другие финансовые ресурсы невостребованными.

При этом прирост денежной базы рубля планируется обеспечивать в решающей степени за счет роста международных резервов и сокращения (а не роста) чистых внутренних активов. Предполагается уменьшение прироста валового кредита банкам при одновременном увеличении объема средств коммерческих банков на депозитах в ЦБ и в других инструментах регулятора. То есть речь идет о фактическом изъятии средств из экономики (рис. 20).

В экономике РФ наблюдается структурный профицит банковской ликвидности во многом из-за того, что при высоких процентных ставках, уровень которых выше рентабельности многих отраслей, трансмиссионный механизм не обеспечивает эффективного перераспределения ликвидности в направлении нуждающихся в ней секторов экономики РФ. В целом уровень процентных ставок в России является по сути запретительным для большинства отраслей.

Банк России в 2017 г. также заявлял, что не ждет серьезных последствий от возможных санкций США в отношении госдолга РФ и располагает инструментарием для противодействия тако-

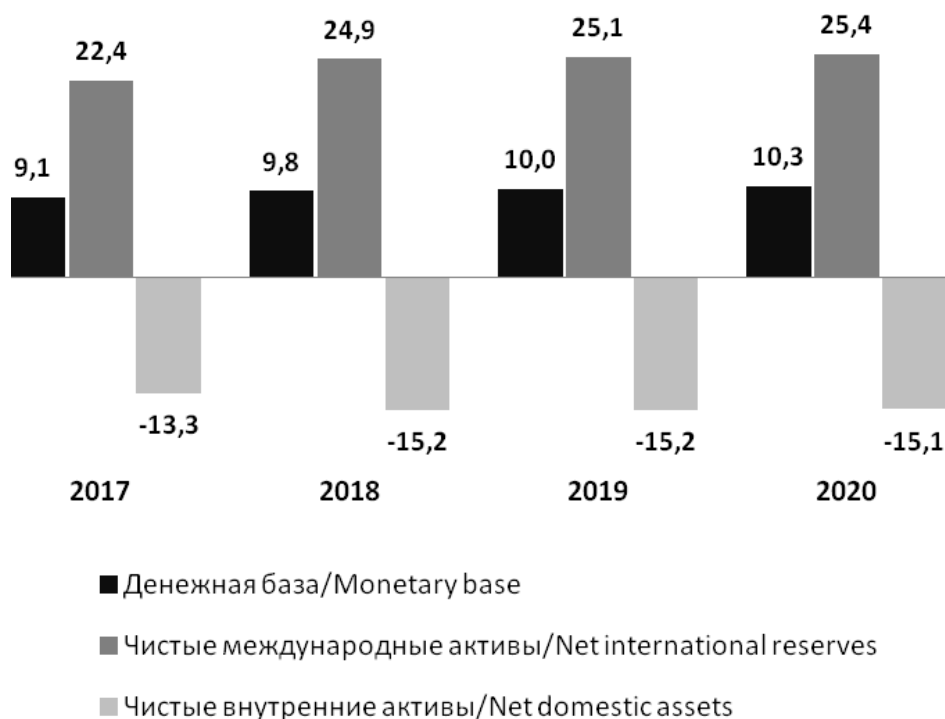


Рис. 20 / Fig. 20. Денежная программа (базовый сценарий, трлн руб.) / Monetary program (base scenario, Rub trn)

Источник / Source: Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2018 г. и период 2019 г. и 2020 г., Банк России, ноябрь 2017 г. / Monetary Policy Guidelines for 2018–2020, Bank of Russia, November 2017.

Таблица 1 / Table 1

Государственный долг РФ / Russia government debt

	На 1 декабря 2017 г., млрд долл. / As of 1 December 2017, \$ bn
ВНУТРЕННИЙ ДОЛГ всего / Total domestic debt	157
Облигации (ОФЗ и др.) / Bonds (OFZ and etc.)	125
Гарантии государства / State guarantees	31
ВНЕШНИЙ ДОЛГ всего / Total external debt	51
в том числе / including	
Гарантии государства / State guarantees	12
Госдолг всего, млрд долл. / Total government debt, \$ billion	208
Госдолг всего, % к ВВП / Total government debt,% of GDP	13%

Источник / Source: Минфин РФ / Ministry of Finance of Russia.



го рода шокам. В целом, согласно регулятору, устойчивость финансовой системы к негативным решениям со стороны США сейчас достаточно высока, и внешний госдолг РФ относительно невелик (табл. 1).

Доля нерезидентов на рынке ОФЗ достаточно велика. На 1 декабря 2017 г. номинальный объем рынка ОФЗ составлял 117 млрд долл., из них объем, принадлежащий нерезидентам, достиг 38 млрд долл. (32%). Эксперты высказывают опасения, что возможно введение американских санкций против иностранных владельцев российских ОФЗ. В сочетании с возможными другими негативными событиями, такими как падение цен на нефть, массовый отток капиталов с развивающихся рынков и т.д., санкции США в отношении госдолга РФ могли бы иметь ряд неблагоприятных последствий (резкое падение курса рубля, ощутимый отток капитала из РФ и т.д.) [19, 20].

Ряд сделанных ранее оценок Банка России о том, что финансовые индикаторы (курс рубля, фондовые индексы и т.д.) стали относительно независимыми от цен на нефть и других внешних факторов, нередко противоречат фактам. К тому же переход к плавающему курсу рубля в конце 2014 г. резко повысил его волатильность и долго активно транслировал внешние шоки на экономику РФ. При сохранении нынешних подходов регуляторов (в том числе умеренно-жесткой денежно-кредитной политики) экономика РФ в ближайшие годы, вероятно, останется по-прежнему достаточно чувствительной к внешним шокам.

## ВЫВОДЫ

- Подобно тому, как позитивные глобальные процессы благоприятно отразились на экономике и финансах РФ в 2017 г., в будущем, в случае негативного хода событий за рубежом, нельзя исключать возможность неблагоприятных внешних шоков для экономики и финансов РФ.
- Несмотря на текущие позитивные тенденции в экономике ведущих стран, в мировой

финансовой системе существуют определенные риски. В частности, новый виток западных санкций против России при его продолжении и усилении может иметь ряд негативных последствий как для финансового сектора РФ, так и для экономики РФ в целом. Также нельзя исключать риски общеэкономического характера, в частности угрозу обвала мировых фондовых рынков в связи с их возможной коррекцией в результате «перегрева» после длительного роста. При этом резкое обострение на рынке при определенных условиях может дать толчок глобальным кризисным процессам.

- Одним из факторов глобальной неустойчивости является высокая вероятность дальнейшего повышения учетной ставки ФРС США. При определенных условиях это может привести к перетоку капитала на рынки развитых стран, т.е. масштабному оттоку с рынков стран с развивающимися экономиками. Эта угроза станет актуальной в том числе и для России, поскольку прогнозируется снижение ключевой ставки ЦБ РФ, что способно повлиять на дифференциал ставок в России и за рубежом.

- Новый виток антироссийских санкций, ощутимое падение цен на нефть, существенный рост ставки ФРС США и другие факторы могут усилить риски замедления темпов роста экономики РФ, заметного обесценения курса рубля, раскручивания инфляции, массового ухода нерезидентов с российского фондового рынка. Однако широкий набор инструментов в распоряжении регуляторов, высокий уровень ЗВР, возможность осуществлять масштабные интервенции с целью коррекции курса рубля должны позволить противостоять внешним шокам.

- Сейчас в России есть возможность и необходимость сформировать новые подходы и механизмы, которые могут обеспечить более сбалансированное развитие экономики и финансов. Вероятно, требуется сделать экономику РФ более независимой от стихийных внешних факторов (в том числе политического давления со стороны других стран).

## СПИСОК ИСТОЧНИКОВ

1. Blanchard O. The crisis: Basic mechanisms and appropriate policies. IMF Working Paper. 2009;(80). URL: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2009/wp0980.pdf> (дата обращения: 10.04.2018).
2. Shirakava M. Some thoughts on incentives at micro and macro level for crisis prevention. BIS Papers. 2010;(53). URL: <https://www.bis.org/publ/bppdf/bispap53.pdf> (дата обращения: 10.04.2018).
3. Stiglitz J.E. The great divide. New York: W. W. Norton & Co., Inc.; 2015. 448 p.
4. Kehoe T., Ruhl K., Steinberg J. Global imbalances and structural change in the United States. *Journal of Political Economy*. 2018;126(2):761–796. DOI: 10.1086/696279

5. Adarov A. Financial cycles in credit, housing and capital markets: Evidence from systemic economies. wiiw Working Paper. 2017;(140). URL: <https://wiiw.ac.at/financial-cycles-in-credit-housing-and-capital-markets-evidence-from-systemic-economies-dlp-4379.pdf> (дата обращения: 10.04.2018).
6. Stremmel H. Capturing the financial cycle in Europe. European Central Bank. Working Paper Series. 2015;(1811). URL: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp1811.en.pdf?433a1559cac315388b97f337dba0b795> (дата обращения: 10.04.2018).
7. Cerutti E., Claessens S., Rose A. How important is the global financial cycle? Evidence from capital flows. IMF Working Paper. 2017;(193). URL: <file:///C:/Users/User/Downloads/wp17193.pdf> (дата обращения: 10.04.2018).
8. Ершов М.В. Валюты в мировой торговле. М.: Наука; 1992. 144 с.
9. Ершов М.В. Валютно-финансовые механизмы в современном мире (кризисный опыт конца 90-х). М.: Экономика; 2000. 319 с.
10. Ершов М.В. Экономический суверенитет России в глобальной экономике. М.: Экономика; 2005. 280 с.
11. Ершов М.В. Мировой финансовый кризис: что дальше? М.: Экономика; 2011. 295 с.
12. Ершов М.В. Россия и мир: насколько устойчив экономический рост? Риски и препятствия. *Вопросы экономики*. 2017;(12):63–80.
13. Ершов М.В. О перспективах финансовой стабильности на современном этапе. *Деньги и кредит*. 2017;(6):59–65.
14. Н. Д. Кондратьев: кризисы и прогнозы в свете теории длинных волн. Взгляд из современности. Гринин Л. Е., Коротаев А. В., Бондаренко В. М., ред. М.: Учитель; 2017. 384 с.
15. Юдаева К. О возможностях, целях и механизмах денежно-кредитной политики в текущей ситуации. *Вопросы экономики*. 2014;(9):4–12.
16. Глазьев С.Ю. Санкции США и политика Банка России: двойной удар по национальной экономике. *Вопросы экономики*. 2014;(9):13–29.
17. Крепцев Д.А., Селезнев С.М. Влияние ставок денежного рынка на ставки по кредитам конечным заемщикам. *Деньги и кредит*. 2017;(9):18–27.
18. Пестова А.А. Об оценке эффектов монетарной политики в России: роль пространства шоков и изменений режимов политики. *Вопросы экономики*. 2018;(2):33–35.
19. Havlik P. Russia's reform failures and Putin's future challenges. wiiw Policy Note/Policy Report. 2018;(20). URL: <https://wiiw.ac.at/russia-s-reform-failures-and-putin-s-future-challenges-dlp-4448.pdf> (дата обращения: 10.04.2018).
20. Hamilton D., Meister S., eds. The Russia file: Russia and the West in an unordered world. Washington, DC: Johns Hopkins University; 2017. 201 p.

## REFERENCES

1. Blanchard O. The crisis: Basic mechanisms and appropriate policies. IMF Working Paper. 2009;(80). URL: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2009/wp0980.pdf> (accessed 10.04.2018).
2. Shirakava M. Some thoughts on incentives at micro and macro level for crisis prevention. BIS Papers. 2010;(53). URL: <https://www.bis.org/publ/bppdf/bispap53.pdf> (accessed 10.04.2018).
3. Stiglitz J. E. The great divide. New York: W. W. Norton & Co., Inc.; 2015. 448 p.
4. Kehoe T., Ruhl K., Steinberg J. Global imbalances and structural change in the United States. *Journal of Political Economy*. 2018;126(2):761–96. DOI: 10.1086/696279
5. Adarov A. Financial cycles in credit, housing and capital markets: Evidence from systemic economies. wiiw Working Paper. 2017;(140). URL: <https://wiiw.ac.at/financial-cycles-in-credit-housing-and-capital-markets-evidence-from-systemic-economies-dlp-4379.pdf> (accessed 10.04.2018).
6. Stremmel H. Capturing the financial cycle in Europe. European Central Bank. Working Paper Series. 2015;(1811). URL: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp1811.en.pdf?433a1559cac315388b97f337dba0b795> (accessed 10.04.2018).
7. Cerutti E., Claessens S., Rose A. How important is the global financial cycle? Evidence from capital flows. IMF Working Paper. 2017;(193). URL: <file:///C:/Users/User/Downloads/wp17193.pdf> (accessed 10.04.2018).
8. Ershov M. V. Currency in world trade. Moscow: Nauka; 1992. 144 p. (In Russ.).

9. Ershov M. V. Financial and monetary mechanisms in the modern world (crisis experience of the late 90s). Moscow: Ekonomika; 2000. 319 p. (In Russ.).
10. Ershov M. V. Economic sovereignty of Russia in the global economy. Moscow: Ekonomika; 2005. 280 p. (In Russ.).
11. Ershov M. V. World financial crisis: What's next? Moscow: Ekonomika; 2011. 295 p. (In Russ.).
12. Ershov M. V. Russia and the world: How sustainable is economic growth? Risks and barriers. *Voprosy Ekonomiki*. 2017;(12):63–80. (In Russ.).
13. Ershov M. V. Financial stability outlook: Modern stage. *Den'gi i kredit*. 2017;(6):59–65. (In Russ.).
14. Grinin L. E., Korotaev A. V., Bondarenko V. M., eds. N. D. Kondrat'ev: Crises and forecasts in the light of the long cycles theory. A look from the present. Moscow: Uchitel'; 2017. 384 p. (In Russ.).
15. Yudaeva K. On the opportunities, targets and mechanisms of monetary policy under the current conditions. *Voprosy Ekonomiki*. 2014;(9):4–12. (In Russ.).
16. Glazyev S. Sanctions of the USA and the policy of Bank of Russia: Double blow to the national economy. *Voprosy Ekonomiki*. 2014;(9):13–29. (In Russ.).
17. Kreptsev D. A., Seleznev C. M. The influence of money market rate at the loan rates for borrowers. *Dengi i kredit*. 2017;(9):18–27. (In Russ.).
18. Pestova A. A. On the effects of monetary policy in Russia: The role of the space of spanned shocks and the policy regime shifts. *Voprosy Ekonomiki*. 2018;(2):33–35. (In Russ.).
19. Havlik P. Russia's reform failures and Putin's future challenges. wiiw Policy Note/Policy Report. 2018;(20). URL: <https://wiiw.ac.at/russia-s-reform-failures-and-putin-s-future-challenges-dlp-4448.pdf> (accessed 10.04.2018).
20. Hamilton D., Meister S., eds. The Russia file: Russia and the West in an unordered world. Washington, DC: Johns Hopkins University; 2017. 201 p.

## БЛАГОДАРНОСТЬ

Авторы благодарны за выделение бюджетных средств на проведение исследований, по результатам которых была подготовлена статья, в рамках государственного задания Финуниверситету.

## ACKNOWLEDGEMENTS

The authors are grateful for the allocation of budget funds for research, on the results of which were prepared the article, according to the state task of the Financial University.

## ИНФОРМАЦИЯ ОБ АВТОРАХ

**Михаил Владимирович Ершов** — доктор экономических наук, руководитель проекта, Финансовый университет, Москва, Россия

[lupandina@fief.ru](mailto:lupandina@fief.ru)

**Виктор Юрьевич Татузов** — доктор экономических наук (PhD Сорбонны), Финансовый университет, Москва, Россия

[v\\_tatuzov@fief.ru](mailto:v_tatuzov@fief.ru)

**Анна Станиславовна Танасова** — кандидат экономических наук, Финансовый университет, Москва, Россия

[a\\_tanasova@fief.ru](mailto:a_tanasova@fief.ru)

## ABOUT THE AUTHORS

**Mikhail V. Ershov** — Dr. Sci. (Econ.), Chief project manager, Financial University, Moscow, Russia  
[lupandina@fief.ru](mailto:lupandina@fief.ru)

**Viktor Yu. Tatuzov** — Dr. Sci. (Econ.), (Ph. D. Sorbonne), Financial University, Moscow, Russia  
[v\\_tatuzov@fief.ru](mailto:v_tatuzov@fief.ru)

**Anna S. Tanasova** — Cand. Sci. (Econ.), Financial University, Moscow, Russia  
[a\\_tanasova@fief.ru](mailto:a_tanasova@fief.ru)