

Вопросы ЭКОНОМИКИ™

www.vopreco.ru

В НОМЕРЕ :

**Норма накопления и экономический рост:
сдвиги после Великой рецессии**

**Российско-китайское
экономическое сотрудничество: еще один шанс?**

Университет как часть национальной экономики

Бизнес-элиты ведущих стран мира в 2019 году

12

2 0 1 9

СОДЕРЖАНИЕ

МИРОВАЯ ЭКОНОМИКА

М. В. Ершов, А. С. Танасова — Мир и Россия: инфляция минимальна, экономический рост замедляется, риски повышаются.....	5
Л. М. Григорьев, Е. А. Макарова — Норма накопления и экономический рост: сдвиги после Великой рецессии.....	24
П. М. Мозиас — Проект «Один пояс, один путь» и российско-китайское экономическое сотрудничество: еще один шанс?.....	47
Ю. О. Ничасова, Г. А. Шмарловская, К. Ж. Садвокасова — Привлечение инвестиций на рынке IPO эмитентами Беларуси, Казахстана и России.....	72

ДИСКУССИОННЫЙ КЛУБ

А. Е. Шаститко — «Институты имеют значение» vs. «только (формальные) институты имеют значение».....	90
--	----

ЭКОНОМИКА ЗНАНИЙ

А. В. Торкунов — Университет как часть национальной экономики.....	111
П. И. Касаткин, Ю. А. Ковальчук, И. М. Степнов — Роль современных университетов в формировании цифровой повышательной волны длинных циклов Кондратьева.....	123

НАУЧНЫЕ СООБЩЕНИЯ

А. Б. Рахманов — Бизнес-элиты ведущих стран мира в 2019 году.....	141
--	-----

Содержание журнала «Вопросы экономики» за 2019 год.....	155
---	-----



МИРОВАЯ ЭКОНОМИКА

М. В. Ершов, А. С. Танасова

Мир и Россия: инфляция минимальна, экономический рост замедляется, риски повышаются

В российской экономике достигнут низкий уровень инфляции. При этом темпы роста экономики не ускоряются и в ближайшие годы, согласно официальным прогнозам, будут низкими. В статье сделан вывод, что внутренний спрос, который служит важным фактором роста, существенно ограничивается проводимой политикой — денежно-кредитной, бюджетной, налоговой. Ситуация осложняется международной нестабильностью и замедляющимися темпами роста мировой экономики. Также довольно высока неопределенность перспектив на глобальных финансовых рынках. Это в целом усиливает вероятность кризисного развития событий. В схожих условиях в настоящее время в большинстве стран все шире используются нестандартные меры поддержки их экономик. В статье сделан вывод, что и в мире, и в России сложилось принципиально новое сочетание условий как общего, так и частного характера, которые формируют свою специфику экономического роста. Это требует расширения набора рычагов для его стимулирования, в том числе использования нестандартных мер. Обосновывается, что в России есть существенный незадействованный потенциал механизмов обеспечения роста. В частности, речь идет о рычагах целевой монетизации, процентных ставках, формировании «длинных» денег, бюджетных и налоговых стимулах. Важно, что все эти механизмы могут и должны базироваться на внутренних критериях и подходах. Использование таких рычагов могло бы упрочить финансовую основу экономики и обеспечить устойчивое развитие страны. Сформулированы конкретные предложения по их применению.

Ключевые слова: мировой финансовый рынок, денежно-кредитная политика, финансовые риски, центральные банки.

JEL: E52, E58, G15.

Ершов Михаил Владимирович (lupandina@fief.ru), д. э. н., главный директор по финансовым исследованиям Института энергетики и финансов; проф. Финансового университета при Правительстве РФ (Москва). www.ershovm.ru;
Танасова Анна Станиславовна (a_tanasova@fief.ru), к. э. н., завсектором финансовых исследований Института энергетики и финансов; Финансовый университет при Правительстве РФ (Москва).

Русь, куда ж несешься ты? Дай ответ.
Не дает ответа.

Н. В. Гоголь. Мертвые души

Международные организации и регуляторы в 2019 г. уже несколько раз пересматривали прогнозы в худшую сторону на фоне слабо, но все-таки растущих экономик и при новых рекордах финансовых рынков (на которых формируется очередной пузырь). Все больше стран вводят отрицательные процентные ставки. В целом активы на 15 трлн долл. имеют отрицательную доходность. Нервозность рынка высока. Показательно, что рынки перед рождественскими каникулами в конце 2018 г. показали худшее закрытие за 100 лет (на аналогичные даты).

Практические изменения столь масштабны, что даже теория пересматривает свои постулаты и подходы. Появилась новая концепция «современная денежная теория» (Modern Monetary Theory, ММТ), которая обосновывает более активную роль государства в финансовой и денежно-кредитной сферах. Правила игры меняются, а перспективы становятся все менее ясными. Цель статьи — проанализировать ситуацию в мировой экономике и в России и сформулировать возможные рекомендации по ее улучшению в нашей стране.

Тенденции глобального регулирования и неустойчивый рост

По оценкам МВФ, в 2019 г. ожидается самый низкий темп роста мировой экономики после глобального финансового кризиса 2007–2009 гг. (Причем еще два года назад, в 2017 г., наблюдаемые темпы роста были на 25% больше ожидающихся сейчас и составляли 3,8%.) Всего за 12 месяцев прогнозы по ряду стран были неоднократно и масштабно пересмотрены в сторону ухудшения. Например, по еврозоне прогноз ухудшился почти на 40% (!), а по другим ведущим странам — почти на 20% (IMF, 2019a). Темпы экономического роста в России в 2019 г. ожидаются вдвое ниже, чем оценивались в 2018 г. (1,1 и 2,3% соответственно). При этом вероятность снижения темпов роста в мире в ближайшие годы повысилась (IMF, 2019a).

Еще год назад центральные банки (ЦБ) заявляли о повышении ставок и нормализации балансов, что предполагает изъятие ликвидности из экономики. Но одновременно с пересмотром прогнозов ЦБ ведущих стран отказались от ранее сделанных заявлений об ужесточении своих подходов. Они пересмотрели процентные ставки в сторону понижения и в целом сохраняют мягкую денежно-кредитную политику (ДКП).

В конце июля 2019 г. ФРС США впервые за почти 11 лет (с 2008 г.) снизила учетную ставку, далее она была уменьшена в сентябре. При этом глава ФРС Дж. Пауэлл дал понять, что ФРС, вероятно, не просто приостановит, а завершит текущий цикл повышения процентных ставок. ФРС также обозначила готовность изменить размеры и структуру

своего баланса, если экономические условия потребуют более мягкой монетарной политики.

Отметим, что при объявлении намерения ФРС реализовать меры количественного смягчения (в частности, QE2 и QE3) для поддержания экономического роста курс доллара укреплялся, что, по сути, опровергает классические закономерности, согласно которым увеличение ликвидности вызывает обесценение валюты. В данном случае мы имеем дело с сугубо практическим восприятием рынком ситуации, когда дополнительная ликвидность создает новые возможности для экономического роста, а потому способствует удорожанию валюты. Аналогичным образом рынок часто реагирует и на снижение национальных процентных ставок, что также противоречит теоретическим положениям (подробнее см. ниже).

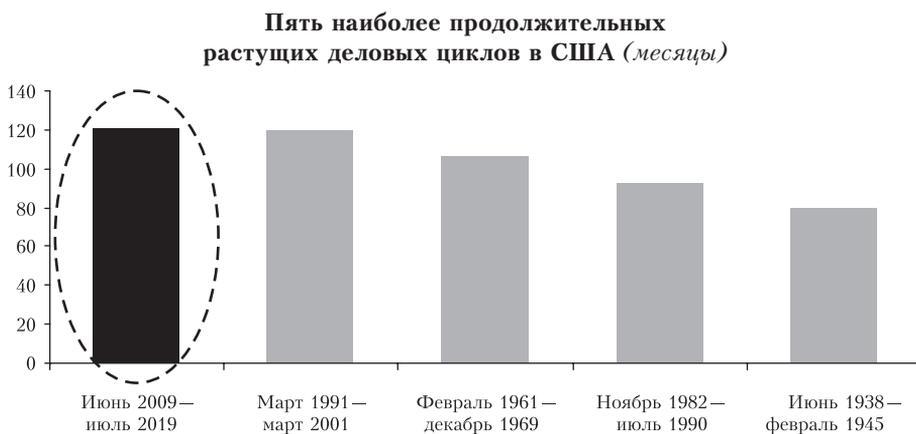
«Финансовые условия сейчас менее поддерживающие, чем в 2018 г.», — заявил Дж. Пауэлл (31.01.2019 г.). Таким образом, регулятор рассматривает риски рецессии как достаточно высокие.

Более того, на рынке высокая нервозность. Она часто присуща поведению его участников перед закрытием на длинные праздники или каникулы. Так, в декабре 2018 г. перед рождественскими каникулами на рынке наблюдалось самое глубокое падение более чем за 100 лет относительно аналогичных дат в прошлом. Ситуация была столь неоднозначной, что даже президент США Д. Трамп был вынужден поддержать рынок словесными интервенциями, сказав, что «сейчас действительно отличная возможность для покупок» (26.12.2018 г.).

Привлекло внимание и совместное заседание трех последних глав ФРС — Б. Бернанке, Дж. Йеллен и Дж. Пауэлла, состоявшееся в начале января 2019 г. (аналогов которого эксперты не припоминают), где регуляторы пытались успокоить рынок, говоря о его нормальном положении. Кроме того, глава Казначейства США С. Мнучин лично обзвонил крупнейшие американские банки, по итогам сделав заявление, что у них достаточно ликвидности, чтобы осуществлять свои операции. Это могло дать участникам рынка уверенность, что в случае негативного развития событий регулятор примет необходимые меры для стабилизации ситуации. Тем не менее, по мнению экспертов, такие заявления могли еще больше усилить напряженность на рынках, а не успокоить их.

При этом макроэкономические и финансовые показатели внешне вполне благополучные: отмечаются рекордный по продолжительности цикл роста американской экономики (продолжается с июня 2009 г.; рис. 1) и исторически минимальный за 50 лет уровень безработицы. В целом еще до снижения ставки ФРС условия на американском финансовом рынке приближались к наиболее благоприятным за последние 50 лет (они были лучше лишь 3% времени в этот период).

Европейский центральный банк (ЕЦБ) в 2019 г. еще больше снизил ставку по депозитам (до $-0,5\%$). Он вновь объявил о возобновлении покупок активов (с ноября 2019 г. в объеме 20 млрд евро в месяц). Кроме того, для поддержания трансмиссионного механизма регулятор планирует ввести двухуровневый механизм резервирования (с поправкой на избыточность резервов и соответственно величину начисления отрицательных ставок).



Источники: NBER; расчеты авторов.

Рис. 1

Аналогичный подход с различными процентными ставками по банковским депозитам применяют также Банк Японии, центральные банки Швеции и Швейцарии. Банк Швейцарии ввел новый инструмент — ключевую ставку и сразу установил ее на отрицательном уровне ($-0,75\%$)¹. Кроме того, он объявил, что будет проводить ультрамягкую политику до 2021 г.

В результате на мировых фондовых рынках продолжился рост, а американские рынки отыграли падение конца 2018 г. и установили новые рекорды. Европейские и азиатские индексы хотя и отстают, но также характеризуются растущим трендом. Поддержку росту фондовых рынков оказали действия центральных банков по смягчению ДКП. Регуляторы продолжают выкупать акции частных компаний. Официальные лица США заявили, что не исключают применение аналогичных мер в случае необходимости.

Рост на рынках поддерживается и покупками компаниями своих акций (операции buyback), масштабы которых в 2019 г., по оценкам экспертов, достигнут максимальных значений, хотя в последние месяцы активность этих операций несколько замедлилась (рис. 2). Попытки ограничить их наталкиваются на возражения сторонников buyback, которые утверждают, что это губительно отразится на рынке.

Отметим, что значительный объем операций buyback осуществляют компании сферы информационных технологий, в связи с чем котировки их акций заметно выросли. Это вызывает определенные опасения, тем более что сектор технологических компаний в США по сравнению с другими секторами экономики регулируется в существенно меньшей степени (рис. 3).

Согласно опросу Bank of America Merrill Lynch (Global Fund Managers Survey), 73% опрошенных инвесторов считают, что в настоящее время бизнес-цикл сталкивается с риском рыночной стабильности (максимальная доля опрошенных за последние восемь лет). Наиболее

¹ До июня 2019 г. устанавливаемая им ставка основывалась на трехмесячной ставке Libor.



Источники: Compustat; Goldman Sachs Global Investment Research.

Рис. 2



Источник: Bank of America Merrill Lynch Global Investment Strategy, 2019.

Рис. 3

значимыми источниками риска они считают торговые войны. При этом динамика фондовых показателей все меньше основывается на фундаментальных факторах. Значения ряда показателей, характеризующих фондовые рынки, существенно превышают исторические средние, что также говорит о перегретости рынка (табл. 1).

Т а б л и ц а 1

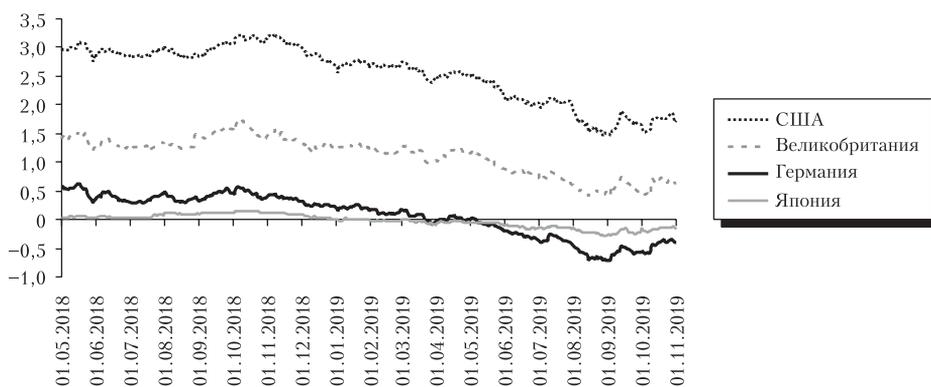
Превышение текущих показателей американского фондового рынка над среднесторонним значением (данные на 30.06.2019, в %)

Показатель	2019
Shiller P/E	75
P/BV	37
EV/EBITDA	22
S&P500 Market cap/GDP	92

Источник: S&P 500.

В 2019 г. доходность на рынках продолжила снижаться. Доходность 10-летних государственных облигаций снизилась практически во всех странах (рис. 4). Из-за неблагоприятных макроэкономических условий доходность гособлигаций Германии перешла в отрицательную зону. По сути, тренд на снижение доходности гособлигаций привел к сокращению вариантов безрисковых вложений для инвесторов. Поскольку регуляторы продолжают использовать смягчающие денежно-кредитные стимулы, это дает рынкам сигнал, что ожидать роста доходности в ближайшее время не стоит.

Доходность 10-летних гособлигаций ряда стран (в %)



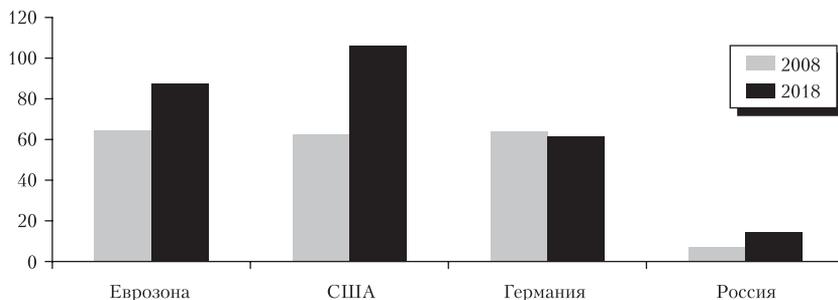
Источник: Thomson Reuters.

Рис. 4

Отметим, что снижение доходности облегчает обслуживание долга, в том числе государственного, размер которого во многих развитых странах превышает годовой ВВП (рис. 5). Однако в ряде стран долг настолько велик, что объем необходимых для его обслуживания средств уже почти покрывает ежегодный прирост долга. Это ограничивает его возможности стимулировать экономический рост.

Также продолжается рост корпоративного долга. По данным МВФ (IMF, 2019b), в ряде ведущих экономик доля долгов корпо-

Отношение госдолга к ВВП в крупнейших странах (в %)



Источник: МВФ.

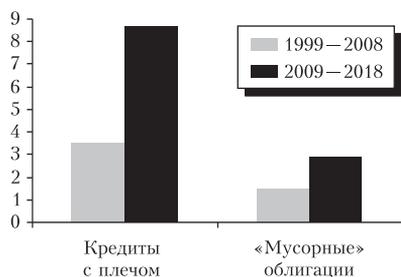
Рис. 5

раций с низкой возможностью их погашения достаточно велика. Это существенный фактор риска в случае ухудшения ситуации.

Из-за низкой доходности на рынках снова стал расти спрос инвесторов на высокодоходные активы. В предыдущие периоды указанная проблема решалась путем увеличения в активах инструментов низкого качества и с высокой доходностью. Специфика текущего момента состоит в том, что уже и инструменты низкого качества часто имеют невысокую или даже отрицательную доходность. Причем в отдельные моменты и по отдельным инструментам доходность «мусорных» бумаг совпадает с доходностью высококачественных инструментов. Это говорит о том, что рынок уже не в состоянии корректно определять ценовые соотношения в различных сегментах, и ценообразование в целом сильно искажено.

Поиск доходности в мире привел к масштабному распространению инструментов низкого качества. При этом в условиях невысоких процентных ставок происходило дальнейшее наращивание рискованных долгов. За последние десять лет объем эмиссии «мусорных» облигаций вырос в два раза (рис. 6–7). В случае роста нестабильности они могут стать каналом распространения кризисных тенденций.

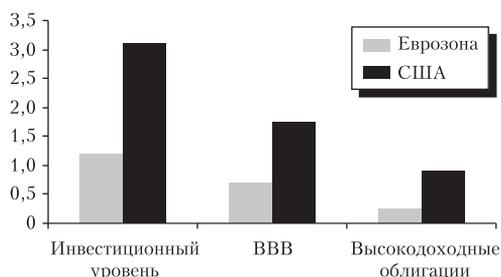
Выпуск кредитов с плечом и «мусорных» облигаций в США (трлн долл.)



Источник: Bloomberg.

Рис. 6

Структура корпоративных облигаций в США и еврозоне по качеству, 2018 г. (трлн евро)



Источник: ЕЦБ.

Рис. 7

Объем долговых инструментов с отрицательной доходностью в мире составляет 15 трлн долл. (IMF, 2019b). Существенно возросли вложения в рискованные облигации в Европе, хотя эксперты отмечают, что инвесторы избегают наиболее рискованных вложений. При этом количество дефолтов уже достигает рекордных значений с 2010 г. В случае наступления рецессии облигации с рейтингами ВВВ получают рейтинг ВВ и ниже. По оценкам, снижение рейтинга 50% облигаций с текущим рейтингом ВВВ может привести к переходу бондов объемом 1,3 трлн долл. в разряд «мусорных».

Нервозность на рынке проявляется и в росте котировок активов, которые в условиях неопределенности пользуются повышенным спросом. При этом стала расти цена на золото: за десять месяцев 2019 г. она возросла почти на 18%. Активный спрос на него наблюдается со сто-

роны центральных банков, причем основными покупателями в 2019 г. были страны, находящиеся в геополитическом противостоянии с США.

В целом, с учетом мер, которые приняли ЦБ ведущих стран для выхода из глобального финансового кризиса 2007–2009 гг., в том числе нестандартного характера — выкуп частных активов, масштабное вливание ликвидности, установление отрицательных процентных ставок и др., — можно было ожидать более высоких темпов экономического роста в мире. Тем не менее он остается довольно неустойчивым. Это означает, что экономика утрачивает способность адекватно реагировать на меры воздействия регуляторов. Более того, негативная динамика макроэкономических процессов становится все более выраженной.

В своем последнем докладе компания McKinsey (2019) в разделе с показательным названием «Поздняя фаза цикла. Добро пожаловать в неопределенность» подчеркивает, что мировая экономика находится на заключительном этапе восстановительного цикла и экономический рост, вероятно, будет замедляться. Действительно, растущая неопределенность в современной мировой экономике снова делает актуальным давний вопрос Гоголя, теперь уже и в отношении других стран. Но ответа на него по-прежнему нет. Укажем также, что замедляется мировая торговля, сокращаются новые экспортные заказы (рис. 8).

Мир: динамика торговли, промышленного производства (г/г, в %) и индекс новых заказов



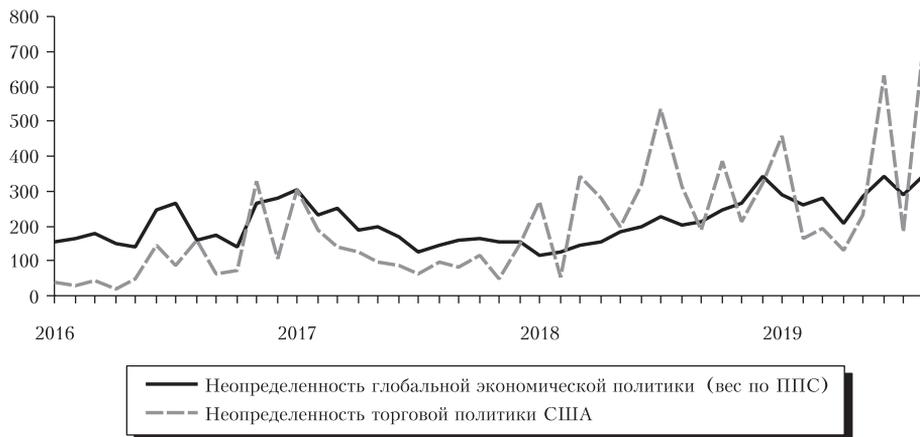
Источник: IMF, 2019а.

Рис. 8

Отдельные периоды улучшения макропоказателей часто прерываются очередными витками напряженности, в частности в торговых переговорах США и Китая. В целом неопределенность, связанная с торговыми переговорами, а также проводимой политикой (рис. 9), выступает значимым фактором замедления экономического роста в мире.

Все чаще звучит вывод о том, что в сложившейся ситуации денежно-кредитные механизмы не могут быть основными драйверами роста, а в обеспечении его устойчивости повышается роль фискаль-

Индекс неопределенности экономической политики*



* Веса каждой страны рассчитаны на основе ВВП с учетом ППС.

Источник: МВФ, 2019а.

Рис. 9

ных, структурных и пруденциальных мер. В частности, по оценкам предыдущего главы ЕЦБ М. Драги (1 ноября 2019 г. его сменила на этом посту К. Лагард), в последние десять лет основная нагрузка по улучшению ситуации в экономике легла на ДКП. В отдельные периоды фискальная политика была проциклической и противодействовала стимулирующим денежно-кредитным мерам. Именно в этой связи Драги подчеркнул, что она должна играть более важную роль. Об исчерпании потенциала мер денежно-кредитной политики в Европе говорит также МВФ и предупреждает о необходимости чрезвычайного плана на случай замедления роста (IMF, 2019с).

О новой старой теории

Меры, применяемые ведущими центральными банками, подтвердили правильность качественно новых подходов к регулированию и сделали необходимым их обобщение. Это в итоге трансформировалось в комплекс решений, который сейчас становится все более распространенным под названием «современная денежная теория» (Modern Monetary Theory, ММТ). В ее подходах основной акцент сделан на повышении роли государства в регулировании экономики, а также в денежно-кредитной и бюджетной политике. В том числе отмечается, что госрасходы финансируются за счет эмиссии денег центральным банком; монополия на денежную эмиссию принадлежит регуляторам; правительство может погашать выпущенные им облигации за счет денежной эмиссии, что снижает вероятность дефолта, и т. д. (Моисеев, 2019).

Отметим, что базовые принципы указанных подходов — целевая и длинная эмиссия центральных банков, низкие процентные ставки, широкий комплекс дополнительных мер регулирования экономики — давно применяются в ведущих экономиках мира. Мы об этом неод-

нократно писали, указывая, например, на опыт Японии, где в 1990-е годы активно проводилась политика удешевления кредитных ресурсов, использовались различные экономические нормативы с целью перенаправить ресурсы банков на внутренние операции (Ершов, 2001). Также говорилось, что до 80% денежной базы национальных валют США и Японии формировалось на основе национальных государственных ценных бумаг, средства от эмиссии которых шли на финансирование различных бюджетных программ (Ершов, 2002). «Видимо, когда речь идет о формировании экономических основ и проведении активной национальной политики, то такие факторы, как долг и дефицит, отходят на второй план» (Ершов, 2001).

В результате финансового кризиса 2007–2009 гг. такая политика еще больше активизировалась: увеличился размер госбумаг на балансах центральных банков (их доля сейчас составляет 85–95% денежной базы), повысилась роль сверхдлинной эмиссии (до 30–40 лет). Причем эффективность этой политики сами американские регуляторы оценили как высокую. Так, для оживления ипотеки в США была реализована программа Operation Twist, которая предполагала увеличение доли «длинных» госбумаг за счет сокращения доли «коротких» на балансе ФРС. Она способствовала восстановлению американской экономики после кризиса, насыщению рынка «длинными» деньгами, снижению процентных ставок и, как следствие, оживлению ипотеки и всей экономики. События посткризисного восстановления и особенно 2019 г., когда были приняты решения смягчить ДКП, вновь подчеркнули, что во главу угла поставлены сугубо прагматические подходы с акцентом на национальные приоритеты развития, которые формируют основы долгосрочного роста.

О российской экономике: старые проблемы сохраняются

В октябре 2019 г. МВФ вновь (третий раз за 12 месяцев) снизил прогноз роста ВВП России на 2019 г. — до 1,1%. Понизили прогнозы роста российской экономики и российские регуляторы. Причем в ближайшие годы ожидаются темпы роста существенно ниже, чем мировой экономики. В 2019 г. рост ВВП составит 0,9–1,3%, согласно прогнозу Банка России, и 1,3%, согласно оценкам Минэкономразвития (МЭР, 2019).

Однако в российской экономике уже наблюдаются признаки заметного замедления, что выражается в снижении реальных располагаемых доходов населения, сокращении внутреннего спроса, повышении недоверия бизнеса, а также его нежелании активно инвестировать. О последнем, в частности, свидетельствует накопленный остаток средств нефинансовых организаций в коммерческих банках, объем которого достиг 30 трлн руб. Это может говорить и об отсутствии уверенности в перспективах роста, и о формировании резервов на «черный день», и о нехватке хороших эффективных проектов (даже несмотря на снижение процентных ставок, они все еще превышают средний уровень рентабельности в экономике). При кажущемся обилии средств, например, предприятия-застройщики (участвующие в долевом строительстве)

вынуждены часто обращаться к финансовому рынку (естественно, по высоким ставкам), так как средства на их счетах имеют целевой характер, и доступ к ним может быть обусловлен рядом требований.

Очевидно, что экономика нуждается в эффективных стимулах для ускорения роста. Среди них и налоги, и процентные ставки, и механизмы дополнительного финансирования. Банк России в 2019 г. несколько раз снижал ключевую ставку с 7,75 до 6,5% (на начало ноября), что должно улучшить деловую среду и способствовать росту кредитования. Однако представляется, что для активизации экономического роста разрозненных и частичных мер уже недостаточно.

При этом в российской экономике сохраняется ряд застарелых проблем. В частности, по-прежнему не слишком эффективны механизмы денежной трансмиссии, которые способствуют перетоку ликвидности из банковского сектора в реальный. Согласно оценкам регулятора (Банк России, 2019), так называемый структурный профицит ликвидности в банковском секторе (который сформировался еще в 2017 г.) сейчас превышает 2 трлн руб. (окт. 2019 г.). Избыточные средства размещаются на депозитных счетах коммерческих банков в Банке России, а также вложены в его облигации. По прогнозам регулятора, к концу 2022 г. профицит у банков может достигнуть 5 трлн руб. Банк России и дальше намерен абсорбировать избыточную ликвидность своими инструментами, по сути не позволяя средствам перетекать в реальную экономику. Такой подход свидетельствует о том, что регулятор не планирует в ближайшие годы активно способствовать налаживанию механизмов денежной трансмиссии в реальный сектор, что могло бы повысить роль внутренних факторов экономического роста.

Отметим сохраняющуюся актуальность проблемы «длинных» денег, в которых остро нуждается российская экономика. Пути ее решения в последнем докладе о ДКП Банка России (2019) не просматриваются, хотя очевидно, что в условиях антироссийских санкций «длинные» ресурсы для экономики стали существенно менее доступными. Проблема обостряется с учетом необходимости наращивать инвестиции и ускорять темпы роста экономики.

Как нам представляется, Банк России не уделяет этой проблеме достаточно внимания. По оценкам, регулятор обладает возможностями стимулировать формирование «длинных» ресурсов посредством комплекса мер денежно-кредитной политики и регулятивных мер. Например, можно стимулировать создание «длинных» пассивов банков путем введения более льготных норм резервирования по ним. Чтобы не допустить более короткое использование данных средств коммерческими банками (по активным операциям, как в 1995–1997 гг., когда указанная мера также применялась), целесообразно формировать льготные резервы только применительно к объемам, соответствующим длинному размещению средств.

Другой важный подход к созданию «длинных» денег предусматривает взаимодействие центрального банка и национального минфина по примеру развитых стран, где денежная база национальных валют на 85–95% формируется на основе бюджетных приоритетов. При этом ключевым покупателем выпускаемых госбумаг выступает националь-

ный центральный банк, который аккумулирует эти инструменты на своем балансе до истечения срока их действия (дюрации). Другими словами, посредством взаимодействия национального минфина и национального центрального банка формируется масштабный объем «длинных» денег на внутренней основе. В сложившихся условиях России также важно обеспечить приоритетную роль внутренних источников монетизации. Однако доля государственных ценных бумаг на балансе Банка России составила чуть более 1% денежной базы рубля в 2018 г., даже снизившись с относительно небольшого прежнего уровня 4–5%. Это свидетельствует о значительном потенциале роста монетизации отечественной экономики, основанного на внутренних источниках.

Действительно, при профиците бюджета, как в России, формально необходимость в таких инструментах снижается. Однако напомним прецеденты, говорящие об обратном. Так, в США в конце 1990-х годов был короткий период наличия профицита бюджета, но объем казначейских облигаций на балансе ФРС не снижался, а рос, поскольку средства уже работали в экономике и их изъятие из нее (стерилизация) могло нарушить функционирование запущенных проектов, в целом сократить ликвидность в национальном хозяйстве и негативно отразиться на экономическом росте.

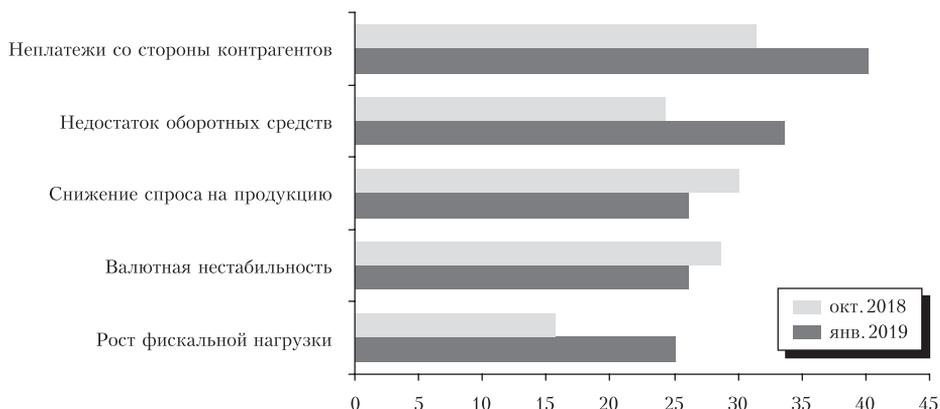
Банк России справедливо отмечает, что «устойчивое повышение темпов роста российской экономики, основанное на внутренних источниках развития, возможно только при координации действий всех органов власти» (Банк России, 2019). Но применяемые им подходы и инструментарий должны активнее способствовать формированию таких источников. В частности, привлекает внимание то, что прирост денежной базы рубля регулятор планирует обеспечивать в решающей степени за счет наращивания международных резервов и сокращения (а не роста) чистых внутренних активов (Банк России, 2019). Предполагается уменьшить прирост валового кредита банкам при одновременном увеличении объема средств коммерческих банков на депозитах в Банке России и в других инструментах регулятора. Таким образом, речь идет о фактическом изъятии средств из экономики, что сужает финансовые возможности поддерживать внутренние источники роста.

Согласно опросу РСПП, неплатежи со стороны контрагентов и недостаток оборотных средств относятся к наиболее сдерживающим факторам развития (рис. 10). В целом спрос в российской экономике остается низким, что не способствует экономическому росту.

Отметим, что многие страны снижают ставки налога на корпоративные доходы. За последние 20 лет, по данным ОЭСР, в России ставка налога также снизилась, однако меньше, чем в среднем по ОЭСР (рис. 11).

Повышение НДС вызвало рост потребительских цен уже во второй половине 2018 г., что оказывало давление на потребительский спрос. По оценкам Банка России (2019), во второй половине 2019 г. сдерживающее влияние повышения НДС себя исчерпало, и ожидается ускорение роста потребительского спроса. Возможно, потенциал роста цен в результате повышения НДС действительно исчерпан, но в экономике уже установился их довольно высокий абсолютный уровень. За 2014–2018 гг.

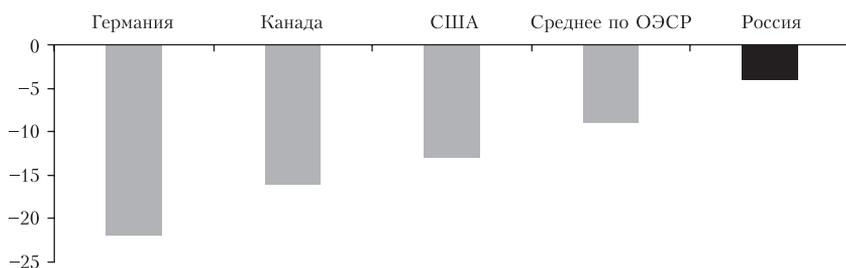
Ограничения российской экономики, оказывающие наиболее негативное воздействие на деятельность компаний (в % ответов)



Источник: опрос РСПП, январь 2019 г.

Рис. 10

Снижение ставки налога на корпоративные доходы, 2000–2019 гг. (в %)



Источник: ОЭСР.

Рис. 11

общий уровень цен возрос более чем на 40%, а по ряду товаров — более чем на 70% (табл. 2). При этом для потребительского спроса важна не только динамика цен, но и общий установившийся их абсолютный уровень, который хотя и растет минимальными темпами (так как инфляция низкая), но в целом достиг высоких значений, в результате негативно воздействуя на спрос и, как следствие, на рост экономики.

Меры по ограничению спроса применяются уже несколько лет и посредством повышения процентных ставок, которые, по сути, сдерживают потребительские расходы и расходы нефинансовых организаций, что тормозит рост инфляции. В последнем докладе о ДКП Банк России отмечает, что «повышение ключевой ставки снижает совокупный спрос в экономике, экономическую активность и инфляцию» (Банк России, 2019). Другими словами, регулятор с целью сдержать инфляцию допускал снижение спроса и экономической активности, что, естественно, не способствовало росту экономики. Более того, он не ускорился, даже когда инфляция стала минимальной (как сейчас).

Прирост цен по ряду товаров за 2014–2018 гг. (в %)

Товар	Прирост цен
Товары и услуги	42
продовольственные товары	46
рыба и морепродукты замороженные	78
консервы рыбные натуральные	77
шоколад	75
масло животное (сливочное)	73
кофе	62
капуста	58
сыр и творог	55

Источник: рассчитано по данным Росстата.

Эмиссия и кредитная экспансия могут оказывать различное влияние на экономику (Маевский и др., 2019).

В краткосрочном периоде на расширение внутреннего спроса будет негативно воздействовать и политика Банка России, направленная на замедление роста потребительского кредитования. Хотя разумное ограничение кредитной нагрузки населения действительно важно для стабильности финансового сектора, но в сложившейся ситуации это будет дополнительно сдерживать рост внутреннего спроса, а следовательно, и экономики в целом.

Представляется, что снижение процентных ставок, которое начал Банк России в 2019 г., мера правильная, но теперь она может не оказать такого эффекта, как раньше, когда уровень спроса и уверенность рынка были выше. Дело в том, что чувствительность экономики из-за длительного периода невысокой активности понижена, уровень доверия невысок, а перспективы роста оцениваются сдержанно (что и подтверждается прогнозами).

Согласно данным последнего доклада о ДКП Банка России (2019), прирост денежной базы рубля (эмиссии) в 2020–2023 гг. будет невысоким (около 4%), что также будет ограничивать экономическую активность. В то же время напомним о существовании профицита ликвидности (3–5 трлн руб.) и средств организаций на счетах (около 30 трлн руб.), которые при правильном использовании механизмов денежной трансмиссии могут быть направлены в экономику.

Целесообразно рассмотреть использование части средств международных резервов, объем которых достиг 542,9 млрд долл. на 1 ноября 2019 г. По отношению международных резервов к затратам на импорт Россия превышает пороговые значения, установленные МВФ (2 месяца), в 10 раз. В результате по данному показателю наша страна вышла на 3-е место в мире (табл. 3).

Напомним, что средства из Фонда национального благосостояния (ФНБ) сверх порогового уровня 7% ВВП, согласно Бюджетному кодексу РФ, могут инвестироваться. В то же время МВФ этого делать не рекомендует, советуя вкладывать их в высококачественные иностранные активы (IMF, 2019с). Другими словами, предлагается проводить стерилизацию финансовых ресурсов из российской экономики при их

Уровень достаточности международных резервов (в месяцах импорта)*

Страна	Уровень достаточности резервов
Саудовская Аравия	29
Швейцария	25
Россия	20
Тайвань (Китай)	19
Бразилия	18
Справочно: уровень достаточный согласно МВФ	2

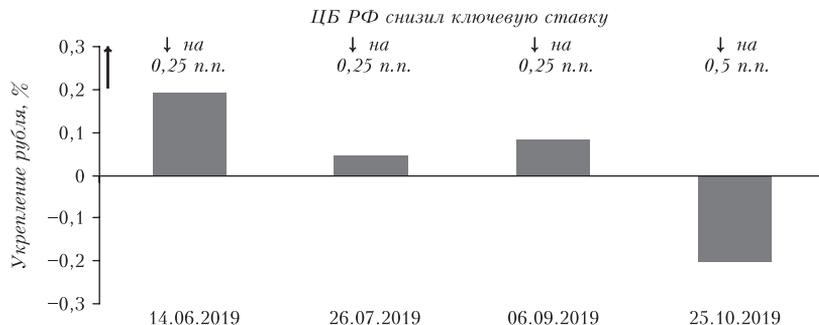
* По данным на 01.01.2019 г.; по России — по данным на 01.07.2019 г.
 Источник: Банк России.

одновременном вложении в развитые страны, поддерживая тем самым их финансовое обеспечение.

Сохранению привлекательности российского рынка способствует повышение стабильности курса рубля в 2019 г. Отметим его реакцию на решение регулятора о снижении ключевой ставки. Когда Банк России в июне, июле и сентябре 2019 г. понизил ключевую ставку, курс рубля в течение некоторого времени укреплялся (рис. 12). Хотя в октябре 2019 г. после снижения ставки по итогам торгового дня курс снизился, но в течение дня он неоднократно рос.

Согласно теории, снижение процентных ставок приводит к обесценению национальной валюты вследствие уменьшения привлекательности вложений в нее. Тем не менее укрепление рубля в ответ на снижение ставки легко объяснить: снижение процентных ставок расширяет возможности для роста экономики, который, в свою очередь, предполагает необходимость ее финансирования. В результате ожидается увеличение спроса на национальную валюту и, как следствие, ее укрепление. Аналогичные тенденции после снижения основной ставки ЦБ наблюдались ранее и в России, и в других странах (Ю. Корея, Японии, Тайване и др.) (Ершов, 2016). Напомним пример с количественным смягчением, которое, также вопреки теории, неоднократно приводило к укреплению национальной валюты (а не к ее обесценению из-за по-

Снижение ключевой ставки и динамика курса рубля*, 2019 г.



* Динамика курса рубля к дню после снижения ключевой ставки.
 Источник: рассчитано по данным Банка России.

Рис. 12

явления дополнительной ликвидности), что воспринималось рынком как важный фактор, улучшающий перспективы экономического роста.

Другими словами, мы имеем дело с многочисленными примерами и в разных странах, и в разных сферах деятельности, когда формируемые условия экономического роста посредством таких факторов, как объем ресурсов, их цена, доступность и др., выходят на первый план и даже становятся важнее, чем чисто технические показатели — доходность, возможная инфляция и др. Здесь общая концепция — своего рода дух подхода — играет большую роль, чем «буква» и технические детали.

Укрепление рубля сдерживается покупками валюты регулятором в рамках бюджетного правила. Это в целом искажает объявленные им принципы о невмешательстве, так как фактически в конечном счете влияет на курс рубля. При этом отметим, что Минфин США рассматривает интервенции в объеме 2% ВВП за год как один из трех критериев, позволяющих сделать заключение о манипулировании курсом национальной валюты. В России объем покупки валюты регулятором в 2018 г. превысил 4 трлн руб., из них 2,4 трлн было потрачено на открытом рынке, что составило 2,4% ВВП. Однако Банк России, реагируя на комментарии Минфина США о манипулировании курсом, ответил, что скупка валюты происходит в рамках бюджетного правила и не направлена на поддержание определенного курса рубля. Хотя это, может быть, действительно так, но в целом виден тренд на сдерживание его укрепления.

Помимо стерилизации средств из экономики с помощью бюджетного правила, косвенное изъятие ресурсов и ограничение внутреннего спроса происходят посредством сохранения профицита федерального бюджета РФ. Согласно проекту бюджета на 2020–2022 гг., в ближайшие три года он составит 0,8–0,2% ВВП. Если дефицит государственного бюджета — это фактор роста, то его профицит оказывает обратное влияние (хотя вряд ли в аналогичной пропорции). Напомним, что в большинстве ведущих стран — в США, Японии, еврозоне и т. д. — отмечается устойчивый дефицит бюджета, который служит важным механизмом финансирования экономики.

Например, в США за последние 44 года бюджет был дефицитным в течение 41 года. За этот период накопленный дефицит бюджета составил почти 14 трлн долл., а прирост американского ВВП — почти 19 трлн. В Великобритании, где бюджет также дефицитный (38 лет из последних 44), накопленный дефицит составил 1,6 трлн ф. ст., а прирост ВВП — 1,8 трлн (больше накопленного дефицита).

Чтобы профицит бюджета не стал фактором замедления экономического роста, необходимо перераспределить сэкономленные средства и направить их на финансирование более эффективных сфер деятельности, чем те, откуда их изъяли. Тогда результат будет положительным. Но это требует выработки специальных подходов при проведении структурной политики.

В целом в экономике сложились ограничения, которые существенно тормозят экономический рост. В частности, это профицит бюджета, повышение налоговой нагрузки, высокий уровень цен (даже при низкой инфляции), сравнительно высокие процентные ставки. Все это

подчеркивает, что низкая инфляция не служит достаточным условием стимулирования экономического роста. Официальные прогнозы подтверждают этот вывод: в 2020 г. рост инфляции составит 3,5–4%, а ВВП — 1,5–2% (Банк России, 2019). При этом в экономике есть большие неиспользованные возможности и механизмы. В частности, необходимо повысить эффективность трансмиссионных механизмов и обеспечить переток в реальную экономику профицита ликвидности, накопленного в банковском секторе. Также целесообразно сделать более определенной ситуацию для бизнеса, который начнет активнее инвестировать средства, хранящиеся сейчас на счетах в банках. Важно поддерживать стабильность и предсказуемость валютного курса рубля. И здесь, напомним, имеются большие возможности (объем международных резервов в два раза превышает денежную базу рубля). Более того, денежно-кредитные рычаги должны быть дополнены эффективными мерами бюджетной (фискальной) политики. Такая взаимосвязь начинает играть все большую роль в ведущих странах. В целом российские денежные власти имеют масштабный потенциал наращивания целевых средств для стимулирования экономического роста, о чем свидетельствует незначительный объем гособлигаций на балансе Банка России.

* * *

Мир в основном преодолел последствия финансового кризиса 2007–2009 гг., постепенно происходит посткризисное восстановление большинства экономик. В то же время оценки перспектив их роста крайне сдержанные, прогнозы постоянно пересматривают в сторону ухудшения, получает широкое распространение смягчение регулирующих мер. Быстрее всего растут фондовые рынки в развитых странах, а также государственные долги. При этом возможности регуляторов становятся все более ограниченными: ставки устойчиво находятся на минимальных значениях (вплоть до отрицательных), уровень долга достиг своих максимумов, нестандартные меры поддержки становятся нормальным явлением. Можно констатировать наличие серьезных проблем в мировой экономике.

В таких условиях в России все более актуальной становится опора на внутренние механизмы фондирования и роста при одновременном формировании устойчивых источников внутреннего спроса. Но проводимая российскими регуляторами внутренняя денежно-кредитная, бюджетная и налоговая политика тормозит расширение внутреннего спроса и, как следствие, ограничивает возможности экономического роста. Недостаточно ясна политика регуляторов и в случае резкого ухудшения ситуации на международных рынках. Тогда решить возникающие проблемы посредством использования отдельных рычагов (например, ставок) вряд ли удастся.

Как представляется, в России много незадействованных ресурсов и механизмов обеспечения роста. Это касается возможностей по расширению ликвидности, снижению процентных ставок, формированию «длинных» денег и, наконец, поддержанию устойчивого уровня спроса

населения и бизнеса. Такой комплексный подход требует более четкого взаимодействия всех уровней законодательной и исполнительной ветвей власти. Использование этих ресурсов и механизмов позволит ускорить темпы роста российской экономики и решить задачи, поставленные президентом РФ в майском (2018 г.) указе о национальных целях развития России до 2024 г.

В этих условиях крайне актуален вопрос о формировании механизмов экономического роста. Действительно, что сейчас более необходимо — дефицит бюджета или профицит? Целевая денежно-промышленная политика или, напротив, формирование денежной массы под воздействием «естественного» рыночного спроса? Предсказуемый и стабильный курс валюты или волатильный курс и принципиальное невмешательство регулятора? Как эффективно перейти в денежно-кредитной политике к подходам, которые аналогичны применяемым в развитых финансовых системах, где основой монетизации выступают структурные и отраслевые приоритеты? Эти вопросы имеют принципиальный характер. Наши конкуренты уже давно используют при решении стоящих перед ними проблем сугубо прагматические (а не «учебно-теоретические») подходы, которые принципиально отличаются от практикуемых в российской экономике. От правильности ответа на такие вопросы зависит возможность ускорить экономический рост и обеспечить развитие России в условиях повышенных рисков на мировых рынках. Чем быстрее будут найдены адекватные решения, соответствующие масштабам текущих задач, тем прочнее будут опоры роста российской экономики и тем больше будет у нее возможностей для устойчивого и долгосрочного развития на внутренней основе. В нынешних условиях необходимость этого настоятельна, как никогда.

Список литературы / References

- Банк России (2019). Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2020 год и период 2021 и 2022 годов. Москва, октябрь. [Bank of Russia (2019). *Monetary policy guidelines for 2020–2022*. Moscow, October.]
- Ершов М. (2001). О стереотипах в экономической политике // Вопросы экономики. № 12. С. 4–17. [Ershov M. (2001). About stereotypes in economic policy. *Voprosy Ekonomiki*, No. 12, pp. 4–17. (In Russian).]
- Ершов М. (2002). О финансовых механизмах экономического роста // Вопросы экономики. № 12. С. 4–16. [Ershov M. (2002). On financial mechanisms of economic growth. *Voprosy Ekonomiki*, No. 12, pp. 4–16. (In Russian).]
- Ершов М. (2016). Механизмы роста российской экономики в условиях обострения финансовых проблем в мире // Вопросы экономики. № 12. С. 5–25. [Ershov M. (2016). On the mechanisms of growth of the Russian economy under conditions of worsening financial problems in the world. *Voprosy Ekonomiki*, No. 12, pp. 5–25. (In Russian).] <https://doi.org/10.32609/0042-8736-2016-12-5-25>
- Маевский В. И., Малков С. Ю., Рубинштейн А. А. (2019). Анализ связи между эмиссией, инфляцией и экономическим ростом с помощью модели переключающегося режима воспроизводства // Вопросы экономики. № 8. С. 45–66. [Maevsky V. I., Malkov S. Yu., Rubinstein A. A. (2019). Analysis of the relationship between issuing money, inflation and economic growth with the help of the SMR-model. *Voprosy Ekonomiki*, No. 8, pp. 45–66. (In Russian).] <https://doi.org/10.32609/0042-8736-2019-8-45-66>

- Моисеев С. Р. (2019). Хайп вокруг (не)денежной (не)теории // Вопросы экономики. № 9. С. 112–122. [Moiseev S. R. (2019). Hype around (non)monetary (non) theory. *Voprosy Ekonomiki*, No. 9, pp. 112–122. (In Russian).] <https://doi.org/10.32609/0042-8736-2019-9-112-122>
- МЭР (2019). Прогноз социально-экономического развития Российской Федерации на период до 2024 года. М.: Министерство экономического развития РФ, 30 сент. <http://economy.gov.ru/wps/wcm/connect/e60abb9e-5506-4371-b555-304b0350ea38/Prognoz2024.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=e60abb9e-5506-4371-b555-304b0350ea38> [RF Ministry of Economic Development (2019). *Forecast of social and economic development of the Russian Federation for the period up to 2024*. Moscow, September 30. (In Russian).]
- IMF (2019a). *World economic outlook. Global manufacturing downturn, rising trade barriers*. October. Washington, DC.
- IMF (2019b). *Global financial stability report*. October. Washington, DC.
- IMF (2019c). *Russia: Staff concluding statement of the 2019 Article IV mission*. Washington, DC.
- McKinsey (2019). *McKinsey global banking annual review 2019: The last pit stop? Time for bold late-cycle moves*. McKinsey & Company, November.
-

The world and Russia: Inflation is minimal, economic growth is slowing, risks are rising

Mikhail V. Ershov^{1,2,}, Anna S. Tanasova^{1,2}*

Authors affiliation: ¹ Institute for Energy and Finance (Moscow, Russia);

² Financial University under the Government of RF (Moscow, Russia).

* Corresponding author, email: lupandina@fief.ru

Russian economy has reached the low level of inflation, but economic growth has not accelerated. Moreover, according to official forecasts, in the following years it will still be low. The article concludes that domestic demand, which is one of the main factors of growth, is significantly constrained by monetary, budgetary and fiscal spheres. The situation in the Russian economy is still hampered by the decline of the world economic growth. The prospects of financial markets are highly uncertain. This increases the possibility of crisis in the world. Leading countries widely use non-traditional measures to support their economies in the similar environment. In the world economy as well as in Russia a principally new combination of factors has emerged, which create specific features of economic growth. It requires special set of measures to stimulate such growth. The article proves that Russian regulators have large unused potential to stimulate growth. It includes monetization, long-money creation, budget and tax stimuli. It is important that the instruments, which will be used, should be based on domestic mechanisms. This will strengthen financial basis of the economy and may encourage economic growth. Some specific suggestions as to their use are made.

Keywords: global financial market, monetary policy, financial risks, central banks.

JEL: E52, E58, G15.