

ISSN 0042-8736

# Вопросы Экономики<sup>TM</sup>

[www.vopreco.ru](http://www.vopreco.ru)

В НОМЕРЕ :

**Мир в 2020 году:  
системные изменения в экономике**

---

**Хроническая бедность:  
что влияет на ее масштабы и остроту?**

---

**Коэффициент замещения как инструмент  
анализа пенсионной системы**

---

**Институты, индивиды и отношения  
в процессе модернизации**

---

**12**

**2 0 2 0**

## СОДЕРЖАНИЕ

### Вопросы экономики

#### МИРОВАЯ ЭКОНОМИКА

- М. В. Ершов — Мир в 2020 году: новые проблемы обнажают системные изменения в экономике ..... 5

#### ЭКОНОМИКА СОЦИАЛЬНОЙ СФЕРЫ

- Т. М. Малева, Е. Е. Гришина, А. Я. Бурдяк — Хроническая бедность: что влияет на ее масштабы и остроту? ..... 24  
Д. М. Логинов — Как российское население пережило кризис второй половины 2010-х годов ..... 41  
П. Н. Павлов — Влияние регуляторной жесткости нормативно-правовой базы на динамику бедности в регионах России ..... 62  
Ю. М. Горлин, В. Ю. Ляшок, А. А. Салмина — Коэффициент замещения как инструмент анализа и прогнозирования пенсионной системы ..... 80  
Л. И. Смирных — Цифровая грамотность пожилого населения и цифровизация предприятий: опыт европейских стран ..... 104

#### ДИСКУССИОННЫЙ КЛУБ

- Д. В. Трубицын — Институты, индивиды и отношения в процессе модернизации ..... 125

#### РАЗМЫШЛЕНИЯ НАД КНИГОЙ

- Н. М. Плiskeвич — Социальное государство в современной России (О книге «Становление государства благосостояния и перспективы социального государства в России. Реалии и проекты» под общ. ред. Н. И. Лапина) ..... 141

Содержание журнала «Вопросы экономики» за 2020 год ..... 153

Мобильное приложение «Вопросы экономики» ..... 159

Льготная подписка на журнал «Вопросы экономики» ..... 160



## МИРОВАЯ ЭКОНОМИКА

### Мир в 2020 году: новые проблемы обнажают системные изменения в экономике

М. В. Ершов<sup>1,2</sup>

<sup>1</sup> Институт энергетики и финансов (Москва, Россия),

<sup>2</sup> Финансовый университет при Правительстве РФ (Москва, Россия)

Замедление экономического роста в мире отмечалось еще в 2019 г., а в начале 2020 г. оно усилилось вследствие пандемии коронавируса. Масштабный спад экономической активности из-за закрытия многих ведущих экономик отразился на всех странах, нарушив привычный образ жизни и механизмы бизнеса. Регуляторы и правительства были вынуждены в экстренном порядке применить широкий набор мер поддержки. При этом первопричины текущего кризиса лежат вне экономической или финансовой сферы, что делает его непохожим на предыдущие. Неопределенность дополняется тем, что принципиально изменяются традиционные отношения в экономике и в обществе. Нарушаются сложившиеся глобальные цепочки поставок, начинает меняться характер трудовых отношений, все больше практикуется режим удаленного доступа. Экономики утрачивают способность функционировать как самодостаточные системы и требуют новых мер поддержки. По состоянию на конец 2020 г. вероятность второй волны пандемии достаточно высока, при этом ее длительность и масштабы пока неясны, и перспективы дальнейшего развития мировой экономики становятся все менее определенными, а масштабы и механизмы стабилизации ситуации — все более разноплановыми и нестандартными.

**Ключевые слова:** кризис, пандемия, меры поддержки, денежно-кредитная политика, центральный банк, госбюджет, экономический рост.

**JEL:** E52, E58, G15.

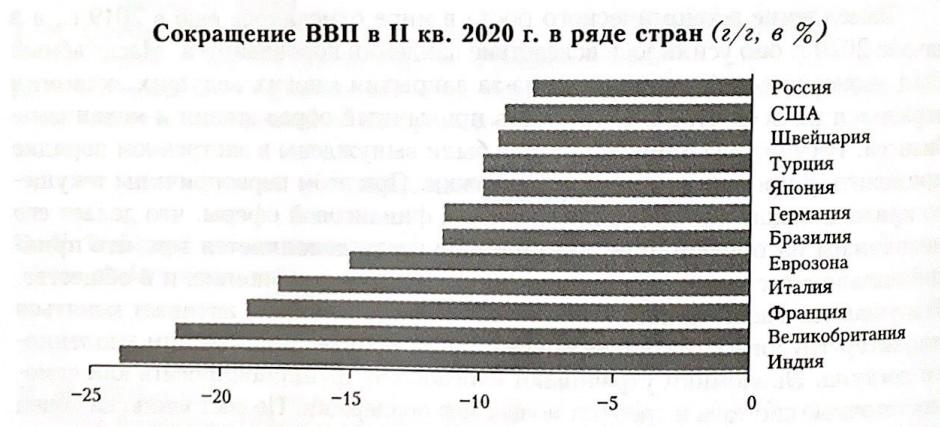
#### Кризис и пандемия: никогда раньше

Мир в начале 2020 г. оказался в чрезвычайной ситуации. По оценкам МВФ, неопределенность в настоящее время аналогична ее

Ершов Михаил Владимирович ([lupandina@fief.ru](mailto:lupandina@fief.ru)), д. э. н., главный директор по финансовым исследованиям Института энергетики и финансов, проф. Финансового университета при Правительстве РФ. [www.ershovm.ru](http://www.ershovm.ru)

уровню в военное время или в период политического кризиса, делая неясными глубину шока и его длительность (IMF, 2020a). По оценкам ведущих аналитических центров, пандемия создала шок огромной неопределенности, превышающий ее уровень в период глобального финансового кризиса 2008–2009 гг. и аналогичный по масштабам Великой депрессии 1929–1933 гг. (Baker et al., 2020). Согласно Г. Киссинджеру, нынешний экономический кризис, вызванный пандемией, по скорости и глобальным масштабам не имеет равных в истории (Kissinger, 2020).

Пандемия, по сути, показала, что речь идет не просто об очередном кризисе глобальной экономики. Стало понятно, что изменения носят системный характер, в большой степени меняя сложившийся характер экономических отношений. Регуляторы вынуждены принимать беспрецедентные меры для стабилизации экономик и финансовых рынков, причем масштаб и разнообразие этих мер постоянно растут. Сокращение экономик во II кв. 2020 г. было наибольшим по сравнению со средним падением за последние 20 лет (рис. 1).



Источник: МВФ.

Рис. 1

Во многом мировое развитие в долгосрочном периоде будет определяться глубиной падения экономики, нанесенным ущербом здоровью и жизни людей вследствие нынешней пандемии. По итогам 2020 г. прогнозируются отрицательные темпы роста ВВП. По оценкам, спад глобального ВВП составит 4,4%. Лидером роста остается Китай, где ВВП вырастет на 1,9% (IMF, 2020b).

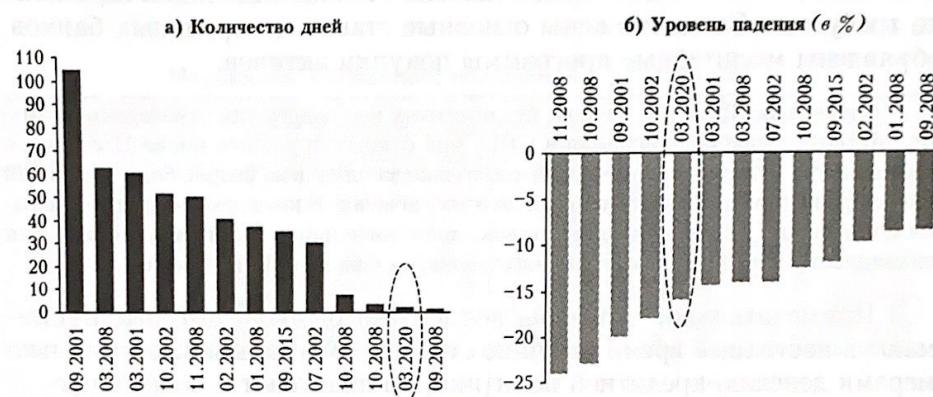
Пострадали многие сегменты бизнеса. В крупном бизнесе серьезно снизились доходы компаний сырьевого комплекса (особенно ТЭКа), авиакомпаний. Сегмент МСП во всем мире наиболее сильно пострадал от кризиса. Ряд факторов еще больше осложняют решение проблем текущего кризиса:

- сохранение глобальных дисбалансов;
- высокий уровень задолженности всех секторов экономики в ведущих странах;
- в целом недостаточная экономическая активность в мире еще в докризисный период;

— низкий уровень процентных ставок, что ограничивает возможности монетарных регуляторов.

На глобальных финансовых рынках в феврале—марте 2020 г. зафиксировано самое быстрое и масштабное падение за всю историю. В марте только за три (!) дня глобальный фондовый индекс MSCI AC World поставил один из рекордов своего снижения (16%) (рис. 2).

Индекс MSCI AC World: продолжительность и масштабы падения за период 2000 — октябрь 2020 г.



Источник: построено по данным Bloomberg, Reuters, Goldman Sachs.

Рис. 2

Резко возросла волатильность котировок ценных бумаг. В I кв. 2020 г. фондовый рынок потерял почти 20 трлн долл.<sup>1</sup> Индекс Доу—Джонса в марте 2020 г. пересек отметку 20 тыс. пунктов и достиг минимума с февраля 2017 г., а индекс S&P500 снизился до минимума с октября 1987 г. Угроза финансового кризиса становилась все более очевидной. Все это вынудило регуляторов принимать быстрые и масштабные меры поддержки.

И хотя формальным поводом для провала стал коронавирус, для многих было очевидно, что перегрев рынка продолжался многие годы, и рано или поздно этот «пузырь» должен был лопнуть. При этом Дж. Йеллен в бытность главой ФРС говорила, что надеется, что в нашей жизни мы не увидим финансового кризиса. «Умение» просчитывать ситуацию отмечалось у руководства ФРС и раньше. А. Гринспен, многолетний глава ФРС, при котором начался последний глобальный кризис 2007–2009 гг., выступая в Конгрессе США, отметил, что они (регуляторы) многое не учли и недооценили риски рынка. В свое оправдание он сказал, что лучшими эконометриками и математиками были созданы мощнейшие модели, которые не пред-

<sup>1</sup> Из-за масштабного падения индексов торги в течение недели неоднократно останавливались. Как правило, когда падение индексов на американских биржах достигает пороговых уровней 7 и 13%, торги останавливают на 15 минут, а если падение достигает 20%, то их останавливают на весь день.

сказали кризис. Добавим от себя: кому нужны модели, которые не выполняют свои функции?

Объемы margin calls (требования о пополнении маржи) достигли, по оценкам, 14 трлн долл. В начале года ФРС объявила о предоставлении дополнительной ликвидности в объеме 1,5 трлн долл. по операциям РЕПО. Это соответствует 10% всей денежной массы (M2) доллара США. ФРС снизила ставку до 0–0,25% и также объявила о покупке бумаг на 750 млрд долл.

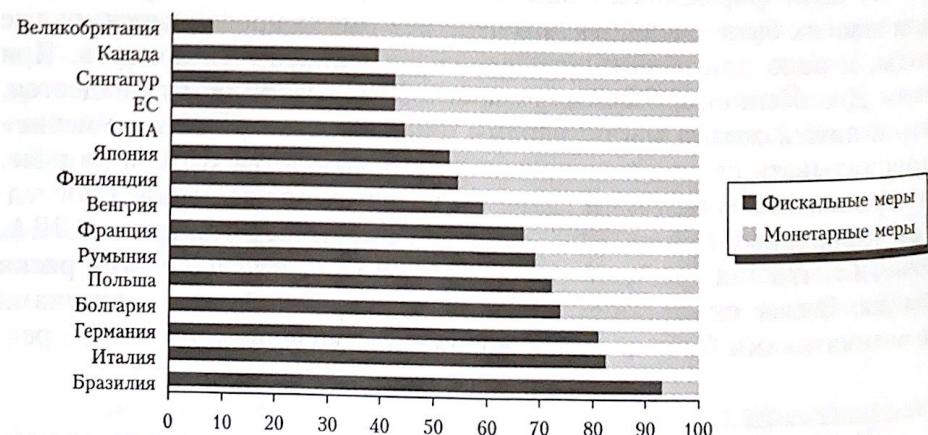
США и Япония ввели фактически безлимитное количественное смягчение, то есть будет предоставлено столько ликвидности, сколько требуется. Были снижены основные ставки центральных банков, объявлены масштабные программы покупки активов.

*Справочно.* Примеры, по сути, безлимитных мер поддержки отмечались и раньше. Масштаб рефинансирования в США при открытии рынков после 11 сентября 2001 г., когда рухнули башни-близнецы, только за один день возрос более чем в 200 раз по сравнению с обычными днями до этих событий. В комплексе с другими мерами поддержки (резкое снижение ставок, дополнительные механизмы повышения ликвидности и др.) это позволило восстановить стабильность на рынке.

Примечательно, что меры поддержки рынков, которые принимают в настоящее время ведущие страны, не ограничиваются только мерами денежно-кредитной политики, но включают и более широкие механизмы — налоговые, регуляторные, прямую поддержку отдельных отраслей, выплаты населению и пр. При этом меры принимаются очень оперативно. Во многих странах *объемы бюджетной поддержки, направляемые в экономику, более масштабны*, чем средства, поступающие от финансовых регуляторов через денежно-кредитные инструменты (рис. 3).

Отметим, что инструменты денежно-кредитной политики, по сути, исчерпали свои возможности во многих ведущих странах. Именно поэтому глава ФРС США Дж. Пауэлл в феврале 2020 г. заявил,

Соотношение заявленных фискальных и монетарных мер поддержки (в %)



Источник: рассчитано автором по данным МВФ, Fitch, BoA.

Рис. 3

что ФРС не имеет инструментов для борьбы с рецессией, и призвал Конгресс быть готовым помочь (Powell, 2020). Об этом говорил и бывший глава ЕЦБ М. Драги, по мнению которого меры денежно-кредитной политики для стимулирования экономики еврозоны себя уже исчерпали и должны дополняться другими рычагами, которые позволяют решить проблему (в том числе бюджетными, налоговыми механизмами и др.) (Draghi, 2019). Бюджетные механизмы поддержки населения и бизнеса реализуются путем применения широкого набора инструментов. Состав этих инструментов и объемы поддержки различаются по странам (см. таблицу).

Таблица

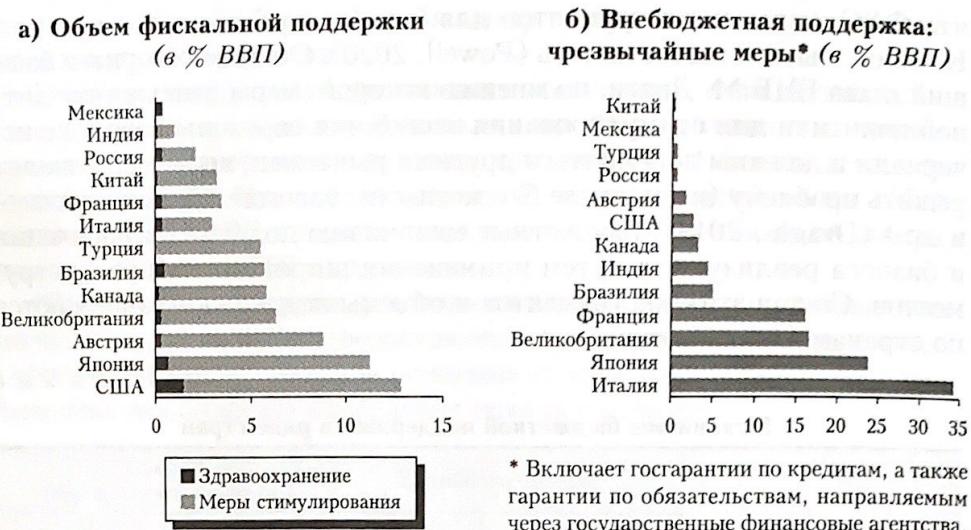
**Механизмы бюджетной поддержки в ряде стран**

	Развитые экономики							Страны с развивающимся рынком						
	США	Япония	Германия	Франция	Италия	Испания	Великобритания	Бразилия	Китай	Индия	Ю. Корея	Мексика	Россия	ЮАР
Меры поддержки здравоохранения	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*
<i>Меры поддержки домашних хозяйств</i>														
Целевое финансирование	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*
Другие меры поддержки доходов	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*
Субсидии по заработной плате	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*
Снижение налогов	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*
Налоговые отсрочки	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*
<i>Меры поддержки фирм</i>														
Налоговые отсрочки	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*
Поддержание ликвидности	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*
Снижение налогов	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*
Целевое финансирование	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*

Источник: Банк международных расчетов.

В ходе текущего кризиса правительства и центральные банки многих стран еще больше усилили свое взаимодействие. Кроме чисто фискальных мер поддержки экономики (снижения налогов, введения налоговых каникул и пр.), через бюджет также финансируются меры центральных банков. В свою очередь, часто именно последние помогают бюджету финансировать свои расходы.

Во многих странах меры поддержки, осуществляемые ЦБ, частично или полностью финансируются с помощью государственных расходов. (Например, в Великобритании покупки Банком Англии частных коммерческих бумаг через механизм Covid Corporate Financing Facility финансируются из государственного бюджета.) Кроме того, государства стали активнее выдавать гарантии заемщикам (рис. 4).



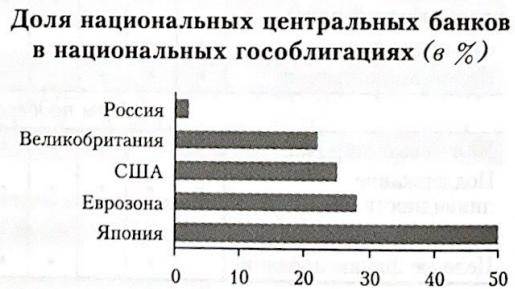
Источник: BIS, 2020.

Рис. 4

Очевидно, восстановление мировой экономики после пандемии требует увеличения госрасходов, что приведет к росту бюджетного дефицита. Поскольку расходы носят в основном долгосрочный характер, финансирование становится все более «длинным». Поэтому все большую роль начинают играть «длинные» государственные бумаги, которые эмитируются национальными минфинами. В условиях низкого уровня процентных ставок финансирование дефицита бюджета становится максимально дешевым. При этом важным покупателем госбумаг выступают центральные банки. В ведущих странах значительная часть государственных облигаций находится на балансе их ЦБ (рис. 5). Отметим, что госбумаги служат ключевым инструментом формирования ликвидности в экономике и важным источником обеспечения «длинных» денег.

Так, в Японии половина всех выпущенных государственных бумаг находится на балансе Банка Японии (около 470 трлн иен из общего объема более 900 трлн иен). Из общего объема казначейских облигаций США 20 трлн долл. более 4 трлн находятся на балансе ФРС. В еврозоне и Великобритании объем национальных гособлигаций на балансах их центральных банков составляет не менее 20–30% общего объема соответствующих облигаций.

Это значит, что большую часть рынка гособлигаций поддерживают центральные банки. Эмиссия валют осуществляется на основе покупки гособлигаций: доллары и иены на 80–90% созданы именно так. В России объем гособлигаций на балансе ЦБ РФ гораздо меньше.



Источники: BIS, 2020; центральные банки соответствующих стран.

Рис. 5

При таком подходе, когда центральные банки покупают национальные гособлигации, они одновременно осуществляют эмиссию национальной валюты, повышая тем самым уровень ликвидности в экономике. Это имеет ряд позитивных последствий, в частности, нет стимулов к оттоку денег из частного сектора, экономика пополняется ликвидностью, причем целевой. Но самое главное — системное участие монетарных властей в формировании национальной финансовой системы. Фактически применяется финансирование на основе критериев денежно-промышленной политики. Нередко практикуется прямое финансирование со стороны центрального банка дефицита госбюджета. Проблема налоговой оптимизации, с которой нередко сталкивается российский бюджет, перед ведущими экономиками, как правило, не возникает. Напомним, что в РФ бюджетная оптимизация часто предполагает, что доходы каких-то получателей расширяются за счет сокращения доходов других, что в итоге облегчает развитие первых и затрудняет у вторых. В такой ситуации Банк России по-прежнему воздерживается от более активного использования технологии формирования «длинных» ресурсов со своим участием. Хотя осенью он и расширил лимиты, которые будут давать коммерческим банкам возможность шире использовать ОФЗ при рефинансировании в ЦБ, но заявил, что покупать госбумаги не будет (Набиуллина, 2020). Похоже, лимиты были расширены, чтобы облегчить Минфину текущее размещение ОФЗ и не допустить перебоев с ликвидностью. Но почему не был сделан следующий, очень важный шаг, предполагающий участие ЦБ в покупке ценных бумаг, — неясно.

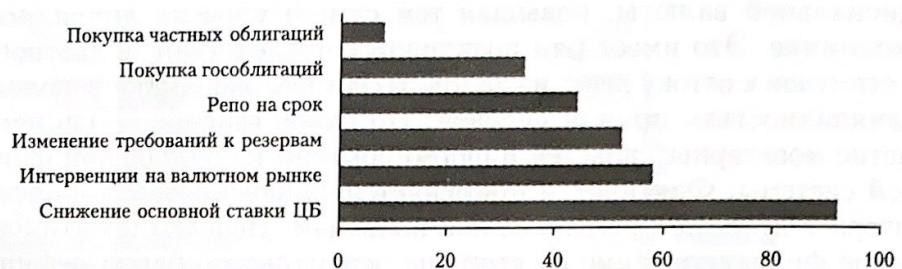
Отметим, что в ряде стран используются механизмы эмиссии «сверхдлинных» денег. Так, в июне 2020 г. Австрия объявила о выпуске 100-летних облигаций с доходностью ниже 1%. Покупателями могут быть пенсионные фонды и страховые компании, которые в условиях отрицательных ставок рассматривают подобные бумаги как хороший вариант для размещения своих активов. Если покупателем бумаг будет национальный центральный банк, то он начнет осуществлять, по сути, 100-летнюю эмиссию. Примеры выпуска «сверхдлинных» облигаций есть в Бельгии, Ирландии и ряде других стран.

Центральные банки стали все больше внимания уделять реальному сектору. Европейский регулятор увеличил покупки корпоративных облигаций, в том числе бумаг нефтегазовых компаний, энергетических компаний, производителей транспорта и автомобилей. Общий объем программы покупки корпоративных облигаций составляет 1,35 трлн евро. Важно, что подобные механизмы, которые ранее использовали в развитых странах, теперь стали все чаще применять и в странах с развивающимся рынком (рис. 6).

По сути, парадигма регулирования меняется не только функционально, но и идеологически. Мало того, что центральные банки вышли за свои компетенции, они понимают, что от успеха и благополучия реального сектора зависит успех всей экономики и финансовой сферы. Очевидно, что речь идет о системных изменениях в механизмах регулирования.

Принятые меры привели к тому, что экономическая активность летом 2020 г. в результате поддержки и по мере снятия ограничений стала повышаться. Однако уже к началу осени ее темпы несколько замедлились, особенно в развитых странах (рис. 7).

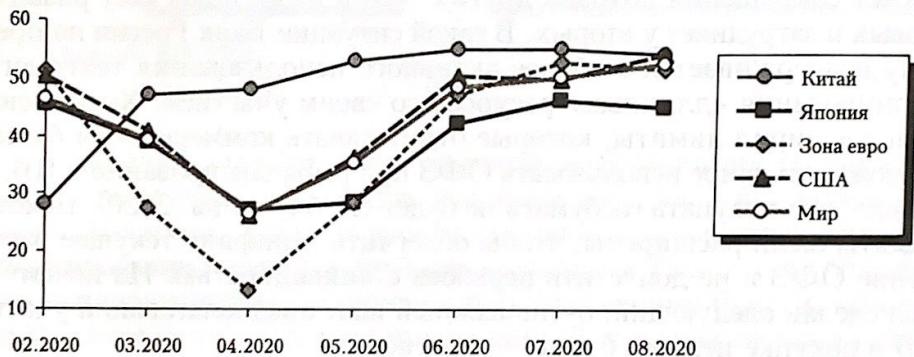
**Антикризисные инструменты в странах с развивающимся рынком  
(доля стран, использующих указанные меры, в %)**



Источник: IMF, 2020b.

Рис. 6

**Индекс деловой активности PMI (компонент новые заказы)**



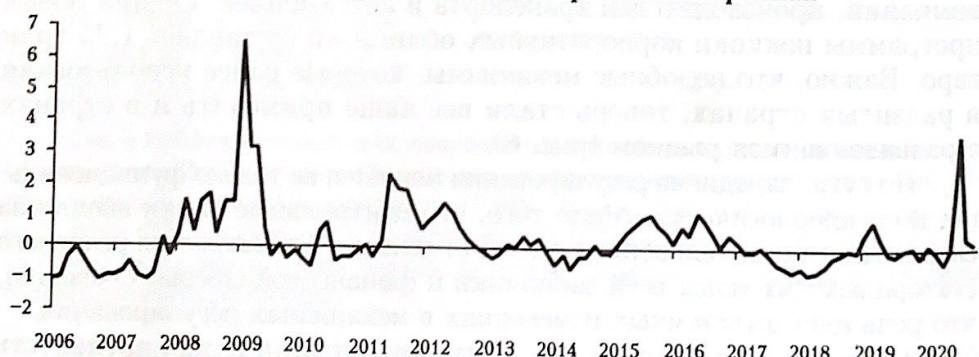
Источник: ОЭСР.

Рис. 7

Условия на глобальных финансовых рынках улучшились вследствие роста цен акций, уменьшения волатильности, а также снижения процентных ставок (рис. 8).

Ликвидность, поступившая в экономику, способствует росту котировок на фондовых рынках. Рост индексов при снижении прибы-

**Индекс условий на глобальных финансовых рынках\***



\* Разница со средним уровнем 1995 г. (ст. откл.).

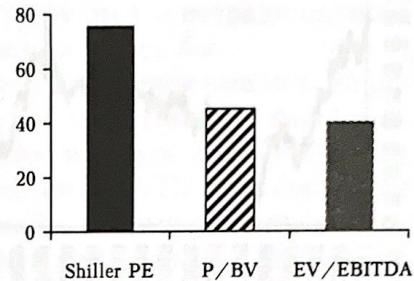
Источник: Bank of England.

Рис. 8

ли компаний повышает риски для стабильности финансовой системы. Рынок перегрет по многим показателям относительно средних исторических значений (рис. 9).

Банки готовятся к возможному повышению объемов просроченной задолженности и росту числа дефолтов. В США во II кв. 2020 г. отмечался максимальный объем дефолтов по облигациям с высокой доходностью с 2009 г. (рис. 10). На компании энергетического сектора и телекома пришлось 70% объема дефолтов. Крупнейшие американские банки, опасаясь роста невозвратов по кредитам, во II кв. 2020 г. направили в свои резервы почти 30 млрд долл., что привело к сокращению их прибыли.

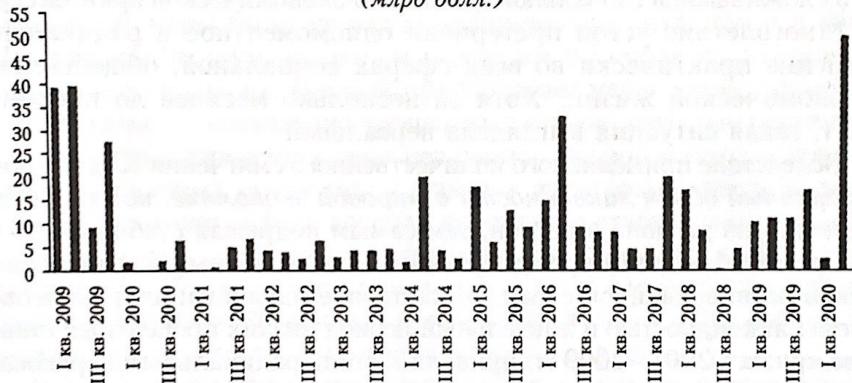
**Индекс S&P500, июль 2020 г.  
(% превышения средних  
значений)**



Источники: S&P, Bloomberg.

Рис. 9

**США: объем дефолтов по высокодоходным облигациям  
(млрд долл.)**



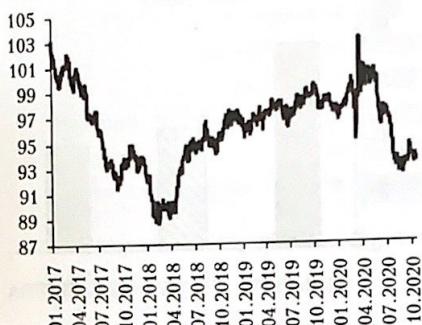
Источники: Fitch; Forbes.

Рис. 10

Острота экономической и политической ситуации становится причиной обесценения доллара, курс которого находится на минимальных уровнях за последние два года (рис. 11). При этом цена золота достигла новых максимальных значений, впервые превысив 2000 долл./тр. унц.; рост с начала года достигал 30%, что делает золото самым доходным инструментом в текущем году. При этом объем облигаций с отрицательной доходностью растет и к середине 2020 г. превысил 14,5 трлн долл. (максимальный объем облигаций с отрицательной доходностью 17 трлн долл. был достигнут в середине 2019 г.) (рис. 12).

Стремительное распространение кризисных явлений, вызванных пандемией коронавируса в начале 2020 г., выявило реальный уровень взаимозависимости стран. Если она была вполне логична в условиях интеграционных процессов, то в чрезвычайной ситуации, требующей автономности функционирования и ограничений взаимодействия, она

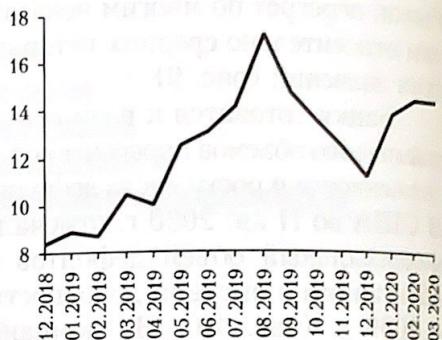
Индекс доллара  
(на начало месяца)



Источник: Thomson Reuters.

Рис. 11

Объем облигаций с отрицательной доходностью (трлн долл.)



Источник: S&P.

Рис. 12

показала свою слабость, так как многие страны не способны функционировать, ограничивая контакты с внешним миром и обеспечивая развитие на собственной основе. Пандемия продемонстрировала высокую хрупкость сложившейся глобальной социально-экономической архитектуры.

Многолетние устои претерпели одномоментное и радикальное изменение практически во всех сферах социальной, общественной и экономической жизни. Хотя за несколько месяцев до пандемии 2020 г. такая ситуация выглядела нереальной.

Вследствие применяемого количественного смягчения создан *новый масштабный объем ликвидности в мировой экономике*, которая будет перетекать из региона в регион, тем самым подрывая стабильность на рынках. Особенно это чревато рисками для валютных и финансовых рынков развивающихся стран. Масштабное накачивание финансовой системы ликвидностью и длительный период низких процентных ставок после кризиса 2007–2009 гг. привели к столь радикальным перекосам, что рынки потеряли способность адекватно реагировать даже на изменение традиционных инструментов воздействия. Нередко реакция рынка не соответствует традиционным ожиданиям. В частности:

- на фондовых рынках наблюдался рекордный рост при низких темпах роста экономики, а также при резком росте безработицы;
- при добавлении масштабной ликвидности в экономику ставки остаются низкими или даже отрицательными, а инвестиции не растут, что подрывает будущий рост экономики;
- при масштабном вливании ликвидности в экономику, что должно было бы иметь инфляционный эффект, цены практически не растут;
- увеличение ликвидности на протяжении многих лет не приводило к обесценению доллара;
- даже по высокорискованным бумагам доходность периодически становится отрицательной.

В кризисных условиях появляются новые несоответствия. Так, впервые в истории на рынках устанавливались отрицательные цены на нефтяные фьючерсы. Подобные перекосы нарушили нормальное взаимодействие между экономическими процессами и, по сути, при-

обрели в значительной степени системный характер. Это означает, что экономическая система принципиально деформировалась, и отмечающиеся аномалии выступают следствием этой деформации. Очевидно, что в таких нетрадиционных условиях требуются и нетрадиционные подходы, которые раньше даже не рассматривались бы.

Сейчас еще больше усиливается искаженность информации, на основании которой инвесторы оценивают уровень рисков. На фондовых рынках продолжится надувание «пузырей», и вопрос лишь в том, как долго это может продолжаться. Очевидно, что COVID-2019 послужил спусковым крючком кризисных тенденций, которые формировались вследствие перегрева финансовых рынков и дисбалансов в глобальной экономике последние 10 лет после глобального финансового кризиса 2007–2009 гг. Именно масштабные «пузыри» на фондовых рынках, которые росли гораздо быстрее ВВП, привели к существенным и резким обвалам на рынках, которые за полтора месяца (февраль–март) потеряли четверть своей стоимости.

После спада фондовые рынки продолжили рост и устойчиво бьют новые рекорды, что прежде всего стало результатом масштабного влияния ликвидности в последние годы. Возникает вопрос, как не допустить масштабного провала рынка в будущем. В принципе, соответствующие меры были не раз апробированы в прошлом и в общем виде сводятся к двум основным подходам в случае формирования «финансового пузыря». Первый предполагает меры, тормозящие рост цен на активы, — повышение процентных ставок, введение регулирующих мер, ограничивающих перегрев рынка. Второй подход основан на более радикальных решениях: «пузырю» дают возможность лопнуть, а затем используется весь арсенал средств по стабилизации положения — на рынок вбрасывается ликвидность, снижаются процентные ставки и т. д. То же самое происходит и в случае непредсказуемого падения котировок. Фондовые кризисы последних десятилетий, как правило, преодолевались на основе второго подхода.

В настоящее время регуляторы могут попытаться использовать технологию «ступенчатого схлопывания», когда происходит череда локальных и менее глубоких падений, при этом общее движение на фондовых рынках будет нисходящим. Однако объем ликвидности столь значителен, что в целом растущий тренд продолжается.

Еще одна важная системная тенденция последнего времени — изменение основ взаимодействия бизнеса и регуляторов. Следствием текущих масштабных мер поддержки правительства и регуляторов будет также *повышение уровня государствования экономик*. Причем этого нельзя исключать даже в ведущих развитых странах с преобладанием рыночных подходов, где во главу угла ставятся принципы свободного рынка. Представляется, что при нынешнем кризисе такие меры будут более востребованными и длительными, чем в период последнего глобального кризиса 2007–2009 гг., после которого этот процесс был быстро свернут. Государства будут не только играть важную роль в текущей поддержке экономики, но и при помощи масштабных инвестиционных проектов стимулировать спрос для увеличения экономической активности в более долгосрочном периоде.

В результате вероятен рост доли государства в экономике, в том числе путем последующей национализации частных компаний (если у них не будет возможности погасить накопившиеся долги). Как следствие, мировая экономика становится *все менее рыночной и все менее частной*. По-видимому, эта тенденция сохранится и в будущем.

Новым вызовом современности выступают технологии, которые привели к созданию цифровых валют. Центральные банки большинства ведущих стран уделяют большое внимание изучению возможностей цифровых валют, так как широкое применение криптовалют частного сектора может привести к ограничению роли ЦБ при проведении денежно-кредитной политики и в конечном счете — к существенному переформатированию финансового сектора. О таких возможностях на официальном уровне впервые заговорили в сентябре 2019 г. Тогда глава Банка Англии М. Карни отметил, что использование ведущих синтетических валют (либра и др.) снизит роль доллара и связанные с ним риски в мировой финансовой системе. В результате это может расширить возможности международной торговли и в целом даже ослабить влияние США на мировой финансовый цикл (Carney, 2019). Очевидно естественное желание архитекторов таких подходов оставить в прошлом все накопившиеся риски традиционных валют (доллара, фунта стерлингов и др.) и начать работу с чистого листа. При этом, если новые инструменты будут полностью контролироваться самими ЦБ, процесс может стать более управляемым.

Криптовалюты могут выступить новым стабилизатором мировой финансовой системы, оттянув на себя излишние ресурсы, которые скопились в ней. Это может привести к серьезному перераспределению активов и контроля над различными сегментами рынка в поиске новых «якорей стабильности» в мировой финансовой системе<sup>2</sup>.

Как следствие, повышается актуальность создания цифровых валют центральных банков. Отдельные страны уже начали внедрять их pilotные проекты (например, Китай запустил проект в четырех городах). В ЕС рассматривается запуск цифрового евро, но вопрос еще не решен. ФРС заявила, что не будет торопиться с внедрением цифровой валюты и продолжит изучать все аспекты такого нововведения. Определенную активность начал проявлять в этом направлении и Банк России. Возможным конкурентом валюте США может выступить совместный проект сторон, заинтересованных в снижении монопольного положения одной валюты, например, совместная криптовалюта России и Китая, привязанная к золоту.

### Россия: экономика в условиях пандемии

Пандемия коронавируса и меры по ее ограничению вызвали негативные явления и в российской экономике — снизились ВВП и внутренний спрос, выросла безработица. Отрицательно влияют также низ-

<sup>2</sup> Поэтому все чаще ведется анализ в том числе товарных групп с устойчивым профилем ценовой динамики, коррелирующей с золотом (например, см.: Гельвановский и др., 2016).

кие цены на нефть. При этом спад экономики в 2020 г. прогнозируется меньше, чем во многих странах, так как на российской экономике не столь сильно сказываются глобальные перебои вследствие пандемии, что связано с относительно ограниченным участием РФ в глобальных производственно-сбытовых цепочках (рис. 13).

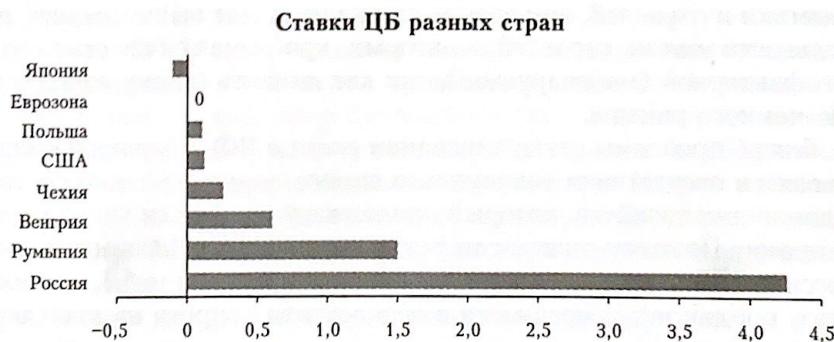


Источник: ОЭСР.

Рис. 13

В текущий кризис меры поддержки, анонсированные в РФ, составляют около 5% ВВП. Это вновь существенно меньше, чем в ведущих странах, где объем поддержки уже достигает 10–50% ВВП и продолжает расширяться. По прогнозам МВФ, в 2020 г. в России спад ВВП составит −4,1%, тогда как снижение в США, Германии, Франции и Японии достигнет от −4 до −9%. Банк России в 2020 г. вслед за другими ЦБ снизил ключевую ставку. Снижение происходило постепенно, и к концу сентября ключевая ставка достигла 4,25%. Но ее уровень все еще выше, чем в других странах (рис. 14).

Валютный рынок в ответ на понижение ставки отреагировал удешевлением рубля (по крайней мере, на некоторое время). Однако, не-



Источники: центральные банки соответствующих стран.

Рис. 14

### Вставка

Привлекает внимание, что в кризис 2007–2009 гг. меры поддержки в России были существенно меньше, чем в других странах (рис. А1), что в итоге привело к более масштабному спаду российского ВВП (рис. А2).

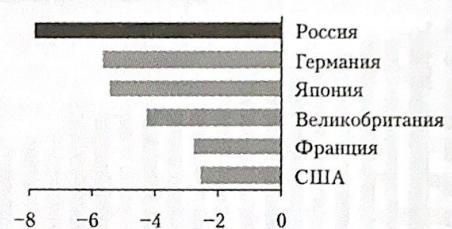
**Объем поддержки в кризис, 2007–2009 гг. (в % ВВП)**



Источник: МВФ.

Rис. А1

**Сокращение реального ВВП в 2009 г. (в %)**



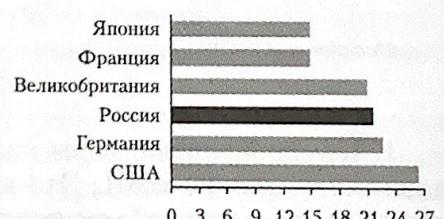
Источник: МВФ.

Rис. А2

Однако в посткризисный период рост экономики РФ вышел на траекторию, сопоставимую с большинством развитых стран (рис. А3). Конечно, этому помогли и растущие цены на нефть, но мы вправе предположить, что если бы поддержка экономики была больше, то и рост экономики был бы еще выше.

Напрашиваются некоторые предположения. Первое касается развитых стран. Их проблемы, похоже, были очень серьезными, если даже при значительно больших мерах поддержки рост их экономик был таким скромным. И второе. Коль скоро мы видели гораздо меньше средств, а рост экономики РФ за период 2010–2019 гг. выглядит ненамного хуже ведущих стран, это, вероятно, говорит о том, что у российской экономики имеются неплохой запас прочности и потенциал для роста.

**Рост реального ВВП, 2010–2019 гг. (в %)**



Источники: МВФ.

Rис. А3

смотря на то что уровень ставки приблизился к уровню рентабельности экономики и отраслей, во-первых, ставка пока еще выше средней рентабельности многих отраслей; во-вторых, проблема сейчас стала более многофакторной (многоярусной), так как снизить ставку желательно было намного раньше.

Теперь проблемы стимулирования роста в РФ в большой степени тормозятся отсутствием совокупного спроса — и у частного сектора, и у домашних хозяйств, который продолжает снижаться уже длительное время. Поэтому даже если есть деньги на счетах предприятий в российских банках (а они есть — в объеме 30 трлн руб.), они их не тратят, так как нет уверенности в перспективах спроса на производимую продукцию.

Структурный профицит ликвидности, который наблюдается в банковской системе с 2017 г., несколько сократился в 2020 г. Однако Банк

России ожидает его сохранения, и к концу 2023 г. он прогнозируется в объеме 1 трлн руб., что еще раз подтверждает плохую работу механизмов трансмиссии.

Только рычагами денежно-кредитной политики проблему стимулирования экономического роста уже не решить. Восстановление спроса требует целенаправленных, последовательных шагов по разным направлениям. Поэтому в нынешних условиях требуются более широкие подходы с координацией действий и более активным участием различных экономических ведомств.

Действительно, доходы компаний и внутренний спрос всегда были важнейшими драйверами экономического роста. В условиях сокращения внешнего спроса и низких цен на нефть значимость этих факторов еще больше повышается. Особенность текущей ситуации в том, что сокращение экономической активности наблюдается повсеместно. В итоге снижаются как спрос/потребление, так и предложение/производство. При этом необходима эффективная господдержка экономики, но по ее масштабам Россия пока существенно отстает от ведущих стран.

Для экономического роста требуются инвестиции, для чего необходимы «длинные» деньги. Это особенно важно при выходе из кризиса. Однако, несмотря на остроту проблемы, Банк России в проекте Основных направлений денежно-кредитной политики на 2021–2023 гг. (далее — Проект) не обозначает механизмов формирования «длинных» денег и скромно умалчивает о своей роли в этом процессе (Банк России, 2020).

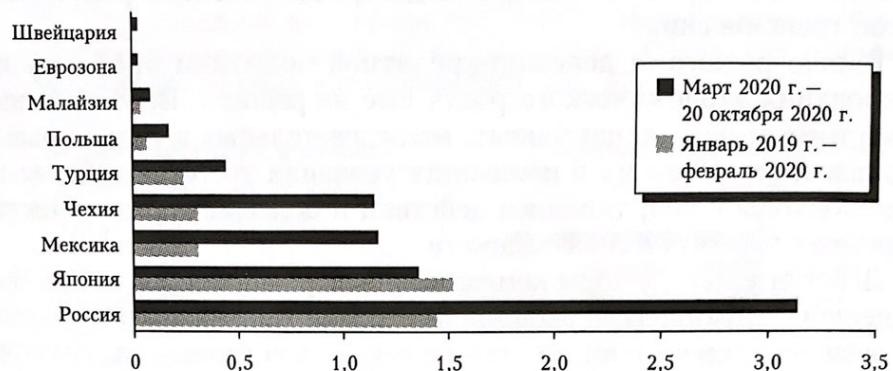
Отметим, что ЕЦБ при выходе из ипотечного кризиса ввел механизмы трехлетнего рефинансирования (LTRO), и только за несколько месяцев через этот механизм предоставил своим банкам объем ресурсов, который был сопоставим с выручкой, поступившей в РФ от экспорта сырой нефти за 10 лет (!). Механизмы «длинного» рефинансирования там применяют и сейчас.

Банк России в своем Проекте подчеркивает важность устойчивости рубля. «Защита и обеспечение устойчивости рубля являются одной из основных функций Банка России», — указывается в нем и говорится, что это обеспечивается «посредством поддержания ценовой стабильности». В теории, наверное, так. Но на деле инфляция с 2017 г. находится на уровнях, близких к 4%, а курс рубля остается волатильным. Причем волатильность выросла сильнее, чем у многих валют (рис. 15). Между тем стабильный рубль сдерживает инфляцию, повышает доверие к рублю и к проводимой политике в целом.

На спрос — как потребительский, так и инвестиционный — влияет курс рубля. С начала года он обесценился на 20% и входит в группу наиболее подешевевших валют в мире. К проблеме второй волны коронавируса добавились и политические факторы — выборы президента в США, ситуация в Белоруссии, возросшая напряженность между Арменией и Азербайджаном.

Обесценение рубля вносит свой вклад в инфляцию и в итоге будет фактором сокращения доходов и спроса. Кроме того, волатильность курса, как и обесценение рубля, сильно мешает бизнесу. Причем об этом говорили опросы бизнеса, проведенные РСПП еще

**Волатильность рубля и других валют  
до и в период пандемии**



Источник: рассчитано автором по данным Thomson Reuters.

Рис. 15

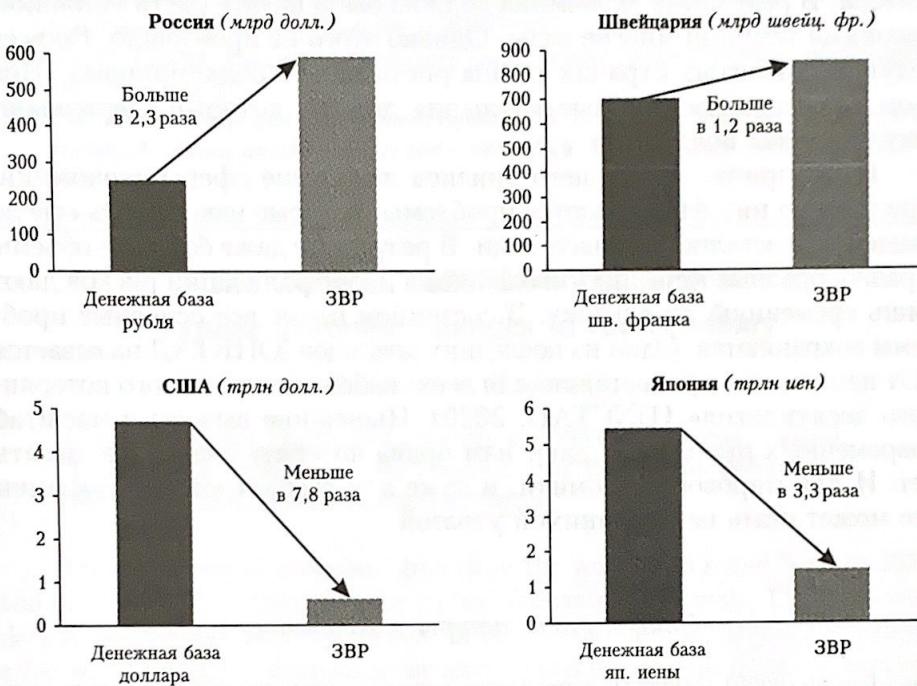
в 2015 г. Об этом же говорят опросы крупного бизнеса, проведенные Deloitte уже в марте 2020 г.: наибольшее опасение у его представителей вызывают дальнейшее ослабление рубля (80% ответов), далее следовали снижение доходов (78%) и сокращение внутреннего спроса (78%) (Делойт, 2020).

Определенное понижающее давление на курс может оказать отмена репатриации валютной выручки. Разумная либерализация валютного регулирования, конечно, важна, однако отмена репатриации валютной выручки хотя и будет проходить поэтапно, тем не менее может быть сопряжена с сокращением темпов прироста ЗВР и снижением глубины валютного рынка. Приток валюты на внутренний рынок уменьшится, повышая волатильность курса. Но есть возможности компенсировать такое сокращение, в частности снизив вложения части средств ЗВР в казначейские или иные иностранные облигации или другие инструменты и переведя их в наличную валюту. Необходимо четко транслировать участникам рынка, что ЦБ располагает всеми инструментами и возможностями для сохранения стабильности и повышения доверия к российскому рынку и готов в случае необходимости использовать необходимые рычаги.

Важно, что сейчас обеспеченность рубля одна из самых высоких в мире (рис. 16). Международные резервы России сегодня в 2,5 раза превышают денежную базу рубля. Теоретически это означает, что вся денежная база может быть стерилизована более чем два раза. На практике это свидетельствует о том, что регулятор может стабилизировать курс и удерживать его на любом необходимом для экономики уровне, минимизируя его волатильность. Причем резервы могут и не потребоваться. Регулятору достаточно лишь намекнуть рынку, что он готов при необходимости нормализовать процесс, чтобы сделать его более комфортным для развития экономики.

У страны имеются масштабные золотовалютные резервы (560 млрд долл.), низкий государственный долг (12% ВВП). Сохраняются относительно высокие процентные ставки, уровень которых значительно выше, чем у стран-конкурентов (у нас 4,25%, а у многих стран —

**Золотовалютные резервы и денежная база валют, 2020 г.**



Источник: по данным центральных банков.

Rис. 16

либо отрицательные, либо в пределах 1%). Это позволяет значительно снизить ставки в РФ, что будет положительно влиять на экономику.

Расширение мер поддержки, очевидно, повысит расходы бюджета. Но и здесь есть немалые резервы. Правильно, что мы перешли от профицита бюджета к его дефициту, что в условиях кризиса вполне оправданно. Многие страны активно используют дефицит бюджета как механизм поддержки своей экономики многие годы. Накопленные ЗВР и небольшой госдолг позволили Fitch поставить РФ на первое место (среди таких стран как Бразилия, Индия, ЮАР, С. Аравия, Чили и пр.) по возможностям поддержки экономики со стороны monetарной и бюджетной политики.

\* \* \*

Вторая волна коронавируса осенью 2020 г. становится все более ощутимой во многих странах. Это еще больше повышает уровень неопределенности и рисков в мировой экономике. Сейчас очень важна слаженная политика регуляторов и правительства, которая позволила бы российской экономике успешно выйти из сложившегося кризиса и перейти к более высоким и устойчивым темпам роста, чем до кризиса.

Для решения проблем, возникших в ходе глобального финансового кризиса 2008–2009 гг., регуляторы ведущих стран приняли беспреце-

дентные по масштабам и инструментам меры поддержки финансового сектора. В результате экономика должна была начать расти устойчиво высокими темпами многие годы. Однако этого не произошло. Во всех ведущих развитых странах темпы роста ниже среднемировых. При этом надулись масштабные «пузыри» долгов, которые сдерживают текущие меры поддержки.

Первопричины текущего кризиса лежат вне сферы экономики. При этом на них наслаждаются проблемы, которые накопились еще до пандемии и остались нерешенными. В результате даже большие объемы и разнообразные меры противодействия и нейтрализации рисков дают лишь временную передышку. В системном плане все основные проблемы сохраняются. Один из последних докладов ЮНКТАД называется «От пандемии к процветанию для всех: избежать еще одного потерянного десятилетия» (UNCTAD, 2020). Нынешние вызовы и масштаб современных проблем не дают нам права потерять очередные десять лет. И для мировой экономики, и даже для глобальной цивилизации это может стать невосполнимой утратой.

### Список литературы / References

- Банк России (2020). Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2021 г. и период 2022 и 2023 гг. [Bank of Russia (2020). *Monetary policy guidelines for 2021–2023. Moscow.*]
- Гельвановский М. И., Минченков М. А., Водянова В. В. (2016). Механизм расширения золотовалютной базы как основной механизм построения инвестиционного генератора развития // Стратегическое антикризисное управление: глобальные вызовы и роль государства. Сборник VI Международной научно-практической конференции. М.: Перо. С. 38–45. [Gelvanovskiy M. I., Minchenkov M. A., Vodyanova V. V. (2016). Mechanism of expanding international reserves as a main mechanism of investment generator of development. In: Strategic anti-crisis management: Global challenges and the role of the state. Proceedings of VI scientific and practical conference. Moscow: Pero, pp. 38–45. (In Russian).]
- Делойт (2020). Опрос финансовых директоров ведущих компаний России: Первое полугодие 2020 г. Исследовательский центр компаний «Делойт» в СНГ. [Deloitte (2020). *Survey of CFOs of leading Russian companies: First half of 2020. Research Center of Deloitte CIS.* (In Russian).]
- Набиуллина Э. С. (2020). Заявление Председателя Банка России по итогам заседания Совета директоров 23 октября. [Nabiullina E. S. (2020). *Statement by the Chairman of the Bank of Russia following the meeting of the Board of Directors on October 23.* (In Russian).] <https://www.cbr.ru/press/event/?id=8220>
- Baker S. R., Bloom N., Davis S. J., Terry S. J. (2020). COVID-induced economic uncertainty. *NBER Working Paper*, No. 26983. <https://doi.org/10.3386/w26983>
- BIS (2020). *Annual economic report.* Basel, June.
- Carney M. (2019). *Speech: The growing challenges for monetary policy in the current international monetary and financial system.* Jackson Hole Symposium, August 23.
- Draghi M. (2019). Hearing at the Committee on Economic and Monetary Affairs of the European Parliament. *Introductory statement at the ECON committee of the European Parliament.* Brussels, September 23.
- IMF (2020a). *Global financial stability report: Markets in the time of COVID-19.* Washington, DC: International Monetary Fund.
- IMF (2020b). *Global financial stability report: Bridge to recovery.* Washington, DC: International Monetary Fund.

- Kissinger H. A. (2020). The coronavirus pandemic will forever alter the world order. *Wall Street Journal*, April 3. <https://www.wsj.com/articles/the-coronavirus-pandemic-will-forever-alter-the-world-order-11585953005>
- Powell J. H. (2020). *Semiannual monetary policy report to the Congress*. Washington, DC, February 11.
- UNCTAD (2020). *Trade and development report 2020. From global pandemic to prosperity for all: Avoiding another lost decade*. New York: United Nations Publications.

---

## The world in 2020: New challenges expose systemic changes in the economy

Mikhail V. Ershov<sup>1,2</sup>

*Author affiliation:* <sup>1</sup> Institute for Energy and Finance (Moscow, Russia);

<sup>2</sup> Financial University under the Government of the Russian Federation  
(Moscow, Russia). Email: lupandina@fief.ru

The slowdown in economic growth in the world was noted back in 2019, and in early 2020 it intensified due to the coronavirus pandemic. The large-scale decline in economic activity because of the closure of many leading economies affected all countries, disrupting the usual way of life and business mechanisms. Regulators and governments were forced to urgently implement a wide range of support measures. At the same time, the root causes of the current crisis lie outside the economic or financial sphere, which makes it different from the previous ones. Uncertainty is complemented by the fact that the traditional relations in the economy and in society are fundamentally changing. The established global supply chains are disrupted, the nature of labor relations is beginning to change, and the remote access regime is increasingly practiced. Economies are losing the ability to function as self-sufficient systems and require more and more support measures. As of the end of 2020, the likelihood of a second wave of the pandemic is quite high, while its duration and scale are still unclear; the prospects for further development of the world economy are becoming more and more uncertain, and the scale and mechanisms of stabilization of the situation are becoming more diverse and non-standard.

*Keywords:* crisis, pandemic, support measures, monetary policy, central bank, government bonds, economic growth.

*JEL:* E52, E58, G15.