

Вопросы ЭКОНОМИКИTM

www.vopreco.ru

В НОМЕРЕ :

Мир 2021: сохраняется острота
пандемических и экономических проблем

Структурная трансформация:
опыт стран-экспортеров

Рынок труда в период пандемии
и субъективное благополучие россиян

12

2 0 2 1

ВСЕРОССИЙСКОЕ ЭКОНОМИЧЕСКОЕ ИЗДАНИЕ

Вопросы ЭКОНОМИКИTM

ОРДЕНА ТРУДОВОГО КРАСНОГО ЗНАМЕНИ
ЕЖЕМЕСЯЧНЫЙ ЖУРНАЛ
ВЫХОДИТ С 1929 г.

декабрь 12 2021

Редакционная коллегия

О. И. Ананьин, Р. С. Гринберг, Н. И. Иванова, А. Я. Котковский (исполняющий обязанности главного редактора), **Я. И. Кузьминов, В. А. Мау, А. Д. Некипелов, Р. М. Нуреев, Г. Х. Попов, С. Н. Попов** (ответственный секретарь), **Вад. В. Радаев, А. Я. Рубинштейн, Е. Г. Ясин**

Х. Канамори (Япония), **Гж. Колодко** (Польша), **Л. Конг** (Китай), **Л. Чаба** (Венгрия),
М. Эллман (Нидерланды), **М. Эмерсон** (Великобритания)

МОСКВА

МЕЖДУНАРОДНАЯ ЭКОНОМИКА

М. В. Ершов — Мир 2021: сохраняется острота пандемических и экономических проблем	5
Н. В. Смородинская, Д. Д. Катуков — Распределенное производство в условиях шока пандемии: уязвимость, резильентность и новый этап глобализации	21
А. А. Гнидченко — Траектории структурной трансформации: опыт успешных стран-экспортеров	48

РЫНОК ТРУДА

С. П. Земцов, Ю. В. Царева, Д. Р. Салимова, В. А. Барина — Занятость в малом и среднем бизнесе в России: в поисках факторов роста ...	66
Д. П. Колесник, А. А. Пестова, А. Г. Дони — Что (же) делать с занятостью женщин с детьми в России? Роль дошкольных образовательных учреждений	94
Г. А. Мунусова — Работа дома и вне: условия труда и внерабочее время	118
Н. Э. Соболева, Б. О. Соколов — Изменение статуса на рынке труда в период пандемии COVID-19 и субъективное благополучие россиян	139

Содержание журнала «Вопросы экономики» за 2021 год	154
Льготная подписка на журнал «Вопросы экономики»	160



МЕЖДУНАРОДНАЯ ЭКОНОМИКА

Мир 2021: сохраняется острота пандемических и экономических проблем

М. В. Ершов^{1,2}

¹ *Институт энергетики и финансов (Москва, Россия);*

² *Финансовый университет при Правительстве РФ (Москва, Россия)*

Мировая экономика продолжает расти, правда, в основном за счет масштабных мер поддержки со стороны государств и регуляторов. Более того, последние не уверены в перспективах такого развития, поскольку экономики не демонстрируют потенциал самостоятельного роста. В результате для его стимулирования регуляторы вынуждены расширять набор инструментов, механизмов, подходов, иначе повышаются риски для стабильности мировой финансово-экономической системы. Все это происходит на фоне отрицательных ставок, которые стали фактически повсеместными и сохраняются длительное время. На фондовых рынках устанавливаются новые рекорды роста, усиливается их отрыв от реальной экономики. Некоторые сектора начинают доминировать, формируя перекосы и пузыри на рынках. В таких условиях повышается значение цифровых денег, экосистем и др. При этом чем быстрее и эффективнее регуляторы смогут встроиться в эти форматы, тем более успешными будут бизнес, население и экономика в целом.

Ключевые слова: пандемия, финансовый рынок, центральные банки, денежно-кредитная политика, фискальная политика.

JEL: E52, E58, F01, G15.

Рекорды роста экономики не дают оснований для спокойствия

В 2021 г., после очередной волны пандемии COVID-19, рост мировой экономики, по оценкам ЮНКТАД, составит 5,3% — самый высокий показатель за почти полвека. В то же время международ-

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

ные организации подчеркивают, что сохранение денежно-кредитной и фискальной поддержки остается ключевым фактором восстановления экономик (IMF, 2021a; UCTAD, 2021a). Здесь сразу возникает ряд вопросов. Действительно ли ситуация в мире так сложна, что потребовались столь беспрецедентные и масштабные меры поддержки для обеспечения роста экономики? Как относиться к тому, что регуляторы все больше осознают необходимость нормализовать ситуацию и свернуть соответствующие программы? Значит, сохраняется надежда, что мировая экономика еще не окончательно утратила внутренние источники развития и способна расти без поддержки извне?

На фондовых рынках фиксируются очередные рекорды роста. Ранее мы писали о самом быстром и глубоком падении в феврале—марте 2020 г. (Ершов, 2020). В 2021 г. были поставлены уже рекорды роста и скорости восстановления. В августе 2021 г. значение индекса S&P 500 удвоилось после провала в марте 2020 г., то есть за полтора года он сумел восстановиться и даже вырасти в два раза (рис. 1–3). Это свидетельствует о крайней неустойчивости ситуации и нервозности инвесторов, регуляторов и рынка в целом.



Источник: BofA Global Research.

Рис. 1



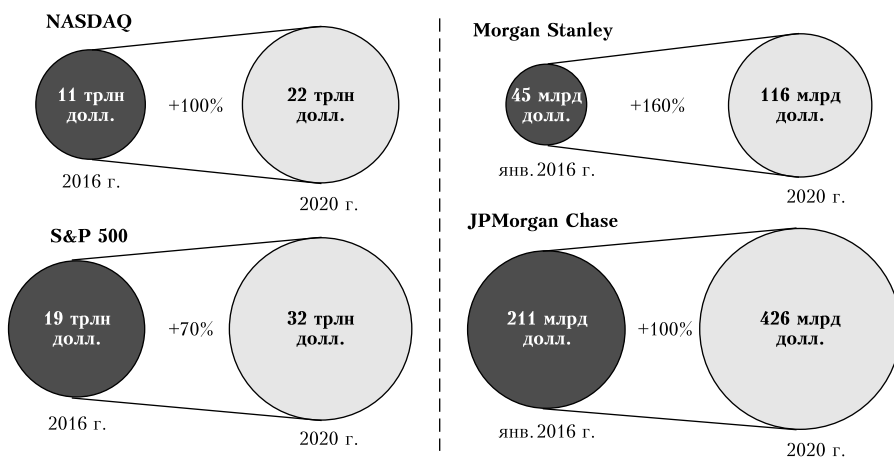
Источник: Eikon.

Рис. 2

Росту на фондовых рынках во многом способствовали низкие процентные ставки и большой объем дополнительной ликвидности, которая ищет применения. Свой вклад вносят вновь разрешенные в США операции по выкупу собственных акций (buy backs). Один из факторов роста и в мире, и в России — расширение участия населения на рынках.

ИТ-компании относятся к числу наиболее активно растущих, стоимость многих из них уже превышает ВВП ряда стран (рис. 4). Таким образом, среди структурных факторов роста глобальной экономики все большую роль начинает играть ИТ-профиль, причем пандемия лишь усилила эту тенденцию. Кроме того, указанные компании существенно переоценены, и важно не допустить перегрева на рынках, как в кризис доткомов в 2001 г.

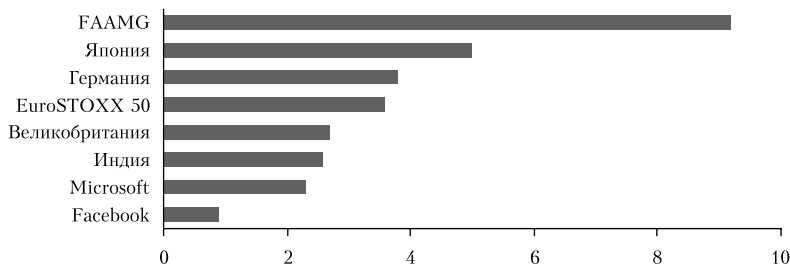
США: новые рекорды на фондовых рынках (капитализация индексов и ряда компаний)



Источник: Eikon.

Рис. 3

Капитализация крупнейших IT-компаний* и ВВП ряда стран, 2020—2021 гг. (трлн долл.)



* FAAMG — Facebook (теперь — Meta), Apple, Amazon, Microsoft, Google.

Источники: OECD; Yahoo Finance.

Рис. 4

Как известно, чем больше пузыри, тем выше риски их схлопывания и масштабного падения. В глобальный финансовый кризис 2007—2009 гг. капитализация крупнейших американских банков сократилась многократно (например, Citigroup — в 30 раз, Bank of America — в 7 раз).

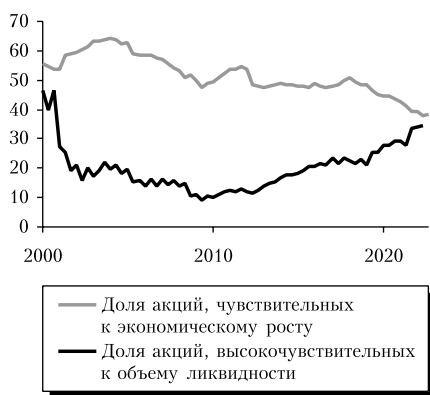
В ходе текущего кризиса ликвидность в меньшей степени направлялась в банковский сектор, в отличие от прошлого кризиса, а в большей мере шла на прямые выплаты и финансирование различных механизмов поддержки реального сектора. Это во многом обусловило переток средств на фондовый рынок, что способствовало его росту и позволило уменьшить инфляционный риск, поскольку деньги в итоге не попали в потребительский сектор.

Несколько иная ситуация наблюдалась в период глобального финансового кризиса 2007—2009 гг. Тогда банки разместили полученные от ФРС средства на своих счетах в ней, фактически «самостерилизо-

вав» их. Такие меры препятствовали поступлению эмитируемых долларов в реальную экономику и тормозили действие мультипликатора, превращающего денежную базу в соответствующий агрегат денежной массы (в октябре 2008 г. ФРС установила платежи по средствам, размещенным у нее в соответствии с резервными требованиями). Это блокировало возможный рост инфляции. В ходе текущего кризиса банки не так активно размещали резервные средства в ФРС. (С августа 2020 г. информацию об их резервах в ФРС перестали публиковать.)

Интересно, что на котировки акций в последнее время все меньше влияния оказывает экономическая динамика и, напротив, все больше — вливаемая ликвидность (рис. 5). В результате повышается системная неустойчивость мировой экономики. В то же время это позволяет регуляторам концентрировать в своих руках возможности оперативно воздействовать на характер развития фондовых рынков, что подтверждает корреляция между растущим балансом ФРС и котировками акций (рис. 6). Происходящие изменения осознают и участники рынка, вероятно, понимая некую безальтернативность будущих экономических подходов, что внушает им неоправданный оптимизм и побуждает еще больше вкладываться в рост акций.

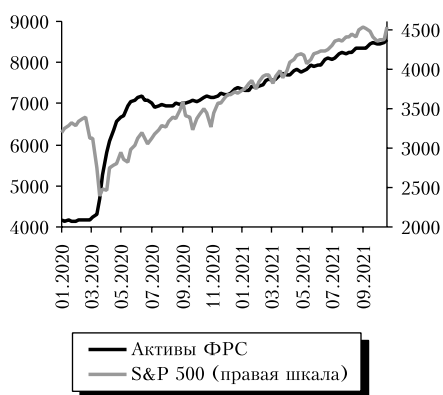
США: доля акций, чувствительных к экономическому росту и объему ликвидности (в %)



Источник: Bridgewater.

Рис. 5

Баланс ФРС США (млрд долл.) и индекс S&P 500

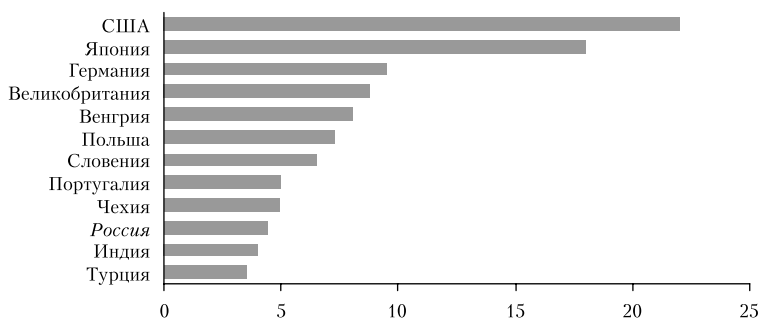


Источники: ФРС США; Eikon.

Рис. 6

В то же время отметим, что из-за масштабного увеличения ликвидности в мире уровень цен повысился больше, чем ожидалось. Вместе с тем сложились условия для роста экономики в целом (это связано в том числе с эффектом низкой базы 2020 г.). Поддержка национальных экономик обеспечивалась совместными и беспрецедентными мерами фискальной и денежно-кредитной политики. Международные организации подчеркивают положительную роль государственных расходов в сложившейся ситуации. В 2020 г. на поддержку экономики было израсходовано 15,8% мирового ВВП (рис. 7) — «самые большие фискальные расходы после Второй мировой войны» (UNCTAD, 2021b).

Объем фискальной поддержки в ряде стран, 2020 г. (в % ВВП)



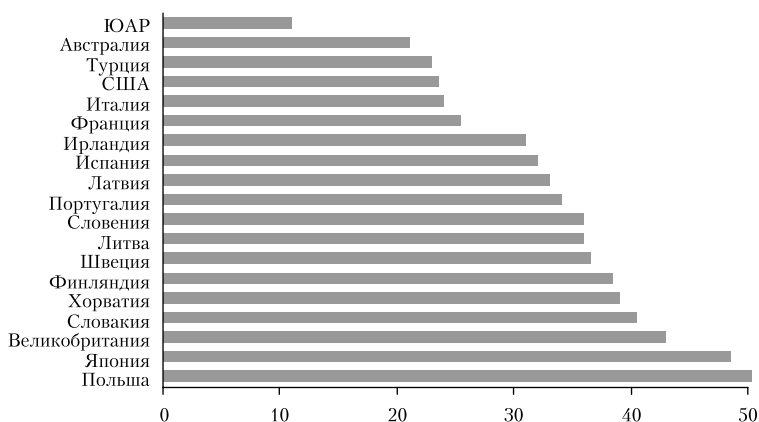
Источники: МВФ; ОЭСР; Всемирный банк.

Рис. 7

Глава ЕЦБ К. Лагард неоднократно отмечала важность как фискальных, так и денежно-кредитных механизмов для поддержки экономики. «Представьте себе больного, который вышел из глубокого кризиса, но по-прежнему на двух костылях. Он не может обходиться без хотя бы одного костыля, так как один из них — это фискальные меры, а другой — денежно-кредитные» (перевод мой. — М. Е.)¹.

Роль центральных банков (ЦБ) в финансировании таких расходов также существенно возросла. В отдельных странах ЦБ покупали большую часть выпущенных ими госбумаг в 2020 г. В Японии этот показатель достигал 70%, а в США приблизился к 60%. Если такая практика была раньше характерна только для развитых стран, то в 2020 г. ее взяли на вооружение и другие государства — например Хорватия, ЮАР, Турция, Польша и др. (рис. 8). По оценкам ООН, ЦБ как кредиторы

Доля национальных гособлигаций у национальных центральных банков, 2020–2021 гг. (в %)



Источник: OECD, 2021.

Рис. 8

¹ <https://www.theglobeandmail.com/business/international-business/european-business/article-euro-zone-economy-still-on-crutches-of-monetary-and-fiscal-stimulus/>

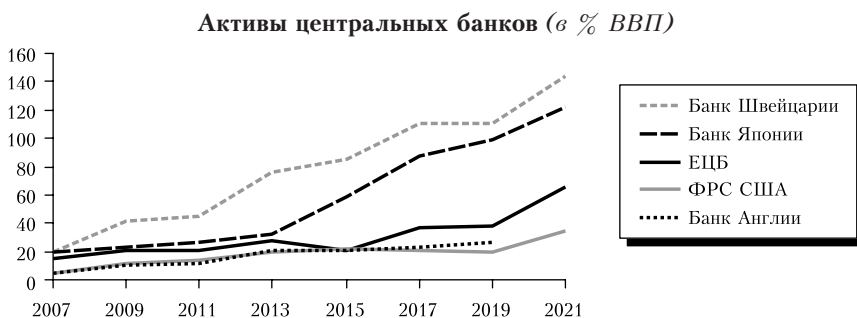
последней инстанции во многих странах фактически становятся покупателями последней инстанции (UNCTAD, 2021b). Причем речь нередко идет о покупке не только национальных госбумаг, но и других активов вплоть до корпоративных бумаг низкого качества.

Банк России не планирует покупать госбумаги, которые выпускает Минфин РФ. Это вызывает недоумение, поскольку очевидно, что чем больше новых «точек опоры» создадут российские регуляторы и чем активнее они станут применять новые механизмы, тем больше возможностей появится для эффективного развития российской экономики. На фоне низкой экономической активности отказ от использования важных механизмов, которые широко применяют в мире, будет ограничивать финансирование бюджетных расходов, внутренний спрос и экономический рост в целом. При этом покупка активов центробанками в странах с формирующимся рынком активизировала работу финансовых рынков, не создавая дестабилизирующих эффектов (Lindquist et al., 2021). Центральные банки, по сути, решают задачу поддержки финансового сектора, оказывая помощь отраслям, которые будут способствовать его развитию. Получая средства от ЦБ, реальный сектор может затем направлять их на финансовый рынок.

В условиях глобальной мобильности капитала масштабные вливания все чаще выступают атрибутом новой реальности, позволяя смягчать масштабные кризисы. Напомним, 11 сентября 2001 г. объем ликвидности, влитый ФРС, в 200 раз превышал среднедневные объемы, которые предоставлялись американским банкам до этого. В результате падение на рынках удалось предотвратить. В настоящее время схожие подходы уже приобрели не одномоментный, а растянутый во времени характер, когда рынку дают понять, что будет предоставлено «столько денег, сколько нужно», объявляются, по сути, безлимитные покупки активов, а набор инструментов все чаще включает нестандартные механизмы и др. В итоге удастся избежать глубокого падения на рынках.

Как следствие масштабного вливания ликвидности существенно выросли балансы ЦБ. Их величина превысила показатели, отмечавшиеся даже в период мировых войн. Отметим рост балансов стран — эмитентов основных надежных валют, таких как швейцарский франк. Еще в период глобального финансового кризиса 2007–2009 гг. его денежная база выросла в семь раз. В настоящее время Банк Швейцарии опять в числе лидеров по росту ликвидности, опережая по этим показателям другие развитые страны, где балансы также заметно увеличились (рис. 9). Учитывая большой опыт Швейцарии и навыки работы с деньгами, благодаря чему ее валюта смогла завоевать репутацию валюты-убежища, зададим вопрос: не такие ли кажущиеся нам «опротечивыми» шаги позволили указанной стране обеспечить надежность своей валюты в современной динамичной глобальной среде?

Подобные примеры показывают, что философия/парадигма регулирующих подходов в условиях глобальных рисков принципиально меняется. В ключевые моменты все имеющиеся рычаги — процентные, монетарные, бюджетные и др. — используются для быстрой нейтрализации негативного влияния возникшей проблемы. Причем если она велика, что все чаще имеет место, то и средства для ее нейтрализации



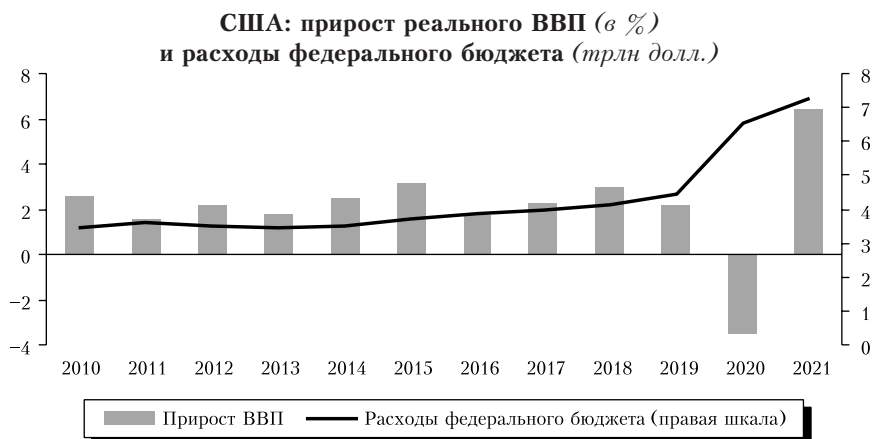
Источник: ЕЦБ.

Рис. 9

также требуются масштабные. Возможные негативные последствия долгосрочного характера для экономик, по сути, меньше принимают в расчет, понимая, что нужно быстро ликвидировать начавшийся кризис, иначе затем ситуация лишь ухудшится. (По аналогии с медициной, если вовремя не проводить реанимационные мероприятия, то это может иметь необратимые последствия.) Этому же способствуют новые тренды, которые приобретают более системный характер в мире, — «зеленая» экономика, расширение финансовых инноваций (в том числе криптовалюты), экосистемы и др. Это также выступает инструментом возможного абсорбирования шоков, оттягивания ликвидности, стабилизации ситуации и управления финансовыми потоками.

Массированная поддержка рынков в ведущих экономиках предоставляется на фоне минимальных уровней процентных ставок за всю историю наблюдений. Возникают более комфортные условия для реального сектора. Отметим, что акционерами ФРС выступают ведущие коммерческие банки. Тогда становится понятно, почему ФРС так активно поддерживает не только финансовую систему, но и реальную экономику, — ведь чем здоровее реальный сектор, тем крепче позиции коммерческих банков. Поэтому так называемый «двойной» мандат ФРС выглядит вполне логичным. Вот почему ФРС готова рассматривать эффективное совмещение мер денежно-кредитной политики и бюджетных подходов, которые, в свою очередь, в значительной мере определяют динамику ВВП (рис. 10).

По оценкам МВФ, потребность в финансовых ресурсах в странах с развивающимся рынком сейчас «чрезвычайно высока» (IMF, 2021b). Вызвано это в том числе мерами поддержки экономики, осуществляемыми США, в частности масштабным вливанием ликвидности, что приводит к росту доходности акций на развитых финансовых рынках и, как следствие, притягивает средства с развивающихся. Это также формирует условия для повышения процентных ставок на них. Стимулирующие меры, очевидно, расширяют возможности американской экономики и бизнеса в глобальной конкуренции. У мер поддержки в США могут быть не только узкие национальные, но и глобальные цели. Реализация этих мер означает, по сути, попытку США сохранить свою позицию как главного драйвера мирового экономического роста, превращая собственную экономику в стимул для остального мира.



Источник: Администрация президента США. <https://www.whitehouse.gov/>

Рис. 10

Естественно, у глобальных конкурентов США это вызывает серьезную обеспокоенность, особенно учитывая, что во многих странах подходы к поддержке своих экономик будут более сдержанными.

Так, бывший министр финансов Китая Лу Цзивэй в начале 2021 г. отмечал, что меры поддержки в развитых странах негативно влияют на экономические и финансовые условия в странах с формирующимся рынком (Cheng, 2021). Китай также опасается импорта инфляции и снижения стоимости доллара, что ухудшит конкурентоспособность китайских товаров в мире. Хотя в марте 2021 г. китайские власти заявили, что начнут постепенно сворачивать временные меры поддержки, но для компенсации этого они будут вводить новые структурные меры в виде сокращения налогов, сборов и т. д. Иными словами, сворачивая одни меры поддержки, Китай вводит другие.

В ответ на эту стратегию США принимают контрмеры. В конце марта 2021 г. Вашингтон огласил новую масштабную программу поддержки своей экономики в размере 1,9 трлн долл., или 8,5% ВВП. Даже несмотря на опасения роста инфляции в США, наращивание поддержки экономики оценивается как необходимое. Об этом, в частности, говорила министр финансов США Дж. Йеллен, подчеркивая, что без дополнительных мер поддержки есть риск столкнуться с более длительной и болезненной рецессией сейчас, а также с негативными последствиями для экономики в долгосрочной перспективе. Более того, регуляторы США считают, что инфляция в стране будет низкой, причем в долгосрочном периоде. (Правда, в последнее время опасения более высокой инфляции возросли.) Но беспрецедентные масштабы поддержки говорят о том, что долгосрочные перспективы роста их экономики не обнадеживают. В результате недостаточно высокая экономическая активность в США может сдерживать глобальный спрос, что отразится и на спросе на российский экспорт.

Дополнительные расходы бюджета будут финансироваться за счет повышения налогов. Это, очевидно, еще больше ограничит развитие бизнеса, который попытается уйти в более привлекательные юрисдик-

ции. При этом США призывают другие страны ввести минимальный порог корпоративного налога, тем самым существенно сужая возможности налоговых маневров для бизнеса, что должно затормозить его отток из США. Страны G20 договорились, что минимальный налог на прибыль составит 15% для крупных компаний. Эту инициативу поддержала группа из 130 стран, на которые приходится 90% мирового ВВП. Заметим, однако, что использование таких подходов нарушает критерии глобальной конкуренции и ограничивает возможности осуществлять независимую экономическую политику.

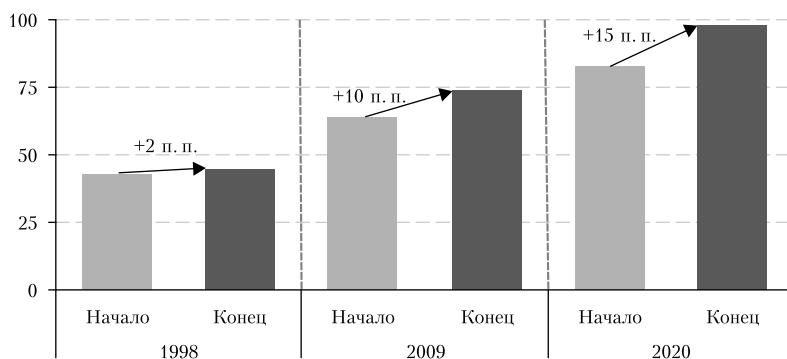
В США с приходом президента Дж. Байдена меняются подходы экономической политики. Наблюдаемые изменения все дальше отходят и от «рейганомики», и от «трампономики», при которых стимулировалось предложение, в том числе за счет сокращения налоговой нагрузки корпораций.

В настоящее время все чаще ставится вопрос о сокращении мер поддержки. По оценкам БИС, ужесточение условий на финансовых рынках может иметь далеко идущие последствия, и нормализация ситуации будет непростой (BIS, 2021). Проблема похожа на deleveraging — когда изъятие ликвидности ограничивает возможности роста и развития.

В ближайшее время нормализация денежно-кредитной политики в мире, в частности повышение процентных ставок, может приобрести массовый характер, что усугубит ситуацию. И в кризис доткомов (2001 г.), и в кризис ипотеки (2008–2009 гг.), и в пандемию коронавируса (2020 г.) ставки ЦБ главным образом снижались. Затем начинался их рост. В текущий кризис ряд стран уже перешли к повышению ставок.

Примечательно, что во многих ведущих странах придерживаются прямо противоположного подхода: там меры поддержки как фискального, так и денежно-кредитного характера рассматривают как важнейшие механизмы стимулирования экономического роста. В этих странах рост экономики будет обеспечен не только из-за низких стартовых условий 2020 г., но и благодаря сохранению мягкой денежно-кредитной политики и повышенному уровню госрасходов.

**Мир: прирост государственного долга
в периоды кризисов (в % ВВП)**



Источник: UNCTAD, 2021b.

Рис. 11

На фоне текущего кризиса существенно вырос объем долгов в мире. Глобальная задолженность уже приближается к 300 трлн долл. Рост государственного долга был более масштабным, чем в прошлые кризисы (рис. 11). Такой его уровень сопоставим или даже превышает пики периода Второй мировой войны.

О ситуации в России

В 2021 г. экономика РФ стала восстанавливаться. Во второй половине года прогнозы роста ВВП были пересмотрены в сторону повышения. Однако с 2022 г., согласно прогнозам как официальных организаций, так и экспертов, ожидается замедление роста экономики. В частности, по прогнозу Минэкономразвития, рост ВВП в 2021 г. составит 4,2%, а в 2022–2023 гг. затормозится до 3% в год (Минэкономразвития, 2021). При этом политика денежных властей будет довольно жесткой (согласно официальным документам Банка России и Минфина). В условиях внешней нестабильности жесткие подходы на внутреннем рынке, очевидно, не будут стимулировать экономический рост.

Согласно проекту Основных направлений денежно-кредитной политики Банка России на 2022–2024 гг. (Банк России, 2021), в российской экономике в рассматриваемый период замедлится потребительская активность. При этом потребительский спрос в настоящее время выступает ключевым драйвером роста экономики (в том числе по оценкам самого ЦБ РФ). Кроме того, ожидается сокращение поступлений от экспорта. Добавим, что это, очевидно, уменьшит приток валюты, снизит глубину рынка и приведет к удешевлению рубля. Одновременно по мере стабилизации экономики инвестиционная активность, по мнению регулятора, «вернется к традиционным уровням» (Банк России, 2021). Напомним, что темпы роста инвестиций в основной капитал, которые наблюдались до пандемии, обеспечивали весьма умеренный рост экономики, что свидетельствует об их недостаточности. Другими словами, все ключевые драйверы роста российской экономики — экспортные поступления, потребительский спрос, инвестиционная активность — в ближайшие годы будут сокращаться или замедляться. При этом, по всей вероятности, регулятор сможет лишь ограниченно применять раньше часто использовавшийся инструмент — девальвацию рубля — для стимулирования экспорта и бюджетных доходов, из-за ее влияния на рост цен.

Согласно данным Банка России (2021), можно сделать вывод, что денежная система РФ будет по-прежнему зависеть от внешней конъюнктуры. Это повышает вероятность роста волатильности параметров финансового рынка, особенно в случае дестабилизации ситуации или разворота в сторону снижения на сырьевых рынках. При этом следует иметь в виду, что ослабление зависимости от внешних условий увеличивает возможности развития внутренней экономики и валютно-финансовой сферы в целом. Учитывая, что Россия выступает важным ценообразующим участником на мировом рынке энергоносителей, это создает больше возможностей для расчетов в национальных валютах,

сокращая зависимость российской экономики от внешней конъюнктуры. По мнению ЦБ РФ, нормализация бюджетной политики (возврат к бездефицитному бюджету) будет обеспечивать так называемую «инфляционную нейтральность». Одновременно это ограничит поступление ликвидности в экономику, тем самым сдерживая экономический рост.

Среди причин инфляции в РФ Банк России называет опережение спроса над возможностями наращивать предложение. При этом регулятор пытается ограничить спрос, а не поддерживать предложение. Однако спрос, очевидно, существует. Сдерживая избыточную кредитованность населения, регулятор мог бы направить средства на кредитование банками нефинансового сектора. В условиях нестабильного восстановления экономики такой подход должен сыграть положительную роль. Поэтому проблему следует решать, в первую очередь стимулируя предложение. Это возможно в том числе посредством переключения регулятором ресурсов в нужные направления, предоставления соответствующих стимулов, налоговых льгот и т. д. Банк России принимает отдельные меры по упрощению доступа нефинансовых компаний к источникам ресурсов. Однако требуются более комплексные подходы и значительное улучшение действия трансмиссионных механизмов.

Отметим, что повышение процентных ставок (которое в том числе направлено на ограничение кредитования населения), а также дополнительные меры ЦБ по сдерживанию потребительского кредитования будут препятствовать наращиванию объемов потребления. Это негативно скажется на экономическом росте, поскольку, по оценкам, расходы населения формируют до 50% ВВП со стороны спроса (ИНП, 2021). Поэтому заявление ЦБ РФ о том, что повышение ключевой ставки «не препятствует устойчивому росту российской экономики» (Банк России, 2021), выглядит несколько противоречивым.

Кроме того, в кризисный период потребление сокращается сильнее, как правило, у наименее обеспеченных слоев населения (более обеспеченные потребление в кризис не уменьшают). В то же время в кризис включаются механизмы поддержки со стороны государства, что тормозит рост неравенства. Но если эти механизмы отменяют, то неравенство может начать расти, особенно при недостаточных темпах экономического роста. Поэтому важно поддерживать уровень жизни населения для сохранения социальной стабильности, необходимость которой регулятор подчеркивает в своих документах.

ЦБ РФ разъясняет, что «нормализация бюджетной политики может иметь более значимое влияние на конечный спрос и, соответственно, динамику цен»². Под «влиянием на динамику цен», очевидно, понимается замедление инфляции, которое будет обеспечиваться «нормализацией спроса», что предполагает, вероятно, его сокращение. Другими словами, ставки не будут снижаться, и это затормозит рост спроса и цен, бюджетные расходы начнут «нормализовываться», что также ограничит динамику и спроса, и цен. Жесткие подходы уместны в условиях перегретой экономики. В текущей ситуации, когда необходимы стабильные внутренние опоры для обеспечения устойчивого

² <https://www.cbr.ru/press/event/?id=9577>

роста, более мягкие условия и поддерживающая политика остаются важнейшими для экономического развития.

Подходы российских регуляторов отличаются от других стран, что может поставить отечественные компании в менее выгодное положение, ограничивая их конкурентные возможности. Поэтому важно не сокращать расходы и не ужесточать условия для бизнеса, а использовать потенциал бюджета и денежно-кредитной политики, как делают наши конкуренты, чтобы эффективнее нейтрализовать риски и расширять возможности роста экономики.

Всемирный банк, в частности, отмечает необходимость осторожно относиться к импортозамещению и активнее встраиваться в глобальные цепочки создания добавленной стоимости (World Bank, 2020). Понятно, что международные компании не хотели бы терять российский рынок и не заинтересованы в том, чтобы их товары замещались внутренним производством. Но чем больше объем импорта и чем меньше национальное производство, тем меньше возможностей для роста экономики. Конечно, следует расширять участие в глобальных цепочках и интеграционных процессах. При этом благодаря слабой встроенности в эти цепочки в нынешних кризисных условиях РФ меньше пострадала от сбоев в них из-за кризиса. В итоге ВВП России упал меньше, чем во многих странах. Не следует забывать и об антироссийских санкциях, действие которых также повышает уязвимость страны при более сильной интеграции в мирохозяйственные связи.

Отметим, что в 2020 г. антикризисные расходы государства в значительной степени финансировались за счет наращивания госдолга. В результате чистое размещение ОФЗ в 2020 г. выросло более чем в три раза по сравнению с 2019 г. При этом доля нерезидентов на рынке ОФЗ сократилась с 33 до 23%. Основными покупателями ОФЗ стали внутренние инвесторы и в значительной степени российские банки, что вполне оправданно. В то же время такой механизм размещения госбумаг, по сути, оттягивает средства из частного сектора. Ведь они могли быть направлены на решение собственных задач компаний (в случае банков — на кредитные операции и т. д.). Указанную проблему финансирования госдолга можно эффективно решить с помощью механизмов, активно применяемых в ведущих экономиках многие годы. Там, как отмечено выше, госдолг активно покупают национальные ЦБ. Банк России также мог бы стать покупателем российского госдолга. Однако этого сейчас не происходит, что ограничивает возможности финансирования роста экономики. Более того, объем гособлигаций на балансе ЦБ РФ даже сократился в 2020 г. и составляет менее 2% всего внутреннего госдолга РФ. Аргументом в пользу обозначенного механизма выступает и то, что экономика РФ в настоящее время очень нуждается в инвестициях для стимулирования экономического роста. Вслед за повышением ключевой ставки регулятора будут дорожать и заемные средства. Поэтому покупка Банком России ОФЗ могла бы высвободить средства частного сектора и способствовать снижению процентных ставок для нефинансовых компаний.

В целом возросла актуальность поддержки ресурсной базы российского банковского сектора. Во многом это стало следствием того, что

население увеличило средства на накопительных счетах, в результате сократилась доля краткосрочных пассивов в банках. Это усиливает риски их балансов и повышает вероятность оттока средств в случае дестабилизации, что, на наш взгляд, также служит дополнительным аргументом в пользу активизации роли ЦБ РФ на рынке ОФЗ, что может способствовать экономическому росту.

В качестве аргумента против применения названного подхода часто приводят эпизоды 1998 г., когда до кризиса ЦБ РФ был покупателем ГКО. Однако ситуация в экономике сейчас и тогда принципиально отличается.

Перед кризисом 1998 г. объем международных резервов РФ составлял всего 10 млрд долл., что делало ситуацию крайне неустойчивой и не сопоставимой с нынешними возможностями. Более того, тогда доля нерезидентов на рынке ГКО официально составляла около 30%, а с учетом разных схем она приближалась к 50%. При этом объем всего рынка ГКО не превышал 60 млрд долл., будучи крайне маленьким, и относительно небольшой масштаб движения средств мог его ощутимо расшатать. Вследствие низкой капитализации национального финансового рынка основную поддержку рынку ГКО оказывали иностранные ресурсы, которые с долей рынка 50% могли легко менять направление его движения. Кроме того, рынок был сильно дерегулирован. Практически не было механизмов, которые могли сдерживать отток средств из страны, их можно было выводить уже на третий рабочий день (так называемый режим $T + 1$).

В настоящее время ситуация в российской экономике, очевидно, намного лучше. В частности, масштабы ЗВР почти в семь раз превышают необходимый минимум (который по международным критериям должен покрывать объем трехмесячного импорта страны). Финансовый рынок в целом гораздо глубже, а доля нерезидентов на рынке ОФЗ составляет 20–30%.

Повышение Банком России процентных ставок вновь создает прежние риски, связанные с притоком спекулятивных денег (операции carry-trade). К этому ведет и рост цен на сырьевые товары. И то и другое — факторы удорожания рубля.

Необходимо также учесть риски, которые могут возникнуть вследствие изменений валютного регулирования³. Они способны привести к уменьшению глубины и ликвидности валютно-финансового рынка РФ, снижая тем самым его устойчивость, создать риски замораживания средств и др.

К настоящему времени в российской финансовой сфере сформировались принципиально новые условия, когда фондовые индексы достигают очередных рекордных пиков, а население проявляет повышенный интерес к торгам на бирже. Отметим, что если для обеспечения более широкого участия населения акцент в развитии фондового рынка будет сделан на повышении привлекательности/доходности операций на рынке, то можно ожидать увеличения рисков для многих его участников.

Предложения по совершенствованию российского законодательства должны четко соединить две не всегда легко совместимые задачи — обеспечить стабильность путем формирования более гибких подходов

³ Например, об отмене репатриации выручки несырьевыми отраслями (Федеральный закон от 28.06.2021 № 223-ФЗ).

и при этом не сильно уменьшить возможности инвесторов получать прибыль. Банк России ограничивает участие населения на рынке, вводя категорию квалифицированного инвестора.

Однако учитывая, что фондовые рынки в ведущих странах довольно перегреты, а экономический рост пока неустойчив, нельзя исключать разворота тенденций или даже резких обвалов на мировых рынках. Это потянет за собой котировки и российских фондовых активов. Поэтому недостаточно ограничить участие российских физических лиц на иностранных биржах. Поскольку к участию на фондовом рынке все активнее подключаются широкие слои населения, риск обвала на рынке придает проблеме социальное измерение.

Целесообразно быть готовыми к внедрению инструментов в случае таких обвалов для предотвращения или ограничения потерь физических лиц на рынке. С этой целью можно предложить ряд мер: установить лимиты на объемы позиций отдельного инвестора (возможно, с учетом объема доходов); повысить процентную ставку по средствам, используемым в качестве плеча; ограничить короткие продажи по конкретным или всем ценным бумагам; ограничить размер плеча, применяемого участниками торгов, в случае резкого роста волатильности на рынке, а также резких изменений котировок (причем указанная мера может касаться как отдельных ценных бумаг, так и отдельных видов инвесторов). Это уменьшит возможность получать доход как инвесторами, так и брокерами, однако оградит их от значительных убытков, одновременно повышая стабильность и предсказуемость рынка. При необходимости финансовый регулятор может вливать стабилизационную ликвидность и доводить чрезвычайную ликвидность до основных участников; приостанавливать торги при снижении фондового индекса больше, чем на определенный процент; ограничить вложения в высокорискованные «мусорные» инструменты с высокой доходностью.

Для сохранения социальной стабильности в обществе и благополучия населения надо обеспечить защиту его средств. Хотя в целом повышение активности населения на фондовых рынках приводит к росту неравенства по доходам, тем не менее в текущий кризис оно способствует увеличению благосостояния, в том числе средних слоев, которые в наибольшей степени пострадали от кризиса. Таким образом, участие ЦБ в защите средств физических лиц — участников биржевых торгов должно играть важную роль в поддержании благосостояния населения и сокращении неравенства.

* * *

Рост мировой экономики продолжается, прогнозы относительно благоприятны, что внушает умеренный оптимизм. При этом очередные волны распространения вируса COVID-19 вновь формируют препятствия для восстановления экономики, усиливая риски нарушения цепочек поставок, колебания спроса, ограничения экономической активности и др. Очевидно, меры поддержки в ведущих странах еще какое-то время

будут сохраняться, хотя их масштабы станут меньше. В России также нужно создавать благоприятные условия для поддержания бизнеса и экономической активности, не формируя более ограниченные возможности по сравнению с конкурентами из других стран. Это особенно важно на текущем этапе, когда закладываются основы функционирования мировой финансово-экономической системы на принципиально новых условиях. Мы можем столкнуться с серьезными рисками, и необходимо быть готовыми их адекватно купировать. Требуется более тщательный анализ имеющихся возможностей использования всего комплекса мер денежно-кредитной, бюджетной, валютной политики, которые позволили бы эффективно решить эту задачу в нынешних условиях.

Список литературы / References

- Банк России (2021). Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2022 год и период 2023 и 2024 годов. Москва. [Bank of Russia (2021). *Monetary policy guidelines for 2022–2024*. Moscow.]
- Ершов М. В. (2020). Мир в 2020 г.: новые проблемы обнажают системные изменения в экономике // Вопросы экономики. № 12. С. 5–23. [Ershov M. V. (2020). The world in 2020: New challenges expose systemic changes in the economy. *Voprosy Ekonomiki*, No. 12, pp. 5–23. (In Russian).] <https://doi.org/10.32609/0042-8736-2020-12-5-23>
- ИНП РАН (2021). Социальная политика России: проблемы и решения. Научный доклад / Под ред. чл.-корр. РАН А. А. Широкова. М.: Артик Принт. [INP RAS (2021). *Social policy of Russia: Problems and solutions*. Scientific report. Moscow: Artik Print. (In Russian).]
- Министерство экономического развития Российской Федерации (2021). Прогноз социально-экономического развития Российской Федерации на 2022 год и на плановый период 2023 и 2024 годов. Москва, 30 сентября. [Ministry for economic development of the Russian Federation (2021). *Forecast of socio-economic development of the Russian Federation in 2022–2024*. Moscow, September 30. (In Russian).]
- BIS (2021). *Annual economic report 2021*. Basel: Bank for International Settlements, June.
- Cheng E. (2021). Too much stimulus in the U.S. may bring ‘imported inflation’ to China, economists warn. *CNBC*, March 5. <https://www.cnbc.com/2021/03/05/too-much-stimulus-in-the-us-may-bring-imported-inflation-to-china-economists-warn.html>
- IMF (2021a). *Global economic outlook: Recovery during a pandemic health concerns, supply disruptions, and price pressures*. Washington, DC: International Monetary Fund, October.
- IMF (2021b). *Global financial stability report: Preempting a legacy of vulnerabilities*. Washington, DC: International Monetary Fund, April.
- Lindquist W., Ilahi N., Lee J. (2021). How emerging European economies found a new monetary policy tool. *IMF News*, September 29. <https://www.imf.org/en/News/Articles/2021/09/28/na092921-how-emerging-european-economies-found-a-new-monetary-policy-tool>
- OECD (2021). *OECD Economic Outlook*, Vol. 2021, Iss. 1, May.
- UNCTAD (2021a). *Trade and development report. From recovery to resilience: The development dimension*. New York: United Nations Publication.
- UNCTAD (2021b). *World economic situation prospects*. New York: United Nations Publication, January 25.
- World Bank (2020). *Russia integrates: Deepening the country's integration in the global economy*. Washington, DC.

World 2021: Pandemic and economic problems remain acute

Mikhail V. Ershov^{1,2}

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

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

The global economy continues to grow, albeit mainly due to large-scale support measures from governments and regulators. Moreover, the latter are not sure about the prospects for such development, since the economies do not demonstrate the potential for independent growth. As a result, in order to stimulate it, regulators are forced to expand the range of their tools, mechanisms, approaches, otherwise the risks to the stability of the global financial and economic system increase. All this is happening against the background of negative rates, which have become virtually ubiquitous and persist for a long time. New growth records are being set in the stock markets, and their gap from the real economy is growing. A number of sectors are beginning to dominate, forming distortions and bubbles in the markets. In such conditions, the importance of digital money, ecosystems, etc. increases. Moreover, the faster and more efficiently regulators can integrate into these formats, the more successful business, the population, and the economy as a whole will be.

Keywords: pandemic, financial market, central banks, monetary policy, fiscal policy.

JEL: E52, E58, F01, G15.