

На правах рукописи

**МОИСЕЕВ Антон Кириллович**

**МАКРОФИНАНСОВАЯ ПОЛИТИКА  
ЭКОНОМИЧЕСКОГО РОСТА**

Специальности 08.00.01 - Экономическая теория  
08.00.10 - Финансы, денежное обращение и кредит

**АВТОРЕФЕРАТ**

диссертации на соискание учёной степени

доктора экономических наук

Москва

2017

Работа выполнена в лаборатории прогнозирования финансовых ресурсов  
Федерального государственного бюджетного учреждения науки Институт  
народнохозяйственного прогнозирования Российской академии наук

Научный консультант: доктор экономических наук, профессор  
**Панфилов Вячеслав Степанович**

Официальные оппоненты: **Сорокин Дмитрий Евгеньевич**  
доктор экономических наук, профессор, член-  
корреспондент Российской академии наук,  
научный руководитель Финансового  
университета при Правительстве Российской  
Федерации  
**Королёв Иван Сергеевич**  
доктор экономических наук, профессор, член-  
корреспондент Российской академии наук,  
советник РАН, член дирекции ФГБУН  
Национальный исследовательский институт  
мировой экономики и международных отношений  
имени Е.М. Примакова Российской академии наук  
**Маневич Виталий Ефимович**  
доктор экономических наук, профессор,  
руководитель научного направления  
Института экономики Российской академии наук

Ведущая организация: Федеральное государственное бюджетное  
учреждение науки Институт проблем рынка  
Российской академии наук

Защита состоится 25 октября 2017 г. в 14 часов на заседании  
Диссертационного совета по защите докторских и кандидатских  
диссертаций Д 002.061.01 при ФГБУН Институт народнохозяйственного  
прогнозирования РАН по адресу:  
117418, г. Москва, Нахимовский проспект, д.47, ауд.520

С диссертацией можно ознакомиться в библиотеке и на сайте ([www.ecfor.ru](http://www.ecfor.ru))  
ИНП РАН по адресу: Москва, Нахимовский пр-т 47

Автореферат разослан \_\_\_\_\_ 2017 года.

Учёный секретарь  
Диссертационного совета Д 002.061.01  
кандидат экономических наук, доцент

И.Н. Долгова

## I. ОБЩАЯ ХАРАКТЕРИСТИКА РАБОТЫ

**Актуальность** темы диссертационной работы обоснована необходимостью рассмотрения единой системы макрофинансового регулирования.

Макрофинансы в современной экономической литературе представляют собой интеграцию макроэкономических моделей с финансовыми моделями микроэкономического уровня. Макрофинансовые модели отражают взаимосвязи между стоимостью активов и экономической динамикой; между доходностями финансовых инструментов и макроэкономическими показателями.

Финансовые кризисы последних десятилетий заставили экономистов обратить внимание на понятия макрофинансовой стабильности и макрофинансовой неопределённости. Исследуются действия государства и реакции рынка, которые приводят к разбалансированности и финансово-экономическим кризисам.

В то же время, не хватает исследований макрофинансовой политики, обеспечивающей долгосрочный экономический рост. Макрофинансовая политика должна стать не средством реакции на кризисы, а необходимой частью стратегического регулирования и планирования.

Экономика современной России - это денежная экономика. Риски, характерные для неё, связаны именно с тем, что она денежная и рыночная. Рентабельность бизнес-проектов оценивается, исходя из наличия и стабильности рынка. Риски, которые могут подорвать рентабельность проектов и стимулы к инвестиционному развитию, в определённой мере могут быть снижены с помощью проведения разумной финансовой политики государства.

Под макрофинансовой политикой экономического роста в данной работе понимается система мер, стимулов и интерпретаций, которые задают контуры финансового оборота в России. Автор считает, что такая система мер, стимулов и интерпретаций должна системно понижать риск потери ожидаемого дохода и давать взвешенные ориентиры экономической динамики будущего – как реальные, так и номинальные.

В этих условиях необходимо связывать различные методологии прогнозирования в единую систему, учитывающую адаптационную реакцию экономики и её жёсткость к структурным изменениям. Необходимость выявления взаимосвязей между различными аспектами макрофинансовой политики, их увязки в единую систему управления и определяет актуальность исследования.

**Степень разработанности** темы макрофинансов достаточно высока. Множество работ посвящено денежной и валютной политике, глубокие исследования проведены по теме

паритета покупательной способности и его соотношения с номинальным валютным курсом. Бюджетная политика также находится в центре внимания экономистов, и немало работ написано о финансировании дефицита или стратегическом использовании профицита бюджета.

Исследования, проведённые и опубликованные В.В. Ивантером, А.Д. Некипеловым, М.Н. Узяковым, А.А. Шировым, Ю.В. Ярёмченко формируют современную теорию воспроизводства, основанную на системе балансов. Особую сложность в таких исследованиях представляет переход к денежному измерению при совмещении номинальных и реальных факторов воспроизводства, что и составляет предмет макрофинансов.

Финансовые и макрофинансовые параметры теории воспроизводства изучены А.Г. Аганбегяном, О.Дж. Говтванем, В.Е. Маневичем, И.С. Королёвым, В.С. Панфиловым, Д.Е. Сорокиным, О.Г. Солнцевым. В этих работах подчёркивается ненейтральность денег и возможности регулирования экономической динамики через управление финансовой системой.

Развивают современную теорию воспроизводства работы по анализу поведения предприятий, домохозяйств, банков и государства таких авторов, как В.Н. Борисов, И.А. Буданов, Д.Б. Кувалин, А.В. Суворов. В рамках теории воспроизводства они исследовали поведение предприятий, динамику развития отраслей российской промышленности, благосостояние и баланс доходов и расходов домохозяйств.

Д. Герли и Э. Шоу заложили основу теории "внутренних" и "внешних" денег, описывая двухуровневую денежную систему.

Работы М. Аглиетты, Дж. Айзенмана, П. Арестиса, Р. Барро, С.Ю. Глазьева, М.В. Ершова, П. Кругмана, Х. Мински, Я.М. Миркина, О. Левинталя, М. Обстфельда, Л. Оффисера, В.М. Полтеровича, Ж. Сапира, С.Н. Сильвестрова, Дж. Стиглица, А. Тэйлора, А.А. Черемухина, Е.В. Чирковой, Дж. Шамбау, М.А. Эскиндарова, посвящённые исследованиям влияния курсов и инфляции на экономический рост, используют теорию паритета покупательной способности, теорию "невозможной триады", теорию валютных зон, теорию "финансовых пузырей", теорию сравнительных преимуществ и развивают понятия конкурентоспособности экономики. В работах К. Грасмика обосновывается возвратный характер прямых иностранных инвестиций.

Массив исследований, посвящённых именно макрофинансам, то есть оценке взаимосвязи между стоимостью активов и деловыми циклами, между доходностью финансовых инструментов и состоянием экономической динамики, разрабатывается такими экономистами, как Дж. Кокрейн, М. Коллар, А.Д. Смирнов, Э. Хеллейнер. При Массачусетском технологическом институте с 2015 г. действует еженедельный семинар по макрофинансам, регулярно публикующий новые модельные исследования.

Описанию теоретической основы поведения суверенных фондов посвящено множество работ, включая фундаментальные исследования Международного валютного фонда, Организации экономического сотрудничества и развития, исследования различных Централных банков и отдельные работы таких исследователей как Дж. О'Нилл, Э. Ф. Нильсон, П. Бахадж, Э. Монк, Дж. Хоге, Дж. Ньюджи, Э. Труман, К. Линабург, М. Мадзуэл и др.

### **Цель и задачи исследования.**

**Целью исследования** является разработка и научное обоснование методов макрофинансового управления экономикой для обеспечения экономического роста в условиях международной конкуренции.

Для достижения поставленной цели решались следующие **задачи**:

1. Прогноз платёжного баланса России на среднесрочный период, на основе гипотез относительно цен на углеводородные энергоносители, прогноза движения капитала по долговым счетам банков и корпораций, а также зависимостей, выявленных в процессе исследования;
2. Анализ динамики структуры российских денежных показателей и её объяснение с точки зрения спроса на деньги и предложения денег. Обоснование ориентиров для денежной политики как составляющей части макрофинансовой политики, включающих денежное предложение в общую систему макрофинансового управления;
3. Выявление специфики и факторов формирования денежной массы в России в период быстрого роста и стагнации;
4. Оценка прироста спроса на деньги для российских предприятий, столкнувшихся с валютным кризисом 2014-го года и с подорожанием импортной части промежуточного потребления;
5. Выявление закономерностей в относительной динамике обменного курса и паритета покупательной способности. Основываясь на этих закономерностях, оценка их связи с динамикой роста;
6. Поиск ориентиров для системы макрофинансового управления в области бюджетной политики. Разработка метода оценки стоимости государственного сектора для экономики;
7. Анализ функционирования суверенных фондов и разработка критериев их использования в качестве финансового ресурса в целях гармоничного развития государственного и частного сектора.

**Объектом исследования** являются управляемые макрофинансовые параметры экономики, позволяющие гармонично воздействовать на её финансовые и производственные пропорции.

Под макрофинансовой политикой понимается такое управление экономикой, которое регулирует финансовые потоки как платежного, так и долгового характера, влияя на поведение всех участников рынка. Макрофинансовая политика - это единая система создания мотиваций и ожиданий через управляемые финансовые параметры, формирующая целевые структурные изменения в экономике.

**Предмет исследования** - возможности и ограничения макрофинансовых воздействий на экономику, возможности экономики по адаптации к таким воздействиям и необходимые критерии политики, приводящей к заданным структурным изменениям.

**Научная новизна** диссертационной работы определяется следующими составляющими:

По специальности 08.00.01 (экономическая теория):

1. Теоретически обоснована взаимная зависимость между скоростью сближения паритета покупательной способности с номинальным обменным курсом валюты и темпом роста ВВП. На этой основе разработана методология оценки и рассчитана количественно указанная зависимость для 49 стран в период 1980-2016 гг. Показано, что наивысшая степень зависимости характерна для динамично развивающихся экономик с существенным отклонением ППС от уровня номинального обменного курса.
2. Разработано теоретическое обоснование возможности создания ценовых конкурентных преимуществ для экономики на основе управления расхождением между паритетом покупательной способности (ППС) и номинальным валютным курсом. Динамика ППС определяется относительной динамикой цен, т.е. инфляционными процессами, а номинальный валютный курс поддаётся управлению в некоторых пределах, определяемых наличием золотовалютных резервов и степенью контроля над движением капитала. Возможно обеспечить движение реальных параметров воспроизводства даже при компенсирующем изменении ценовых масштабов. Мягкая денежная политика при определённых условиях создаёт дополнительный конечный спрос, который стимулирует инвестиции в производственный сектор при наличии структурных мер поддержки.
3. Теория "внутренних" и "внешних" денег Герли и Шоу развита с учётом "внешних" денег, поступающих из-за рубежа в виде положительного сальдо торгового баланса или внешних займов. Показано, что характер проводимой в России денежно-кредитной политики в 2003-2010 был зависимым. Свойства этой зависимости обосновываются с теоретических позиций

"невозможной триады", одновременно формулируются способы сделать денежную политику менее зависимой от внешнего мира.

По специальности 08.00.10 (финансы, денежное обращение, кредит):

4. Обоснован метод расчёта потребности предприятий в кредитных ресурсах, составляющей значительную часть внутреннего спроса на деньги. На основе такого расчёта рассчитаны ориентиры по ставкам и размеру внутреннего кредита. Эти расчёты задают параметры денежного предложения, что позволяет формировать сбалансированную денежно-кредитную политику, стимулирующую долгосрочный устойчивый экономический рост и одновременно сдерживающую рост цен.
5. Спрос на инвестиционные кредиты оценён исходя из соотношения рентабельностей отраслей и кредитно-депозитных ставок, из чего сделан вывод о необходимости структурной политики процентных ставок и регулирования их уровня относительно рентабельностей бизнеса. Обосновано, что экономический рост поддерживается динамикой инвестиций, когда существенная часть экономики (по валовой добавленной стоимости) может позволить себе финансировать инвестиции заёмными деньгами. В ситуации же высоких ставок, когда лишь малая часть экономики может обслуживать займы, инвестиций за счёт собственных источников не хватает для положительной динамики экономики.
6. Спрос на кредиты для финансирования оборотного капитала оценён по критериям восстановительного роста к уровню 2013 года, рассчитан спрос на кредиты при разных обменных курсах рубля. Для курса 60 руб. за доллар США дополнительный спрос на кредитование оборотного капитала оценен в 1,3 трлн. руб. относительно уровня 2015 года. Таким образом обосновывается тезис о том, что эндогенных ограничений для финансирования экономического роста нет, но есть экзогенные, заданные жёсткой денежно-кредитной политикой.
7. Сформированы методы оценки внутренних финансовых источников развития. В рамках этих методов доходы как бизнеса, так и населения, могут прогнозироваться макроэкономическими методами. Долговые же инструменты как финансовые ресурсы развития оцениваются исходя из приростов текущих доходов.
8. Предложен оригинальный метод прогнозирования динамики задолженности населения по потребительским и ипотечным кредитам. Проведена ретроверификация модели, разработанной в 2011 году. Показано, что динамика потребительских кредитов соответствовала модели в 2011 и 2012 гг., после чего стала отставать в 2013-м г. и подчинялась другим закономерностям в 2014-2016 гг. (базовые гипотезы не выполнялись).

Сформулированы критерии возврата к модельной динамике, как со стороны политики процентных ставок, так и со стороны потребительского поведения.

9. Предложена новая методология оценки стоимости функционирования государственного сектора на основе разницы в оплате труда в государственном и частном секторе. Такая оценка задаёт ограничение для бюджетной политики, возможности которой зависят от уровня доходов рыночного сектора экономики. Степень свободы бюджетной политики в рамках оцененных ограничений задаётся пределами государственного долга и возможностями эффективного управления бюджетными излишками в форме суверенных фондов.

**Теоретической и методологической основой** диссертационной работы является современная теория воспроизводства, теория внутренних и внешних денег, теория финансовых пузырей, современные методы макроэкономического прогнозирования.

Методически работа основана на использовании балансовых соотношений: платёжного баланса, баланса бюджетных доходов и расходов государства, баланса активов и пассивов в денежно-банковской системе, баланса доходов и расходов домохозяйств.

Для анализа динамики долгов различного рода используется метод дефлирования по процентной ставке, очищающий динамику долга от накопления процентов и показывающий реальное извлечение денежного потока из приращения или сокращения долга.

Анализ инвестиционного потенциала предприятий, отраслей и экономики в целом базируется на авторской методологии ранжирования рентабельностей, скорректированных на оборачиваемость капитала, относительно ставок по кредитам и депозитам. Метод позволяет оценивать верхний предел инвестиционного потенциала.

В работе используются данные статистических органов (Росстат, Бюро экономического анализа США, Евростат), Центральных Банков (ЦБ РФ, ЕЦБ, ФРС, Банк Японии, ЦБ КНР, Банка Англии), международных организаций (МВФ, Всемирный Банк, КНОЕМА), аналитических центров (KLEMS, WIOD, Penn World Tables), бухгалтерской отчётности предприятий в системе СПАРК-Интерфакс и другая статистическая информация. При международных сопоставлениях предпочтение отдаётся панельным данным международных организаций, таких, как МВФ, Всемирный Банк, Penn World Tables, WIOD, чтобы методология расчёта статистических показателей была сопоставима. При анализе отдельных стран предпочтение отдаётся данным местных статистических органов.

**Теоретическая и практическая значимость.**

Теоретическая значимость диссертационного исследования состоит в сведении балансовых построений, отражающих динамику финансовой системы, во взаимозависимые подсистемы. Построение связей между этими подсистемами показывает высокую степень их взаимной зависимости. Воздействие на одни подсистемы (через курс, процентную ставку, ставки налогов, объём кредита, и т.п.) приводит к изменениям в других подсистемах (изменения статей платёжного баланса, в бюджетной системе, в денежной массе, в балансе сбережений и накоплений), вследствие чего экономика адаптируется к изменениям, максимально сохраняя свою структуру. Структурные изменения, таким образом, требуют просчитанного одновременного воздействия на несколько параметров.

Результаты работы используются и могут быть использованы в подготовке стратегических документов всех уровней государственного управления, в первую очередь, макроуровня.

Обнаруженные зависимости между валютным курсом и динамикой цен использованы для определения потенциала обгоняющей экономической динамики до выхода на траекторию стабильного долгосрочного роста.

Соотношения между процентными ставками и рентабельностью бизнеса (отраслей, предприятий, вертикально-интегрированных структур) используются в моделях оценки инвестиционного потенциала и возможности его реализации при активной процентной политике денежно-кредитных властей.

Оценка стоимости государственного сектора использована в бюджетных прогнозных построениях и может использоваться при принятии решений относительно динамики государственного долга.

### **Степень достоверности и апробация работы**

Апробация работы проведена в процессе подготовки аналитических докладов, различных справок и выступлений для органов власти, научных конференций, по заказам крупных коммерческих компаний.

Выявленные зависимости между валютным курсом и динамикой цен применяются для определения потенциала ускоренной экономической динамики до выхода на траекторию стабильного долгосрочного роста. Соотношения между процентными ставками и рентабельностью бизнеса (отраслей, предприятий, вертикально-интегрированных структур) используются в моделях оценки инвестиционного потенциала и возможности его реализации при активной процентной политике денежно-кредитных властей. Данные модели использованы

при подготовке среднесрочной программы социально-экономического развития страны до 2025 года «Стратегия Роста» (2017).

Результаты данной работы также включены в доклады Столыпинского клуба; доклады Института экономики роста при Уполномоченном по защите прав предпринимателей при Президенте РФ; средне- и долгосрочные макроструктурные прогнозы, опубликованные в виде докладов ИНП РАН; исследования по заказам крупных корпораций (Газпромбанк, Роснефть, АЛРОСА, ФСК, АИЖК).

Отдельные компоненты диссертационного исследования также использовались в аналитических материалах, подготовленных по заказам региональных администраций: правительств Тюменской, Саратовской, Тульской областей.

Оценки стоимости государственного сектора и анализ политики суверенных фондов использовались в прогнозных бюджетных построениях. Они заслушивались на Круглом столе Аналитического управления Совета Федерации РФ, на заседаниях Экспертного совета при Комитете по экономическому развитию, предпринимательству и туризму Государственной Думы РФ.

Методологические и прогнозно-аналитические материалы по теме диссертации выполнены в соответствии с Программой фундаментальных исследований ИНП РАН.

Результаты диссертационного исследования неоднократно поддерживались грантами РГНФ: № 10-02-00612 "Перспективы развития России в условиях перестройки мировой денежно-финансовой системы" (2010-2012 гг.), № 11-02-00098 "Долговая политика как фактор экономического развития" (2011-2013), № 12-02-00359 "Инновационная активность в реальном секторе российской экономики: проблемы, ограничения, возможности" (2012-2014), № 14-22-08001 "Адаптация французского бизнеса в России: проблемы, методы, достижения" (2014-2015), № 14-02-00286 "Сценарный анализ и прогноз использования нетрадиционных мер монетарного и финансового регулирования экономики: глобальный и национальные аспекты" (2014-2016), № 16-02-00714 "Изменение моделей поведения российских предприятий в процессе экономического развития" (2016-2018).

Также перечисленные результаты использовались при подготовке учебных курсов "Макрофинансы" и "Актуальные проблемы современной российской экономики" для студентов магистратуры Московской школы экономики МГУ им. Ломоносова. Автор преподаёт эти курсы, разработанные самостоятельно, в МШЭ МГУ с 2013 года.

Результаты данных исследований регулярно докладывались на российско-французском семинаре по денежно-финансовым проблемам, проводимом совместно Институтом

народнохозяйственного прогнозирования РАН и Домом наук о человеке (Франция, Париж – MSH) под руководством директора ИНП РАН академика В.В. Ивантера и директора MSH, иностранного члена Российской Академии наук, Жака Сапира. Также они выходили в научных статьях в журнале «Проблемы прогнозирования», сборнике «Научные труды ИНП РАН», в авторской монографии «Макрофинансовая политика экономического роста», и других периодических изданиях.

#### **Соответствие диссертации паспорту научной специальности.**

Отраженные в диссертации научные положения соответствуют области исследования

Части 1 «Общая экономическая теория» п. 1.1 «Политическая экономия: структура и закономерности развития экономических отношений;... фазы общественного воспроизводства, взаимосвязь его материально-вещественных и стоимостных факторов; экономика ресурсов (рынков капиталов, труда и финансов); теория государственного сектора в экономике; закономерности глобализации мировой экономики и ее воздействие на функционирование национально-государственных экономических систем; взаимодействие экономических и политических процессов на национально-государственном и глобальном уровнях; формирование экономической политики (стратегии) государства...» по специальности 08.00.01 – Экономическая теория.

и Части 1 "Финансы", п. 2.12. "Теоретические, методические и методологические основы построения сводного финансового баланса национального хозяйства и его использование при разработке финансовой политики государства. Формирование и структура платежного баланса", п. 2.24. "Источники финансирования дефицитов бюджетов и государственного долга, проблемы бюджетного дефицита в исполнении долгосрочной стратегии экономической политики", п. 2.31. "Механизмы и инструменты государственных заимствований на внутреннем и внешнем финансовых рынках; изменения режима кредитования бюджетного дефицита ЦБ РФ, влияние формирования государственного долга на развитие кредитных отношений и подъем реального сектора", п.п. 6.12-6.17 "Валютный рынок", а также Части 2 "Денежное обращение, кредит и банковская деятельность" п. 8 "Денежная система и механизмы денежного обращения" и п. 9 "Кредитные отношения", п. 11 "Денежно-кредитное регулирование" по специальности 08.00.10 - Финансы, денежное обращение и кредит по номенклатуре специальностей научных работников «Экономические науки».

**Публикация результатов исследований.** Результаты последних 7 лет научной работы изложены в 1-й монографии и 23-х статьях в периодических научных изданиях, из которых 21 -

в перечне рецензируемых изданий, рекомендованных ВАК, что составляет в сумме 23,2 п.л. личного вклада автора. У автора всего 29 публикаций в международной системе SCOPUS.

**Объем и структура диссертационной работы.** Диссертация объемом 261 стр. состоит из введения, 4-х глав, заключения и 3-х приложений. Использовано 140 источников литературы. В тексте и приложениях приведено 52 рисунка и 33 таблицы.

### **Структура работы, раскрывающая содержание глав диссертации.**

#### Введение

1 Теоретические основы формирования макрофинансовой политики экономического роста.

1.1 Возможность регулирования экономической динамики путем воздействия на отклонения валютного курса от паритета покупательной способности

1.2 Разграничение зависимой и независимой денежно-кредитной политики.

1.3 Обоснование зависимости параметров денежно-кредитной политики от рентабельностей бизнеса.

1.4 Оценка спроса на финансовые ресурсы для восстановления экономического роста

2 Трансформация финансовой политики в кризисные моменты развития

2.1 Стабилизационные фонды и их роль в мировой экономике

2.2 Стоимость государства. Соотношение зарплат в государственном и частном секторе.

3 Внутренние источники развития

3.1 Бюджетные инвестиции

3.2 Источники длинных денег в экономике, центральные деньги

3.3 Динамика доходов населения, кредитов

4 Проблемы адаптации российской экономики к динамично меняющимся внешним условиям.

4.1 Денежная трансмиссия, дискуссии об инфляции и основные направления денежно-финансовой политики РФ в 2015-2016 гг.

4.2 Конфигурация санкционного режима для финансовой системы России

4.3 Изменившиеся внешние условия помимо санкционного режима

4.4 Возможности адаптации к санкционному режиму путем перевода экспортных операций РФ в рубли

4.5 Санкционный режим для России – риски в финансовом секторе и окно возможностей в АПК

4.6 Необходимость финансирования процесса реструктуризации долгов

#### Заключение

#### Библиография цитируемых и использованных работ

#### Приложения

## II. ОСНОВНЫЕ ПОЛОЖЕНИЯ И НАУЧНЫЕ РЕЗУЛЬТАТЫ, ВЫНОСИМЫЕ НА ЗАЩИТУ

По специальности 08.00.01 (экономическая теория):

1. **Теоретически обоснована взаимная зависимость между скоростью сближения паритета покупательной способности с номинальным обменным курсом валюты и темпом роста ВВП. На этой основе разработана методология оценки и рассчитана количественно указанная зависимость для 49 стран в период 1980-2016 гг. Показано, что наивысшая степень зависимости характерна для динамично развивающихся экономик с существенным отклонением ППС от уровня номинального обменного курса.**

В разделе рассматривается приложение теории паритетов покупательной способности к исследованию факторов роста. В качестве фактора экономического роста рассматривается расхождение между паритетом покупательной способности и валютным курсом.

Нередко утверждается (Yotopoulos & Sawada, 2006), что высокий уровень отклонения ППС от реального валютного курса отрицательно воздействует на экономический рост. Этот вывод производился на основе исследований по множеству стран на материале 1980-х, 1990-х и 2000-х годов. Отмечалось, например, что в странах Африки высокое отклонение ППС от реального валютного курса подавляло рост, в то время как в странах Азии низкое отклонение ППС от курса, наоборот, рост стимулировало. Классическая теория Балассы-Самуэльсона утверждает, что в более богатых странах будет наблюдаться устойчиво завышенный уровень цен по сравнению с более бедными странами.

Предлагается иной подход к исследованию отклонения рыночного валютного курса от ППС. Управление номинальным курсом национальной валюты должно приводить к занижению валютного курса, что создает конкурентные преимущества экспортерам и производителям торгуемых товаров и услуг.

Высокие темпы экономического роста связаны с приближением ППС к номинальному курсу (а не с удержанием отклонения на высоком уровне). Иными словами, сопоставлять с экономическим ростом следует не **уровень** отклонения, а его **изменение**.

Это говорит о том, что сам по себе заниженный валютный курс не является источником роста. Он создает **потенциал** для экономического роста, но использовать этот потенциал можно только при наличии дополнительных условий. Когда эти условия выполняются, то

используется потенциал, созданный разницей валютного курса и ППС; внутренние цены приближаются к мировым; отклонение ППС от курса снижается (Рис. 1).

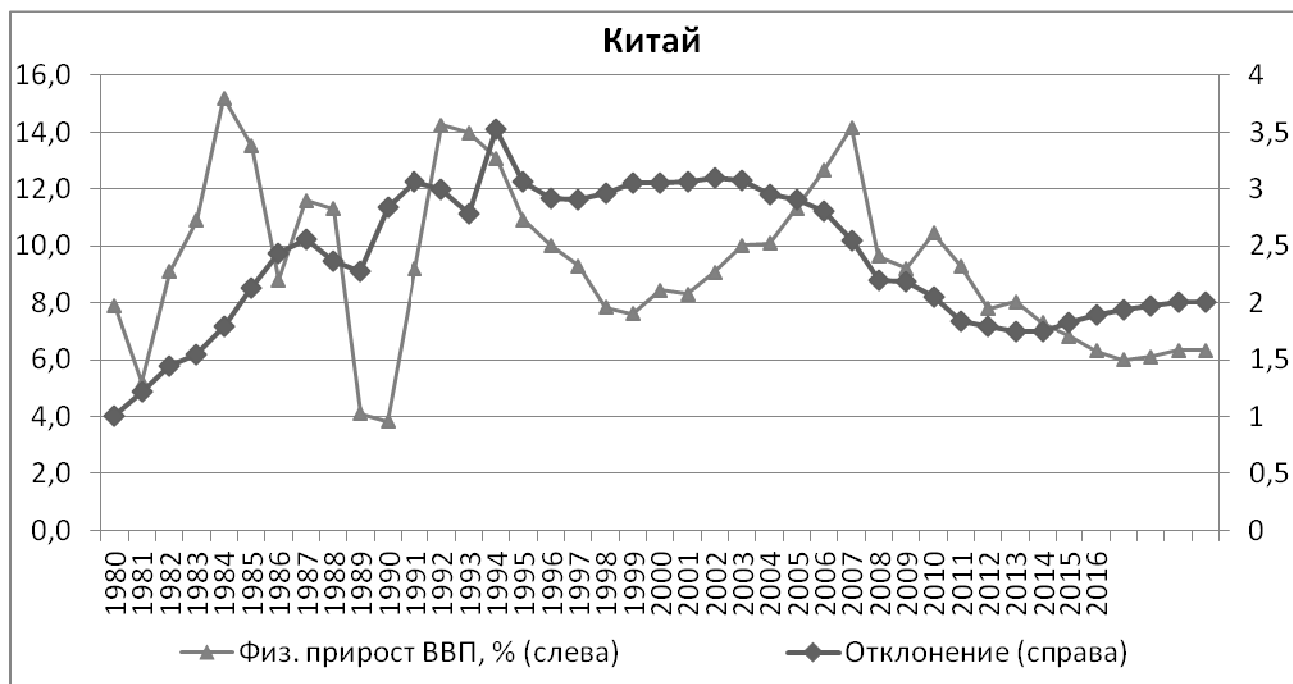


Рис. 1. Сравнительная динамика отклонения и физического роста ВВП в Китае

Чтобы обосновать нашу гипотезу, рассчитаем корреляции между физическими темпами прироста ВВП и приростом отклонения (к предыдущему году). Если гипотеза верна, то по странам мира будет наблюдаться массивная отрицательная корреляция.

Проведённый расчёт демонстрирует явное преобладание отрицательных корреляций, что в целом подтверждает нашу гипотезу. Среднее значение корреляции по данной панели стран (49 крупнейших стран мира по размеру ВВП по ППС после США) составляет -0,24, среднее значение только отрицательных корреляций: -0,34. Данные параметры рассчитаны для периода 1980-2016 гг.

В то же время, отмечено наличие положительных корреляций для России, Украины, Казахстана, Японии, ЮАР и некоторых других стран. 1990-е годы отмечены такой волатильной динамикой экономических параметров, что положительная корреляция может возникнуть по причине неучтенных в данном исследовании факторов, из-за разбалансировки финансовых систем.

Выделим период с 2002 по 2016 гг. (Рис.2), который характерен усилением отрицательных корреляций. Страны постсоветской зоны повторяют динамику Мексики, Кореи, Турции в предыдущее десятилетие. Из ведущих 49 стран мира остается только четыре с положительной корреляцией: Япония, Германия, Иран и Гонконг. Средняя корреляция на этом периоде составляет -0,42. Корреляция для России составляет -0,89 (максимальное значение по

выборке). Украина показывает -0,86; Казахстан -0,75. Это достаточные величины для того, чтобы говорить об устойчивой связи между показателями.

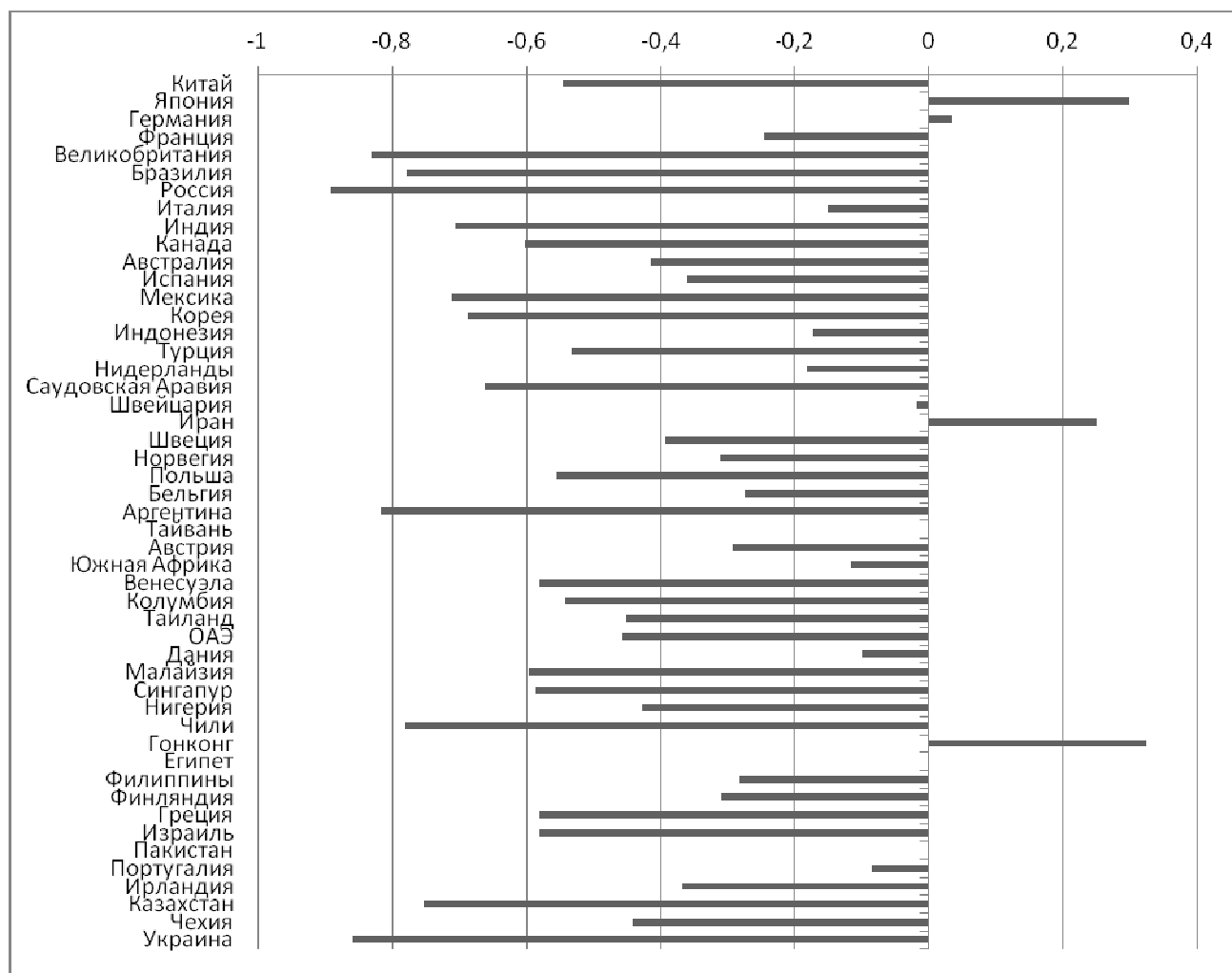


Рис.2. Корреляции динамики ВВП и отклонения на периоде 2002-2016 гг. по 49 ведущим странам мира

Анализ выбранных параметров развивающихся экономик бывшего СССР и Китая показывает, что основная гипотеза о связи между снижением отклонения ППС от номинального валютного курса и динамикой экономического роста подтверждается в определенные периоды для многих стран мира.

2. Разработано теоретическое обоснование возможности создания ценовых конкурентных преимуществ для экономики на основе управления расхождением между паритетом покупательной способности (ППС) и номинальным валютным курсом. Динамика ППС определяется относительной динамикой цен, т.е. инфляционными процессами, а номинальный валютный курс поддается управлению в некоторых пределах, определяемых наличием золотовалютных резервов и степенью контроля над движением капитала. Возможно обеспечить движение реальных параметров воспроизводства даже при компенсирующем изменении ценовых масштабов. Мягкая денежная политика при

**определённых условиях создаёт дополнительный конечный спрос, который стимулирует инвестиции в производственный сектор при наличии структурных мер поддержки.**

Занижение курса национальной валюты относительно ППС может способствовать экономическому росту при наличии достаточно гибкой структуры цен. Рост цен на неторгуемые товары и услуги сопряжен с инвестициями к их производству и, как следствие, ростом ВВП. Однако если инвестиции сдерживаются другими факторами, такими как высокие ставки, недостаток финансовых ресурсов в экономике, жесткость структуры цен и доходов, то экономический рост также будет сдерживаться.

Величина отклонения показывает потенциал роста. Должен существовать оптимальный темп инфляции, зависящий от структурных дисбалансов в экономике, выражаемых величиной отклонения ППС от курса, и позволяющий достичь максимального роста.

Соотношение между инфляцией и динамикой валютного курса определяет динамику ППС и отклонения ППС от номинального курса. Постоянное поддержание потенциала отклонения требует обесценения национальной валюты в том же темпе, что и инфляция, но это также означает, что потенциал не будет использован и фактор роста не сработает.

В 2014 году на основе этой логики был дан следующий прогноз для экономики Казахстана. Средняя инфляция в Казахстане за 2001-2007 гг. составляла 7,8% годовых, и после прыжка в 2008 г. (до 17%) она быстро вернулась к низким значениям, до 5,1% в 2012 г. Это означает, что потенциал роста ВВП за счет структурной инфляции невелик, что подтверждается низким значением отклонения: 1,18 в 2011 г. Потенциал отклонения 3,9 в 2000 г. был использован в период роста, и дальнейшее воздействие этого фактора не ожидается, по крайней мере, при текущей курсовой политике. Наоборот, близость ППС к текущему курсу скорее говорит о необходимости свободного плавления валютного курса, так как структура цен более или менее сбалансирована. Можно было прогнозировать более существенное ослабление тенге в следующие годы (после 2014), иначе Казахстан мог столкнуться с проблемами текущего баланса и завышенными внутренними ценами. Данный прогноз, как мы знаем, оправдался.

Прогноз для России 2015-го года был таков: на периодах укрепления рубля скорость сближения паритета и номинального курса примерно постоянна. Если эту линию экстраполировать на будущее, то после 2014 года можно ожидать 2-3 года укрепления рубля, а затем стабилизацию на уровне сопротивления, который зависит от соотношения производительности труда, в частности, от уровня накопленных и используемых технологий.

Следовательно, потенциал ценовой конкурентоспособности, созданный занижением валютного курса, может использоваться для ускорения экономического роста. Это сопровождается изменением совокупного спроса и вызванной им структурной инфляцией.

Тенденция динамики обменного курса в России в 2014-2015 гг. была такова, что существенное изменение уровня курса должно было сыграть на руку российской экономике. Падение курса национальной валюты обычно ведет к улучшению валютного сальдо страны по таким позициям как импорт и утечка капитала. Кроме того, оно создает возможности для массированного импортозамещения. В российском случае импортозамещение было стимулировано так называемыми «контрсанкциями». Контрсанкции представляли собой классические протекционистские меры, направленные на защиту отечественных производителей, в первую очередь, в секторе АПК, чтобы спрос на их продукцию был гарантирован на длительное время даже при ревальвации рубля.

Была проанализирована динамика отдельных статей платежного баланса, тесно связанных с динамикой реального курса национальной валюты: импорта и вывоза капитала. Исходными предпосылками задано, что российский экспорт энергоносителей неэластичен к курсу рубля (так как он представляет собой преимущественно экспорт сырья с высокой рентной составляющей), а платежи по иностранным активам и пассивам привязаны к их объему и уровню процентных ставок. Также проведена оценка движения отдельных статей платежного баланса и курса рубля, компенсирующего негативные внешние шоки, связанные с падением цен на нефть.

**Обоснован способ прогнозирования основных статей текущего счёта платёжного баланса для нахождения равновесного обменного курса рубля. Возможность воздействия на курс рубля для создания конкурентных преимуществ поддерживается существующими резервами, но ограничивается связыванием резервов в долгосрочных вложениях для стимулирования экономической динамики. Соответственно, описанные в этом разделе ограничения задают степень свободы денежных властей в управлении обменным курсом, а также позволяют оценивать последствия для импортно-зависимых отраслей и для бюджета (в сфере критического импорта, например, продукции фармацевтики).**

**3. Теория "внутренних" и "внешних" денег Герли и Шоу развита с учётом "внешних" денег, поступающих из-за рубежа в виде положительного сальдо торгового баланса или внешних займов. Показано, что характер проводимой в России денежно-кредитной политики в 2003-2010 был зависимым. Свойства этой зависимости обосновываются с теоретических**

**позиций "невозможной триады", одновременно формулируются способы сделать денежную политику менее зависимой от внешнего мира.**

Банк выдаёт кредит, исходя из ожиданий роста доходов заёмщика. Созданная банками денежная масса выдана под ожидания будущих доходов, т.е. заёмщик в данном случае оценивает ценность денег как высокую. Насколько инфляционный эффект этой денежной массы выше или ниже инфляционного эффекта денег, выпущенных для погашения дефицита бюджета? Мы приходим путём таких рассуждений к размышлениям о концепции внутренних и внешних денег, предложенной Герли и Шоу в 1960 г. Они писали, что часть денежной массы обеспечивается государственными долгами, а часть — долгами частного сектора.

"Внутренние" деньги для экономики – это деньги, созданные банками в ответ на спрос на деньги, предъявленный заёмщиками. Пока центральный банк согласен с тем, что банки ведут разумную политику и являются по его меркам достаточно надёжными, эмитированные этими банками кредитные деньги являются полноценными деньгами и могут размениваться банками на "внешние" деньги (см. также Сапир, 2011). "Внешние" деньги эмитируются центральным банком. Если деньги обеспечиваются только обещанием правительства и центрального банка поддерживать занятость и загрузку мощностей на естественном уровне, то это чистый долг правительства.

Когда экономика не может создать соответствующий долгу продукт, эмитированные банками "внутренние" деньги оказываются лишними, не обеспеченными продуктом. По монетаристской теории, цены в этой ситуации должны вырасти, чтобы соблюсти баланс спрос и предложения. Однако, часть выпущенных внутренних денег исчезает в процессе банкротств ненадёжных заёмщиков. Экономика в процессе балансировки может потерять часть эффективных в долгосрочном плане производств и даже отраслей. Поэтому не случайно государственная политика должна учитывать фактор международной конкуренции. Нередко бывает необходимо поддержать неэффективную компанию (например, банкротящийся крупный банк), чтобы сохранить за собой конкурентное преимущество на мировом рынке (в данном примере - надёжную финансовую систему). Именно на такую поддержку была направлена политика "количественного смягчения" в США и ЕС.

Дискуссии о "внутренних" и "внешних" деньгах в терминологии Герли и Шоу будут неполны без детального рассмотрения механизма превращения "внешних" денег во "внутренние" и наоборот. Центральная ликвидность - это современные "внешние" деньги, хотя и не оформляемые наличностью. Как показывает О. Говтвань (Говтвань, 2009), центральная ликвидность обращается между банками и редко выходит в оборот по счетам предприятий. Путей трансформации во "внутренние" деньги у этой ликвидности не так много: либо операции

с валютой, либо бюджетный канал, либо наличность. У всех этих каналов есть естественные ограничения по масштабу. Разве что активные операции с валютой (массированные внешние займы или операции carry-trade, как в России в 2003-2007 гг.) могут превратить существенную часть центральных денег в деньги второго уровня, "внутренние". Для более полного понимания ограничений макрофинансовой политики следует рассмотреть реальные каналы и масштабы трансформации одних денег в другие.

В соответствии с «монетарной трилеммой», сформулированной Обстфельдом, Шамбо и Тэйлором в 2004 г., страна не может иметь одновременно стабильный (фиксированный) курс национальной валюты, активную независимую денежно-кредитную политику и открытый рынок капитала.

Пока для России был важен стабильный валютный курс, необходимо было выстраивать денежную политику, исходя из денежной политики ФРС и ЕЦБ. Альтернативой было закрытие рынка капитала, но это повлекло бы не столько отказ от иностранных инвестиций (исторически закрытие рынка от «горячего» краткосрочного капитала не останавливало прямые иностранные инвестиции, а наоборот, стимулировало), сколько невозможность для российских предприятий вывозить капиталы за рубеж. Завоевание зарубежных рынков рассматривалось как естественный этап роста отечественных компаний.

Попытки эмпирической проверки трилеммы вводят четвертое измерение – наличие валютных резервов. Понятно, что имея валютные резервы, страна может некоторое время проводить независимую денежную политику без контроля над движением капитала и сохранять стабильный валютный курс. Но это стоит довольно дорого. Так, Россия пыталась сдерживать движение курса за счет резервов в 1998 и 2008 гг., что повлекло за собой более сильное падение курса национальной валюты в дальнейшем.

Страна же, имеющая возможность эмитировать резервную валюту, имеет практически неограниченные валютные резервы. Разумные ограничения на использование такой возможности позволяют сохранить доверие к своей валюте, а значит, сохранить ее в числе резервных.

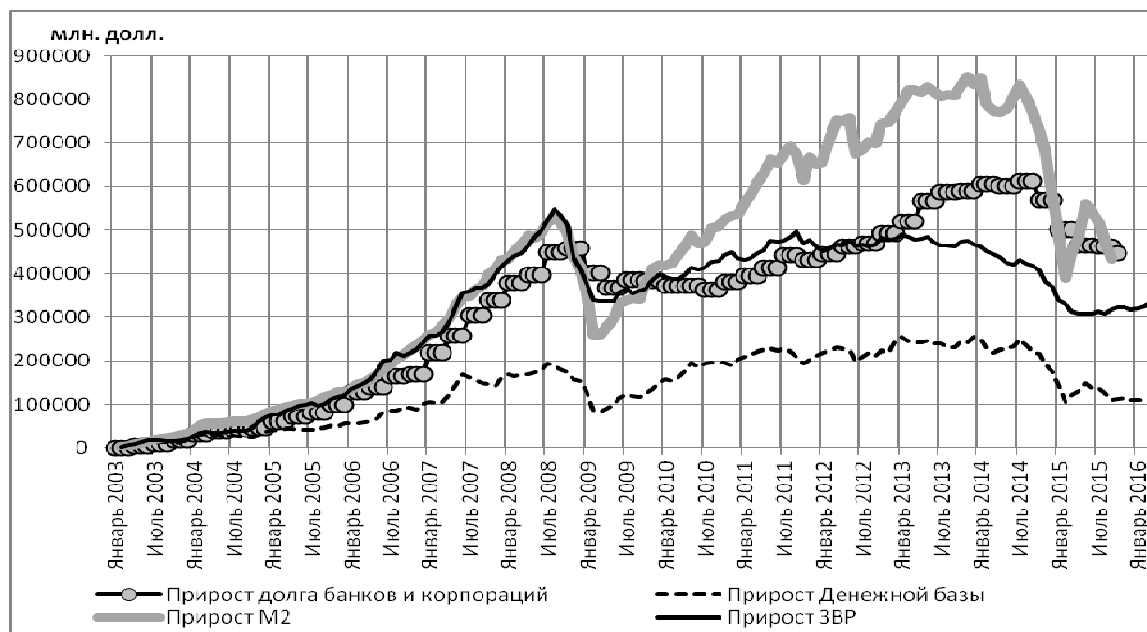
Таргетирование инфляции сочетается в США и Еврозоне с учетом параметров безработицы и доходов населения в целях поддержки экономического роста при разработке и проведении денежно-кредитной политики. При этом открытость финансового счета платежного баланса совпадает с возможностью эмитировать резервную валюту.

Основные механизмы выстраивания зависимой денежной политики:

1. Currency board, или финансирование Банком России внутреннего товарного оборота только под увеличение ЗВР за счет валютных операций на открытом рынке. Такая политика эквивалентна покупке положительного сальдо платежного баланса в резервы.
2. Снижение ставок с 2008 г. (ФРС, ЕЦБ, Банк Японии) "импортировалось" через создание системы вывоза-ввоза капитала: зарубежные займы были дешевыми, поэтому выгодно было занимать за рубежом, наращивать приток внешнего капитала.
3. Возможность повышения ставки ФРС влияет на ДКП России через соотношение стоимости доллара и сырьевых активов. Чем выше курс доллара, тем дешевле сырьевые товары (commodities). При изменении давления на курс рубля ЦБР меняет ключевую ставку, в соответствии с политикой таргетирования инфляции.

Отказ от привязки валютного курса в 2014 г. и сохранение открытого рынка капитала даже в условиях санкций дают России теоретическую возможность проводить независимую денежно-кредитную политику.

Что касается измерения степени независимости денежно-кредитной политики, то обычно ссылаются на корреляцию между процентной ставкой страны и ставкой ФРС. Опыт России, однако, показывает, что сама величина ставки не так важна, как объем денежных инструментов, предоставляемых по этой ставке. Поэтому объем денежной массы M2, выпущенный без соответствующего наращивания золотовалютных резервов, является для России хорошей мерой (не)зависимости денежной политики.



**Рис.3. Накопленные приросты денежных агрегатов и золотовалютных резервов РФ с 2003 г. Currency board (зависимая денежная политика) с 2003 до 2010 гг. Независимая денежная политика с 2010 г.**

Рис. 3 иллюстрирует, что политика *surgency board*, то есть наращивания денежной массы исключительно за счет наращивания золотовалютных резервов, фактически велась до 2010 г. Падение денежной массы M2 в 2009 г. было скомпенсировано ускоренным ее ростом, и к 2010 г. стоял выбор: наращивать денежную массу в соответствии с темпом прироста ВВП, или же наращивать ее в соответствии с запросами экономики. Был выбран второй вариант.

Соответственно, прирост M2, не обеспеченный приростом ВВП, можно назвать «независимым». С января 2010 г. по июль 2014 г. 87% новой денежной массы возникло в результате независимой денежной политики. Последующее падение рубля сжало эту массу в долларовом выражении и вернуло соотношение между добавленной денежной массой и резервами к прежним уровням.

Отметим, что прирост M2 в период с 2002 по 2010 гг. практически совпадает с динамикой внешнего долга банков и корпораций (или внешнего долга России за вычетом долга правительства и ЦБ), а также с динамикой резервов. Положительное сальдо платежного баланса слабо конвертировалось в денежную массу (то есть вывозилось за рубеж). А внешние займы конвертировались в рубли, увеличивая ВВП, что полностью обеспечивало прирост денежной массы M2. Таким образом, внутренняя денежная политика полностью зависела от внешних условий финансирования.

Это представление совпадает с моделью "внутренних" и "внешних" денег Герли и Шоу. В то же время, такое представление расширяет концепцию денежного мультипликатора, позволяя учесть мотивационные аспекты "признания" или "непризнания" части денежной массы.

Обеспечение денежной массы России резервами есть легитимизация рубля как средства вложения на мировой арене. Необеспеченный рост денежной массы не дает долгосрочной возможности наращивать внешние заимствования. Но внешние займы – вынужденная мера, на которую шел российский бизнес, чтобы зафиксировать рентабельность, обходя высокие ставки по рублевым кредитам.

Если бы Россия вела собственную денежную политику с 2002 г., то в эти годы не возникло бы такой экспозиции по внешним займам, но была бы построена система внутреннего кредитования. Приращение за это время внешнего долга банков и корпораций в размере около 500 млрд долл. США превратилось бы в 12-15 трлн руб., выданных в качестве внутреннего кредита.

Вопрос, конечно, состоит и в том, кому были бы выданы эти деньги. Финансирование нефтяной промышленности на этапе роста цен на углеводороды было оправдано и эффективно

с экономической точки зрения. Однако это противоречит идее диверсификации производства и развития тех отраслей промышленности, в которых Россия существенно отстает (машиностроение, в том числе транспортное, химия, фармацевтика, электротехника). Если бы эти деньги пошли на кредитование бизнеса в рамках государственных программ развития промышленности (по китайскому образцу), то кредитные риски в них были бы существенно выше, и, таким образом, сохранность средств, полученных в профицитные годы, была бы поставлена под сомнение. Но инвестиции начали бы генерировать доходы, не зависимые от валютного курса и цен на нефть, поэтому падение внутреннего спроса в 2009 и 2015 гг. могло бы оказаться намного слабее – в рамках других схожих с нами по структуре экономики стран. Россия же в эти годы испытала наиболее масштабное из стран мира сокращение спроса, так как общая неуверенность распространялась как на население, так и на крупный бизнес и на бюджет.

Следует подчеркнуть, что 12-15 трлн. руб., о которых говорилось двумя абзацами выше, не являются дополнительными инвестициями за счёт внутреннего кредита. Это те инвестиции, которые уже были сделаны в российскую экономику за счёт внешних займов, в отрасли первичного сектора, телекоммуникационные, транспортные. Если бы эти деньги были выпущены без обеспечения валютными резервами, то текущий обменный курс был бы другим. Следовательно, мощный импульс к развитию получили бы другие отрасли: вторичного и третичного сектора (обрабатывающие и производители услуг).

Проведение независимой денежно-кредитной политики основывается на создании **доверия** к будущим доходам внутри экономики, независимо от внешних условий. Отсутствие доверия между ЦБР, системой государственной власти и бизнесом выражается в следующем:

1. ЦБР не предоставляет кредитных денег напрямую государственному бюджету, так как не доверяет эффективности их использования в бюджетной сфере, в том числе в государственных инвестициях.
2. Распорядители бюджетных средства не строят долгосрочных инвестиционных планов, так как не доверяют ЦБ, точнее, его способности удерживать финансовую стабильность.
3. Крупный бизнес не ориентируется на государственные программы как на руководство к инвестированию. Их статус ниже, чем статус закона о бюджете. Поэтому крупный бизнес не спешит инвестировать в промышленность, которая может создать объекты или товары, закупаемые в рамках госпрограмм. Таким образом, своего прямого назначения – ориентировать бизнес в инвестиционной деятельности и гарантировать государственный спрос в средне- и долгосрочном периоде – госпрограммы не выполняют.

Любые современные деньги – это эссенция доверия экономических агентов эмитенту и друг другу (Панфилов, 2009). Когда есть доверие, но нет денег, то используются заменители. В 1990-е годы в России в этом качестве выступали частные долги эмитентов с высокой степенью доверия. Существовала система взаимозачетов, фактически, клиринг частных долгов. Обратная ситуация: когда деньги в системе есть, но доверие уменьшается, деньги становятся необеспеченными. Частные долги не обеспечены доверием агентов, не получают рефинансирования кредитора в последней инстанции, и тогда в банковской системе образуются дефициты, которые разрешаются через дефолты по долговым инструментам, банкротства предприятий, а в случае системного накопления рисков – и инвесторов.

Такое разделение – обобщение взглядов Х. Мински и других авторов теории финансовых пузырей. В работах Е.В. Чирковой подробно исследованы эти подходы, а в последующих работах на эту тему проанализированы известные нам пузыри (рынок нефти, фондовые рынки развивающихся стран, рынки недвижимости нефтедобывающих государств). Также теория финансовых пузырей подробно анализируется в исследованиях А.Д. Смирнова. Однако, здесь речь идет не о пузырях на отдельных рынках, а о развитии экономики в целом, и вопрос, скорее, в том, насколько обоснованным является ожидание будущего экономического развития.

Программы количественного смягчения в развитых финансовых системах состояли в выпуске большого количества денег в банковскую систему, чтобы заместить банковские активы, доверие к которым оказалось утраченным. В числе наиболее известных таких активов – упавшая в цене недвижимость в США, государственный долг Греции и Кипра в Европе и прочие «токсичные активы». Доверие в западных экономиках резко упало после банкротства банка Lehman Brothers и выявления крупнейших финансовых пирамид (Enron), что потребовало расширения регулирования ведущих финансовых систем нерыночными методами. В этом случае государство использовало свой кредит доверия, чтобы заместить утраченное доверие к частным и парагосударственным компаниям.

Доверие в российской экономике выражается в уверенности бизнеса в будущем спросе и, в конечном итоге, в рыночной капитализации этого бизнеса. Если госбюджет выпускает в экономику деньги через государственный спрос, то в дальнейшем эти деньги могут оставаться в обороте или уйти в разнообразные утечки. Утечками могут выступать: 1) Валютный рынок. Конвертация свободных средств в валюту при нестабильности курса; 2) Зарубежные счета. Вывод свободных средств на зарубежные счета при неуверенности в будущей доступности денег. Факторами неуверенности могут выступать, например, неустойчивость банковской системы или давление на права собственников (как активов, так и потоков дохода); 3)

Издержки на оформление трансграничных поставок необходимого сырья и комплектующих, на усложненную логистику, на завышенные процентные платежи по банковским кредитам; 4) Приобретение непрофильных активов, например, финансовых предприятий промышленными группами; 5) Коррупция. Деньги могут быть выведены из оборота на личные счета распорядителей финансовых потоков. Возможно, это не уменьшит совокупный спрос в стране, если они не будут конвертированы в валюту или импортные товары/услуги, но в любом случае выведет их из поддержания производственных цепочек.

Если же бизнес имеет гарантию, что деньги останутся во внутреннем обороте и будут поддерживать спрос, то эти деньги являются «полноценными» и работают на инвестиции, на производство. Способов сделать деньги «полноценными» немного. В современных дискуссиях спектр этих инструментов обычно сводят к двум парадигмам.

Парадигма 1 «Контрольно-принудительная». В рамках этой парадигмы информация о движении средств по счетам собирается контролирующими органами, которые настроены на сохранение средств во внутреннем экономическом обороте. Выстроены преграды на пути утечек за рубеж (контроль над движением капитала), ограничена покупка наличной валюты, непрофильные финансовые операции экономических агентов подвергаются дополнительному контролю.

Парадигма 2 «Рыночно-либеральная». В рамках либеральной парадигмы следует закрыть неэффективные цепочки денежного оборота через механизмы банкротства и бороться только с коррупционными утечками. Выстраивание хорошей судебной системы, борьба с коррупцией должны привлекать капиталы, и, таким образом, валютные и непрофильные утечки прекратятся сами собой. В рамках этой парадигмы экономика автоматически сжимается до цепочек, в которых осталась критическая масса доверия.

Обе парадигмы несут вполне определенные риски для экономики. Первая, контрольно-принудительная, может формализоваться и сделать экономику негибкой, неэффективной и неконкурентоспособной в сегодняшнем мире. Вторая несет риск того, что некоторые цепочки оборота денег, потеряв доверие государства и бизнеса, будут утрачены, и чтобы запустить их снова, потребуются огромные вливания капитала (пример: судостроение и авиастроение в России), в то время как их макроэффекты в сумме положительны для экономики и бюджета. Использование рыночно-либеральной парадигмы крупными западноевропейскими промышленными и банковскими структурами в Восточной Европе для концентрации банковских активов и закрытия купленных задешево промышленных предприятий-конкурентов также заставляет оценивать ее риски как существенные.

Поэтому главный вопрос денежной политики сегодня – выстроить стратегию финансового управления. Она должна включать в себя определенные рамки для государственного спроса: вплоть до процента затрат на закупки товаров и услуг внутреннего производства (по китайскому опыту). Она должна включать в себя определенные требования к финансовым менеджерам по регулированию утечек.

**Расширение кредита должно стать основным способом борьбы с инфляцией в современной России. В Китае расширение кредита для производства электротехнического оборудования, машиностроительной продукции, современной электроники обусловило очень низкую инфляцию (нередко и дефляцию) в этих отраслях в мировом масштабе, существенный прирост экспорта из Китая и заполнение внутреннего рынка. Выравнивание кредитных ставок между отраслями должно стремиться в сторону низких, а не высоких ставок, а это возможно только при расширении количества проектов, пользующихся такими ставками. Это приведет к падению ставок и по кредитам другим отраслям экономики. Выход на траекторию роста невозможен без сознательной работы над предотвращением утечек, как через финансовый менеджмент, так и через стратегическое управление.**

По специальности 08.00.10 (финансы, денежное обращение, кредит):

**4. Обоснован метод расчёта потребности предприятий в кредитных ресурсах, составляющей значительную часть внутреннего спроса на деньги. На основе такого расчёта рассчитаны ориентиры по ставкам и размеру внутреннего кредита. Эти расчёты задают параметры денежного предложения, что позволяет формировать сбалансированную денежно-кредитную политику, стимулирующую долгосрочный устойчивый экономический рост и одновременно сдерживающую рост цен.**

Для выхода из кризиса 2014-2015 гг. выделяются три наиболее важных направления государственной антикризисной политики:

1. Защита внутреннего рынка в течение 3-4 лет для обеспечения получения и реинвестирования доходов отечественным бизнесом. Поддержание низкого курса рубля (не выше 60-65 руб./долл. США) и контрсанкций – этот вопрос принципиально важен для сегодняшних инвесторов в отечественную промышленность.
2. Доступность кредитных средств по приемлемым ставкам для расширения выпуска.
3. Индикативный план. Речь идет не о госзаказе на внутреннюю продукцию, а об индикаторах спроса, выдаваемых министерствами на основе их сведенных данных о производственных цепочках.

В современных условиях российская экономика может использовать мощный девальвационный импульс для развития. Но это развитие может быть остановлено или отложено определенным способом действий или бездействием со стороны денежно-кредитных и фискальных властей.

Снижение потребления населения идет более быстрым темпом, чем спад инвестиций. При этом государственное потребление не меняется в реальном выражении и удерживает экономику от усугубления спада. Но без доходов экономики не будет и бюджетных доходов, поэтому вопрос финансирования госрасходов очень важен: если их профинансировать за счет экономики (например, изъяв кредитные ресурсы через региональные займы в коммерческих банках), то в дальнейшем роста доходов ждать не придется еще несколько лет. Экономика может даже уйти на траекторию длинного спада.

**Следовательно, выход из кризиса 2014-2015 гг. состоит в том, чтобы дать бизнесу заработать свои доходы и сохранить их. Необходимо сдерживать доходы финансовой системы и монополизированных отраслей с помощью регулирования цен (ставок) и отпустить цены, а значит, и доходы высококонкурентных отраслей.**

Модели (см. Уолш, Барро) показывают, что волатильность реального роста экономик снижается в режиме инфляционного таргетирования (другими словами, возможное ускорение роста не реализуется). В высказываниях представителей ЦБ РФ и экономического блока правительства повторяется аргумент: якобы есть размен «рост сейчас, а потом замедление, либо медленное восстановление сейчас, и потом устойчивый рост, а в среднем это одно и то же».

Целевое значение по инфляции для экономики России должно определяться тем значением, которое позволит экономике переварить первоначальный инфляционный шок от роста спроса и поставить инвестиционные ориентиры по доходности и окупаемости. Движение цен существенно зависит от плотности регулирования цен отраслей сырья и первого передела.

Если мы принимаем сегодняшнюю ценовую структуру российской экономики за оптимум, то, действительно, инфляцию следует снижать. В этом случае Россия остается сырьевой экономикой, не развивающей ни обрабатывающую промышленность, ни технологии (востребованные той самой промышленностью, так как добывающие отрасли предъявляют спрос только на 7-8% новых технологий), ни современные услуги.

Но если стремиться к развитию высоких технологий и отраслей с высокой добавленной стоимостью, то следует проводить политику сдерживания рентабельности сырьевых отраслей в пользу последующих переделов. Это, естественно, влечет за собой изменение относительных цен. На продукцию отраслей, которые следует развивать, должен расти спрос, а, как следствие,

и цены. В этом смысле ограничение кредитования, которое ЦБ рассматривает как сдерживающее инфляцию, одновременно сдерживает и рост обрабатывающих отраслей.

Таким образом, текущая денежно-кредитная политика провозглашает своей целью сдерживание расходов домохозяйств, сдерживание роста заработных плат (чтобы не вырос спрос), сохранение высокой склонности к сбережению и поддержание высоких процентных ставок. Даже несмотря на существование инструментов, позволяющих выдавать кредиты предприятиям по ставкам ниже ключевой, эти инструменты не приветствуются Банком России, и их масштаб не будет увеличиваться.

Денежная политика должна отсекают от финансирования те проекты, которые не дают макроэффекта, которые стимулируют утечки из бизнес-оборота (в валюту, в потребительский импорт, в сбережения в финансовых инструментах). Наоборот, для проектов, развивающих спрос внутри страны (на комплектующие, на логистику, на торговые и транспортные мощности, на проектные, финансовые, сервисные и прочие услуги, сопровождающие продукт), деньги не должны быть дефицитом.

Нет смысла улучшать денежно-кредитную политику точечными мерами по предоставлению определенным отраслям или секторам экономики дешевых кредитов. Необходимо менять вектор ДКП целиком, переходя от «умеренно-жесткой», проциклической и усугубляющей экономический кризис, к умеренно-мягкой, контрциклической денежной политике. На данном этапе для предприятий важнее всего гарантии спроса, они будут инвестировать в производство при первых признаках роста реальных доходов населения.

**5. Спрос на инвестиционные кредиты оценён исходя из соотношения рентабельностей отраслей и кредитно-депозитных ставок, из чего сделан вывод о необходимости структурной политики процентных ставок и регулирования их уровня относительно рентабельностей бизнеса. Обосновано, что экономический рост поддерживается динамикой инвестиций, когда существенная часть экономики (по валовой добавленной стоимости) может позволить себе финансировать инвестиции заёмными деньгами. В ситуации же высоких ставок, когда лишь малая часть экономики может обслуживать займы, инвестиций за счёт собственных источников не хватает для положительной динамики экономики.**

Приведем динамику рентабельности отраслей с 2005 по 2015 гг. с промежуточными реперными точками в 2011 и 2013 гг. В данном разделе использован показатель рентабельности по продажам. Отрасль "финансы" была исключена из рассмотрения - на минимальной

рентабельности в доли процента она может зарабатывать достаточно за счёт быстрого оборота, не отражаемого статистическим коэффициентом оборачиваемости. Для остальных отраслей был введён коэффициент оборачиваемости, рассчитанный из данных Росстата по "оборачиваемости оборотных активов организаций" в днях. Коэффициент оборачиваемости показывает, сколько оборотов активы организации делают за один год. Домножая рентабельность продаж на коэффициент оборачиваемости, мы получаем результирующую рентабельность, которую имеет смысл сравнивать с банковской ставкой процента.

При таком анализе предприятия можно разделить на 3 группы. Первая группа - это предприятия у которых рентабельность ниже, чем ставка по депозитам. Этим предприятиям выгоднее вложить деньги на депозит, чем инвестировать в собственное производство. Вторая группа – это предприятия с рентабельностью больше чем ставка по депозитам, но меньше, чем ставка по кредитам. Эти предприятия могут привлекать внешние инвестиции или вкладывать свои, но им невыгодно брать кредит в банке. Третья группа – это предприятия, которые имеют рентабельность выше, чем ставка по кредитам. Эти предприятия могут привлекать внешние инвестиции, включая банковский кредит.

Статистические данные о среднегодовой рентабельности формируют нижний предел рентабельности, позволяющей получить банковский кредит. А рентабельность, поправленная на коэффициент оборачиваемости - максимальный уровень ставки, при которой кредит ещё можно обслуживать.

В качестве ставок использовались показатели «средневзвешенная ставка по депозитам физических лиц сроком до года без депозитов «до востребования»», а также «средневзвешенная ставку по кредитам для нефинансовых организаций». Депозитные ставки являлись уровнями отсечения инвестиций в разные периоды. В 2005 г. все основные отрасли экономики (добывающие, обрабатывающие, транспорт, недвижимость) могли финансироваться кредитами, рентабельность это покрывала (Рис. 4).



**Рис. 4. Рентабельность отраслей в 2005 г. - исходная и результирующая, скорректированная на оборачиваемость, % годовых.**

В 2011 г. картина несколько изменилась. Упала оборачиваемость активов в таких отраслях, как сельское хозяйство, бизнес-услуги и недвижимость, строительство, производство машин и оборудования. Сырьевые отрасли и отрасли первичной обработки, тем не менее, могли вполне успешно развиваться и покрывать стоимость обслуживания кредита. Перед кризисом, в последнем "благополучном" 2013-м году, когда инвестиции и экономический рост уже тормозились, но курс и ставки были ещё стабильны, рентабельность обрабатывающих производств (в частности, машиностроения и пищевой промышленности) и сельского хозяйства резко упала. Высокие ставки стали тормозом развития отраслей, а кредитные ставки не давали возможности инвестировать в развитие.

Резкий рост ставок в 2015-м году не позволил большинству отраслей привлекать инвестиции, т.к. их рентабельности не превосходили безрисковую депозитную ставку. Рентабельность проектов обрабатывающей промышленности была в среднем на уровне депозитных ставок и не покрывала среднюю ставку по кредитам. Однако, "контрсанкции" и сдерживание тарифов помогли рентабельности сельского хозяйства. Наблюдается падение оборачиваемости, вызванное замедлением динамики спроса. Это создаёт риски для отраслей, зависящих от банковского кредита. Поэтому после кризиса 2014 года динамика кредитования существенно замедлилась и так и не восстановилась к 2017-му. Рис. 5 показывает, что в 2015-м

г. впервые существенное количество отраслей не могло обслуживать кредит при текущей ставке и средней рентабельности (даже поправленной на коэффициент оборачиваемости).

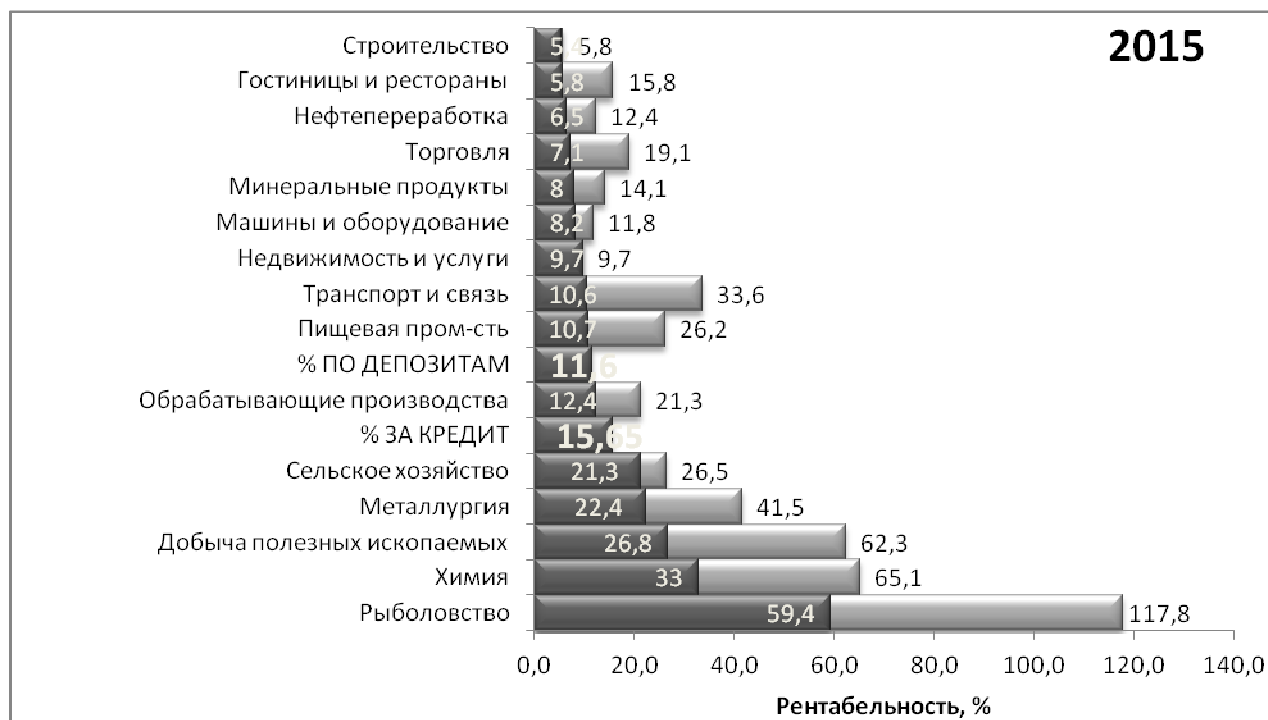


Рис. 5. Рентабельность отраслей в 2015 г. - исходная и результирующая, скорректированная на оборачиваемость, % годовых.

Высокие рентабельности в 2015-м году у добывающих отраслей, сельского хозяйства, химической и металлургической промышленности одновременно означают, что обрабатывающие отрасли, потребляющие топливо, металл и химию, не получили вызванного девальвацией инфляционного эффекта в должной мере. В то же время, снизить издержки для этих отраслей можно за счёт снижения процентных ставок по их кредитам. Это включает в себя как политику снижения ключевой ставки ЦБ (ставки рефинансирования), так и политику смягчения требований по резервированию кредитов для снижения разрыва между депозитными и кредитными ставками.

Ситуация 2015-2016 гг. характеризуется повышением рентабельностей почти всех отраслей вследствие девальвации валюты и ограничения рынка для некоторых импортных товаров. В то же время рост ставок сохранил прежнюю ситуацию с кредитованием инвестиций и не позволил воспользоваться полученными преимуществами.

Если же воспользоваться данными по валовой добавленной стоимости (ВДС), создаваемой в отраслях, и данными об инвестициях в отраслях, то можно выделить суммарную ВДС и суммарные инвестиции производственных и инфраструктурных отраслей, чья

рентабельность выше депозитной ставки и выше кредитной ставки. Эти расчеты приведены в нижеследующей таблице (Таблица 1).

**Таблица 1. Доля отраслей, чья рентабельность выше депозитной и кредитной ставки, по ВДС и по инвестициям в основной капитал**

|                                                                              | 2011       | 2012       | 2013       | 2014       | 2015       |
|------------------------------------------------------------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| Ставка по депозитам физических лиц до года, без депозитов «до востребования» | 5,4        | 6,5        | 8          | 8,54       | 11,64      |
| Средневзвешенная ставка по кредитам нефинансовым организациям                | 8,5        | 11,3       | 12,00      | 12,47      | 15,65      |
| ВДС тех, кто выше депозитной ставки                                          | 41 792     | 43 578     | 28 035     | 32 676     | 14 334     |
| ВДС тех, кто выше кредитной ставки                                           | 33 189     | 16 291     | 6 389      | 11 329     | 13 366     |
| Суммарная ВДС                                                                | 51 500     | 57 759     | 61 791     | 67 601     | 72 371     |
| <b>Доля по ВДС тех, кто выше депозитной ставки</b>                           | <b>81%</b> | <b>75%</b> | <b>45%</b> | <b>48%</b> | <b>20%</b> |
| <b>Доля по ВДС тех, кто выше кредитной ставки</b>                            | <b>64%</b> | <b>28%</b> | <b>10%</b> | <b>17%</b> | <b>18%</b> |
| Инвестиции тех, кто выше депозитной ставки                                   | 9 863      | 9 890      | 9 042      | 9 932      | 4 121      |
| Инвестиции тех, кто выше кредитной ставки                                    | 7 990      | 6 618      | 2 257      | 3 229      | 3 948      |
| Суммарные инвестиции                                                         | 11 036     | 12 586     | 3 450      | 13 903     | 14 556     |
| <b>Доля по инвестициям тех, кто выше депозитной ставки</b>                   | <b>89%</b> | <b>79%</b> | <b>67%</b> | <b>71%</b> | <b>28%</b> |
| <b>Доля по инвестициям тех, кто выше кредитной ставки</b>                    | <b>72%</b> | <b>53%</b> | <b>17%</b> | <b>23%</b> | <b>27%</b> |

Источник: ЦБ РФ, Росстат, расчёты автора.

Данный расчёт свидетельствует о резком падении стимулов к кредитованию и инвестированию в 2014-2015 гг. Потенциал возврата к инвестированию при снижении процентных ставок до соотношения 2010-2012 гг. оценивается в 4-5 трлн руб. Потенциал дополнительных инвестиций при дальнейшем снижении ставок еще выше.

**У разных отраслей народного хозяйства России разная рентабельность. Сельское хозяйство в целом не может оплачивать банковские кредиты, инфляция для него – бессмысленный параметр. Для сельского хозяйства, тяжёлого машиностроения есть вполне определенные циклы цен на сырьё, топливо, есть сроки платежей. Есть дефляторы отрасли, есть дефляторы издержек, и в комбинации они и определяют динамику рентабельности данной отрасли. Процентные ставки по кредитам должны ориентироваться на структуру рентабельностей по отраслям. Отсечение целых отраслей от кредитования негативно влияет на целостность и динамику народного хозяйства.**

**6. Спрос на кредиты для финансирования оборотного капитала оценён по критериям восстановительного роста к уровню 2013 года, рассчитан спрос на кредиты при разных обменных курсах рубля. Для курса 60 руб. за доллар США дополнительный спрос на кредитование оборотного капитала оценен в 1,3 трлн. руб. относительно уровня 2015 года. Таким образом обосновывается тезис о том, что эндогенных ограничений для**

**финансирования экономического роста фактически нет, но есть экзогенные, заданные жёсткой денежно-кредитной политикой.**

Обоснованным критерием для проведения оптимальной денежной политики должны служить расчеты спроса на деньги. Представим пример расчета спроса предприятий на заемные средства для финансирования оборотного капитала.

Модель строится на следующих предположениях. В 2013 г. бизнес закупал часть сырья и комплектующих в России, а часть за границей. В 2014-2015 гг. курс рубля резко упал, с уровня около 33 рублей за доллар США (начало 2014 г.) до уровня около 75 рублей за доллар США (на начало 2016 г.), то есть более чем в два раза. За эти два года цены производителей выросли на 8,9% (январь 2016 г. к январю 2014 г., по данным Росстата – только для товаров, выпускаемых на внутренний рынок). На основе расчетов ИНП РАН по импортной матрице можно рассчитать долю импорта в промежуточном потреблении каждой из отраслей народного хозяйства России.

Средняя доля импорта в промежуточном потреблении, по расчетным балансам ИНП РАН на 2013 г., составляла 12%. Таким образом, можно рассчитать прирост спроса на оборотный капитал для нового уровня курса. Рассчитаем его для двух уровней: 60 руб./долл. США и 75 руб./долл. США. При курсе 60 руб./долл. США спрос на оборотный капитал увеличивается на 9,9%, а при курсе 75 – на 15,4%.

Зная, по статистике, объем оборотных активов предприятий, а также его составляющие, такие как дебиторская задолженность и запасы, можно сопоставить эти активы с привлеченными средствами. Доля дебиторской задолженности (26 264 млрд руб. на декабрь 2013 г. по данным Росстата) пусть остается той же самой, 41% от оборотных активов. Тогда прирост требований к оборотным активам увеличится на «девальвационную составляющую» (импортная и отечественная инфляция затрат), компенсацию нерефинансированных внешних долгов и уменьшится на прирост дебиторской задолженности (Таблица 2).

**Таблица 2. Расчет потребности предприятий в увеличении кредита**

|   |                                                                                                                              | Всего        |              |
|---|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------|--------------|
|   |                                                                                                                              | Курс 60 р/\$ | Курс 75 р/\$ |
| 1 | Платежи предприятий на текущую деятельность, млрд руб. (2013 г., Росстат)                                                    | 126 998      |              |
| 2 | Оборотные активы предприятий, млрд руб. (декабрь 2013 г., Росстат)                                                           | 63 955       |              |
| 3 | Фактический объем банковского кредита нефинансовым предприятиям, млрд руб. (декабрь 2013 г., ЦБ РФ)                          | 18 192       |              |
| 4 | Накопленный индекс цен производителей за 2014-2015 гг. (Росстат)                                                             | 115,0%       |              |
| 5 | Рост потребности в оборотном капитале из-за девальвации рубля                                                                | 109,9%       | 115,4%       |
| 6 | Уровень потребности в оборотных активах с учетом доли импорта и инфляции за 2014-2015 гг., млрд руб., по формуле (2)*(4)*(5) | 80 865       | 84 871       |

|    |                                                                                                                                                                       |         |        |
|----|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------|--------|
| 7  | Вычет погашенной задолженности, не рефинансированной в рамках санкций, млрд руб. (погашение внешнего долга нефинансовых организаций за 2014-2016 гг. по данным ЦБ РФ) | - 6 378 |        |
| 8  | Требования к банковскому кредиту с учетом нерезфинансированной задолженности при сохранении прежней доли дебиторской задолженности к оборотным активам (41%)          | 34 536  | 36 897 |
| 9  | Банковский кредит нефинансовым предприятиям, млрд руб. (01.01.2016 г., факт, ЦБ РФ)                                                                                   | 33 301  |        |
| 10 | Нехватка кредита, млрд руб.                                                                                                                                           | 1 235   | 3 596  |

**Можно заключить, что для уровня курса 75 руб./долл. США нехватка кредита предприятиям для сохранения выпуска на уровне 2013 г. составляет 3,6 трлн рублей. Это соответствует падению производства в 2015 г. Если говорить о восстановлении экономического роста, то данный кредит должен быть предоставлен предприятиям безусловно. Таким образом, данный анализ позволяет оценить границы ответственной денежной политики, обеспечивающей нужную поддержку экономическому росту, но не провоцирующей инфляцию.**

## **7. Сформированы методы оценки внутренних финансовых источников развития. В рамках этих методов доходы как бизнеса, так и населения, могут прогнозироваться макроэкономическими методами. Долговые же инструменты как финансовые ресурсы развития оцениваются исходя из приростов текущих доходов.**

Восприятие экономики фундаментально разнится у различных экономистов с точки зрения определения роли государственного сектора. Одни считают, что государственный сектор является функцией от частного сектора, который и создает доходы. Бюджетный сектор часть этих доходов использует для достижения социальных целей и обеспечения безопасности. Поэтому следует договориться о доле доходов частного сектора, которую он согласен направлять на общественные блага, и в дальнейшем не превосходить эту долю. Из этой точки зрения выросло «бюджетное правило», из этой же точки зрения следует, что в ситуации кризиса, когда доходы частного сектора падают, с той же скоростью должны падать и государственные расходы. Эта политика популярна и в Европе по отношению к странам-должникам (например, к Греции), называясь «политикой бюджетной жесткости» (financial austerity).

Другие экономисты поддерживают мнение Дж. М. Кейнса о том, что государственные расходы сами создают определенную долю доходов в экономике, то есть без этих расходов и доходов бы не было. Это относится не только к классическим общественным благам типа инфраструктур, но и к крупным проектам в сфере энергетики, тяжелой промышленности, авиакосмических технологий – то есть там, где риски высокие, а окупаемость (если и есть), очень длинная. Появившись, они начинают генерировать непредсказуемые ранее доходы, создавая новые материалы, возможности, рынки.

Следует заострить внимание на этом тезисе. Деньги (в том числе бюджетные) не являются ограниченным ресурсом, зависящим от внешних поступлений. Деньги – это мера доверия в экономике к будущим доходам (Панфилов, 2009). Деньги, создающие новые рынки (а, следовательно, новые доходы), могут быть чистой эмиссией, подобно долговым обязательствам, эмитируемым под будущие доходы корпораций.

Когда в банковской системе накапливается критический объем невозвратной (просроченной) задолженности, возникают системные эффекты: вполне устойчивые банки, ведущие разумную политику, начинают испытывать проблемы с ликвидностью из-за «лифта» риска через банковскую систему через последовательность замены подписей.

Причины нарастания риска могут быть разными – внешние шоки (падение цен на нефть, финансовые санкции), надувание и сдутие пузыря на каких-то рынках и другие.

Потери по «плохим» кредитам могут достигать нескольких процентов ВВП, поэтому создание банка «плохих» долгов для реализации специфичного управления такой задолженностью может существенно влиять на развитие экономики страны.

Как показал анализ, выделение «плохих» долгов и отдельное управление ими в нашей банковской системе будет скорее разовой акцией для решения проблем нескольких крупных банков, в первую очередь, Россельхозбанка и ВТБ. Для этих трех банков на середину 2016 г. достаточно было 680 млрд руб., чтобы полностью покрыть их «плохие» долги.

В то же время опыт других стран по реструктуризации «плохих» долгов экономики через специализированное агентство показывает, что стоимость потерь может приближаться к 1,5-2% ВВП, что в случае России может быть оценено на 2016 г. как 1,2-1,6 трлн руб.

Относительно высокая концентрация «плохих» долгов в госбанках показывает, что Россия повторяет китайский путь финансирования экономики. Уровень потерь должен сопоставляться с масштабами прироста ВВП от осуществления инвестиций в областях, где рыночные инструменты их привлечения не сработали бы. В этом смысле 680 млрд руб. – совсем невысокая величина.

**8. Предложен оригинальный метод прогнозирования динамики задолженности населения по потребительским и ипотечным кредитам. Проведена ретроверификация модели, разработанной в 2011 году. Показано, что динамика потребительских кредитов соответствовала модели в 2011 и 2012 гг., после чего стала отставать в 2013-м г. и подчинялась другим закономерностям в 2014-2016 гг. (базовые гипотезы не выполнялись). Сформулированы критерии возврата к модельной**

**динамике, как со стороны политики процентных ставок, так и со стороны потребительского поведения.**

Модель строилась в 2011 году на основе последних данных. Кризис 2014-2015 года существенно повлиял на мотивации заёмщиков – как предприятий, так и населения. Но возврат ситуации к нормальной динамике, судя по всему, возвращает актуальность данной модели, которая выносится на защиту скорее как подход к оценке ожиданий, и в этом смысле вписывается в макрофинансовую политику.

При прогнозе доходов на душу населения в постоянных ценах по «оптимистичному» тренду предполагалось, что рост доходов ускорится и выйдет на траекторию до кризиса 2008 года. Это позволит доходам населения в прогнозном периоде сохранять долю в ВВП на уровне 71-72% (учитывая социальные выплаты, доходы от собственности, от предпринимательства и др.), как в 2010 г.

При этих предположениях с инфляцией около 5% в год и приросте ВВП в среднем 7% в год, к 2020 г. доходы населения достигали в прогнозе примерно 94 трлн руб. (а ВВП - 131-134 трлн руб.) в номинальном выражении.

При сохранении доли оплаты труда в доходах населения на уровне 62% доля оплаты труда в ВВП сохраняется на уровне 44-45%, то есть структурно оплата труда, доходы населения и ВВП оставались в прежних пропорциях. При таком прогнозе реальная оплата труда в прогнозе вырастала к 2017 г. в 1,52 раза, что гармонировало с заданным в Указе от 07.05.2012 (Указ Президента РФ от 7 мая 2012 г. N 596 "О долгосрочной государственной экономической политике", 2012) ориентиром по росту производительности труда в 1,5 раза в 2018 г. к 2011 г. и в 1,7 раза к 2020 г.

По «пессимистическому» сценарию роста реальных доходов населения (по тренду 2007-2011 гг.) к 2018 г. рост реальной оплаты труда составлял 1,12 раза к 2017 г. и 1,25 раза к 2020 г. Этот сценарий не обеспечивал рост доходов, необходимый для поддержания экономического роста, основанного на конечном спросе.

Относительно невысокий текущий уровень задолженности домохозяйств (в 2010 г. примерно 10% по отношению к годовому доходу) указывал на потенциал роста платежеспособного спроса.

Оценив долю расходов, направляемую на сбережения в рублях и валюте, в 15%, была выдвинута гипотеза: если бы эти деньги направлялись на погашение взятых ранее кредитов, то это не повлияло бы на потребительское поведение населения, а только перенесло бы потребление из будущего в настоящее время. Около 50% сбережений откладывалось, судя по

данным Росстата, для приобретения ТДП и жилья, также существенные суммы сберегались на образование и лечение. Эти сбережения могли быть замещены кредитами и их погашением, и только около 15% сбережений не могли быть заменены кредитами.

Итак, исходя из того, что 15% расходов направляется на погашение взятого кредита, можно было рассчитать сумму кредита, выданного банками населению, при некоторых допущениях относительно срока и ставки (кредит на 10 лет под 5% годовых).

Оплата труда занимала около половины российского ВВП, а также около 66% доходов населения. Все доходы населения в 2011 г. – это 35 трлн руб., из них 6,5 трлн руб. – социальные выплаты. Остальные доходы – оплата труда, доходы от предпринимательской деятельности и от собственности – служили основанием для кредитования под будущие доходы. Значит, около 28,5 трлн руб. – это верхний предел кредитования населения в 2011 г., который не привел бы к существенному изменению структуры расходов и сокращению потребления из-за необходимости погашать кредит.

ВВП в 2011 г. составил примерно 54,3 трлн руб. Оценка возможной сценарной максимальной задолженности по кредиту составляла 52,7% ВВП.

Если удвоить срок гипотетического кредита с 10 до 20 лет, то ежегодный платеж соответственно сокращается до 10% общей суммы, и кредитный лимит становится уже не равным годовому доходу, а вырастает в полтора раза до 42,75 трлн руб.

Таким образом, при заданных условиях, чтобы максимальная задолженность домохозяйств достигла уровня ВВП, ежегодный платеж не должен был превышать 7,5% общей суммы долга, что достигается удлинением срока кредитования и снижением ставки процента. Это именно те условия, которые позволили построить в США, Испании, Великобритании, Японии и некоторых других странах так называемую «экономику долга».

Следовательно, расчеты демонстрируют, что удлинение сроков и сокращение ставок по кредитам населению может являться мощнейшим фактором экономического роста в среднесрочном периоде. Рост кредитования населения выглядит наиболее мощным фактором роста потребления на ближайшие годы до «точки насыщения».

В 2009 г. годовой прирост номинального объема задолженности по кредитам составил 35%, в 2011 г. – 55%. Прирост задолженности в 2011 г. по отношению к 2009 г. был равен 38%. Поэтому не выглядят невероятными темпы в 28-35% в год.

При этих условиях, чтобы уровень задолженности достиг уровня годовых доходов к 2020 г., требуется темп прироста задолженности в номинальном выражении в 35% в год.

Среднегодовой темп прироста кредитной задолженности за 2008-2011 гг. – 29%. Если прогнозировать темп прироста задолженности населения в 27-28% в номинальном выражении, то уровень ВВП достигается к 2023 г.

Теперь сравним результаты расчётов 2011 года со статистикой ЦБ РФ на 2017 г.:

**Таблица 3. Номинальные темпы роста задолженности населения по кредитам коммерческих банков в РФ в 2009-2016 гг.**

| год                                | 2009 | 2010 | 2011        | 2012        | 2013        | 2014 | 2015 | 2016 |
|------------------------------------|------|------|-------------|-------------|-------------|------|------|------|
| Номинальный темп прироста кредитов | 0,83 | 1,07 | <b>1,35</b> | <b>1,34</b> | <b>1,22</b> | 0,99 | 0,86 | 0,98 |

Как показывает Таблица 3, темпы прироста задолженности населения по кредитам действительно достигали 33-34% в год в 2011-2012 гг. Этот темп стал затормаживаться в 2013-м году, что коррелирует с анализом рентабельностей бизнеса, показывающим завышенность кредитных ставок в этом году и сокращение инвестиционных стимулов. Падение цен на нефть и кризис рубля в 2014-м году остановили рост внутреннего кредита вплоть до 2016 года включительно. Но и ставки были существенно выше, чем по принятой ранее гипотезе. Падение ставок в 2017 году будет постепенно возвращать российскую экономику к позитивному тренду, описанному в модели 2011-го года. В целом, можно сказать, что подобное моделирование может достаточно точно прогнозировать рост конечного спроса со стороны домохозяйств, стимулированный кредитной экспансией.

**Конечный спрос может финансироваться путем кредитования населения. При некоторых кредитных условиях уровень кредитной задолженности населения может достигать уровня суммарного годового дохода, тогда расходы на обслуживание долга приравниваются к уровню годовых сбережений населения. Если уровень обслуживания долга не превосходит уровень годового сбережения, то потребительское и сберегательное поведение населения не меняется, что обеспечивает устойчивость данного типа роста.**

**9. Предложена новая методология оценки стоимости функционирования государственного сектора на основе разницы в оплате труда в государственном и частном секторе. Такая оценка задаёт ограничение для бюджетной политики, возможности которой зависят от уровня доходов рыночного сектора экономики. Степень свободы бюджетной политики в рамках оцененных ограничений задаётся пределами государственного долга и возможностями эффективного управления бюджетными излишками в форме суверенных фондов.**

Стоимость содержания государства может представлять собой проблему на определенных исторических этапах. Отдельные страны с завышенной стоимостью содержания государства (государственного сектора) могут поддерживать такое положение в течение

достаточно длительного периода, до десятилетий, за счет заимствований за рубежом. Именно такая ситуация сложилась с задолженностью Греции в 2012 г., но аналогичные риски есть и в других европейских странах: Португалии, Ирландии, Италии.

Для оценки «стоимости государства» можно использовать нестандартный подход, оценивающий соотношение зарплат в государственном и частном секторах. Подобная статистика доступна из данных проекта KLEMS. Целью исследования была формулировка подхода к оценке баланса между государственным и частным сектором.

В первую очередь была рассчитана стоимость труда из данных по фонду оплаты труда (Labor compensation – показателю, включающему в себя все затраты работодателей на своих работников, в том числе расходы на заработную плату, отчисления в страховые и пенсионные фонды). Отношение фонда оплаты труда к суммарному количеству отработанных часов дает показатель стоимости одного часа работы в выбранном секторе в национальной валюте.

Рассчитана стоимость часа работы отдельно в секторе «нерыночных услуг», то есть, в госсекторе, и в секторе «рыночных отраслей», то есть в частном секторе. Если стоимость часа работы в госсекторе разделить на стоимость часа работы в частном секторе, то полученный коэффициент покажет, в некоем грубом приближении, на сколько «больше платят бюджетникам за аналогичную работу» в стране (Таблица 4).

**Таблица 4. Отношение стоимости одного часа работы в госсекторе к стоимости часа работы в частном секторе**

|                    | 1997        | 1998        | 1999        | 2000        | 2001        | 2002        | 2003        | 2004        | 2005        | 2006        | 2007        |
|--------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Австралия          | 1.18        | 1.15        | 1.18        | 1.15        | 1.16        | 1.19        | 1.18        | 1.20        | 1.18        | 1.15        | 1.11        |
| Австрия            | 1.21        | 1.21        | 1.20        | 1.18        | 1.18        | 1.16        | 1.15        | 1.15        | 1.15        | 1.14        | 1.14        |
| Бельгия            | 1.10        | 1.11        | 1.10        | 1.10        | 1.10        | 1.10        | 1.09        | 1.08        | 1.08        | 1.09        |             |
| <b>Кипр</b>        | <b>2.07</b> | <b>2.08</b> | <b>2.10</b> | <b>2.16</b> | <b>2.07</b> | <b>2.01</b> | <b>2.22</b> | <b>2.20</b> | <b>2.22</b> | <b>2.29</b> | <b>2.26</b> |
| Чехия              | 1.14        | 1.10        | 1.14        | 1.10        | 1.15        | 1.19        | 1.21        | 1.18        | 1.22        | 1.20        | 1.20        |
| Дания              | 1.02        | 1.04        | 1.06        | 1.09        | 1.08        | 1.08        | 1.06        | 1.07        | 1.04        | 1.02        | 1.02        |
| Эстония            | 1.01        | 1.02        | 1.16        | 1.10        | 0.99        | 0.96        | 0.91        | 0.90        | 0.96        | 0.92        | 0.94        |
| Финляндия          | 1.06        | 1.06        | 1.05        | 1.04        | 1.02        | 1.02        | 1.03        | 1.03        | 1.04        | 1.04        | 1.04        |
| Франция            | 1.09        | 1.10        | 1.11        | 1.12        | 1.14        | 1.16        | 1.15        | 1.13        | 1.13        | 1.11        | 1.10        |
| Германия           | 1.03        | 1.04        | 1.05        | 1.03        | 1.02        | 1.03        | 1.01        | 1.01        | 1.01        | 0.99        | 0.99        |
| <b>Греция</b>      | <b>2.04</b> | <b>1.99</b> | <b>1.95</b> | <b>1.94</b> | <b>1.95</b> | <b>2.02</b> | <b>2.00</b> | <b>1.92</b> | <b>1.90</b> | <b>1.73</b> | <b>1.65</b> |
| Венгрия            | 1.07        | 1.15        | 1.26        | 1.20        | 1.29        | 1.39        | 1.43        | 1.26        | 1.28        | 1.25        | 1.23        |
| Ирландия           | 1.39        | 1.37        | 1.29        | 1.30        | 1.33        | 1.36        | 1.41        | 1.50        | 1.43        | 1.35        | 1.33        |
| <b>Италия</b>      | <b>1.52</b> | <b>1.46</b> | <b>1.45</b> | <b>1.48</b> | <b>1.54</b> | <b>1.56</b> | <b>1.62</b> | <b>1.61</b> | <b>1.61</b> | <b>1.65</b> | <b>1.62</b> |
| <b>Япония</b>      | <b>1.52</b> | <b>1.51</b> | <b>1.55</b> | <b>1.53</b> | <b>1.54</b> | <b>1.53</b> | <b>1.48</b> | <b>1.49</b> | <b>1.43</b> | <b>1.42</b> |             |
| <b>Южная Корея</b> | <b>2.12</b> | <b>2.01</b> | <b>1.99</b> | <b>2.06</b> | <b>2.16</b> | <b>2.09</b> | <b>1.90</b> | <b>1.89</b> | <b>1.86</b> | <b>1.90</b> | <b>1.87</b> |
| Латвия             | 0.72        | 0.84        | 0.92        | 0.95        | 1.04        | 1.04        | 1.12        | 1.17        | 1.02        | 1.01        | 1.04        |
| Литва              | 1.26        | 1.47        | 1.41        | 1.33        | 1.23        | 1.26        | 1.24        | 1.16        | 1.10        | 1.14        | 1.05        |

|                   |             |             |             |             |             |             |             |             |             |             |      |
|-------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|------|
| Люксембург        | 1.42        | 1.39        | 1.42        | 1.32        | 1.32        | 1.32        | 1.33        | 1.35        | 1.32        | 1.31        | 1.30 |
| Мальта            | 1.29        | 1.25        | 1.21        | 1.19        | 1.40        | 1.51        | 1.46        | 1.42        | 1.48        | 1.45        | 1.47 |
| Голландия         | 1.15        | 1.16        | 1.17        | 1.16        | 1.16        | 1.14        | 1.13        | 1.14        | 1.15        | 1.14        | 1.13 |
| Польша            | 1.07        | 1.02        | 1.00        | 0.96        | 0.97        | 1.03        | 1.05        | 1.04        | 1.07        | 1.12        |      |
| <b>Португалия</b> | <b>2.08</b> | <b>2.08</b> | <b>2.11</b> | <b>2.16</b> | <b>2.19</b> | <b>2.21</b> | <b>2.27</b> | <b>2.28</b> | <b>2.29</b> | <b>2.23</b> |      |
| Словакия          | 0.99        | 0.94        | 0.96        | 0.89        | 0.96        | 0.92        | 0.97        | 0.94        | 1.00        | 1.01        | 0.94 |
| Словения          | 1.36        | 1.35        | 1.34        | 1.37        | 1.40        | 1.35        | 1.34        | 1.29        | 1.26        | 1.24        |      |
| Испания           | 1.31        | 1.34        | 1.36        | 1.35        | 1.35        | 1.34        | 1.36        | 1.42        | 1.42        | 1.40        | 1.44 |
| Швеция            | 0.93        | 0.90        | 0.92        | 0.92        | 0.92        | 0.93        | 0.94        | 0.93        | 0.92        | 0.93        | 0.92 |
| Великобритания    | 1.26        | 1.24        | 1.21        | 1.18        | 1.18        | 1.17        | 1.16        | 1.15        | 1.19        | 1.17        | 1.16 |
| США               | 1.06        | 1.04        | 1.02        | 0.99        | 1.00        | 1.01        | 1.03        | 1.02        | 1.03        | 1.02        | 1.02 |

Обращает на себя внимание то, что в большинстве стран стоимость одного часа работы в государственном секторе выше, чем в частном. Отношение отработанных часов в рыночном секторе к аналогичному показателю государственного сектора дает нам представление об их размерах в экономике выбранных стран. Можно заметить, что в странах, где государственный сектор составляет более 30% от рыночного (Германия, Эстония, Словакия, Швеция, Соединенные Штаты), уровень зарплат между секторами различается гораздо меньше. Единственное исключение составляет Польша.

Разница зарплат между частным и государственным сектором зачастую составляет до 1,5 раз. Тем не менее, из общей картины выбиваются Кипр, Греция, Италия, Корея, Португалия, Япония. Разница в этих странах составляет от 1,5 до 2,3 раз.

По большей части, низкие заработные платы на одном рынке компенсируются высокими зарплатами на другом, исключения составляют лишь Греция и Италия. В этих странах заработные платы в рыночной экономике (исключая высокотехнологичные производства) находятся на достаточно низком уровне, в то время как работа в государственном секторе оплачивается в 1,5-2 раза выше.

На выбранном временном периоде с 1997 по 2007 гг. большинство стран увеличило свой государственный долг и лишь несколько из них, в частности, такие страны Евросоюза как Австрия, Германия, Италия, Бельгия, Швеция, Дания, Нидерланды, Финляндия, Испания и Ирландия, а также Австралия смогли его уменьшить. После 2007 г. часть этих стран (Дания, Нидерланды, Финляндия, Испания, Ирландия и Австралия) начали быстро наращивать государственный долг.

Тем не менее, наращивание государственного долга – необязательно дорога с односторонним движением. К примеру, Греция на протяжении 14 лет (с 1997 по 2011 гг.) постепенно наращивала государственный долг, а в 2011-2013 гг. резко его сократила, следуя

указаниям ЕС. Такой перепад обусловлен давлением правительств стран Евросоюза на правительство Греции. Сокращение государственного долга произошло за счет ухудшения экономического положения страны. В свою очередь Дания, несмотря на резкий рост государственного долга после кризиса 2007 г., в 2013 г. сократила его более чем на 60% по отношению к 1997 г.

Сокращение государственного долга до минимальных размеров при сохраняющемся бюджетном профиците ведёт к наращиванию государственного сбережения в суверенных фондах. Возникновение резервов у государства часто сопряжено с получением повышенных доходов от экспорта, что влечет за собой бюджетный профицит. Профицит бюджета возникает либо от налогообложения прибыли бизнеса, либо от налогообложения ренты. Налогообложение ренты в виде налога на добычу полезных ископаемых (НДПИ) принесло в бюджет России достаточно средств, чтобы создать Стабилизационный фонд, начиная с 2004 г. В 2008 г. он был разделен на Резервный фонд и Фонд национального благосостояния.

Причиной активизации интереса к данному виду государственных сбережений явилось резкое увеличение объема их ресурсов. Они стали сопоставимы с международными резервами центральных банков. На 2015 г. совокупная величина активов СФБ достигла 7,2 трлн долл. США, что сравнимо с совокупным объемом мировых золотовалютных авуаров – 12,1 трлн долл. США – и составляет чуть больше 10% от капитализации мирового фондового рынка.

Практически все суверенные фонды направляют свои ресурсы на поддержку домашней (внутренней) экономики, особенно в периоды кризисов. Для достижения этих целей СФБ обладают широким набором мер, от предоставления прямой помощи конкретным организациям (финансовым и нефинансовым) как кредитор последней инстанции или увеличения уставного капитала стратегически важных компаний до более общих мер, направленных на поддержку фондового рынка или курса национальной валюты.

Примером послужил кризис 2008 г., когда сокращения процентных ставок и вливания дополнительной ликвидности со стороны Центральных банков было недостаточно для восстановления финансовой системы. В этом году почти 40% всех сделок суверенных фондов благосостояния было направлено на помощь внутренней экономике. При этом не только развивающиеся страны используют суверенные фонды для поддержки своей экономики. Австралия, Норвегия, Франция – все они использовали государственные сбережения для поддержки национальных активов.

В середине 2000-х годов развернулась дискуссия о том, можно ли использовать средства, сбереженные в российском суверенном фонде, на инвестиции внутри России. Эта

дискуссия описана у Белоусова и Солнцева (2005): они доказали, что существуют эффективные механизмы использования сбережённых средств внутри отечественной экономики. Правительством России в 2008 г. было подписано постановление, которое позволяло вкладывать средства Фонда национального благосостояния на российском фондовом рынке. Для оказания поддержки финансовым рынкам страны российский государственный банк ВЭБ получил 5,9 млрд долл. США из Фонда национального благосостояния. Чуть позже ФНБ также предоставил ВЭБ 2 млрд долл. США для перекредитования национальной банковской системы.

С ростом цен на нефть российские предприятия, ощутив приток доходов, приобрели новую динамику роста. Эта динамика задавала высокие ожидания относительно будущего роста и требовала инвестиционных ресурсов. Внутренняя банковская система не могла предоставить такие ресурсы, не имея доступа к центральным деньгам. Поэтому высокими темпами росла внешняя задолженность банков и корпораций. Если взять ее прирост с 2003 г., то до 2010 г. он будет полностью совпадать с динамикой золотовалютных резервов России, а также с динамикой прироста российской денежной массы в долларовом эквиваленте.

Основная претензия к сохранению средств в российском стабилизационном фонде, таким образом, относится не к тому, что их не надо было сохранять, а к тому, что на эти же суммы предъявляла спрос экономика. Но, не имея возможности взять их в долг у государства, брала их в долг у западных банков, в которых эти средства размещало российское государство.

### **Основные результаты и выводы.**

1. Анализ выбранных параметров развивающихся экономик бывшего СССР и Китая показал, что основная гипотеза о связи между снижением отклонения ППС от номинального валютного курса и динамикой экономического роста подтверждается.
2. Возможность воздействия на курс рубля для создания конкурентных преимуществ поддерживается существующими резервами, но ограничивается связыванием резервов в долгосрочных вложениях для стимулирования экономической динамики. Рассчитаны ограничения степени свободы денежных властей в управлении обменным курсом, также оценены последствия для импортно-зависимых отраслей и для бюджета.
3. Расширение кредита должно стать основным способом борьбы с инфляцией в современной России. Выравнивание кредитных ставок между отраслями должно стремиться в сторону низких, а не высоких ставок. Выход на траекторию роста невозможен без сознательной работы над предотвращением утечек, как через финансовый менеджмент, так и через стратегическое управление.

4. Денежная политика должна отсекаать от финансирования те проекты, которые не дают макроэффекта, которые стимулируют утечки из бизнес-оборота (в валюту, в потребительский импорт, в сбережения в финансовых инструментах). Наоборот, для проектов, развивающих спрос внутри страны (на комплектующие, на логистику, на торговые и транспортные мощности, на проектные, финансовые, сервисные и прочие услуги, сопровождающие продукт), деньги не должны быть дефицитом. Необходимо менять вектор ДКП целиком, переходя от «умеренно-жесткой», проциклической и усугубляющей экономический кризис, к умеренно-мягкой, контрциклической денежной политике.
5. Процентные ставки по кредитам должны ориентироваться на структуру рентабельностей по отраслям. Отсечение целых отраслей от кредитования негативно влияет на целостность и динамику народного хозяйства.
6. Обоснован метод оценки спроса на оборотный капитал российских предприятий. Нехватка кредита для восстановления выпуска на уровне 2013 г. составляет от 1,3 до 3,6 трлн рублей. Данный анализ позволяет оценить границы ответственной денежной политики, обеспечивающей нужную поддержку экономическому росту, но не провоцирующей инфляцию.
7. Потери по невозвратным кредитам могут достигать нескольких процентов ВВП. На середину 2016 г. достаточно было 680 млрд руб., чтобы решить проблему крупнейших банков России. Стоимость реструктуризация долгов экономики через специализированное агентство может быть оценена на 2016 г. как 1,2-1,6 трлн руб.
8. Конечный спрос может финансироваться путем кредитования населения. Если уровень обслуживания долга не превосходит уровень годового сбережения, то потребительское и сберегательное поведение населения не меняется, что обеспечивает устойчивость данного типа роста.
9. Ограничение для государственной политики, связанное с формированием суверенных фондов, должно вытекать из необходимого запаса средств для управления бюджетом в кризисные времена, но не из соображений ограничений влияния операций бюджета на валютный рынок. Бюджет выступает фактически производной от суммы доходов, созданной производственным сектором и сектором рыночных услуг. При этом ускоренные темпы роста этих секторов позволяют оперировать ростом государственного долга для финансирования роста и фактически определяют политику бюджетного дефицита (профицита).

## Публикации по теме диссертационного исследования

### 1. Монографии:

1. Моисеев А.К. Макрофинансовая политика экономического роста. // М.: "Научный консультант", 2017 - 13,5 п.л.

### 2. Статьи в рекомендованных ВАК Минобрнауки РФ научных изданиях:

2. Борисов В. Н., Буданов И. А., Моисеев А. К., Панфилов В. С. Необходимые условия модернизации российской обрабатывающей промышленности на примере тяжелого машиностроения // Проблемы прогнозирования. — 2012. — № 1. — С. 20-38. — ISSN 0868-6351 - вклад автора 0,1 п.л.
3. Ивантер В. В., Панфилов В. С., Шокин И. Н., Моисеев А. К. и др. Восстановление экономического роста в России // Проблемы прогнозирования. — 2016. — № 5. — С.3-17 - вклад автора 0,2 п.л.
4. Кувалин Д. Б., Моисеев А. К., Лавриненко П. А. Российские предприятия весной 2016 г.: взаимоотношения со структурами государственной власти в условиях экономической депрессии // Проблемы прогнозирования. — 2016. — № 6. — ISSN 0868-6351 - вклад автора 0,2 п.л.
5. Кувалин Д. Б., Моисеев А. К. Российские предприятия весной 2015 г.: реакция на валютный шок и деятельность в условиях экономического спада // Проблемы прогнозирования. — 2015. — № 6. — С. 129-142. — ISSN 0868-6351 - вклад автора 0,2 п.л.
6. Кувалин Д. Б., Моисеев А. К. Российские предприятия в конце 2014 г.: адаптация к кризисным явлениям в экономике и взгляды на последствия экономических санкций // Проблемы прогнозирования. — 2015. — № 3. — С. 128-145. — ISSN 0868-6351- вклад автора 0,2 п.л.
7. Кувалин Д. Б., Моисеев А. К. Российские предприятия в конце 2012 г.: работа в условиях значительной экономической неопределенности // Проблемы прогнозирования. — 2013. — № 3. — С. 130-143. — ISSN 0868-6351- вклад автора 0,2 п.л.
8. Кувалин Д. Б., Моисеев А. К. Российские предприятия весной 2012 г.: отсутствие значимых положительных сдвигов // Проблемы прогнозирования. — 2012. — № 6. — С. 98-115. — ISSN 0868-6351- вклад автора 0,2 п.л.
9. Кувалин Д. Б., Моисеев А. К. Российские предприятия в середине 2011 г.: адаптация к посткризисным условиям // Проблемы прогнозирования. — 2012. — № 3. — С. 132-153. / ISSN 0868-6351 - вклад автора 0,2 п.л.

10. Кувалин Д. Б., Моисеев А. К. Российские предприятия в начале 2011 г.: текущие проблемы и инвестиционная ситуация // Проблемы прогнозирования. — 2011. — № 5. — С. 139-157. — ISSN 0868-6351 - вклад автора 0,2 п.л.
11. Кувалин Д. Б., Моисеев А. К. Российские предприятия в середине 2010 г.: медленные улучшения на фоне высокой экономической неопределенности // Проблемы прогнозирования. — 2011. — № 2. — С. 140-157. — ISSN 0868-6351 - вклад автора 0,2 п.л.
12. Кувалин Д. Б., Моисеев А. К. Российские предприятия в начале 2010 г.: взгляды на проблемы посткризисного развития // Проблемы прогнозирования. — 2010. — № 5. — С. 124-141. — ISSN 0868-6351 - вклад автора 0,2 п.л.
13. Кувалин Д. Б., Моисеев А. К. Российские предприятия в середине 2009 г.: восстановление после острой фазы кризиса // Проблемы прогнозирования. — 2010. — № 2. — С. 137-152. — ISSN 0868-6351 - вклад автора 0,2 п.л.
14. Моисеев А.К. Оценка спроса на финансовые ресурсы для восстановления экономического роста // Проблемы прогнозирования. — 2016. — № 5. — С.98-102. - вклад автора 0,3 п.л.
15. Моисеев А. К. «Импортозамещение» денежно-кредитной политики // Проблемы прогнозирования. — 2016. — № 3. — С. 3-11. - вклад автора 0,5 п.л.
16. Моисеев А. К., Черковец М. В. Возможность регулирования экономической динамики посредством воздействия на отклонения валютного курса от паритета покупательной способности // Научные труды: Институт народнохозяйственного прогнозирования РАН. — 2014. — Т. 12. — С. 97-119. — ISSN 2076-3182 - вклад автора 1 п.л.
17. Моисеев А. К., Черковец М. В. Прогноз развития ипотечного кредитования в России // Федерализм. — 2013. — № 4. — С. 83-98. — ISSN 2073-1051 - вклад автора 0,8 п.л.
18. Моисеев А. К. Потенциал роста доходов и кредитования населения // Научные труды: Институт народнохозяйственного прогнозирования РАН. — 2012. — Т. 10. — С. 57-77. — ISSN 2076-3182 - вклад автора 1,2 п.л.
19. Панфилов А., Моисеев А., Языков А. Ипотечное кредитование в денежно-банковской системе России: подходы к прогнозированию и воздействие на инфляцию // Финансовая жизнь. — 2013. — № 4. — С. 73-76. - вклад автора 0,2 п.л.
20. Черковец М. В., Моисеев А. К. Анализ и прогноз развития рынка медицинских услуг с учетом различий в уровне доходов населения // Научные труды: Институт народнохозяйственного прогнозирования РАН. — 2016. — Т. 14. — С. 97-119. — ISSN 2076-3182 - вклад автора 1,2 п.л.
21. Шокин И. Н., Моисеев А. К., Шураков А. Г., Панфилов А. В. Методические вопросы анализа и перспективы развития электросетевого комплекса России // Научные труды:

Институт народнохозяйственного прогнозирования РАН. — 2010. — Т. 8. — С. 446-477. — ISSN 2076-3182 - вклад автора 1 п.л.

22. Янков К. В., Моисеев А. К., Евграфов Д. А. Проблемы и перспективы развития особых экономических зон в России // Проблемы прогнозирования. — 2016. — № 3. — С. 101-110. - вклад автора 0,3 п.л.

### **3. Статьи в периодических научных изданиях:**

23. Говтвань О. Д., Моисеев А. К. Роль банковской системы России в возвращении на траекторию устойчивого экономического роста // Проблемы теории и практики управления. Спецвыпуск. — 2016. — № 8. — С.87-99. - вклад автора 0,4 п.л.
24. Ивантер В. В., Порфирьев Б. Н., Широков А. А., Моисеев А. К. От антикризисных мер к структурной перестройке экономики // О мерах по преодолению кризисных процессов в экономике России. — М.: Издание Государственной Думы. — 2015. — 320 с. - вклад автора 0,5 п.л.