

Вопросы ЭКОНОМИКИ™

www.vopreco.ru

В НОМЕРЕ :

**Российские промышленные компании
в условиях санкционных ограничений**

**Кто остается с Россией
и как перераспределяется импорт?**

**Технологическая близость экономик
как фактор привлечения инвестиций**

12

2 0 2 3

ВСЕРОССИЙСКОЕ ЭКОНОМИЧЕСКОЕ ИЗДАНИЕ

Вопросы ЭКОНОМИКИ

TM

ОРДЕНА ТРУДОВОГО КРАСНОГО ЗНАМЕНИ

ЕЖЕМЕСЯЧНЫЙ ЖУРНАЛ

ВЫХОДИТ С 1929 г.

декабрь 12 2023

Редакционная коллегия

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

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

МОСКВА

Voprosy Ekonomiki

[Issues of Economics]

Since 1929

December

12

2023

EDITORIAL BOARD

Oleg Ananyin

HSE University,
Russian Federation

Ruslan Grinberg

Institute of Economics,
Russian Academy of Sciences,
Russian Federation

Natalya Ivanova

Primakov National Research
Institute of World Economy
and International Relations,
Russian Academy of Sciences,
Russian Federation

Andrey Kotkovsky

(Executive Editor)

NP “Voprosy Ekonomiki”,
Russian Federation

Yaroslav Kouzminov

HSE University,
Russian Federation

Vladimir Mau

Russian Federation

Alexander Nekipelov

Moscow School of Economics,
Lomonosov Moscow State University,
Russian Federation

Gavriil Popov

International University in Moscow,
Russian Federation

Sergey Popov

(Executive Secretary)

NP “Voprosy Ekonomiki”,
Russian Federation

Vadim Radaev

HSE University, Russian Federation

Alexander Rubinstein

Institute of Economics,
Russian Academy of Sciences,
Russian Federation

Hisao Kanamori (Japan), **Grzegorz Kolodko** (Poland), **Li Cong** (China), **László Csaba** (Hungary),
Michael Ellman (Netherlands), **Michael Emerson** (Great Britain)

AIMS AND SCOPE

Voprosy Ekonomiki is a leading Russian economic journal. It publishes the top theoretical and empirical research on macroeconomic policies and institutional reforms in Russia. The journal also welcomes more general submissions dealing with the political economy of institutional change as well as economic sociology, economic history, regional economic studies, analysis of particular markets and industries, international economics, and history of economic thought. *Voprosy Ekonomiki* serves as an important forum for the Russian economic community. All articles are subject to a rigorous peer-review process.

ISSN 0042-8736. Frequency: published monthly—12 Issues per year.

Publisher: NP “Redaktsiya zhurnala ‘Voprosy Ekonomiki’”.

Homepage: www.vopreco.ru. Email: mail@vopreco.ru

© 2023 NP “Voprosy Ekonomiki”. All rights reserved.

СОДЕРЖАНИЕ

Микроэкономика

- Ю. В. Симачев, А. А. Яковлев, В. В. Голикова, Н. А. Городный, Б. В. Кузнецов, М. Г. Кузык, А. А. Федюнина** — Российские промышленные компании в условиях «второй волны» санкционных ограничений: стратегии реагирования 5

Международная экономика

- М. В. Ершов** — Мир и Россия в условиях трансформации: устойчиво ли восстановление экономик? 31
- А. А. Гнидченко, О. М. Михеева, В. А. Сальников** — «Уходя — уходи»: кто остается с Россией и как перераспределяется импорт? 48
- В. А. Панкова, Д. И. Пехальский** — Технологическая близость экономик как фактор привлечения прямых иностранных инвестиций в развивающиеся страны 66

Макроэкономика

- Э. П. Джагитян, О. Р. Мухаметов** — Влияние денежно-кредитной политики на системные риски в странах еврозоны 86
- А. В. Зубарев, А. М. Городнов** — Кривая Филлипса для открытой экономики: эволюция инфляционных процессов в России 103

Дискуссионный клуб

- Е. Л. Горюнов** — Анатомия теории переключающихся режимов воспроизводства: откуда берутся ненейтральность денег и экономические колебания? 120

Научная жизнь

- Практика антитраста и промышленной политики
(По материалам круглого стола в рамках юбилейной конференции
кафедры конкурентной и промышленной политики экономического
факультета МГУ имени М. В. Ломоносова) 141

-
- Содержание журнала «Вопросы экономики» за 2023 год 154
- Льготная подписка на журнал «Вопросы экономики» 160

CONTENTS

Microeconomics

- Y. V. Simachev, A. A. Yakovlev, V. V. Golikova, N. A. Gorodnyi, B. V. Kuznetsov, M. G. Kuzyk, A. A. Fedyunina** – Russian industrial companies under the “second wave” of sanctions: Response strategies 5

International economics

- M. V. Ershov** – The world and Russia in the environment of transformation: Is the economic recovery sustainable? 31
- A. A. Gnidchenko, O. M. Mikheeva, V. A. Salnikov** – “Having leapt never look back”: Who stays with Russia and how are imports redistributed? 48
- V. A. Pankova, D. I. Pekhalskiy** – Technological proximity of countries as a factor of inward foreign direct investment to developing economies..... 66

Macroeconomics

- E. P. Dzhagityan, O. R. Mukhametov** – The effect of the ECB’s unconventional monetary policy on systemic risks in the eurozone 86
- A. V. Zubarev, A. M. Gorodnov** – The Phillips curve for an open economy: The evolution of inflation processes in Russia..... 103

Debating Society

- E. L. Goryunov** – Theory of the shifting modes of reproduction: Where do the non-neutrality of money and economic cycles come from? 120

Scientific life

- Practice of antitrust and industrial policy
(*Proceedings of the round table discussion at the anniversary conference of the Chair of Competition and Industrial Policy of the Faculty of Economics, Lomonosov Moscow State University*) 141

-
- List of articles published in *Voprosy Ekonomiki* in 2023..... 154

Микроэкономика

Российские промышленные компании в условиях «второй волны» санкционных ограничений: стратегии реагирования*

Ю. В. Симачев¹, А. А. Яковлев², В. В. Голикова¹,
Н. А. Городный¹, Б. В. Кузнецов¹, М. Г. Кузык¹,
А. А. Федюнина¹

¹ *Национальный исследовательский университет
«Высшая школа экономики» (Москва, Россия)*

² *Гарвардский университет (Кембридж, США)*

В статье представлены первые результаты анализа влияния «второй волны» санкций 2022 г. на поведение российских компаний, оценены действия бизнеса по адаптации к новым условиям. Основным источником данных стал опрос руководителей 1860 российских предприятий обрабатывающих отраслей промышленности, проведенный в августе—ноябре 2022 г. Несмотря на жесткость и многоплановость санкционных ограничений, $\frac{1}{3}$ компаний не приняли адаптационных мер, в их числе локальные, технологически отсталые фирмы без инновационной активности. В целом фирмы, интегрированные в глобальную экономику, реагировали на новые угрозы активнее, чем предприятия, ориентированные на внутренний рынок. При существенной вариативности действий компаний по адаптации к санкционному шоку выявлены четыре базовые квазистратегии реагирования: (1) свя-

Симачев Юрий Вячеславович (yusimachev@hse.ru), к. т. н., директор Центра исследований структурной политики НИУ ВШЭ; *Яковлев Андрей Александрович* (andrei_yakovlev@fas.harvard.edu), к. э. н., приглашенный научный сотрудник в Центре российских и евразийских исследований имени Дэвиса, Гарвардский университет; *Голикова Виктория Владимировна* (victoria@hse.ru), к. э. н., вед. н. с. Центра исследований промышленной политики НИУ ВШЭ; *Городный Николай Антонович* (na.gorodnyi@hse.ru), м. н. с. Центра исследований структурной политики НИУ ВШЭ; *Кузнецов Борис Викторович* (bkuznetsov@hse.ru), к. э. н., вед. н. с. Института анализа предприятий и рынков НИУ ВШЭ; *Кузык Михаил Георгиевич* (mkuzyk@hse.ru), к. э. н., вед. н. с. Центра исследований структурной политики НИУ ВШЭ; *Федюнина Анна Андреевна* (afedyunina@hse.ru), к. э. н., вед. н. с. Центра исследований структурной политики НИУ ВШЭ.

* Статья подготовлена в рамках проекта по программе фундаментальных исследований НИУ ВШЭ. Авторы выражают признательность анонимному рецензенту за полезные комментарии.

зана с сокращением масштабов текущей деятельности, занятых и инвестиций — такие действия чаще прослеживались в отраслях, критически зависящих от участия в глобальных цепочках создания стоимости, в частности в автомобилестроении и деревообработке; (2) включает упрощение продукции для снижения зависимости от импорта, поиск новых рынков и пересмотр направлений инвестирования — данный подход характерен для фармацевтических производств; (3) предполагает перестройку каналов поставок используемых материалов и комплектующих — такая адаптация более заметна среди производителей резиновых и пластмассовых изделий; (4) направлена на разработку новых продуктов и технологий, цифровизацию и расширение взаимодействия с государством — в этом более активны компании, на рынках которых сформировались ниши из-за ухода крупных зарубежных игроков, в частности, мебельной промышленности. В качестве рекомендаций в области государственной антикризисной политики выделены следующие: относительная успешность адаптации компаний в 2022 г. связана с возможностями импортозамещения за счет нахождения российских аналогов, однако в дальнейшем потребуются особый акцент на поддержке разработки отечественных технологий и расширении доступа к технологическим знаниям; при высокой неопределенности важно создавать условия, позволяющие компаниям самостоятельно выстраивать цепочки создания стоимости. Предсказуемость действий государства, определяемая стратегическим видением будущего российской экономики, представляется важным фактором стимулирования частной инициативы.

Ключевые слова: санкционные ограничения, глобальные цепочки создания стоимости, стратегии адаптации, российская экономика, обрабатывающая промышленность.

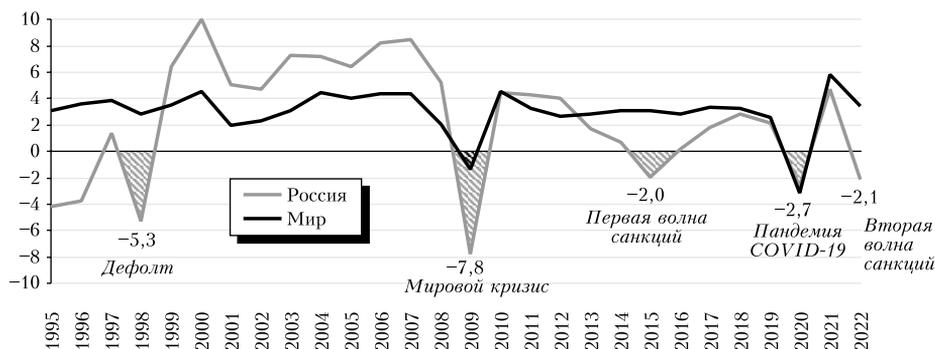
JEL: D22, F02, F51, O25.

Введение

Первый этап санкционного давления на российскую экономику начался еще в 2014 г., однако из-за беспрецедентного числа ограничений, введенных в 2022 г., ситуация принципиально ужесточилась, причём в отношении не только экспорта, но и импорта. Существенные проблемы создал уход многих иностранных инвесторов из России.

В то же время результаты 2022 г. оказались заметно лучше ожиданий, прежде всего в отношении динамики ВВП. Наряду с адекватными мерами реагирования государства (правительства РФ и Банка России) на кризис, это определялось высоким адаптационным потенциалом российского бизнеса. За последние 25 лет он сталкивался с пятью крупными кризисами — двумя финансово-экономическими (1998–1999 и 2008–2009 гг.) и тремя структурными, связанными с пандемическими (2020 г.) или санкционными (2014–2015 гг. и 2022 г.) ограничениями (рис. 1). Для структурных кризисов характерны нарушение функционирования цепочек создания стоимости, возникновение ограничений одновременно в области спроса и предложения. Их эффекты плохо поддаются оценке и прогнозированию ввиду «очагового» характера и наличия «афтершоков». Структурные кризисы негативно сказываются не столько на слабых, сколько на

Темпы роста ВВП в мире и в России,
1995–2022 гг. (в %)



Источник: составлено авторами по данным Всемирного банка.

Рис. 1

технологически современных, конкурентоспособных компаниях (Долгопятова и др., 2021).

Многоплановые разрывы в цепочках создания стоимости транслировались на уровень отраслей и секторов, которые существенно различались в зависимости от характера включенности в глобальную экономику, близости к технологической границе, особенностей производственной организации. Если пандемический кризис сильнее ударил по секторам с горизонтальной координацией, по малым и средним фирмам (общественное питание, розничная торговля), то санкционный — по крупным компаниям, секторам с вертикальной координацией (автомобиле- и авиастроение).

Отметим неоднородность влияния санкций на разные страны. Существуют факторы странового уровня, которые несколько ограничивают их воздействие:

— интеграция в глобальные цепочки создания стоимости (ГЦСС). На данных по 38 развитым и 28 развивающимся экономикам в период 2005–2015 гг. показано, что участие в ГЦСС ослабляло негативное воздействие санкций (Le, 2022);

— наличие крупных стран-партнеров. Если есть возможность географически переориентировать свою международную торговлю, то эффективность санкций существенно падает (Haidar, 2017);

— мобилизационный эффект для предприятий. Санкции могут непреднамеренно стимулировать рост внутренних производственных секторов, как в Иране (Amuzegar, 1997), или способствовать индустриализации, как в Зимбабве (Watanabe, 1987);

— ожидание санкций. Экономика в целом, а также ее экономические агенты, ожидающие введения санкций, могут заранее подготовиться к возможным ограничениям (Eaton, Engers, 1992; Lacy, Niou, 2004).

С учетом особенностей российской экономики можно предположить, что эти факторы смягчили воздействие введенных в 2022 г. санкционных ограничений. Вместе с тем разрывы в цепочках создания стоимости, затруднение доступа к технологиям и капиталу, ухудшение

условий для справедливой конкуренции, высокий уровень неопределенности всегда сдерживают рост производительности и снижают конкурентоспособность.

В целом санкции 2022 г. в отношении российской экономики, хотя и имели секторальную ориентацию, из-за беспрецедентного набора ограничений затронули широкий круг ее отраслей. Сила и направленность отраслевого воздействия санкций определяются рядом факторов, в том числе спецификой интеграции предприятий отрасли в глобальное производство и особенностями восходящих и нисходящих связей в ГЦСС (включая импортозависимость производств и ее географическую структуру), представленностью в ней иностранных производителей на территории России и зависимостью отечественного рынка от импорта, накопленным опытом развития отраслей и адаптацией предприятий к санкциям 2014 г.

На уровне отраслей обрабатывающей промышленности в 2022 г. наиболее пострадало производство автотранспортных средств в силу высокой зависимости от импорта автокомпонентов и машинокомплектов, поставки которых в Россию резко сократились как из-за ухода большинства представленных в стране мировых автопроизводителей, так и вследствие логистических затруднений (рис. 2). Однако эта отрасль и ранее характеризовалась большим числом проблем и в 2015–2021 гг. не продемонстрировала заметного роста. Среди других пострадавших отраслей — экспортоориентированные производства (например, деревообработка), а также отрасли, в которых уход иностранных предприятий пока не компенсирован отечественными компаниями (производство табака, некоторые подотрасли химического комплекса, производство электрооборудования и стройматериалов).

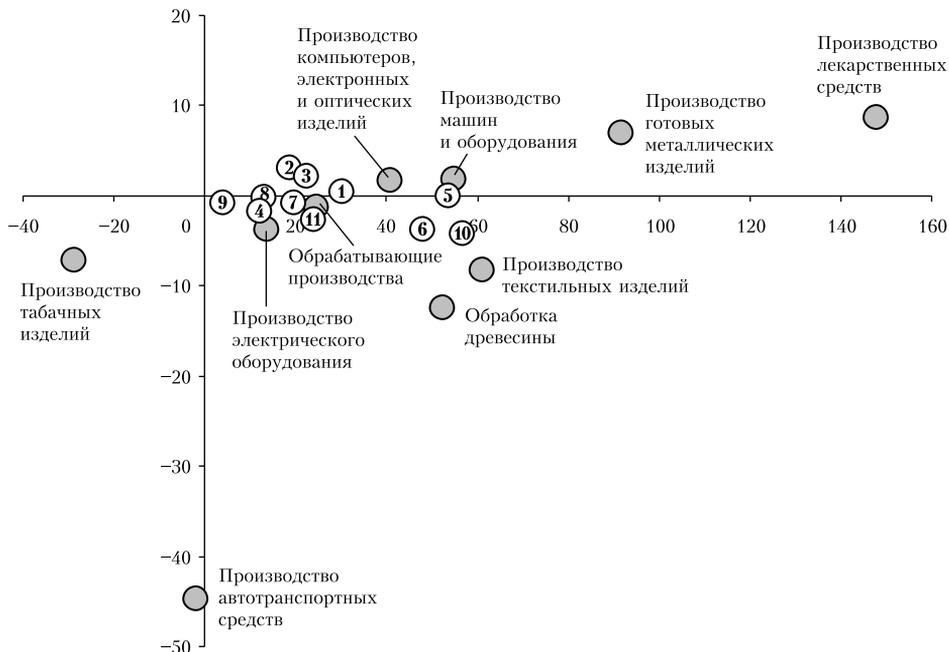
Кризис 2022 г. не только усилил отраслевую дивергенцию, но и привел к дополнительной внутриотраслевой дифференциации компаний. Как и любой кризис, санкции 2022 г., помимо проблем, выявили новые возможности для российских компаний. Процессы их адаптации, связанные как с ограничением негативного воздействия санкций, так и с использованием возникающих возможностей, существенно повлияли на результаты подстройки российской экономики к изменившимся условиям.

Кроме того, санкции выступают триггером структурных изменений в интеграции экономики в глобальное производство, определяя трансформацию ГЦСС, локализацию производства, рыночную переориентацию производителей (Meyer et al., 2023; Özdamar, Shanin, 2021). Однако большинство исследований анализируют воздействие санкций на агрегированном уровне (отраслей, стран), а не на уровне предприятий.

В данной статье мы рассматриваем первые шаги российских компаний по адаптации к санкциям, предпринятые в конце 2022 г., при этом мы хотели получить ответы на следующие вопросы:

— как санкционные ограничения повлияли на компании, какие группы бизнеса столкнулись с наибольшими трудностями, как это было связано с их позиционированием в ГЦСС;

Рост промышленного производства (в %)
в 2015–2021 гг. (по горизонтали) и в 2022 г. (по вертикали)



Примечание. 1 – производство пищевых продуктов; 2 – производство напитков; 3 – производство одежды; 4 – производство кожи и изделий из нее; 5 – производство бумаги и бумажных изделий; 6 – производство химических веществ и химических продуктов; 7 – производство резиновых и пластмассовых изделий; 8 – производство прочей неметаллической минеральной продукции; 9 – производство металлургическое; 10 – производство прочих транспортных средств и оборудования; 11 – производство мебели.

Источник: составлено авторами по данным Росстата.

Рис. 2

– какие меры были приняты бизнесом, каковы стартовые стратегии адаптации к санкционным ограничениям, насколько удалось задействовать новые возможности;

– на что важно обратить внимание при выработке мер государства по поддержке бизнеса, как можно повысить потенциал его адаптации и способствовать репозиционированию в ГЦСС?

Основным источником данных стал опрос руководителей предприятий обрабатывающих отраслей российской промышленности. Пятый раунд обследования промышленных предприятий 2022 г. «Конкурентоспособность российской промышленности» был сфокусирован на анализе изменений, произошедших после 2018 г., на выявлении реакции предприятий на пандемию COVID-19 и усиление международных санкций. Опрос проводился с августа по ноябрь 2022 г. в 71 субъекте РФ. В качестве респондентов были привлечены топ-менеджеры компаний, при этом 75% респондентов являлись генеральными директорами. Выборка обследования составляет 1860 предприятий обрабатывающей промышленности с численностью занятых от 10 человек. Для обеспечения репрезентативности выборки в разрезе рассматриваемых видов деятельности и размерных групп предприятий использовались весовые коэффициенты, приводящие ее структуру в соответствие со структурой генеральной совокупности (табл. П2 Приложения).

Влияние санкций и ответная реакция фирм: обзор современных исследований

Воздействие санкций на предприятия рассматривается с теоретической и эмпирической сторон. В первом случае к обсуждению эффектов от санкций могут быть приложены практически все ведущие современные теории — институциональная, ресурсная (включая resource-based and knowledge-based view, а также resource dependence theory) и поведенческая. В частности, с использованием этих теорий можно обсуждать неоднородность воздействия санкций на предприятия с учетом особенностей институциональной среды — качества судебной системы, исполнения контрактов, уровня теневого сектора и т. д. (институциональная теория), с учетом имеющихся у предприятия ресурсов, компетенций, опыта и инновационной активности (resource-based and knowledge-based view), возможности контролировать критически важные ресурсы — природные, технологии, переговорную силу (resource dependence theory), а также способности и готовности предприятий динамично меняться (поведенческая теория) (например, см.: Meyer et al., 2023; Gaur et al., 2023). Поскольку теоретических работ о воздействии внешних шоков на предприятия много, а настоящее исследование носит в большей степени прикладной характер и нацелено на представление первых результатов о характере воздействия санкций на российскую экономику, мы оставляем теоретические работы за скобками для обсуждения в рамках будущих исследований. Заметим только, что с точки зрения теоретических подходов многие факторы определяют неоднородность воздействия санкционных ограничений на предприятия.

Имеющиеся эмпирические свидетельства влияния санкций на предприятия также свидетельствуют о его существенной неоднородности. В частности, обсуждаются различия в эффектах в рамках цепочек создания стоимости. Санкционное влияние различалось для экспортеров и импортеров, при этом внутри групп также были особенности. На примерах санкций в Югославии, Ираке, Иране, Южной Африке и России отмечается, что менялся состав экспортеров, предприятия переходили к импортозамещению или переориентировались на другие рынки (Crozet et al., 2021; Ebadi, 2022; Pond, 2017), а при определенных условиях им удавалось даже нарастить объемы экспорта (Haidar, 2017). Проблемы с импортом из стран, вводящих санкции, также решались по-разному — предприятия искали новых зарубежных и отечественных поставщиков (Hsu et al., 2022). Неоднородность влияния санкций наблюдалась, даже когда они распространялись выборочно: среди предприятий, не подпавших под санкции, в худшем положении оказывались те, которые работали в цепочках поставок или в одних отраслях с подсанкционными фирмами (Sun et al., 2022; Ebadi, 2022). Санкционное давление приводило к разным эффектам с учетом доли предприятий на рынке (Lafrogne-Joussier et al., 2022), зависимости от импорта (Altug, Yesiltas, 2022), финансового состояния (Aflatooni et al., 2022), использования цифровых технологий (Cheratian et al., 2023), близости к правительственным структурам и наличия поли-

тических связей (Aflatooni et al., 2022; Ghasseminejad, Jahan-Parvar, 2021; Mamonov et al., 2021; Mamonov, Pestova, 2021).

Реакция компаний с иностранной собственностью также была неоднородной. На примере таких компаний показано, что решение об уходе в существенной степени зависело от страны размещения материнской компании и позиции страны в сети наднациональных организаций (Li et al., 2022; Meyer, Thein, 2014; Soule et al., 2014). В ряде случаев для обхода действующих ограничений менялась модель организации многонациональной компании, в результате зарубежному подразделению в подсанкционной экономике предоставлялось больше автономии (Liu, Meyer, 2020; Fang, Chimenson, 2017). При этом отечественные компании, находящиеся под санкциями, сами перемещали свою головную компанию за рубеж, чтобы избежать санкционных ограничений (Nellis, Alper, 2019).

Оценке влияния санкций на российскую экономику посвящено много работ, в большинстве из них, по понятным причинам, рассматриваются санкции «первой волны». Причем их воздействию напрямую подверглась лишь небольшая часть российских фирм (около 0,1%, на которые, тем не менее, приходилось свыше 10% совокупной добавленной стоимости; Nigmatulina, 2022), а оценки их последствий для компаний-целей существенно различаются. Если в работе: Ahn, Ludema, 2020, авторы пришли к выводу об однозначно негативном влиянии санкций, проявившемся в сокращении выручки, активов и персонала непосредственно затронутых ими фирм по сравнению с другими компаниями, то в исследовании: Keerati, 2022, получен прямо противоположный результат: подсанкционные фирмы, особенно крупные, в меньшей степени сокращали свою деятельность, чем компании, не ставшие объектом санкций.

Вместе с тем проблемы и риски, так или иначе связанные с санкциями, были актуальны для значительно более широкого круга фирм: по ряду оценок (РСПП, 2015; Golikova, Kuznetsov, 2017), примерно половины. Главными негативными эффектами санкций для компаний стали рост стоимости сырья, комплектующих и оборудования, снижение доступности кредитов (РСПП, 2015), а также недостаток платежеспособного спроса на продукцию (Кувалин, 2016). Кроме того, санкции затруднили привлечение российскими фирмами заемного финансирования из-за рубежа (Johnston, 2015) и негативно сказались на исходящих ПИИ крупных российских компаний (Liuhto, 2015). В целом санкционным проблемам и рискам оказались больше подвержены фирмы — экспортеры и импортеры (Golikova, Kuznetsov, 2017), особенно имеющие существенный внешнеторговый оборот со странами, которые ввели санкции (Keerati, 2022), а также конкурентоспособные компании с высоким технологическим уровнем из-за присущей им сильной импортозависимости (Simachev et al., 2016). Однако заметим, что наряду с ужесточением ряда ограничений и трудностей российских компаний, прежде всего в части спроса, доступа к кредитным ресурсам и инфляции, санкции привели к смягчению некоторых проблем бизнеса: в частности, это касается конкуренции со стороны иностранных производителей и дефицита кадров (Кувалин, 2016).

Исходя из различных данных, авторы выделяют разные особенности реакции российских фирм на санкции «первой волны». Отмечается, что в ответ на санкции фирмы чаще всего меняли поставщиков и потребителей на внутреннем рынке и гораздо реже — на внешнем (Golikova, Kuznetsov, 2017). Согласно опросу, проведенному РСПП осенью 2015 г., важнейшим направлением адаптации компаний к санкциям стала оптимизация затрат без снижения выпуска продукции (РСПП, 2015). Ключевыми мерами реагирования компаний на санкции выступили внедрение новых, более экономичных технологий и изменение ассортимента. При этом, в отличие от кризиса 2008–2009 гг., в ответ на санкционный шок компании гораздо реже прибегали к рестрикционным мерам, таким как сокращение капвложений, численности персонала или заработной платы (Кувалин, 2016).

Исследований, в которых рассматривается воздействие санкций «второй волны» на российские компании и их ответная реакция, пока мало. В частности, выявлено, что к концу весны 2022 г. от санкций так или иначе пострадало около 60% фирм, а основные проблемы и риски компаний были связаны с затруднением доступа к импортным сырью и комплектующим, с ростом внутренних цен и удорожанием импорта, с падением платежеспособного спроса и повышением общей неопределенности в экономике (Кувалин и др., 2022). Важной мерой реагирования фирм на санкции стало сокращение инвестиционных затрат; кроме того, компании нередко вели поиск новых рынков сбыта, начинали выпуск новой продукции и запускали процессы модернизации. В более поздней работе, основанной на данных нового раунда опроса представителей бизнеса, показано, что к весне 2023 г. доля фирм, пострадавших от санкций, почти не изменилась (61%), однако компании стали отдавать предпочтение активным мерам адаптации — поиску новых поставщиков и рынков сбыта, модернизации производства и т. п., снизив масштабы использования пассивных мер, связанных с сокращением затрат и выпуска (Кувалин и др., 2023).

В числе важнейших последствий санкционных ограничений для российского бизнеса упоминаются разрыв логистических цепочек, сокращение клиентской базы, особенно характерное для компаний, которые осуществляют экспортно-импортные операции, и проблемы с расчетами (Королева, 2023). В качестве путей адаптации фирм к санкционному шоку выделены релокация, поиск новых рыночных ниш, импортозамещение, использование параллельного импорта и активизация усилий по взаимодействию с государством и привлечению господдержки.

На основе данных опросов предпринимателей отмечается, что негативное влияние санкций ощутили 73% представителей российского малого и среднего бизнеса, а наиболее распространенными отрицательными эффектами стали уменьшение числа клиентов и заказов, повышение цен и рост издержек, а также перебои с поставками (Симонов, Хаматханова, 2023). Примерно $\frac{2}{3}$ предпринимателей осуществляли какие-либо действия для преодоления негативных последствий санкций: изменяли цену товаров и услуг, вели поиск новых клиентов и поставщиков, оптимизировали издержки, сокращали объем деятельности и штат сотрудников.

По итогам анализа результатов опроса представителей промышленных компаний выявлено, что санкционные ограничения в наибольшей степени коснулись фирм и отраслей, ориентированных на внешние рынки и столкнувшихся с нарушением импортных поставок (Карлова и др., 2023). При этом экспортеры более чувствительны к санкциям, а проблемы, связанные с экспортом, были для них менее значимыми, чем разрыв цепочек поставок нужного импорта. Реагируя на импортные ограничения, предприятия переключаются прежде всего на аналогичную зарубежную продукцию и в меньшей степени — на отечественную.

Оценка воздействия санкционных ограничений на компании: негативные и позитивные эффекты

Около $\frac{2}{3}$ компаний выборки оказались затронуты введенными в 2022 г. санкциями, при этом, по мнению респондентов, для 39% компаний санкционные ограничения создали только проблемы, для 3% — имели только позитивные последствия, а для 25% — и то и другое. Довольно неожиданно, но руководители каждого третьего предприятия в выборке «не заметили» влияния санкций, несмотря на масштабность введенных ограничений. Это может быть вызвано тем, что на таких компаниях еще не сказались соответствующие негативные эффекты, или их руководителям было сложно идентифицировать проблемы, связанные с санкционными ограничениями.

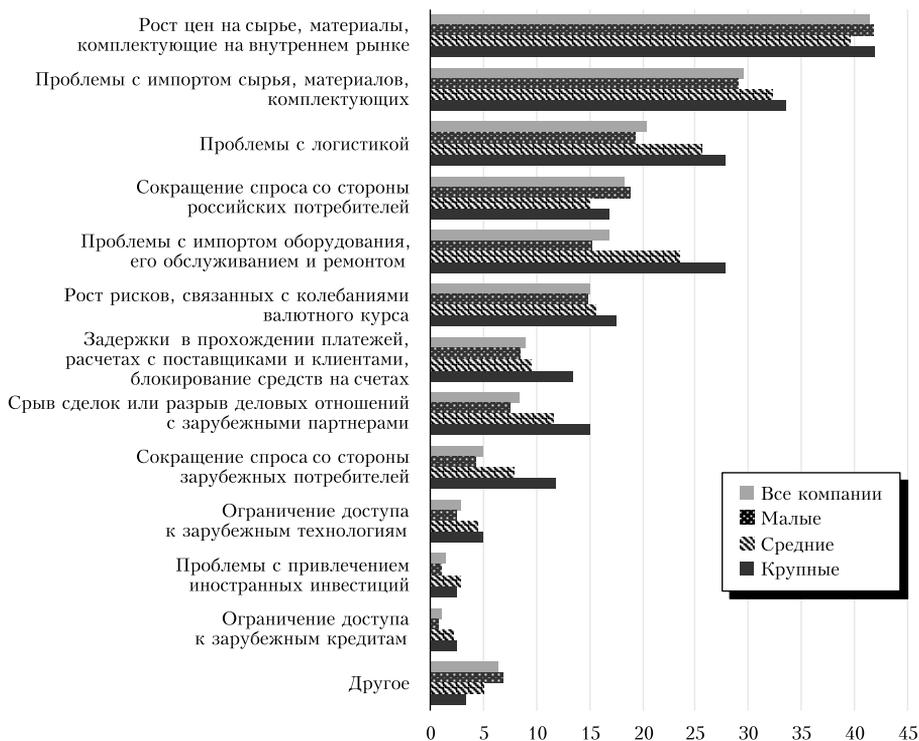
С трудностями из-за санкций столкнулись 65% опрошенных. Ключевыми проблемами для компаний, по мнению их руководителей, стали рост цен на сырье, материалы и комплектующие на внутреннем рынке (42% компаний выборки), затруднения с импортом необходимых товаров и услуг (30%) и с логистикой (20%), сокращение внутреннего спроса (18%), а также проблемы с импортом и обслуживанием оборудования (17%) (рис. 3). Заметим, что это в целом совпадает с оценками ряда зарубежных исследователей, согласно которым основные негативные проявления санкционного кризиса для компаний (и не только российских) связаны с осуществлением трансграничных операций и с ростом цен на сырье, материалы и комплектующие (Kalotay, Weiner, 2022; Paché, 2022).

Большинство санкционных проблем сильнее проявляются в крупном бизнесе. Такие фирмы, как правило, чаще интегрированы в ГЦСС и чувствительны к трансграничным ограничениям.

Наряду с негативными эффектами от санкций отмечались и позитивные, хотя гораздо реже. Свыше $\frac{1}{4}$ компаний (28%) смогли использовать новые возможности, в том числе 8% нарастили долю на традиционных рынках, 6 — нашли ниши для новых продуктов, 6 — вышли на новые для себя рынки, 4% — привлекли квалифицированные кадры (рис. 4). При этом три первых направления были более характерны для крупного бизнеса.

Общий баланс положительных и отрицательных последствий влияния санкционных ограничений на уровне фирм (по мнению их руководителей) в большинстве случаев был негативным — это отметили руководители 53% обследованных компаний (или 77% фирм,

Негативные последствия санкций 2022 г. для компаний,
(частота упоминания, взвешенные данные, в %)



Примечание. Здесь и далее весовые коэффициенты используются для приведения структуры выборки в разрезе отраслей и размерных групп фирм в соответствие с параметрами генеральной совокупности.

Источник: составлено авторами на основе данных опроса НИУ ВШЭ 2022 г.

Рис. 3

Позитивные результаты санкций 2022 г. для компаний,
(частота упоминания, взвешенные данные, в %)



Источник: составлено авторами на основе данных опроса НИУ ВШЭ 2022 г.

Рис. 4

затронутых санкциями). Отрицательный результирующий эффект от санкций чаще отмечался в металлургии, фармацевтике, автомобилестроении, деревообработке, мебельной промышленности (для 60–70% предприятий), реже — в текстильной и легкой промышленности (менее 50% предприятий), среди небольших компаний.

Результаты регрессионного моделирования¹ (табл. 1) свидетельствуют о том, что влиянию санкций 2022 г. оказались более подвержены компании, интегрированные в глобальную экономику (экспортеры и импортеры), и инновационно активные фирмы. Отметим, что результирующие эффекты от воздействия санкционных ограничений для этих групп компаний различаются: для импортеров — чаще негативные; для инновационных компаний — как негативные, так и позитивные; для предприятий-экспортеров — позитивные. Кроме того, положительное влияние санкций более характерно для средних предприятий и фирм, расположенных в городах-миллионниках.

Влияние санкционных ограничений 2022 г. на предприятия, как и в случае «первой волны» санкций (Golikova, Kuznetsov, 2017), в значительной мере определяется их включенностью в глобальную экономику — использованием импорта и наличием экспорта. С одной стороны, существенная часть российских компаний оставалась зависимой от импорта сырья, материалов, комплектующих и оборудования из недружественных стран. По нашим оценкам, в 2021 г., накануне введения жестких ограничений, удельный вес компаний, импортирующих из них промежуточные товары, составлял 32%, оборудование — 17%.

С другой стороны, сильная зависимость от импорта характерна для наиболее успешных и динамичных компаний (Simachev et al., 2016). Было показано (Федюнина, Аверьянова, 2018), что более высокая доля импорта компонентов и полуфабрикатов связана с большей долей экспорта в выручке, а также с вероятностью экспортировать высокотехнологичную продукцию. Таким образом, импорт высокотехнологичных компонентов выступал важным фактором конкурентоспособности фирмы на внешних рынках. Отмечено, что компании-экспортеры более чувствительны к санкциям, прежде всего из-за ограничений на импорт ввиду большей импортозависимости, особенно в части машин и оборудования (Карлова и др., 2023).

Здесь необходимы дополнительные комментарии. По нашим оценкам, $\frac{1}{4}$ компаний обрабатывающей промышленности в 2022 г. столкну-

¹ Мы воздерживаемся от подробного описания методологии регрессионного анализа, поскольку она фактически стандартная для подобного рода исследований — схожий подход используется в ряде работ (например, см.: Golikova, Kuznetsov, 2017; Shida, 2020; Егорова, Чепуренко, 2022; Cheratian et al., 2023). Описательная статистика переменных представлена в таблице П1 Приложения.

Объясняющая способность моделей приемлемая, однако невысокая, что связано с ограничениями используемых данных: среди доступных характеристик обследованных фирм отсутствуют такие потенциально значимые параметры, как уровень испытываемой ими конкуренции или финансовое состояние. Однако заметим, что при разработке моделей мы не стремились максимизировать их объясняющую способность. Наша цель (как, впрочем, и в большинстве подобных исследований) состояла в том, чтобы оценить влияние интересующих нас факторов при включении в модель стандартного (для работ по схожей тематике на микроуровне) набора контрольных переменных. С учетом этого полагаем, что качество моделей достаточное для получения достоверных результатов.

Оценка влияния санкций 2022 г. руководителями компаний
(параметры моделей логистической регрессии, взвешенные данные)

Независимая переменная (фиктивная)	Зависимая переменная (фиктивная)					
	любое влияние санкций		негативное влияние санкций		позитивное влияние санкций	
	β	средне-квадр. ошибка	β	средне-квадр. ошибка	β	средне-квадр. ошибка
Год создания	базовая категория		базовая категория		базовая категория	
2014 и позднее	0,039	0,205	-0,003	0,164	-0,512*	0,287
2009–2013	-0,328*	0,178	-0,028	0,147	-0,432	0,271
2000–2008	-0,250	0,197	0,064	0,166	-1,282***	0,373
1992–1999	0,126	0,250	0,147	0,206	0,073	0,357
1991 и ранее	базовая категория		базовая категория		базовая категория	
Численность работников	базовая категория		базовая категория		базовая категория	
менее 100 чел.	-0,150	0,164	-0,433***	0,137	0,620***	0,236
100–249 чел.	-0,241	0,208	-0,056	0,179	-0,772*	0,432
250–499 чел.	-0,426	0,385	-0,149	0,324	-2,168*	1,192
500 чел. и более	базовая категория		базовая категория		базовая категория	
Размер населенного пункта	базовая категория		базовая категория		базовая категория	
до 50 тыс. чел.	-0,163	0,211	-0,038	0,178	-0,121	0,448
50–250 тыс. чел.	-0,222	0,204	-0,033	0,176	0,225	0,424
250 тыс. – 1 млн чел.	0,186	0,242	-0,268	0,206	1,583***	0,498
свыше 1 млн чел.	0,083	0,212	-0,189	0,175	0,514	0,325
Входит в группу компаний	1,153***	0,137	0,692***	0,122	0,068	0,269
Наличие импорта в 2021 г.	0,328**	0,155	-0,066	0,124	0,752***	0,222
Наличие экспорта в 2021 г.	0,757***	0,146	0,315***	0,115	0,701***	0,212
Иновационная активность в 2021 г.	контролируется		контролируется		контролируется	
Отраслевая принадлежность	контролируется		контролируется		контролируется	
Региональная принадлежность	контролируется		контролируется		контролируется	
Структура собственности	контролируется		контролируется		контролируется	
Должность респондента	контролируется		контролируется		контролируется	
Константа	0,798	0,564	0,183	0,428	-3,319***	0,803
Число наблюдений	1842					
Pseudo R ²	0,344		0,172		0,283	

Примечание. *** $p < 0,01$, ** $p < 0,05$, * $p < 0,1$.

Источник: рассчитано авторами на основе данных опроса НИУ ВШЭ, 2022 г.

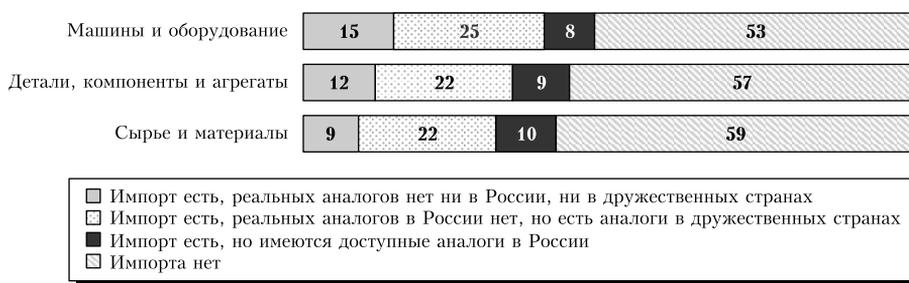
лись с отсутствием реальных аналогов используемой импортной продукции в России и в дружественных странах². Потребность в ней российских фирм, по результатам нашего исследования, в основном определялась более высоким качеством или новизной зарубежной продукции (фактор важен для более чем 70% фирм-импортеров), а также стратегическим выбором руководства (для 65% фирм-импортеров). Последнее чаще связано с централизованными решениями в рамках интегрированных структур, холдингов. Как следствие, экспортеры в условиях ограничений

² Подробнее о зависимости компаний от импорта и его структуре см.: Голикова, Кузнецов, 2023.

переключаются прежде всего на аналогичную импортную и в меньшей степени — на отечественную продукцию (Карлова и др., 2023).

Наиболее сильная зависимость компаний от импорта машин и оборудования (отсутствие реальных аналогов в России в 2022 г. отметили руководители 40% предприятий), весьма существенная — от импорта деталей и компонентов (34%), а также сырья и материалов (31%) (рис. 5). Отсутствие российских аналогов более характерно для производств электротехнической и электронной промышленности, транспортного машиностроения и фармацевтической отрасли. При этом компании последней чаще всего зависят от безальтернативного импорта из недружественных стран.

Зависимость компаний от основных категорий импорта в 2022 г. (взвешенные данные, в %)



Источник: составлено авторами на основе данных опроса НИУ ВШЭ, 2022 г.

Рис. 5

В целом есть основания полагать, что с 2018 г. уровень использования импорта в обрабатывающей промышленности несколько снизился, чему способствовала реализуемая государством политика импортозамещения (Кузьминов, 2023). Однако при этом бизнес все чаще не видит реальных российских аналогов используемого импорта (рис. 6). Можно предположить, что, столкнувшись в 2022 г. с более жесткими ограничениями доступа к импортным продуктам (из-за санкций или

Зависимость компаний от основных категорий импорта в 2018 и 2022 гг. (взвешенные данные, в %)



Источник: составлено авторами на основе данных опросов НИУ ВШЭ, 2018, 2022 гг.

Рис. 6

по иным причинам), представители отечественного бизнеса нередко обнаруживали, что видевшиеся им ранее альтернативой импорту российские продукты на деле не могут его эффективно заменить.

Тот факт, что в 2022 г. российский бизнес заметно реже использовал импорт, чем в 2018 г., но при этом чаще не видел отечественных альтернатив ему, позволяет выдвинуть следующую гипотезу. Импортозамещение в российской обрабатывающей промышленности шло в основном по «легкому пути», когда импорт замещался уже доступными отечественными аналогами, и в гораздо меньшей степени — по пути создания новых импортозамещающих продуктов, ранее в России не производившихся.

Стратегии адаптации бизнеса к новым условиям

Рассматривая меры компаний российской обрабатывающей промышленности по адаптации к новым условиям, можно отметить, что в целом на санкции 2022 г. отреагировали более половины предприятий (56%). Подчеркнем, что руководители компаний отмечали не просто планируемые/реализуемые меры, а меры, которые завершились практическим результатом (например, были найдены новые поставщики, новые рынки сбыта).

Существенная часть компаний — около $\frac{1}{3}$ — не предпринимала никаких адаптационных действий ни в санкционном 2022 г., ни в предшествующие два года (во время острой фазы пандемии коронавируса). При этом такие компании, как правило отстающие, не демонстрируют ни инновационной, ни экспортной активности, характеризуются низким технологическим уровнем и при этом несколько реже остальных пользуются финансовой поддержкой государства. В то же время более слабая на общем фоне зависимость от импорта вместе с отсутствием экспорта способствовала меньшей подверженности таких компаний влиянию санкций.

На основе регрессионного анализа (табл. 2) можно сделать следующие выводы о факторах активности фирм в реализации антикризисных мер.

Во-первых, при прочих равных условиях, на вероятность активной реакции влияют факторы широты рынка: фирмы, работающие на зарубежных рынках (стран ЕАЭС и дальнего зарубежья), значимо чаще остальных осуществляли действия по адаптации к санкциям.

Во-вторых, активная адаптация взаимосвязана со стратегиями предприятий в 2019–2022 гг. в отношении импортных закупок³. Предприятия — постоянные импортеры сырья, материалов и ком-

³ В группировке представлены следующие четыре группы фирм: 1 — в период 2019–2022 гг. не импортировавших ни оборудования, ни промежуточных товаров (сырье, материалы, детали и комплектующие); 2 — хотя бы раз импортировавших в этот период оборудование, но не импортировавших промежуточные товары; 3 — регулярно (каждый год) закупавших импортные промежуточные товары, но ни разу не закупавших оборудование; 4 — хотя бы раз закупавших импортное оборудование и регулярно — импортные промежуточные товары. В эти четыре группы попадает примерно 90% всех опрошенных фирм. Остальные, закупавшие импортное сырье нерегулярно, были исключены из данной классификации.

Факторы осуществления компаниями действий по адаптации к санкциям 2022 г. (параметры модели пробит-регрессии, взвешенные данные)

Приняты меры по адаптации – зависимая переменная	B	Среднеквадр. ошибка
Рынки присутствия – локальный	базовая категория	
Рынки присутствия – общероссийский	0,170	0,104
Рынки присутствия – ЕАЭС	0,326***	0,118
Рынки присутствия – глобальный	0,366***	0,130
Отсутствие импорта в 2019–2022 гг.	базовая категория	
Импорт оборудования в 2019–2022 гг.	0,210**	0,082
Регулярный импорт сырья, материалов, комплектующих в 2019–2022 гг.	0,527***	0,124
Импорт оборудования и регулярный импорт сырья, материалов, комплектующих в 2019–2022 гг.	0,770***	0,128
Доля основного продукта в выручке (%)	-0,007***	0,002
Число дней с начала опроса	-0,005***	0,002
Крупный город (более 250 тыс. человек)	0,023	0,140
Численность работников (логарифм)	0,074**	0,031
Входит в группу компаний	0,302***	0,102
Отраслевая принадлежность	контролируется	
Региональная принадлежность	контролируется	
Должность респондента	контролируется	
Константа	-0,445***	0,142
Число наблюдений	1706	
Pseudo R ²	0,208	

Примечание. Сокращение числа наблюдений обусловлено тем, что из рассмотрения исключались фирмы с нерегулярным импортом сырья, материалов и комплектующих, а также наличием пропусков в данных. *** $p < 0,01$, ** $p < 0,05$, * $p < 0,1$

Источник: рассчитано авторами на основе данных опроса НИУ ВШЭ, 2022 г.

плектующих реагируют (вынужденно) существенно чаще, чем предприятия, не зависящие от импорта либо зависящие только в части закупок импортного оборудования.

В-третьих, специализированные фирмы (с высокой долей основного продукта в объеме продаж) значимо менее активны в принятии адаптационных мер. Возможно, это связано с тем, что диверсифицированное производство требует более активной реакции по разным видам продукции, но одновременно дает больше возможностей для поиска новых рыночных ниш.

В-четвертых, вхождение предприятия в интегрированную бизнес-группу повышает вероятность того, что оно примет те или иные меры реагирования. Это, скорее всего, связано с тем, что у интегрированных структур больше ресурсных возможностей для проведения адаптационных мероприятий.

На санкции 2022 г. компании в основном реагировали, переключаясь на новых поставщиков, причем несколько чаще иностранных (19% компаний), чем российских (16%), и сокращая издержки (18% компаний). Последняя мера была важной и в период коронакризиса, а смена поставщиков практиковалась в 2020–2021 гг. гораздо реже (рис. 7). Кроме того, по сравнению с пандемийным периодом в 2022 г. фирмы стали несколько чаще выходить на новые рынки, разрабатывать

Меры адаптации компаний к шокам 2020—2021 и 2022 гг.,
(частота упоминания, взвешенные данные, в %)



Источник: составлено авторами на основе данных опроса НИУ ВШЭ, 2022 г.

Рис. 7

новые продукты и технологии и реорганизовывать систему управления и логистики.

При реализации компаниями мер по адаптации к санкционному шоку отчетливо прослеживается «эффект колеи». Фирмы, принимавшие адаптационные действия в 2022 г., осуществляли примерно то же самое и в 2020—2021 гг., а компании, не принимавшие специальных мер в условиях санкций, как правило, не делали этого и в период пандемии.

В настоящее время еще рано говорить о сформировавшихся стратегиях адаптации российских компаний к санкциям. Это связано с сильнейшим шоком, с ограниченностью времени для адаптации (с момента инициации «второй волны» санкций до начала проведения опроса прошло только 5 месяцев), с постоянным изменением условий (наряду с новыми пакетами санкций принимаются дополнительные меры по поддержке российских компаний). Однако отметим, что со временем компании активизировали использование своего адаптационного потенциала, новых возможностей на рынке. Неслучайно чем позже проводилось интервьюирование (опрос длился с августа по ноябрь 2022 г.), тем реже респонденты оценивали эффекты от санкций как негативные.

На основе устойчивых сочетаний различных мер можно предварительно выделить четыре базовые квазистратегии адаптации компаний к санкционному шоку 2022 г.⁴ (табл. 3).

⁴ Подробнее о выявленных стратегиях и специфике использовавших их фирм см.: Кузык, Симачев, 2023.

Стратегии адаптации компаний к санкциям 2022 г.
(результаты факторного анализа)

Мера адаптации	Факторные нагрузки			
	рестрикционная стратегия	перенаправление инвестиций и упрощение выпускаемой продукции	изменение цепочек поставок	инновации и взаимодействие с государством
Сократили часть работников	0,58	0,09	-0,24	-0,10
Сократили ассортимент продукции (оказываемых услуг)	0,53	0,16	-0,12	0,18
Сократили издержки	0,49	-0,46	-0,06	0,05
Сократили объем инвестиций	0,48	0,05	0,07	-0,04
Изменили направления инвестирования	0,10	0,56	-0,17	-0,21
Перешли к производству менее сложной продукции (менее зависимой от импортных поставок)	0,30	0,50	0,21	-0,01
Нашли новых российских поставщиков сырья, материалов, комплектующих	-0,04	0,03	0,62	0,10
Нашли новых иностранных поставщиков сырья, материалов, комплектующих	-0,11	0,12	0,57	0,03
Расширили взаимодействие с госорганами	0,10	-0,11	0,01	0,65
Внедрили новые цифровые технологии	-0,01	0,04	0,03	0,65
Начали собственную разработку новых продуктов/технологий	-0,08	0,22	0,04	0,40
Увеличили объем инвестирования	-0,39	0,23	-0,39	0,11
Переориентировались на выпуск другой продукции	0,03	0,30	0,02	0,19
Привлекли квалифицированные кадры	-0,25	0,14	-0,35	0,31
Нашли новые рынки сбыта в России и/или за рубежом	-0,07	0,37	0,14	0,36
Реорганизовали систему управления, включая логистику	-0,11	0,33	0,35	0,09
Оптимизировали схему расчетов с российскими и/или зарубежными покупателями	0,05	0,34	0,02	0,22
Объясненная дисперсия, %	10,60	7,30	6,60	8,30

Примечание. Расчет проведен по выборке компаний, осуществлявших какие-либо действия по адаптации к санкциям, методом главных компонент с вращением «варимакс». Полу-жирным шрифтом выделены факторные нагрузки 0,4 и более.

Источник: составлено авторами на основе данных опроса НИУ ВШЭ, 2022 г.

Первая стратегия — рестрикционная — включает сокращение издержек, инвестиций, кадров и ассортимента выпускаемой продукции. Она характерна для отраслей, сильно зависящих от участия в глобальных цепочках, таких как деревообработка и автомобилестроение (табл. 4).

Вторая предполагает изменение направлений инвестирования и упрощение выпускаемой продукции, что нередко сочетается с освоением новых рынков сбыта и реорганизацией управления и логистики. Подобное поведение фирм наиболее часто прослеживалось в фармацевтической отрасли.

Третья стратегия — изменение входных каналов поставок — предусматривает переключение на новых поставщиков промежуточных то-

Стратегии адаптации компаний к санкциям 2022 г. по отраслям
(средние значения соответствующих факторов)

Отрасль	Рестрикционная стратегия	Переенаправление инвестиций и упрощение выпускаемой продукции	Изменение ценочек поставок	Инновации и взаимодействие с государством
Производство пищевых продуктов	0,03	-0,15	-0,03	-0,04
Производство текстильных изделий	0,24	0,18	-0,51	-0,10
Производство одежды, обуви и изделий из кожи	0,16	-0,03	-0,10	-0,17
Обработка древесины и производство изделий из дерева	0,75	0	-0,02	-0,06
Производство бумаги и бумажных изделий	0,04	0,31	0,25	-0,07
Производство химических веществ и продуктов	-0,22	0,05	0,09	0,05
Производство лекарственных средств и медицинских материалов	-0,22	0,50	0,01	-0,07
Производство резиновых и пластмассовых изделий	-0,04	-0,07	0,34	0,03
Производство прочей неметаллической минеральной продукции	0,01	-0,23	-0,03	-0,07
Производство металлургическое	-0,03	-0,01	0,01	0,10
Производство готовых металлических изделий	-0,03	0,12	-0,12	0,08
Производство компьютеров, электронных и оптических изделий	-0,32	0,02	0,12	0,11
Производство электрического оборудования	-0,20	0,27	0,22	0,14
Производство машин и оборудования	-0,08	0,05	0,08	-0,04
Производство автотранспортных средств	0,37	-0,05	-0,02	-0,12
Производство прочих транспортных средств и оборудования	-0,30	-0,17	0,02	-0,05
Производство мебели	0,08	0,23	-0,25	0,38
Ремонт и монтаж машин и оборудования	0,04	-0,21	-0,13	-0,21

Примечание. По выборке компаний, осуществивших какие-либо действия по адаптации к санкциям. Большие значения выделены более насыщенным фоном.

Источник: рассчитано авторами на основе данных опроса НИУ ВШЭ, 2022 г.

варов, причем как российских, так и зарубежных. Ее чаще практиковали производители резиновых и пластмассовых изделий.

Четвертая стратегия состоит в разработке новых продуктов и технологий, цифровизации и расширении взаимодействия с государством. Для нее значимы также освоение новых рынков и привлечение кадров. Данная стратегия наиболее актуальна для мебельной отрасли, в которой наблюдался уход с рынка крупных зарубежных игроков.

Заключение: следствия для политики

На основе выявленных особенностей воздействия санкционного кризиса на российские промышленные компании и принимаемых ими адаптационных мер можно сформулировать некоторые следствия для политики.

Первое. Высокая неоднородность воздействия санкций на отечественные предприятия и наличие различных стратегий адап-

тации позволяют поставить под сомнение идею выработки некоей единой, универсальной схемы действий государства в рамках анти-санкционной политики. Условия в отраслях, на конкретных предприятиях кардинально различаются. В одних случаях можно делать ставку на распространение российских цепочек создания стоимости на другие юрисдикции (особенно, если масштабы внутреннего рынка ограничены), в других — напротив, на перенос элементов глобальных цепочек в российскую юрисдикцию. Кроме того, сами условия деятельности компаний сильно меняются вследствие как введения новых санкций, ужесточения контроля за их действием, так и нахождения путей их обхода.

Целесообразно позволить компаниям самостоятельно решать, как выстраивать цепочки поставок — на основе импорта из дружественных стран, с использованием схем параллельного импорта или за счет поиска новых российских поставщиков, френдшоринга, инвестиций в совместные предприятия в зарубежных юрисдикциях. Мы полагаем, что государство в условиях высокой неопределенности должно прежде всего поддержать инициативы бизнеса по адаптации к кризису, создать возможности для компаний реагировать на вводимые ограничения.

Второе. Поскольку существенная часть предприятий оказалась затронута санкциями, государство должно улучшить общие условия реализации инициатив бизнеса по адаптации к санкционным ограничениям и переходу к развитию. Прежде всего имеется в виду предсказуемость экономической политики. Отметим, что принятые государством планы чаще носят запаздывающий характер и больше направлены на адаптацию, чем на развитие. Предсказуемость, по нашему мнению, это некий долгосрочный образ будущей экономики, ее структуры, технологических парадигм, к которому стремится государство, развивая соответствующую инфраструктуру и регулирование.

Для раскрытия инициатив бизнеса не менее важно повысить гибкость регулирования. В кризисные периоды компаниям приходится предпринимать нестандартные, выходящие за рамки сложившихся практик действия (например, по схемам расчетов с зарубежными контрагентами). Отдельного внимания заслуживает вопрос снижения рисков для «первопроходцев» — компаний, которые выходят на новые рынки, находят новых контрагентов. Здесь важно исходить из презумпции добросовестности таких компаний.

Необходимо принимать во внимание происходящие структурные изменения и процессы трансформации цепочек создания стоимости. В некоторых отраслях (например, в производстве мебели) был отмечен спад производства в 2022 г., связанный в том числе с прекращением деятельности ряда компаний с иностранными инвестициями. Однако одновременно активизировались процессы занятия освободившихся рыночных ниш российскими компаниями и расширения их инвестиций в развитие производства.

Третье. В среднесрочной перспективе ограничивать рост отечественных предприятий, ориентирующихся на отечественный рынок импортозамещающих материалов и комплектующих, могут его недостаточные масштабы для создания эффективного производства. Актуальны

поиск и продвижение совместных с компаниями из нейтральных стран проектов по созданию соответствующих производственных мощностей, в том числе на зарубежных площадках. Приоритетными направлениями могут стать страны ближнего зарубежья, не подпавшие под санкции, а также Индия, страны Латинской Америки.

Но нельзя исключать риски давления на нейтральные страны, в том числе посредством введения вторичных санкций против поставщиков в Россию. В связи с этим нужно обеспечивать условия не только для прямых исходящих инвестиций, но и для привлечения инвестиций из нейтральных стран для создания мощностей на территории России по производству необходимых материалов и комплектующих, желательно с участием зарубежных технологических партнеров.

Четвертое. В течение длительного времени политика импортозамещения была направлена прежде всего на продуктивное замещение, но явно недостаточно — на технологическое. Хотя под воздействием санкций увеличивается доля предприятий, занимающихся разработкой собственных технологий, радикально расширить технологическое импортозамещение в короткие сроки сложно. Зависимость от импорта неоднородна и оценивается весьма приблизительно (даже на уровне компаний), а сами партнерства стали динамично меняться и по направленности, и по формату.

Мы полагаем, что 2022 г. был более успешным, чем ожидали многие эксперты, в том числе потому, что в силу шокового воздействия компании активно занялись вопросами обеспечения устойчивости систем поставок и задействовали потенциал «простого» импортозамещения (где есть реальный выбор российских аналогов). Однако его эффект уже во многом исчерпан. Как показали результаты нашего исследования, не более 10% руководителей компаний отметили, что имеются российские альтернативы существующему импорту. В связи с этим возникает задача быстро нарастить российский технологический потенциал. Для этого требуются не только интенсификация российских исследований и разработок, но и развитие совместных производств, причем не только в российской, но и в зарубежных юрисдикциях, а также привлечение в Россию носителей научных и инженерных знаний.

Список литературы / References

- Голикова В. В., Кузнецов Б. В. (2023). Что день грядущий нам готовит: по кому ударят санкционные ограничения на поставки импортного оборудования? // Журнал Новой экономической ассоциации. № 3. С. 187–196. [Golikova V. V., Kuznetsov B. V. (2023). What waits us tomorrow: What branches will be hit by suppliers' sanctions of technological equipment to Russia? *Journal of the New Economic Association*, No. 3, pp. 187–196. (In Russian).] http://doi.org/10.31737/22212264_2023_3_187-196
- Долгопятова Т. Г., Акиндинова Н. В., Симачев Ю. В., Яковлев А. А. (ред.) (2021). Ответ российского бизнеса на пандемию COVID-19 (на примере шести отраслевых кейсов). М.: Изд. дом ВШЭ. [Dolgopyatova T. G., Akindinova N. V., Simachev Y. V., Yakovlev A. A. (eds.) (2021). *Response of Russian business to the COVID-19 pandemic (On the example of six industry cases)*. Moscow: HSE Publ. (In Russian).] <http://doi.org/10.17323/978-5-7598-2568-5>

- Егорова А. И., Чепуренко А. Ю. (2022). Факторы упругости малого предпринимательства в условиях внешних шоков в России (по данным лонгитюдного исследования) // Российский журнал менеджмента. Т. 20, № 2. С. 172–197. [Egorova A. I., Chepurenko A. Y. (2022). Factors of the resilience of small businesses under external shocks in Russia (Based on the longitudinal study data). *Russian Management Journal*, Vol. 20, No. 2, pp. 172–197. (In Russian).] <https://doi.org/10.21638/spbu18.2022.202>
- Карлова Н., Морозов А., Пузанова Е. (2023). Ограничения на импорт сдерживают экспорт: результаты опроса предприятий. Аналитическая записка. М.: Банк России. [Karlova N., Morozov A., Puzanova E. (2023). *Import restrictions restrain exports: The results of the survey of enterprises*. Analytical note. Moscow: Bank of Russia. (In Russian).]
- Королева Е. А. (2023). Экстерналии политики санкционного давления и ее последствия для развития российского малого и среднего бизнеса // Russian Journal of Economics and Law. Т. 17, № 3. С. 515–531. [Koroleva E. A. (2023). Externalities of the sanction pressure policy and its consequences for the Russian small and medium business development. *Russian Journal of Economics and Law*, Vol. 17, No. 3, pp. 515–531. (In Russian).] <https://doi.org/10.21202/2782-2923.2023.3.515-531>
- Кувалин Д. Б. (2016). Российские предприятия в конце 2015 г.: антикризисная деятельность и оценка последствий взаимных экономических санкций Запада и России // Проблемы прогнозирования. № 3. С. 144–161. [Kuvalin D. B. (2016). Russian enterprises at the end of 2015: Anti-crisis activities and assessment of the impact of mutual economic sanctions of the West and Russia. *Problemy Prognozirovaniya*, No. 3, pp. 144–161. (In Russian).]
- Кувалин Д. Б., Зинченко Ю. В., Лавриненко П. А., Ибрагимов Ш. Ш. (2022). Российские предприятия весной 2022 года: адаптация к новой волне санкций и взгляды на ESG-повестку // Проблемы прогнозирования. № 6. С. 171–184. [Kuvalin D. B., Zinchenko Y. V., Lavrinenko P. A., Ibragimov S. S. (2022). Russian enterprises in the spring of 2022: Adapting to the new wave of sanctions and views on the ESG agenda. *Problemy Prognozirovaniya*, No. 6, pp. 171–184. (In Russian).] <https://doi.org/10.47711/0868-6351-195-171-184>
- Кувалин Д. Б., Зинченко Ю. В., Лавриненко П. А., Ибрагимов Ш. Ш., Зайцева А. А. (2023). Российские предприятия весной 2023 года: борьба с последствиями санкций и взаимоотношения со структурами государственной власти. Препринт. М.: ИНИП РАН. [Kuvalin D. B., Zinchenko Y. V., Lavrinenko P. A., Ibragimov S. S., Zaitseva A. A. (2023). *Russian enterprises in spring of 2023: Coping with the effects of sanctions and relationships with state power structures* (Preprint). Moscow: Institute of Economic Forecasting, RAS. (In Russian).]
- Кузьминов Я. И. (ред.) (2023). Импортзамещение в российской экономике: вчера и завтра. Аналитический доклад. М.: Изд. дом ВШЭ. [Kuzminov Y. I. (ed.) (2023). *Import substitution in the Russian economy: Yesterday and tomorrow*. Analytical report. Moscow: HSE Publ. (In Russian).]
- Кузык М. Г., Симачев Ю. В. (2023). Стратегии адаптации российских компаний к санкциям 2022 г. // Журнал Новой экономической ассоциации. № 3. С. 172–180. [Kuzyk M. G., Simachev Y. V. (2023). Strategies of Russian companies to adapt to the 2022 sanctions. *Journal of the New Economic Association*, No. 3, pp. 172–180. (In Russian).] https://doi.org/10.31737/22212264_2023_3_172-180
- РСПП (2015). Результаты опроса «Последствия введения санкций для российского бизнеса». М.: Российский союз промышленников и предпринимателей. [RSPP (2015). *Results of the survey “Effects of sanctions on Russian business”*. Moscow: Russian Union of Industrialists and Entrepreneurs. (In Russian).] <https://rspp.ru/activity/analytics/rezultaty-oprosa-posledstviya-vvedeniya-sanktsiy-dlya-rossiyskogo-biznesa/?ysclid=lifd58zve0984809893>

- Симонов С. Г., Хаматханова М. А. (2023). Тактика экономического поведения предпринимательства «второго эшелона» в санкционный период // Известия высших учебных заведений. Социология. Экономика. Политика. Т. 16, № 2. С. 54–65. [Simonov S. G., Khamatkhanova M. A. (2023). Tactics of economic behavior of “second-tier” entrepreneurship during the sanctions period. *Proceedings of Higher Educational Institutions. Sociology. Economics. Politics*, Vol. 16, No. 2, pp. 54–65. (In Russian).] <https://doi.org/10.31660/1993-1824-2023-2-54-65>
- Федюнина А. А., Аверьянова Ю. В. (2018). Эмпирический анализ факторов конкурентоспособности российских экспортеров // Экономическая политика. Т. 13, № 6. С. 102–121. [Fedyunina A. A., Averyanova Y. V. (2018). Empirical analysis of competitiveness factors of Russian exporters in manufacturing industries. *Ekonomicheskaya Politika*, Vol. 13, No. 6, pp. 102–121. (In Russian).] <https://doi.org/10.18288/1994-5124-2018-6-102-121>
- Aflatooni A., Ghaderi K., Mansouri K. (2022). Sanctions against Iran, political connections and speed of adjustment. *Emerging Markets Review*, Vol. 51, article 100889. <https://doi.org/10.1016/j.ememar.2022.100889>
- Ahn D. P., Ludema R. D. (2020). The sword and the shield: The economics of targeted sanctions. *European Economic Review*, Vol. 130, article 103587. <https://doi.org/10.1016/j.eurocorev.2020.103587>
- Altug S., Yesiltas S. (2022). Investment under stormy skies: The case of Russian firms during 2004–2016. *CEPR Discussion Papers*, No. DP16646.
- Amuzegar J. (1997). Adjusting to sanctions. *Foreign Affairs*, Vol. 76, No. 3, pp. 31–41. <https://doi.org/10.2307/20048030>
- Cheratian I., Goltabar S., Farzanegan M. R. (2023). Firms persistence under sanctions: Micro-level evidence from Iran. *World Economy*, Vol. 46, No. 8, pp. 2408–2431. <https://doi.org/10.1111/twec.13378>
- Crozet M., Hinz J., Stammann A., Wanner J. (2021). Worth the pain? Firms’ exporting behavior to countries under sanctions. *European Economic Review*, Vol. 134, article 103683. <https://doi.org/10.1016/j.eurocorev.2021.103683>
- Eaton J., Engers M. (1992). Sanctions. *Journal of Political Economy*, Vol. 100, No. 5, pp. 899–928. <https://doi.org/10.1086/261845>
- Ebadi E. (2022). *Adapting to sanctions: Evidence from firm response and market reallocation in Iran*. Available at SSRN: <https://doi.org/10.2139/ssrn.4025431>
- Fang T., Chimonson D. (2017). The internationalization of Chinese firm and negative media coverage: The case of Geely’s acquisition of Volvo Cars. *Thunderbird International Business Review*, Vol. 59, No. 4, pp. 483–502. <https://doi.org/10.1002/tie.21905>
- Gaur A., Settles A., Väättänen J. (2023). Do economic sanctions work? Evidence from the Russia–Ukraine conflict. *Journal of Management Studies*, Vol. 60, No. 6, pp. 1391–1414. <https://doi.org/10.1111/joms.12933>
- Ghasseminejad S., Jahan-Parvar M. R. (2021). The impact of financial sanctions: The case of Iran. *Journal of Policy Modeling*, Vol. 43, No. 3, pp. 601–621. <https://doi.org/10.1016/j.jpolmod.2021.03.001>
- Golikova V. V., Kuznetsov B. V. (2017). Perception of risks associated with economic sanctions: The case of Russian manufacturing. *Post-Soviet Affairs*, Vol. 33, No. 1, pp. 49–62. <https://doi.org/10.1080/1060586X.2016.1195094>
- Haidar J. I. (2017). Sanctions and export deflection: Evidence from Iran. *Economic Policy*, Vol. 32, No. 90, pp. 319–355. <https://doi.org/10.1093/epolic/eix002>
- Hsu J., Li Z., Wu J. (2022). *Keeping your friends closer: Friend-shoring in response to regional value content requirements*. Available at SSRN: <https://doi.org/10.2139/ssrn.4246225>
- Johnston C. (2015). Sanctions against Russia: Evasion, compensation and over compliance. *EUISS Brief*, No. 13. European Union Institute for Security Studies.
- Kalotay K., Weiner C. (2022). The impact of sanctions on Russian business abroad and Hungarian business in Russia: Parallel stories of adjustment. In: L. Casanova, A. Miroux (eds.). *Emerging market multinationals report 2022: Reinventing global value chains*. Ithaca, NY: Emerging Markets Institute, S.C. Johnson College of Business, Cornell University, pp. 110–117.

- Keerati R. (2022). *The unintended consequences of financial sanctions*. Available at SSRN: <https://doi.org/10.2139/ssrn.4049281>
- Lacy D., Niou E. M. (2004). A theory of economic sanctions and issue linkage: The roles of preferences, information, and threats. *Journal of Politics*, Vol. 66, No. 1, pp. 25–42. <https://doi.org/10.1046/j.1468-2508.2004.00140.x>
- Lafrogne-Joussier R., Levchenko A., Martin J., Mejean I. (2022). Beyond macro: Firm-level effects of cutting off Russian energy. *Global Economic Consequences of the War in Ukraine Sanctions, Supply Chains and Sustainability*, Vol. 8, pp. 54–59.
- Le H. T. (2022). Global economic sanctions and export survival: Evidence from cross-country data. *Entrepreneurial Business and Economics Review*, Vol. 10, No. 1, pp. 7–22. <https://doi.org/10.15678/EBER.2022.100101>
- Li J., Shapiro D., Peng M. W., Ufimtseva A. (2022). Corporate diplomacy in the age of US–China rivalry. *Academy of Management Perspectives*, Vol. 36, No. 4, pp. 1007–1032. <https://doi.org/10.5465/amp.2021.0076>
- Liu Y., Meyer K. E. (2020). Boundary spanners, HRM practices, and reverse knowledge transfer: The case of Chinese cross-border acquisitions. *Journal of World Business*, Vol. 55, No. 2, article 100958. <https://doi.org/10.1016/j.jwb.2018.07.007>
- Liuhto K. (2015). Motivations of Russian firms to invest abroad: How do sanctions affect Russia's outward foreign direct investment? *Baltic Region*, Vol. 26, No. 4, pp. 4–19. <https://doi.org/10.5922/2079-8555-2015-4-1>
- Mamonov M., Pestova A. (2021). Economic effects of financial sanctions on the Russian economy. *CERGE-EI Working Paper Series*, No. 704. <https://doi.org/10.2139/ssrn.3939241>
- Mamonov M., Pestova A., Ongena S. (2021). “Crime and punishment?”: How Russian banks anticipated and dealt with global financial sanctions. *CEPR Discussion Papers*, No. 16075.
- Meyer K. E., Fang T., Panibratov A. Y., Peng M. W., Gaur A. (2023). International business under sanctions. *Journal of World Business*, Vol. 58, No. 2. <https://doi.org/10.1016/j.jwb.2023.101426>
- Meyer K. E., Thein H. H. (2014). Business under adverse home country institutions: The case of international sanctions against Myanmar. *Journal of World Business*, Vol. 49, No. 1, pp. 156–171. <https://doi.org/10.1016/j.jwb.2013.04.005>
- Nellis S., Alper A. (2019). US-based chip-tech group moving to Switzerland over trade curb fears. *Reuters*, November 25. <https://www.reuters.com/article/us-usa-china-semiconductors-insight-idUSKBN1XZ16L>
- Nigmatulina D. (2022). Sanctions and misallocation. How sanctioned firms won and Russia lost. *Centre for Economic Performance Discussion Paper*, No. 1886. London School of Economics.
- Özdamar Ö., Shahin E. (2021). Consequences of economic sanctions: The state of the art and paths forward. *International Studies Review*, Vol. 23, No. 4, pp. 1646–1671. <https://doi.org/10.1093/isr/viab029>
- Paché G. (2022). The invasion of Ukraine by Russian troops: A violent shock for supply chains. *Strategic Management Quarterly*, Vol. 10, No. 1, pp. 1–8. <https://doi.org/10.15640/smq.v10n1a1>
- Pond A. (2017). Economic sanctions and demand for protection. *Journal of Conflict Resolution*, Vol. 61, No. 5, pp. 1073–1094. <https://doi.org/10.1177/00220027155967>
- Shida Y. (2020). Russian business under economic sanctions: Is there evidence of regional heterogeneity? *Post-Communist Economies*, Vol. 32, No. 4, pp. 447–467. <https://doi.org/10.1080/14631377.2019.1659567>
- Simachev Y., Kuzyk M., Zudin N. (2016). Import dependence and its substitution in the Russian manufacturing: Business viewpoint. *Foresight and STI Governance*, Vol. 10, No. 4, pp. 25–45. <http://doi.org/10.17323/1995-459X.2016.4.25.45>
- Soule S. A., Swaminathan A., Tihanyi L. (2014). The diffusion of foreign divestment from Burma. *Strategic Management Journal*, Vol. 35, No. 7, pp. 1032–1052. <https://doi.org/10.1002/smj.2147>

- Sun J., Makosa L., Yang J., Darlington M., Yin F., Jachi M. (2022). Economic sanctions and shared supply chains: A firm-level study of the contagion effects of smart sanctions on the performance of nontargeted firms. *European Management Review*, Vol. 19, No. 1, pp. 92–106. <https://doi.org/10.1111/emre.12497>
- Watanabe S. (1987). Technological capability and industrialisation. Effects of aid and sanctions in the United Republic of Tanzania and Zimbabwe. *International Labour Review*, Vol. 126, No. 5, pp. 525–541.

Приложение

Таблица П1

Описательная статистика переменных

Переменная	Min	Max	Число набл.	Среднее	Ст. откл.
Наличие влияния санкций 2022 г.	0,00	1,00	1860	0,686	0,011
Негативное влияние санкций 2022 г.	0,00	1,00	1860	0,538	0,012
Позитивное влияние санкций 2022 г.	0,00	1,00	1860	0,059	0,005
Осуществление действий по адаптации к санкциям 2022 г.	0,00	1,00	1860	0,592	0,011
Год создания					
2014 и позднее	0,00	1,00	1860	0,174	0,009
2009–2013	0,00	1,00	1860	0,160	0,009
2000–2008	0,00	1,00	1860	0,289	0,011
1992–1999	0,00	1,00	1860	0,230	0,010
1991 и ранее	0,00	1,00	1860	0,147	0,008
Численность работников					
менее 100 чел.	0,00	1,00	1860	0,573	0,011
100–249 чел.	0,00	1,00	1860	0,247	0,010
250–499 чел.	0,00	1,00	1860	0,100	0,007
500 чел. и более	0,00	1,00	1860	0,081	0,006
логарифм	2,30	9,39	1860	4,273	0,030
Размер населенного пункта					
до 50 тыс. чел.	0,00	1,00	1860	0,216	0,010
50–250 тыс. чел.	0,00	1,00	1860	0,190	0,009
250 тыс. – 1 млн чел.	0,00	1,00	1860	0,254	0,010
свыше 1 млн чел.	0,00	1,00	1860	0,341	0,011
свыше 250 тыс. чел.	0,00	1,00	1860	0,595	0,011
Входит в группу компаний	0,00	1,00	1860	0,140	0,008
Рынки присутствия					
локальный	0,00	1,00	1860	0,266	0,010
общероссийский	0,00	1,00	1860	0,727	0,010
ЕАЭС	0,00	1,00	1860	0,309	0,011
глобальный	0,00	1,00	1860	0,104	0,007
Наличие экспорта в 2021 г.	0,00	1,00	1859	0,349	0,011
Наличие импорта в 2021 г.	0,00	1,00	1858	0,613	0,011
Отсутствие импорта в 2019–2022 гг.	0,00	1,00	1751	0,371	0,013
Импорт оборудования в 2019–2022 гг.	0,00	1,00	1751	0,105	0,008
Регулярный импорт сырья, материалов, комплектующих в 2019–2022 гг.	0,00	1,00	1751	0,189	0,011
Импорт оборудования и регулярный импорт сырья, материалов, комплектующих в 2019–2022 гг.	0,00	1,00	1751	0,336	0,013
Доля основного продукта в выручке, %	7,00	100,00	1858	81,75	19,727
Инновационная активность в 2021 г.	0,00	1,00	1844	0,395	0,489
Число дней с начала опроса	0,00	112,00	1860	61,656	25,009

Источник: рассчитано авторами на основе данных опроса НИУ ВШЭ, 2022 г.

Сопоставление структуры генеральной совокупности и выборки (в %)

Категория	Генеральная совокупность	Выборка (взвешенные данные)
<i>Размер фирм</i>		
Малые	83,81	83,87
Средние	9,65	9,59
Крупные	6,54	6,48
<i>Отраслевая принадлежность</i>		
Производство пищевых продуктов (ОКВЭД 10)	16,46	16,51
Производство текстильных изделий (ОКВЭД 13)	2,34	2,30
Производство одежды (ОКВЭД 14)	4,94	4,98
Производство кожи и изделий из кожи (ОКВЭД 15)	0,98	1,02
Обработка древесины и производство изделий из дерева и пробки, кроме мебели, производство изделий из соломки и материалов для плетения (ОКВЭД 16)	5,06	5,09
Производство бумаги и бумажных изделий (ОКВЭД 17)	1,97	1,98
Производство кокса и нефтепродуктов (ОКВЭД 19)	0,32	0,32
Производство химических веществ и химических продуктов (ОКВЭД 20)	4,33	4,29
Производство лекарственных средств и материалов, применяемых в медицинских целях (ОКВЭД 21)	1,01	1,02
Производство резиновых и пластмассовых изделий (ОКВЭД 22)	7,10	7,18
Производство прочей неметаллической минеральной продукции (ОКВЭД 23)	7,43	7,34
Производство металлургическое (ОКВЭД 24)	1,93	1,93
Производство готовых металлических изделий, кроме машин и оборудования (ОКВЭД 25)	13,88	13,93
Производство компьютеров, электронных и оптических изделий (ОКВЭД 26)	4,44	4,39
Производство электрического оборудования (ОКВЭД 27)	4,03	4,07
Производство машин и оборудования, не включенных в другие группы (ОКВЭД 28)	6,89	6,81
Производство автотранспортных средств, прицепов и полуприцепов (ОКВЭД 29)	2,10	2,04
Производство прочих транспортных средств и оборудования (ОКВЭД 30)	1,61	1,61
Производство мебели (ОКВЭД 31)	4,24	4,23
Ремонт и монтаж машин и оборудования (ОКВЭД 33)	8,93	9,06
Количество предприятий	44 643	1860

Примечание. Параметры генеральной совокупности определялись на основе данных информационно-аналитической системы СПАРК по полному кругу предприятий, относящихся к рассматриваемым видам экономической деятельности, по которым численность работников указана и составляет не менее 10 человек.

Источник: рассчитано авторами.

Russian industrial companies under the “second wave” of sanctions: Response strategies

Yuri V. Simachev^{1,*}, Andrei A. Yakovlev², Victoria V. Golikova¹,
Nikolay A. Gorodnyi¹, Boris V. Kuznetsov¹,
Mikhail G. Kuzyk¹, Anna A. Fedyunina¹

Authors affiliation: ¹ HSE University (Moscow, Russia); ² Davis Center for Russian and Eurasian Studies at Harvard University (Cambridge, MA, USA).

* Corresponding author, email: yusimachev@hse.ru

The article presents initial findings of a research project aimed at analyzing the impact of the “second wave” of sanctions in 2022 on the behavior of Russian companies, assesses their actions to adapt to the new conditions. This paper is based on survey data collected from managers of 1860 Russian manufacturing companies between August and November 2022. Despite the severity and scope of the sanctions, one third of the companies did not take adaptation measures, particularly local, technologically backward firms without innovative activity. On the whole, firms integrated into the global economy reacted more actively to new threats than those confined to the domestic market. We found significant variability in companies’ responses to the sanctions shock. Four basic quasi-strategies of firms’ response are identified. The first one involved reducing current activities, employment, and investments. These actions were most common in industries integrated into global value chains, notably automotive industry and wood processing. The second strategy included simplifying products to reduce dependence on imports, finding new markets, and changing investment directions — typically seen in pharmaceutical firms. The third one consisted of altering supply channels for materials and components, and it was frequently adopted by manufacturers of rubber and plastic products. The fourth strategy focused on digitalization, developing new products, and increasing interaction with authorities. This was characteristic of industries whose markets have carved out niches due to the exits of major foreign players, in particular, manufacture of furniture. We highlight the following recommendations for the state anti-crisis policy: In 2022, the relative success of companies’ adaptation was associated with the implementation of “easy” import substitution. However, in the future there will be a need to prioritize support for the development of domestic technologies and increased access to knowledge. In conditions of high uncertainty, it is crucial to assist companies in building their own value chains, and predictability of government actions appears to be a significant factor in enhancing private initiative.

Keywords: sanctions, global value chains, adaptation strategies, Russian economy, manufacturing industry.

JEL: D22, F02, F51, O25.

Мир и Россия в условиях трансформации: устойчиво ли восстановление экономик?

М. В. Ершов^{1,2}

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

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

В 2023 г. отмечается улучшение мировой экономической динамики, но высока вероятность, что оно временное. Усиливаются процессы фрагментации мировой экономики, прежние индикаторы ее состояния становятся менее информативными. Регуляторы стоят перед сложным выбором механизмов экономической политики. Россия находится в не менее сложной ситуации, учитывая негативный эффект санкций, введенных против нее. Повышение прочности внутренней экономики и формирование стабильных условий на финансовом рынке выступают важнейшими предпосылками успешного решения возникающих проблем.

Ключевые слова: мировая экономика, санкции, экономический рост, центральный банк, процентные ставки, валютный курс, меры поддержки экономики.

JEL: E52, E58, G15.

Во многих ведущих странах динамика показателей экономического развития более позитивная, чем ожидалось ранее. Во второй половине текущего года международные организации пересмотрели в сторону улучшения прогнозы роста многих экономик на 2023 г. Рост мирового ВВП должен превысить среднее значение за последние десять лет. Эксперты начали снижать оценки вероятности рецессии в экономике США, которой опасались из-за перехода Федеральной резервной системы (ФРС) к повышению ставок. Теперь начали прогнозировать даже так называемую «мягкую посадку». При этом риски рецессии сохраняются в Европе. В России динамика экономического роста также лучше прогнозировавшейся раньше.

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

По-прежнему не снимаются с повестки дня и, более того, актуализируются задачи, стоящие перед центральными банками (ЦБ) относительно снижения инфляции и поддержания экономического роста. По оценкам Банка международных расчетов (БМР), «мировая экономика достигла критического и опасного момента» (BIS, 2023; здесь и далее перевод мой. — М. Е.). МВФ считает, что в случае резкого ужесточения финансовых условий могут сработать неблагоприятные циклы обратной связи, которые вновь станут испытывать на прочность устойчивость глобальной финансовой системы (IMF, 2023b).

МВФ, несмотря на пересмотр своих прогнозов по экономическому росту в положительную сторону, также указывает, что турбулентность в финансовом секторе может усилиться по мере того, как рынки будут приспосабливаться к дальнейшему ужесточению политики ЦБ (IMF, 2023a). Избыточные меры в данном направлении могут привести мировую экономику к неоправданно сильному замедлению (UNCTAD, 2023a).

В целом 2023 г. начался беспокойно. В США обанкротились три коммерческих банка. Причем величина их активов превысила суммарный показатель всех 25 американских банков, которые обанкротились в период глобального финансового кризиса в 2008 г. (когда, напомним, были поставлены рекорды по масштабам банкротств). Сам кризис 2008–2009 гг. бывший глава ФРС А. Гринспен охарактеризовал как «кредитное цунами, происходящее раз в столетие»¹.

В России (даже несмотря на сильнейшее санкционное давление) фиксируются положительные темпы роста экономики (по последним оценкам главы Минэкономразвития России, 3,0% в 2023 г.²). Перед страной также стоят задачи по укреплению своих позиций в мире и поиску путей и механизмов расширения связей с дружественными странами в рамках новых конфигураций на фоне усиления использования внутренних основ роста и необходимости экономической трансформации. На государственном уровне обозначена важность перехода к так называемой «экономике предложения». Данный подход требует соответствующих ресурсов и механизмов реализации. По сути, речь идет о качественно иной парадигме инструментов и механизмов экономического развития для России.

Противоречивая картина мировой экономики

Динамика мировой экономики в 2023 г. оказалась лучше, чем ожидали многие эксперты и международные организации. Однако появляются новые обстоятельства, которые могут вносить системные изменения в глобальное развитие, в том числе эскалация конфликта на Ближнем Востоке.

Кроме того, отметим негативные последствия повышения ставок и сворачивания программ количественного смягчения в развитых стра-

¹ Greenspan: It's a "credit tsunami". CNN. 23.10.2008. <http://edition.cnn.com/2008/BUSINESS/10/23/global.markets/index.html>

² <https://www.gazeta.ru/business/news/2023/11/10/21681775.shtml>

нах. Напомним позицию ЮНКТАД: «Экономический рост в развитых странах поддерживается фискальными мерами... Рост продолжится, если текущая политика поддержки сохранится» (UNCTAD, 2021).

Повышение процентных ставок ЦБ разных стран происходило максимально синхронно за всю наблюдаемую историю. Это ограничивает проведение арбитражных операций и уменьшает возможности получения дохода участниками рынка. Такая макроунификация сопровождается унификацией и на микроуровне. Еще сильнее уменьшит их возможности введение единой минимальной ставки корпоративного налога (эту меру рассматривают в 140 странах). Кроме того, корпоративные и государственные долги во многих странах достигли исторических максимумов. В результате сужается пространство для движения капиталов. Регуляторы пытаются сгладить обостряющиеся проблемы с помощью масштабной накачки ликвидности, что фактически растягивает во времени объявленный ими переход к циклу ужесточения денежно-кредитной политики (ДКП).

В целом центробанки столкнулись с уникальным сочетанием серьезных вызовов. Задача поддерживать экономический рост остается актуальной, но одновременно наблюдается ужесточение ДКП, причем на фоне увеличивающегося объема государственной задолженности (и необходимости ее обслуживания), перегрева фондового рынка и растущих цен на недвижимость. Повышаются риски бизнеса, которые он принял на себя в период низких процентных ставок, что вновь реанимирует проблему «левериджа», характерную для глобального финансового кризиса 2008–2009 гг. Усиливается финансовая уязвимость. То, что эти факторы отмечаются одновременно, позволяет БМР характеризовать ситуацию как «ужасающую» (BIS, 2023).

Наиболее сложные вызовы стоят именно перед центральными банками. Регуляторы сделали выбор между экономическим ростом и сдерживанием инфляции в пользу последнего, но им важно вовремя прекратить ужесточение своей политики. В противном случае негативные явления в экономиках могут перерасти в масштабный кризис на фоне стремления западных стран отказаться от поставок российских энергоресурсов.

Как известно, кризисные явления следуют за ужесточением ДКП. Однако текущее повышение ставок имеет свои особенности. Оно началось на фоне признаков замедления роста экономик. При этом регуляторы уже имеют значительный опыт стабилизации ситуации в кратчайшие сроки и располагают для этого техническими и технологическими возможностями.

Все больше опережающих финансовых индикаторов, которые ранее служили предвестниками тех или иных процессов в экономике, начинают свидетельствовать о характере их взаимосвязи лишь косвенно (см.: Ершов, 2022). В частности, это касается так называемой инверсии показателей доходности кратко- и долгосрочных американских гособлигаций, которая «предупреждала» о вероятности скорого наступления рецессии. Теперь она по-иному отражает процессы в экономике, фиксируя не столько возможность перехода темпов роста ВВП в отрицательную зону, сколько их замедление или ускорение. При этом

не исключено, что в будущем инверсия вновь станет отражать традиционные связи. Она отмечается с июля 2022 г. (более одного года), однако ВВП США продолжает расти, хотя и более низкими темпами. Масштабное вливание ликвидности размыло рамки и критерии оценок рисков, что не позволяет понять реальную уязвимость системы в целом и ее конкретных участников.

После повышения ставок в ведущих странах инфляция стала снижаться, хотя еще заметно превышает целевые значения. Между тем тренд на ее снижение пока нельзя назвать устойчивым. Ожидается, что такой уровень инфляции в мире сохранится в течение какого-то времени, что может вынудить хозяйствующих субъектов адаптироваться к новым условиям и затормозит темпы их развития. В то же время повышенная инфляция будет способствовать абсорбированию избыточной денежной массы, которая образовалась в мировой экономике после пандемии COVID-19.

Повышение процентных ставок и ужесточение условий на финансовых рынках на фоне более дорогой логистики привели к росту банкротств и дефолтов в мире. За первое полугодие 2023 г. только в США число дефолтов и заявлений о банкротстве от бизнеса превысило показатель за весь 2022 г. Существенный рост банкротств отмечается в еврозоне и Великобритании.

К крупным можно отнести упомянутое банкротство трех американских банков в марте—мае 2023 г., что могло перерасти в более значимый кризис, потянув за собой глобальный финансовый рынок. Банкротство первого банка произошло довольно быстро (за 48 часов) и было неожиданностью для рынка, что вызвало рост негативных настроений. Это спровоцировало бегство от риска: часть средств инвесторы направили на рынок гособлигаций, часть — на вложения в золото. В результате снизилась доходность облигаций, а стоимость золота возросла до уровня апреля 2022 г., достигнув почти 2000 долл. за унцию.

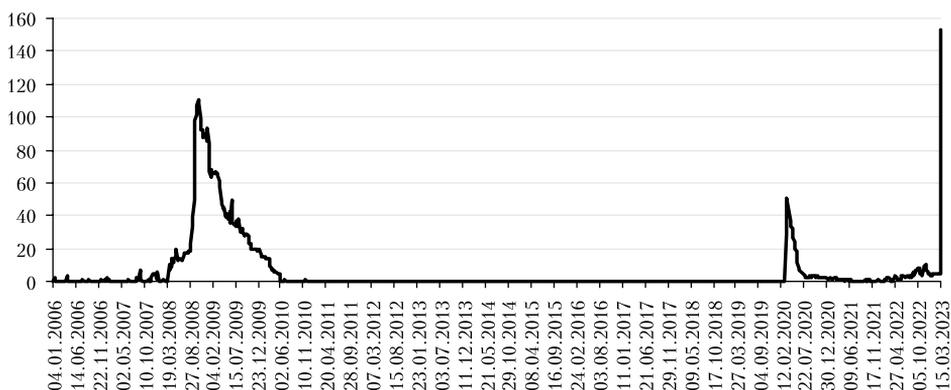
Однако нервозность на рынке довольно быстро начала спадать в результате оперативных и масштабных мер регуляторов. По признанию ФРС США, объем ликвидности, влитой в финансовый сектор, избыточно перекрывал требуемый. Вновь стали активно применять решения, которые использовались в период глобального финансового кризиса (безлимитное количественное смягчение, заявления о том, что рынок получит столько ликвидности, сколько нужно, и др.). То, что раньше было разовыми и чрезвычайными мерами, сейчас становится обычной практикой. Значит ли это, что других возможностей бороться с кризисными рисками уже нет?

В современных условиях меры поддержки, принимаемые ФРС, приобретают еще одно измерение системного характера. Учитывая, что акционерами ФРС являются крупнейшие американские банки, получается, что они посредством ее инструментов и механизмов помогают сами себе. В этом находит проявление классическое понятие государственно-монополистического капитализма — совмещение власти государства с силой монополий в едином механизме для решения общих задач. Все это заставляет задуматься об особенностях трансформации западных экономических систем.

ФРС вновь четко дала понять рынку, что она готова справиться с любым давлением на ликвидность. Только за одну неделю ФРС

в рамках механизма рефинансирования через дисконтное окно (discount window borrowing) выдала банкам кредиты более чем на 150 млрд долл. — рекордный показатель даже по сравнению с объемом рефинансирования во время финансового кризиса 2008 г. (рис. 1). Это свидетельствует о том, что ситуация была очень опасной и могла быстро перерасти в масштабный кризис.

Объем рефинансирования со стороны ФРС через дисконтное окно, 04.01.2006—15.03.2023 (млрд долл.)



Источник: US Fed.

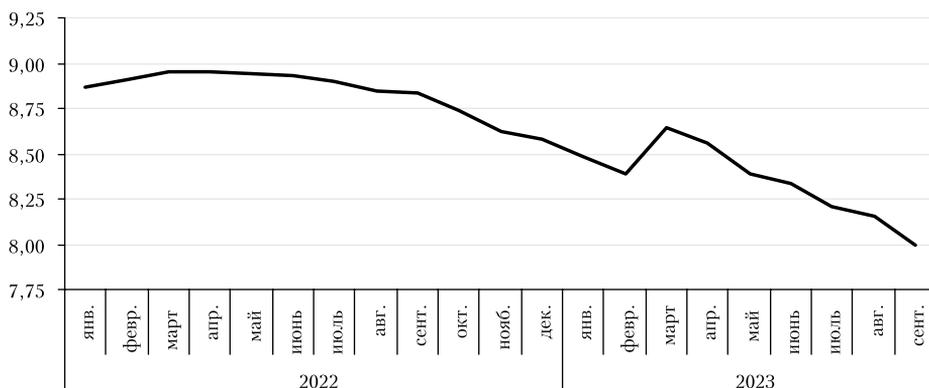
Рис. 1

Беспрецедентные вливания ликвидности в сжатые сроки имели место в отдельные «суперстрессы» в прошлом. В 2001 г. (атака на «башни-близнецы» в США) объем ресурсов, полученных коммерческими банками у ФРС через дисконтное окно за один день, более чем в 200 раз превысил средние показатели обычных дней. В октябре 2008 г. после краха банка Lehman Brothers ФРС за один день выдала банкам кредитов на рекордную сумму 110 млрд долл. (при этом всего за два года — 2006 и 2007 гг. — весь объем рефинансирования, который банковская система США получила от ФРС, составил 47 млрд долл.). Это сопоставимо с объемом рефинансирования, предоставленным банкам только 15 марта 2023 г., — 153 млрд долл., когда обанкротился первый из трех упомянутых банков (за весь 2022 г. было выделено рефинансирования на 170 млрд долл.).

Операции по поддержке банков вновь спровоцировали рост баланса ФРС, который только за одну неделю в марте увеличился почти на 300 млрд долл. Это перекрыло почти половину объема количественного ужесточения, которое началось в апреле 2022 г. (рис. 2). Затем после короткого повышения падение баланса ФРС возобновилось.

Рост ставок после их длительного нахождения на низком уровне может иметь негативный эффект и для банков. Для заемщиков с кредитами с плавающими ставками их рост может осложнить обслуживание кредитов, что ухудшит балансы банков. При значительном объеме выданных кредитов по фиксированным низким ставкам (особенно ипотечных) повышение ставок сокращает маржу банков в длительной перспективе, так как стоимость их фондирования будет расти. Кроме того, количественное ужесточение ведет к сокращению резервов банков, особенно средних, что также повышает вероятность удорожания их фондирования.

Баланс ФРС США, 2022–2023 гг. (трлн долл.)



Источник: US Fed.

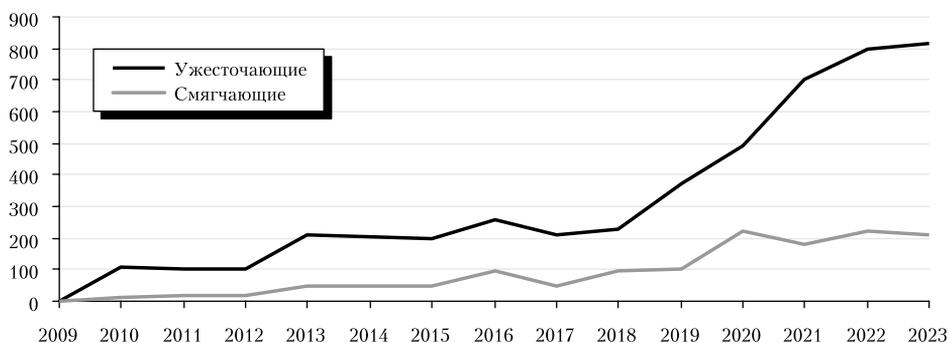
Рис. 2

В условиях растущей фрагментации и локализации в мировой экономике получают распространение протекционистские меры (рис. 3), которые одновременно могут быть как предпосылками, так и следствием нарушения цельности финансово-экономической системы: в 2023 г. более половины стран находились под теми или иными финансовыми санкциями (IMF, 2023b). Наблюдается стремление государств защитить свои экономики и повысить прочность их внутренних основ, снижается объем прямых иностранных инвестиций (ПИИ; в 2022 г. — на 12%) (UNCTAD, 2023b).

Тенденция перестройки глобальных торговых потоков, ставшая заметной в период пандемии, еще больше усилилась. Изменения коснулись и таких крупнейших участников мирового рынка, как США и Китай, торговая взаимозависимость которых сократилась (UNCTAD, 2023c).

Феномен деглобализации стал столь заметным, что в ЕС даже опубликовали стратегию обеспечения экономической безопасности, в которой предлагается за счет новых защитных мер оказать поддержку технологическому развитию (European Commission, 2023). Также

Новые торговые меры (ед.)



Источник: Global Economic Prospects. 2023. June.

Рис. 3

сов и повышением ставок; сокращением неравенства и обеспечением технологического развития; внедрением искусственного интеллекта и поддержанием занятости и др. Столь новые и разнонаправленные задачи обуславливают формирование новой модели развития, которая учитывала бы все указанные альтернативы.

Российская экономика перед лицом новых вызовов

Ситуация, складывающаяся в мире и вокруг России, ставит новые задачи перед отечественной экономикой. Распространение геополитической напряженности на другие страны и регионы делает их решение еще более настоятельным. Причем ослабление мирового хозяйства и его трансформация могут ужесточить условия для российской экономики. Действительно, с введением санкций стало ясно, что в подобной ситуации важнейшую роль в национальном экономическом развитии должны играть внутренние механизмы. Активизировались дискуссии о создании экономики предложения. Это предполагает расширение производства и сферы услуг, наращивание инвестиций и др. Добавим, что проблемы низких процентных ставок, длинных денег, устойчивости валютной сферы начинают играть еще более важную роль. Очевидно, что такие качественные изменения требуют принципиально иных подходов — от мер общей экономической политики до корректировки условий на финансовых рынках и др. Переход к экономике предложения определяет необходимость соответствующего расширения внутреннего спроса, в том числе со стороны населения. На важность повышения доходов именно на текущем этапе развития российской экономики неоднократно указывали российские экономисты (Аганбегян, 2022; Широков, 2023).

Активная роль государства в экономике после введения санкций 2022 г. формирует позитивные тенденции, в результате оценки роста российской экономики на 2023–2024 гг. были улучшены. В условиях санкций и специальной военной операции экономическая политика правительства РФ стала более активной и стимулирующей, что внушает оптимизм участникам рынка. Становятся еще более актуальными вопросы создания режима наибольшего благоприятствования для производителя, стимулирования отраслей, дальнейшего формирования механизмов активной промышленной политики в целом.

В то же время остается ряд нерешенных вопросов. В частности, в валютно-финансовой сфере, как и раньше, важную роль играют внешние факторы (приток экспортной выручки), а механизмы курсообразования, по сути, остаются теми же, что и несколько лет назад, в качественно иной ситуации. В результате отмечают высокую волатильность валютного курса и процентных ставок, недостаточный объем частных инвестиций и др. Согласно опросу РСПП, нестабильность курса рубля — второй по значимости фактор, который затрудняет ведение бизнеса в России (РСПП, 2023). Такую же негативную роль играют и высокие волатильные процентные ставки.

Хотя ситуация в мире и в РФ принципиально изменилась, особенно за последние два года, Банк России по-прежнему уделяет перво-степенное внимание достижению целей по инфляции и намного меньшее — обеспечению стабильного курса рубля, стимулированию инвестиций и созданию длинных денег, поддержанию экономического роста в целом. Подобные подходы регулятора ориентированы на достижение в первую очередь краткосрочных целей, уменьшая возможности ДКП в реализации мер экономической политики.

Для повышения роли финансовой сферы как внутреннего фактора развития экономики важно обеспечить взвешенную процентную и курсовую политику. Между тем рубль в 2023 г. вновь был в числе наиболее волатильных валют. При этом, напомним, что «защита и обеспечение устойчивости рубля — основная функция Центрального банка Российской Федерации» (ст. 75 Конституции РФ). Банк России регулярно подчеркивает это в своих документах (см.: Банк России, 2023). Однако с 2014 г., когда был введен режим свободного плавания рубля, он часто попадал в списки наиболее волатильных валют в мире. Причем его курс характеризуется как краткосрочной неустойчивостью, часто меняя свои значения (краткосрочная волатильность), так и изменчивостью курсовых трендов (то значимо укрепляясь, то обесцениваясь). В 2022 г. рубль был в числе укрепившихся валют (+2,8%), а за девять месяцев 2023 г. он обесценился на 25%.

Под влиянием санкций возможности регулятора использовать международные резервы сузились. Несмотря на это, Банк России планирует сохранить режим плавающего валютного курса (Банк России, 2023). Ни в одном из сценариев ДКП, рассмотренных на 2024–2026 гг., он не предполагает корректировать проводимую курсовую политику и не предлагает механизмы стабилизации курса.

В 2015 г. председатель ЦБ РФ говорила, что поддержка рубля была оправданной, пока не было санкций и не упали цены на нефть⁴. Но когда оба эти события (которые, заметим, напрямую подрывают стабильность валютного курса) произошли, вместо того чтобы стабилизировать валютный рынок, Банк России решил прекратить поддержку рубля. Между тем тогда участие ЦБ было бы крайне важным для поддержания устойчивости рынка и сохранения уверенности его участников. Это справедливо и применительно к текущей ситуации, когда в условиях усилившейся нестабильности в мире рынку необходима поддержка регулятора: комплекс мер активной политики позволил бы снизить риски и обеспечить рост. На то регулятор и существует, чтобы в критические моменты выходить на рынок и изменять складывающиеся негативные тренды в соответствии с приоритетами, которые стоят перед экономикой. При этом он не должен допускать и провалов рынка.

Отметим, что и развитые страны, которые используют режим свободного плавания национальной валюты, неоднократно вмешива-

⁴ Выступление Председателя ЦБ РФ Э. С. Набиуллиной в Государственной Думе Российской Федерации 16.06.2015. <https://cbr.ru/press/event/?id=5220>

лись в курсообразование. В частности, в 2022–2023 гг. Банк Японии проводил интервенции на валютном рынке, причем чтобы не только уменьшить волатильность курса (текущая цель), но и не допустить чрезмерного обесценения национальной валюты (тренд системного характера).

В условиях сокращения сальдо торгового баланса РФ, нестабильности притока валюты и высокой неопределенности на рынке от регулятора требуются дополнительные действия, чтобы избежать чрезмерной волатильности курса рубля. В текущей ситуации при регулировании валютного курса необходим комплексный подход. В октябре 2023 г. было решено возобновить обязательную продажу валютной выручки экспортерами, хотя это затронуло не всех из них. Как утверждал регулятор, экспортеры и так продавали значительную часть своей выручки на рынке, что позволяло говорить об отсутствии необходимости вводить ее обязательную продажу. Однако этот довод не дает уверенности участникам рынка. Любое изменение ситуации может привести к изменению поведения экспортеров на валютном рынке. Поэтому должны быть четкие формальные указания регулятора, которые проясняли бы перспективы для участников рынка. Представляется, что законодательное предписание экспортерам продавать валютную выручку поможет сформировать более предсказуемую и стабильную среду на валютном рынке. При этом ЦБ может корректировать объемы продажи валютной выручки в зависимости от конкретных условий. Кроме того, это предписание поможет расширить ресурсную базу банков, также делая ее более прогнозируемой.

Введение обязательной продажи валютной выручки экспортерами должно сопровождаться мерами, предотвращающими обратные действия (в частности, обратную покупку валюты, отток капитала и т. д.). Об этом справедливо предупреждал Банк России. Нужны изменения в законодательстве, которые ограничивали бы возможности таких операций для экспортеров. Можно рассмотреть широкий спектр инструментов, включая налоговые льготы, которые формировали бы структуру портфелей участников реального сектора, или введение контроля за покупкой валюты, если это не вызвано производственной необходимостью. Целесообразно активнее применять различные нормативы, делающие рублевые операции более привлекательными; нужен четкий контроль за операциями *carry-trade*, открытыми валютными позициями и проч. Можно также установить гибкий коридор валютных колебаний (некие аналоги управляемого плавания, лимиты диапазона колебаний и т. д.).

Еще раз подчеркнем, что важны не только уровень волатильности, но и само значение курса рубля. Эксперты и представители реальной экономики считают, что в нынешних условиях санкций и глобального передела на мировых рынках необходим более крепкий и стабильный рубль (ИНП РАН, 2023)⁵.

Сейчас в условиях принципиальных изменений в мире страны и регуляторы готовы обсуждать не только модификацию текущих опе-

⁵ <https://www.kommersant.ru/doc/6252119>

рациональных подходов, но и возможность пересмотра ключевых основ валютно-финансовой системы (как основного ядра всей экономической жизни) и создания новой модели ее функционирования. Россия должна быть готова адекватно реагировать на возникающие вызовы и изменения.

Хотя валютно-финансовая проблематика, на первый взгляд, связана с внешней средой, она в большой степени определяет внутренние экономические процессы. Слабый и волатильный рубль ограничивает возможности российской валюты выполнять функции ведущего расчетного и платежного средства (в том числе для целей инвестирования) не только в РФ, но и в рамках региональных объединений.

Высокая волатильность курса негативно влияет на восприятие рубля международным сообществом, усложняет решение такой геоэкономической задачи, как расширение его применения в международных расчетах. Валюта, характеризующаяся высокой волатильностью, не привлекательна для экономических субъектов и вызывает интерес лишь у спекулятивных игроков. Напомним, что среди ключевых целей санкций была дестабилизация рубля. Тогда это означает, что главной антисанкционной мерой для России должно быть обратное — обеспечение стабильности его курса.

Удешевление рубля имеет еще одно важное последствие системного характера. Его обесценение было основной причиной неоднократного повышения ключевой ставки Банка России в 2023 г.⁶ Столь резкие и частые изменения ключевого индикатора финансового рынка негативно воздействуют на внутренний спрос, который должен стать важнейшим драйвером экономического роста.

Отметим еще одну интересную взаимосвязь. Известно, что девальвация рубля ведет к росту инфляционных ожиданий и к повышению процентной ставки. Последнее, в свою очередь, обуславливает рост инфляционных ожиданий (так как растущие издержки будут переноситься в рост цен). Это вновь потребует повышения ключевой ставки. Высокая ставка ухудшает перспективы российской экономики и будет опять вести к удешевлению рубля. (Как правило, считается, что повышение ставки должно определять укрепление национальной валюты⁷, но, как показывает российская практика, нередко рост ставки на курс рубля влияет слабо или вообще влияет в противоположную сторону; см.: Ершов, 2016.) В итоге формируется своего рода замкнутый самоподпитывающийся цикл, где причина часто выступает следствием себя самой, а сам характер связи образует классическую форму философской «*causa sui*» — «причины себя». При этом возникают условия для спекулятивного раскачивания внутреннего российского валютного рынка, масштабы которого заметно уменьшились, что еще больше повышает его уязвимость.

⁶ Отметим, что курс рубля стал последовательно укрепляться лишь в октябре 2023 г., несмотря на начало цикла повышения ставки с июля 2023 г. Представляется, что среди главных причин его укрепления были налоговые выплаты экспортеров, сильная недооценка рубля, а также введенная в первой половине октября 2023 г. обязательная продажа валютной выручки экспортерами.

⁷ Этой проблематике посвящено немало исследований (см.: Isard, 1978; Sohmen, 1969; Bilson, 1981 и др.).

Сильное обесценение курса рубля в 2023 г. активизировало дискуссию о курсообразовании в целом. Как известно, за пределами России находится немало рублей. Это даже побудило Минэкономразвития выдвинуть инициативу о возможном использовании механизма, который позволил бы разграничить внутренний и внешний рублевые рынки. Однако Банк России не согласен с такими подходами, так как это может привести к множественности курса рубля.

При всей правильности идеи единого курса и нежесткого валютного регулирования (особенно в теории) представляется, что в России вряд ли удастся избежать тех или иных форм валютных ограничений, сегментации рынков и даже множественных курсов. В целом валютная экспансия и проникновение рубля в международную валютную сферу, в том числе посредством использования во внешнеэкономических расчетах, несут риски роста офшорной торговли, в которой могут участвовать спекулятивные игроки, обуславливая дестабилизацию валютного курса. Возможности контроля за офшорной торговлей ограничены. С этим сталкивался и Китай⁸. Негативное влияние волатильности на офшорном рынке может сказаться и на внутреннем валютном рынке.

В любом случае требуются фильтры входа/выхода с внутреннего на офшорный рынок, необходим тщательный мониторинг финансовых потоков (по аналогии с переходом от безналичных расчетов к наличным, только со своими нюансами). Наверное, со временем на смену двойственному курсу может прийти новый единый курс, который будет учитывать специфику рынка. (Даже в Китае влияние офшорного курса юаня на внутренний сильное, хотя курс китайской валюты в значительной степени фиксированный.)

Если в России сохранится свободное курсообразование, то следует иметь в виду риски воздействия на курс рубля извне, учитывая, что недружественные страны в числе первых санкционных целей указывали на его желательный обвал. Поэтому проблема носит не только операционный, но и стратегический характер.

Одновременно с ухудшением счета текущих операций и сокращением притока валюты увеличивается денежная база рубля и растет денежное предложение. Это свидетельствует об активизации роли внутренних источников в формировании денежной базы, что способствует укреплению независимости финансово-экономического сектора от внешних рынков и конъюнктуры, особенно важному в условиях санкций.

Ключевыми покупателями российских гособлигаций выступают отечественные коммерческие банки. Их роль еще больше возросла с 2022 г., так как с российского долгового рынка ушли нерезиденты, доля которых на нем в отдельные периоды достигала $\frac{1}{3}$. Банк России

⁸ В этой связи заслуживают внимания внесенные в октябре 2023 г. в Госдуму правительством РФ поправки к закону о валютном регулировании и контроле, которые предусматривают расширение функций ЦБ РФ в части контроля за активами и обязательствами перед нерезидентами зарубежных «дочек» российских резидентов-экспортеров. Предполагается, что экспортеры будут отчитываться о валютных операциях не только самой компании, но и ее зарубежных дочерних структур (<https://www.kommersant.ru/doc/6310327>).

рефинансирует коммерческие банки под залог ОФЗ, что позволяет регулятору держать их на коротком поводке. Такие операции носят преимущественно краткосрочный характер и не дают возможности банкам выдавать экономике длинные деньги, участвовать в финансировании инвестиций. Большое число операций рефинансирования на короткий срок не равнозначно небольшому числу долгосрочных операций.

Более активное участие Банка России в покупке ОФЗ способствовало бы росту глубины финансового рынка и ликвидности в экономике, создавая более благоприятные условия для финансового развития. По оценкам МВФ, оно повышает устойчивость страны и ускоряет экономический рост (Sahay et al., 2015). Ранее мы неоднократно писали о том, что у российской экономики есть возможности абсорбировать дополнительные финансовые ресурсы на низкоинфляционной основе (Ершов, 2022). То, что рост ликвидности часто не является инфляционным фактором, в последнее время стали подтверждать и эксперты МВФ (Berger, 2023). Анализ влияния роста денежной массы (М3) на инфляцию для США и ЕС за последние соответственно 52 и 62 года показал, что динамическая связь между этими параметрами менялась и в период 1980–2020 гг. ослабевала. Это свидетельствует о неоднозначности тезиса, согласно которому рост денежной массы обязательно приводит к росту цен.

Банк России утверждает, что регуляторы начинают применять механизмы покупки активов в условиях практически нулевых ставок, когда дальше их снижать уже невозможно (Банк России, 2023). Однако напомним, что в США масштабные покупки ФРС американских казначейских облигаций применялись еще в 1980-е годы, когда ставки были значительно выше нуля. Поэтому использовать механизм покупки национальных гособлигаций можно и при положительных ставках.

Все это актуально для формирования эффективной поддержки механизмов экономики предложения, о которой речь шла выше. Новые производства требуют дополнительного финансирования, то есть новых денег, тогда как перераспределение финансовых ресурсов из одних сфер в другие не приводит к появлению новой ликвидности.

По оценкам российских экономистов (Маевский, Малков, 2021), переход от валютного способа монетизации к долговому будет способствовать укреплению рубля, росту ВВП, а также снижению инфляции. Более того, прямое использование бюджетных средств для финансирования инвестиций позволяет достичь более высоких темпов роста, чем когда средства направляются в инвестиции опосредованно (Маевский и др., 2023). Это подтверждает важность монетарного стимулирования экономического роста в России.

Банк России в ключевом документе по ДКП на 2024–2026 гг. прогнозирует замедление темпов прироста денежной базы и денежной массы относительно 2022–2023 гг. (см. таблицу). В условиях, когда экономика нуждается в дополнительных ресурсах для структурных трансформаций, недостаточно высокие темпы прироста денежного предложения могут ограничивать финансирование инвестиций и соответственно экономический рост.

**Прирост денежной базы и денежной массы
по прогнозам Банка России (в %)**

Показатель	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Денежная масса	13,0	24,4	17–21	9–14	6–11	6–11
Денежная база (узкое определение)	5,3	13,1	12,1	6,5	4,1	2,9

Источник: Банк России, 2023.

В такой ситуации нестабильный уровень процентной ставки имеет негативный эффект как для реального сектора, так и для банков. В частности, это сокращает срочность пассивов последних, повышая волатильность их фондирования. На фоне изменчивости ключевой ставки регулятора банки повышают ставки лишь на краткосрочные депозиты, что стимулирует вкладчиков сокращать их сроки. Кроме того, еще больше сужаются возможности банков по длинному кредитованию реального сектора.

Когда финансовый регулятор повышает процентные ставки, а внешние финансовые рынки закрыты и экономика нуждается в ресурсах, правительство РФ вынуждено расширять меры поддержки. В частности, осенью 2023 г. продлены меры поддержки малого и среднего предпринимательства и увеличены ее объемы. В результате правительство РФ восполняет ресурсы реального сектора, которые становятся труднодоступными вследствие жесткой ДКП. Рост объема государственных субсидий по льготным кредитам может одновременно снижать ее эффективность.

В целом такие расхождения в подходах регуляторов в условиях санкций снижают доверие к проводимой экономической политике. На фоне повышенной неопределенности важна скоординированность их действий. В начале процесса введения санкций против России координация между Банком России, Министерством финансов и правительством возросла, что и позволило быстро стабилизировать ситуацию. Тем не менее позднее вновь стали отмечаться расхождения в их подходах.

Однако инициированный Минфином в 2023 г. законопроект о разрешении открывать филиалы иностранных банков в России был поддержан ЦБ РФ. Напомним, что этот вопрос имеет долгую историю, в том числе в связи с переговорами о вступлении России в ВТО. Тогда мы писали: «Иностранные банки решают в первую очередь проблемы, в которых заинтересованы их акционеры и которые могут существенно отличаться от системных общеэкономических задач, стоящих перед экономикой и перед национальной экономической политикой» (Ершов, Зубов, 2005). Так и получилось в 2022 г., когда иностранные коммерческие банки, руководствуясь в первую очередь неэкономическими соображениями, быстро ушли с российского рынка, несмотря на то что работа на нем была для них выгодной. О том, что функционирование филиалов иностранных банков в стране сопряжено с определенными рисками, говорит и тот факт, что в Великобритании в 2023 г. рассматривалась возможность ограничить их деятельность или даже обязать иностранные банки открывать вместо них дочерние компании.

Открытие филиалов иностранных банков в России могло бы обеспечить дополнительный приток ликвидности, возможно, по более доступной цене. Однако при этом повышаются риски для стабильности внутреннего финансового рынка и экономики в целом в условиях появления значительного числа недружественных стран. Более того, государства, которые на текущем этапе входят в число дружественных, могут изменить свои внешнеэкономические позиции или их могут вынудить это сделать. В результате приток капитала в Россию через филиалы иностранных банков может быстро превратиться в отток, причем более сильный в случае дестабилизации ситуации на мировых финансовых рынках и решения консолидировать прибыль материнского банка, что не раз отмечалось в экономической истории.

Предлагаемые изменения предусматривают определенные ограничения для иностранных филиалов, что оправданно. Однако нельзя исключать, что в дальнейшем по разным причинам их могут отменить. Необходимо четче прописать ряд требований к филиалам иностранных банков заранее, в частности, об условиях репатриации прибыли, полученной ими в России, а также их выхода с российского рынка.

Формирование экономики предложения и связанные с ней меры поддержки российских производителей требуют выборочных и при необходимости более активных протекционистских мер для снижения давления со стороны импорта, даже если это не соответствует нашим обязательствам перед международными организациями. Изменение внешних условий и характера взаимодействия с бывшими партнерами определяет необходимость ответных изменений, в том числе в части участия России в международных соглашениях. Раньше на этапе вступления России в ВТО, когда перспективы процесса были не ясны, а к РФ постоянно выдвигали новые требования, мы подчеркивали, что «с учетом того огромного обеспечения природными ресурсами, которыми располагает Россия и которые сопоставимы с ресурсным обеспечением всех стран ВТО, вместе взятых, совершенно очевидно, что Россию в ВТО примут» (Ершов, 2005). Это в итоге и произошло. Представляется, что и сейчас, несмотря на санкции против России, большинство иностранных участников будут вынуждены рано или поздно считаться с российской позицией не только по геополитическим соображениям, но и по соображениям экономической целесообразности.

* * *

Мир проходит через существенные системные и функциональные изменения, которые могут предшествовать формированию новой конфигурации международных экономических отношений между странами. Очевидно, что перед лицом стоящих вызовов предстоит найти не только текущие, операционные механизмы, которые позволили бы экономикам одновременно совмещать развитие и жесткую дисциплину, но и новые системные механизмы и рынки для роста в условиях новых рисков. Хотя масштаб и сложность проблем возрастают, можно надеяться, что экономические интересы и здравый смысл возобладают.

Список литературы / References

- Аганбегян А. Г. (2022). Главные экономические вызовы, стоящие перед Россией // Труды Вольного экономического общества России. Т. 238. С. 88–101. [Aganbegyan A. G. (2022). The main economic challenges facing Russia. *Scientific Works of the Free Economic Society of Russia*, Vol. 238, pp. 88–101. (In Russian).] <https://doi.org/10.38197/2072-2060-2022-238-6-88-101>
- Банк России (2023). Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики Банка России на 2024 год и период 2025 и 2026 годов. Москва. [Bank of Russia (2023). *Monetary policy guidelines for 2024–2026*. Moscow.]
- Ершов М. В. (2005). Экономический суверенитет России в глобальной экономике. М.: Экономика. [Ershov M. V. (2005). *Russia's economic sovereignty in the global economy*. Moscow: Ekonomika. (In Russian).]
- Ершов М. (2016). Механизмы роста российской экономики в условиях обострения финансовых проблем в мире // Вопросы экономики. № 12. С. 5–25. [Ershov M. (2016). On the mechanisms of growth of the Russian economy under conditions of worsening financial problems in the world. *Voprosy Ekonomiki*, No. 12, pp. 5–25. (In Russian).] <https://doi.org/10.32609/0042-8736-2016-12-5-25>
- Ершов М. В. (2022). Российская экономика в условиях новых санкционных вызовов // Вопросы экономики. № 12. С. 5–23. [Ershov M. V. (2022). Russian economy in the face of new sanctions challenges. *Voprosy Ekonomiki*, No. 12, pp. 5–23. (In Russian).] <https://doi.org/10.32609/0042-8736-2022-12-5-23>
- Ершов М. В., Зубов В. М. (2005). Эффективность банковской системы: актуальные аспекты // Деньги и кредит. № 10. С. 3–10. [Ershov M. V., Zubov V. M. (2005). Efficiency of the banking system: Current aspects. *Russian Journal of Money and Finance*, No. 10, pp. 3–10. (In Russian).]
- ИНИП РАН (2023). Квартальный прогноз. Вып. № 59. [Institute for Economic Forecasting, RAS (2023). *Quarterly Forecast*, No. 59. (In Russian).]
- Маевский В. И., Малков С. Ю. (2021). О долговом способе монетизации российской экономики // Terra Economicus. Т. 19, № 4. С. 21–35. [Mayevsky V. I., Malkov S. Y. (2021). On the debt method of monetization of the Russian economy. *Terra Economicus*, Vol. 19, No. 4, pp. 21–35. (In Russian).]
- Маевский В. И., Малков С. Ю., Рубинштейн А. А. (2023). Макроэкономические условия перехода России к высоким темпам роста: опыт X-экономики Китая // Вопросы экономики. № 10. С. 98–123. [Mayevsky V. I., Malkov S. Y., Rubinstein A. A. (2023). Macroeconomic conditions of Russia's transition to high growth rates: China's experience. *Voprosy Ekonomiki*, No. 10, pp. 98–123. (In Russian).] <https://doi.org/10.32609/0042-8736-2023-10-98-123>
- РСПП (2023). Состояние российской экономики и деятельность компаний: результаты мониторинга РСПП во II квартале 2023 года. [RSPP (2023). *The state of the Russian economy and the activities of companies: Results of monitoring by the Russian Union of Industrialists and Entrepreneurs in the second quarter of 2023*. (In Russian).] <https://rspp.ru/activity/analytics/sostoyanie-rossiskoi-ekonomiki-i-deyatelnost-kompaniy-rezultaty-monitoringa-rspp-vo-ii-kvartale-2023/>
- Широв А. А. (2023). Развитие российской экономики в среднесрочной перспективе: риски и возможности // Проблемы прогнозирования. № 2. С. 6–17. [Shirov A. A. (2023). Development of the Russian economy in the medium term: Risks and opportunities. *Problemy Prognozirovaniya*, No. 2, pp. 6–17. (In Russian).] <https://doi.org/10.47711/0868-6351-197-6-17>
- Berger H. (2023). A note of caution on the relation between money growth and inflation. *IMF Working Paper*, No. WP/23/137. <https://doi.org/10.5089/9798400244834.001>
- Bilson J. F. O. (1981). The “speculative efficiency” hypothesis. *Journal of Business*, Vol. 54, No. 3, pp. 435–451. <https://doi.org/10.1086/296139>
- BIS (2023). *Annual economic report: Promoting global monetary and financial stability*. Basel: Bank for International Settlements.

- European Commission (2023). *European economic security strategy*. Brussels, 20.06. JOIN(2023) 20 final.
- IMF (2023a). *World economic outlook update: Near-term resilience, persistent challenges*. Washington, DC, July.
- IMF (2023b). *Global financial stability report. Safeguarding financial stability amid high inflation and geopolitical risks*. Washington, DC, April.
- Sahay R., Čihák M., N'Diaye P., Barajas A., Bi R., Ayala D., Gao Y., Kyobe A., Lam N., Saborowski C., Svirydenka K., Yousefi S. R. (2015). Rethinking financial deepening: Stability and growth in emerging markets. *IMF Staff Discussion Note*, No. SDN/15/08. <https://doi.org/10.5089/9781498312615.006>
- Isard P. (1978). Exchange-rate determination: A survey of popular views and recent models. *Princeton Studies in International Finance*, No. 42.
- Sohmen E. (1969). *Flexible exchange rates*. Chicago and London: University of Chicago Press.
- UNCTAD (2021). *Trade and development report 2021. From recovery to resilience: The development dimension*. New York: United Nations Publications.
- UNCTAD (2023a). *World economic situation and prospects 2023*. New York: United Nations Publications.
- UNCTAD (2023b). *World investment report 2023. Investing in sustainable energy for all*. New York: United Nations Publications.
- UNCTAD (2023c). *Global trade update* (June 2023). Geneva.
-

The world and Russia in the environment of transformation: Is the economic recovery sustainable?

Mikhail V. Ershov^{1,2}

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

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

In 2023, there is an improvement in the trends of economic dynamics in the global economy, but there is a high probability that it will be only temporal. The processes of fragmentation of the world economy are intensifying, previous indicators of the state of the economy are becoming less informative. Regulators face a difficult choice regarding the mechanisms of economic policy. Russia is in no less difficult conditions, given the negative effect of the sanctions that are being implemented against it. Increasing the strength of the domestic economy and forming stable conditions in the financial market are the most important prerequisites for the successful solution of emerging problems.

Keywords: world economic, sanctions, economic growth, central bank, interest rate, exchange rate, economic support measures.

JEL: E52, E58, G15.

«Уходя — уходи»: кто остается с Россией и как перераспределяется импорт?*

А. А. Гнидченко^{1,2,3}, О. М. Михеева^{1,2,3},
В. А. Сальников^{1,2,3}

¹ *Центр макроэкономического анализа
и краткосрочного прогнозирования (Москва, Россия)*

² *Институт народнохозяйственного прогнозирования РАН (Москва, Россия)*

³ *Национальный исследовательский университет
«Высшая школа экономики» (Москва, Россия)*

В статье исследуется разделение стран по политическому отношению к России после начала специальной военной операции на Украине и введения широкомасштабных санкций, иллюстрируется значимость санкционного фактора и политического отношения к РФ для экспорта на российские рынки на основании доступных статистических данных. Страны классифицируются по признаку их участия в санкционном давлении на РФ и голосованию по резолюциям ООН, осуждающим действия России. Кроме «недружественных», выделяются три группы дружественных стран — «осторожные» (голосование за резолюции ООН), «колеблющиеся» (несистематическое голосование) и «сочувствующие» (голосование против резолюций или их игнорирование). В соответствии с данными о внешней торговле с Россией к кластеру «сочувствующих» относятся большинство стран, нарастивших экспорт в нее в 2022 г. На примере ЕС и Китая показано, что импорт санкционных товаров перераспределяется активнее, чем ввоз остальных; перечислены наиболее значимые товарные позиции, по которым отмечено успешное или неудачное перераспределение импорта.

Ключевые слова: санкции, дружественные страны, кластеризация, перераспределение импорта, ЕС, Китай.

JEL: C38, F14, F51, F53, K33.

Гнидченко Андрей Андреевич (agnidchenko@forecast.ru), к. э. н., вед. эксперт ЦМАКП, с. н. с. ИНП РАН, с. н. с. НИУ ВШЭ; *Михеева Ольга Михайловна* (omikheeva@forecast.ru), к. э. н., вед. эксперт ЦМАКП, с. н. с. ИНП РАН, н. с. НИУ ВШЭ; *Сальников Владимир Алексеевич* (vs@forecast.ru), к. э. н., руководитель направления анализа и прогнозирования развития отраслей реального сектора ЦМАКП, завлабораторией ИНП РАН, вед. н. с. НИУ ВШЭ.

* Авторы благодарят анонимного рецензента за полезные комментарии.

С момента начала специальной военной операции (СВО) на Украине прошло уже более полутора лет. Одни страны («западная коалиция») немедленно осудили Россию и стали вводить многочисленные санкции — от блокировки SWIFT и ограничений на использование доллара США и евро до точечных ограничений внешней торговли по отдельным товарам и персональным санкциям. Другие поддержали Россию, проголосовав против резолюций ООН по вопросу СВО (в 2022 г. — Белоруссия, КНДР, Сирия, Эритрея, в 2023 г. — Мали и Никарагуа). Однако большинство стран заняли нейтральную позицию: они либо проголосовали за резолюции ООН, но не ввели санкции против России, либо воздержались от голосования.

Вопрос о том, как страны разделились по отношению к России, не очевиден и требует изучения на основе строгой методологии. В работе предлагается кластеризация стран — партнеров России по их активности на санкционном поле (вхождения в официальный перечень стран, совершающих недружественные действия) и голосованию по шести резолюциям ООН (под общим номером ES-11), инициированным «западной коалицией» и в разных формах осуждающим действия России. Кроме того, с помощью серии логистических регрессий исследуются факторы включения стран в тот или иной кластер. Значение санкций и разделение стран по политическому отношению к России иллюстрирует статистическая оценка динамики экспорта стран в Россию в 2022 г., в том числе на товарном уровне (на примере замещения импорта из ЕС поставками из Китая).

Обзор литературы

Санкции как инструмент политического давления получили довольно широкое распространение в международной практике, однако, как продемонстрировано в: Felbermayr et al., 2020, доля имплементированных санкций, которые достигли заявленных целей, росла только до 1995 г., а после стала сокращаться¹. Средняя продолжительность санкционных периодов, напротив, увеличилась.

Эффекты санкций против России в научной литературе в основном исследуются либо на примере санкций 2014 г. с применением методов *ex post* анализа (Crozet, Hinz, 2020; Gullstrand, 2020), либо на примере санкций 2022 г., но уже с применением методов *ex ante* анализа (Hausmann et al., 2022; Mahlstein et al., 2022; Mardones, 2023). В первом случае, как правило, используются методы и модели, которые опираются на данные, публикуемые с задержкой (в частности, данные о внешней торговле стран — партнеров России, данные на уровне фирм отдельных стран-партнеров). Однако такой опыт не применим, если необходимы оперативные оценки проявившихся в 2022 г. санкционных эффектов. Во втором случае не учитываются важные эффекты, свя-

¹ Ускоренное снижение доли санкций, достигших заявленных целей, отмечалось в середине 1990-х и в 2010-е годы. В первом случае — на фоне падения общего числа действующих санкций, во втором — на фоне быстрого роста их количества.

занные с перераспределением торговых потоков через дружественные России страны (например, см.: Chupilkin et al., 2023). В результате такие подходы генерируют нереалистичные оценки издержек санкций для России (в частности, спад ВВП на 14%; см.: Mahlstein et al., 2022).

Санкционная политика редко бывает полностью скоординированной, так как баланс выгод и издержек в странах «санкционной коалиции» не может быть идентичным. В: Latipov et al., 2022, показано, что при механическом дублировании американских санкций в части тарифов на импорт из России страны ЕС по ряду товаров несут большие потери, чем Россия. П. Вебер и Дж. Шнайдер, анализируя данные об угрозе применения санкций и их реальном введении в действие за 1989–2015 гг., пришли к выводу, что санкции ЕС успешнее санкций США по факту внедрения, но угроза применения санкций со стороны США эффективнее, чем со стороны ЕС (в связи с долгой процедурой согласования внутри ЕС и меньшей вероятностью принятия всего пакета предложений; Weber, Schneider, 2020).

Не менее важную роль играет угроза применения вторичных санкций, что влияет на поведение не только стран из «санкционной коалиции», но и нейтральных стран (Timofeev, 2022). Вторичные санкции могут влиять даже на крупнейшие страны, такие как Китай, но только до определенной степени — в первую очередь за счет ограничения трансфера технологий (Во, 2022). Таким образом, помимо учета санкционных действий стран-партнеров, полезна для анализа дифференциация дружественных стран по риску их подверженности внешнему влиянию.

Один из возможных подходов к оценке такой подверженности связан с анализом результатов голосования стран на Генеральной Ассамблее ООН по различным вопросам (см.: Bailey et al., 2017; Binder, Lockwood Payton, 2022). Конечно, это некоторое упрощение, поскольку внешнеэкономические отношения могут определяться не только политической позицией стран, но и мнением граждан (репутационная составляющая, заставившая некоторые западные компании покинуть российский рынок; см.: Lu et al., 2022). Однако, как показывают исследования, общественным мнением граждан относительно другой страны легко манипулировать, если приписывать ее действиям политические мотивы (Rhee et al., 2023). Поэтому публичная дипломатия в значительной степени влияет на формирование общественного мнения, и использование данных о голосовании стран в ООН представляется обоснованным упрощением. Такой подход применяется и в настоящей статье.

Методология и основные результаты

Принципы дифференциации дружественности стран

С февраля 2022 г. против России введен целый набор санкций по разным направлениям — в сфере международной торговли, финансов, логистики. В этой области лидирует ЕС, который ввел в действие 11-й пакет санкций 23 июня 2023 г. и завершает работу над 12-м. Активно продвигали санкционную повестку США, Великобритания,

Канада, Австралия, Япония и ряд других. Официальный перечень вводивших против России санкции стран отражен в Распоряжении Правительства РФ от 05.03.2022 г. №430-р (в ред. от 29.10.2022 г.) «Об утверждении перечня иностранных государств и территорий, совершающих недружественные действия в отношении Российской Федерации, российских юридических и физических лиц». В официальный перечень недружественных стран вошли 66 государств²; остальные 187 стран (данные по которым представлены в статистике ФТС России³) считаются дружественными или нейтральными.

Другой вариант учета дружественности стран-партнеров предполагает использование опросов в рамках проекта Demoscapsu Perceptions Index⁴ (DPI): в частности, можно анализировать баланс ответов граждан стран-партнеров на вопрос о необходимости сохранять экономические связи с Россией (опрос проводился после февраля 2022 г.). Этот индикатор фактически выступает непрерывным аналогом дискретных показателей дружественности: желание иностранных граждан сохранять экономические связи с Россией отрицательно коррелирует с изменением их отношения к США как к «оплоту демократии» (рис. 1), что позволяет выработать еще один вариант определения дружественности стран — на основе ценностной ориентации их граждан. Недостаток показателя — ограниченность числа стран, по которым проводились опросы: в него не попали страны ЕАЭС, ряд стран СНГ, Финляндия, Чехия, Сербия.

Разделить страны-партнеры на недружественные и дружественные можно с учетом результатов голосования по резолюции ООН в отношении конфликта на Украине от 02.03.2022 г. (резолюция ООН ES-11/1). Такой способ активно используют в западных исследованиях (в частности, см.: Javorgsik et al., 2022). При этом подходе 141 страна является недружественной России (включая большинство стран Латинской Америки и Сербию), а блок дружественных стран насчитывает 51 государство⁵ (голосовавшие против резолюции⁶, воздержавшиеся⁷ и не присутствовавшие⁸). В данном случае оценку можно детализировать, так как с начала СВО страны «западной коалиции» инициировали голосование по шести резолюциям ООН в отношении конфликта на Украине, которые явным

² ЕС, ряд стран Европы (Норвегия, Швейцария, Исландия, Андорра, Монако, Лихтенштейн, Сан-Марино, Албания, Черногория, Македония), США, Великобритания, Канада, Австралия, Новая Зеландия, Япония, Южная Корея, Сингапур, Тайвань, Украина, подконтрольные США и Великобритании острова.

³ Включая государства, признанные не всеми странами, такие как Абхазия, Южная Осетия.

⁴ Охват — 53 страны (включая Россию), в среднем 996 респондентов на страну. См.: <https://www.allianceofdemocracies.org/initiatives/the-copenhagen-democracy-summit/dpi-2022/>

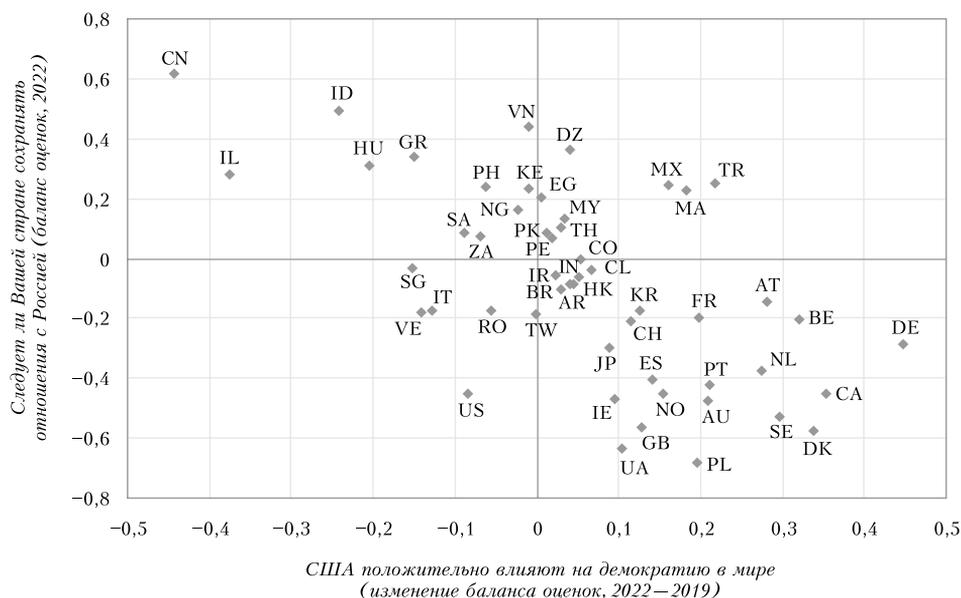
⁵ Суммарное число стран в двух подходах отличается, так как во втором случае рассматриваются только государства — члены ООН.

⁶ Помимо России Белоруссия, КНДР, Сирия, Эритрея.

⁷ Алжир, Ангола, Армения, Бангладеш, Боливия, Бурунди, Вьетнам, Зимбабве, Индия, Ирак, Иран, Казахстан, Китай, Республика Конго, Куба, Киргизия, Лаос, Мадагаскар, Мали, Мозамбик, Монголия, Намибия, Никарагуа, Пакистан, Сальвадор, Сенегал, Судан, Таджикистан, Танзания, Уганда, ЦАР, Шри-Ланка, Экваториальная Гвинея, ЮАР, Южный Судан.

⁸ Азербайджан, Буркина-Фасо, Венесуэла, Гвинея, Гвинея-Бисау, Камерун, Марокко, Того, Туркменистан, Узбекистан, Эсватини, Эфиопия.

**Мнение граждан 52 стран
о необходимости сохранять отношения с Россией
и о влиянии США на демократию в мире**



Примечание. Коды стран указаны в соответствии с международным стандартом ISO2 (расшифровку кодов см. в Приложении).

Источник: составлено авторами по данным Democracy Perceptions Index 2022.

Рис. 1

образом (по результатам голосования) образуют две группы. К первой относятся четыре резолюции ООН с базовыми требованиями о прекращении СВО, выводе войск и т. п. (в скобках указано число стран, голосовавших за резолюцию, и число прочих стран):

– А/RES/ES-11/1 от 2 марта 2022 г. «Агрессия против Украины»⁹ (за: 141; прочие: 52);

– А/RES/ES-11/2 от 24 марта 2022 г. «Гуманитарные последствия агрессии против Украины»¹⁰ (за: 140; прочие: 53);

– А/RES/ES-11/4 от 12 октября 2022 г. «Территориальная целостность Украины: защита принципов, закрепленных в Уставе Организации Объединенных Наций»¹¹ (за: 143; прочие: 50);

– А/RES/ES-11/6 от 23 февраля 2023 г. «Принципы Устава Организации Объединенных Наций, лежащие в основе достижения всеобъемлющего, справедливого и прочного мира на Украине»¹² (за: 141; прочие: 52).

Вторая группа — две резолюции с расширенными требованиями, которые не были поддержаны такой же большой коалицией, как и ре-

⁹ <https://digitallibrary.un.org/record/3959039?ln=ru>

¹⁰ <https://digitallibrary.un.org/record/3965954?ln=ru>

¹¹ <https://digitallibrary.un.org/record/3990400?ln=ru>

¹² <https://digitallibrary.un.org/record/4003921?ln=ru>

золюции первой группы (в скобках указано число стран, голосовавших за резолюцию, и число прочих стран):

– А/RES/ES-11/3 от 7 апреля 2022 г. «Приостановление прав членства Российской Федерации в Совете по правам человека»¹³ (за: 93; прочие: 100);

– А/RES/ES-11/5 от 14 ноября 2022 г. «Содействие осуществлению правовой защиты и обеспечению возмещения ущерба в связи с агрессией против Украины»¹⁴ (за: 94; прочие: 99).

Результаты кластеризации стран

Применение стандартного метода k -средних¹⁵ для кластеризации стран – партнеров России по признакам результатов голосования в ООН и вхождения в российский официальный перечень недружественных стран позволило выделить четыре группы стран (рис. 2)¹⁶. Выдвинутая по итогам анализа суммарных результатов голосования стран в ООН предварительная гипотеза о том, что резолюции ООН А/RES/ES-11/1, 2, 4, 6 значимо отличаются от резолюций ООН А/RES/ES-11/3, 5, подтвердилась при проведении кластеризации. «Недружественные» и «осторожные» страны (кластеры 1 и 2) значимо не отличаются по голосованию, но ведут разную внешнеэкономическую политику по отношению к России (первые ввели санкции, а вторые – нет). Крупнейшие страны кластера 1 – США, страны ЕС, Австралия, Канада, Великобритания, Швейцария, Япония, Южная Корея. В кластер 2 попали Турция, Сербия, Босния и Герцеговина, Израиль, западная часть Латинской Америки (Эквадор, Аргентина, Чили, Перу, Колумбия), Грузия и Молдова, а из Азии – только Филиппины, Мьянма и Афганистан. Кластер 3 (группа «колеблющихся» стран) представляет собой набор дружественных стран, голосовавших за резолюции ООН А/RES/ES-11/1, 2, 4, 6 (с базовыми требованиями), но не поддержавших резолюции ООН А/RES/ES-11/3, 5. В этот кластер входят Бразилия, ряд крупных стран Юго-Восточной Азии (Индонезия, Малайзия, Таиланд), страны Ближнего Востока и Северной Африки (Египет, Марокко, Тунис, Саудовская Аравия, ОАЭ). Страны из группы «сочувствующих» (кластер 4) в основном не поддержали резолюции ООН. К этому кластеру отнесены страны ЕАЭС, СНГ, кроме Молдовы, Китай и близлежащие страны Юго-Восточной Азии (Вьетнам и Лаос), Индия, Пакистан и Иран, Боливия и Венесуэла, а также большая часть стран Африки (ЮАР, Алжир, Эфиопия и др.).

В структуре российского импорта по состоянию на 2021 г. преобладали «недружественные» страны – доля ввоза товаров из них со-

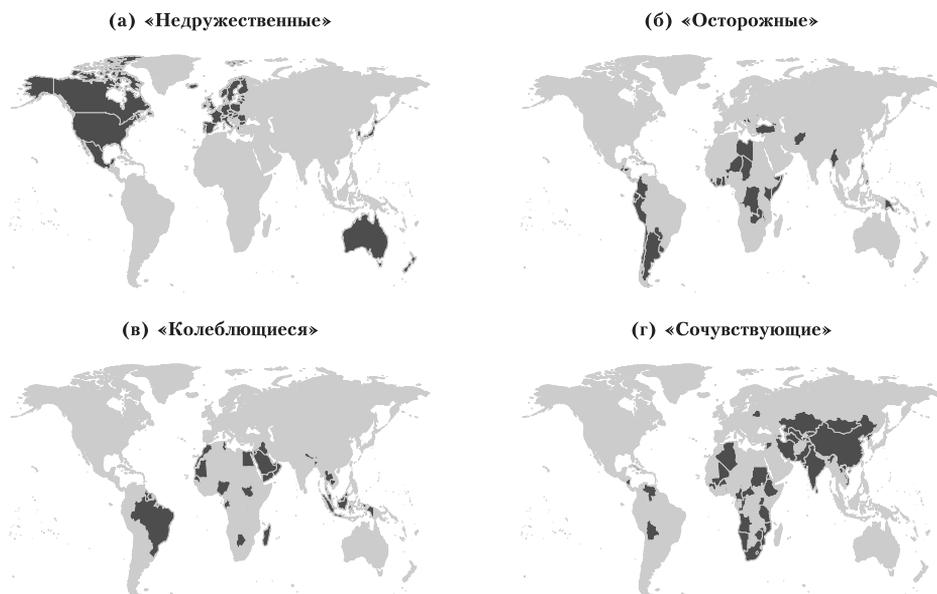
¹³ <https://digitallibrary.un.org/record/3967778?ln=ru>

¹⁴ <https://digitallibrary.un.org/record/3994052?ln=ru>

¹⁵ Использован подход Дж. Маккуина (MacQueen, 1967).

¹⁶ Входящими факторами для кластеризации выступали шесть бинарных переменных голосования стран в ООН (где 0 – голосование за резолюцию, 1 – иные варианты голосования или неучастие в нем), а также флаг дружественности стран к России на основе официального перечня недружественных стран (где 0 – вхождение в перечень, 1 – отсутствие в нем).

**Кластеризация стран-партнеров
на базе нормативных документов
по степени дружественности по отношению к России**



Примечание. Темным цветом отмечены страны кластера (список стран представлен в Приложении); Украина не отмечена на карте из-за сложности разметки границы.

Источник: оценка авторов по резолюциям ООН и Распоряжению Правительства РФ от 05.03.2022 г. № 430-р (в ред. от 29.10.2022 г.).

Рис. 2

ставляла 52%. В то же время 38% товарного импорта России поступало из «сочувствующих» стран (Китай обеспечивал 25 п. п.). Наконец, на «осторожные» и «колеблющиеся» страны совместно приходилось чуть меньше 10% ввоза товаров (5,4 и 4,1% соответственно). Такая структура указывает на то, что экономический потенциал перераспределения торговли связан в первую очередь с кластером «сочувствующих» стран. Отметим, что высокая доля ввоза товаров из «недружественных» стран не позволяет в кратко- и даже среднесрочном периоде в полной мере отказаться от товаров из них, что приводит к активному развитию схем реэкспорта такой продукции через дружественные страны в Россию.

Кластеры «осторожных» и «колеблющихся» стран более важны в качестве рынков сбыта российской продукции: в сумме они обеспечили 13% вывоза товаров из России по состоянию на 2021 г. (7,7 и 5,3% соответственно). «Недружественные» страны преобладали и здесь — по этому направлению было реализовано 57% экспортной продукции. Наконец, «сочувствующие» страны обеспечили 30% внешнего спроса на российские товары (из них за счет Китая — 14 п. п.). В случае с экспортом вклад Китая оказался меньше, чем с импортом, что, вероятно, связано с высоким порогом входа на китайский рынок. Поэтому другие «сочувствующие» (страны СНГ, Индия, Иран, Вьетнам, Алжир) могут иметь не меньшее значение при перераспределении экспорта, чем Китай.

Факторы формирования кластеров

Мы построили четыре логистические регрессии (логит-модели¹⁷), чтобы выявить факторы, которые могли бы объяснять включение стран в кластеры. Зависимой переменной выступали принадлежность страны к кластеру в бинарном виде (1 — входит в кластер, 0 — не входит) согласно полученным ранее результатам кластеризации. Рассматривались несколько десятков независимых переменных, из них были отобраны следующие:

— отдельные стандартные показатели гравитационных моделей из базы данных CEPII Gravity (общий язык с Россией¹⁸, «политическое расстояние» от России и от США¹⁹);

— меры взаимосвязи стран во внешней торговле по данным CEPII WACI (доля импорта из «недружественных» стран и из России);

— расстояние стран от экватора по данным SimpleMaps²⁰;

— индекс политических и гражданских свобод Freedom House;

— ряд характеристик стран по данным Всемирного банка (рождаемость, плотность населения, отношение налоговой нагрузки на бизнес к прибыли);

— религиозный состав населения по данным Pew Research Center²¹ (доля атеистов или агностиков в населении, концентрация религиозного состава²²).

Прочие индикаторы — открытость экономики стран, концентрация их импорта и экспорта (в том числе в торговле с дружественными и «недружественными» России странами), географическое расстояние от России, доля входящих прямых иностранных инвестиций в «недружественные» страны-партнеры и ее динамика, доля импорта и экспорта России по секретному коду ТН ВЭД со страной (прокси для военно-технического сотрудничества) и ряд других — проверялись, но оказались незначимыми.

¹⁷ Метрикой качества регрессии выступали ошибки первого и второго рода, F1-Score. Ошибка первого рода — доля неверно предсказанных стран из кластера среди всех предсказанных его стран. Ошибка второго рода — доля неверно не отнесенных к кластеру стран среди всех стран, не отнесенных к нему. F1-Score — комплексная мера предсказательной силы логистической регрессии (от 0 до 1, по аналогии с коэффициентом детерминации R^2). Расчеты выполнялись в R функцией `glm` из пакета `stats` (с параметром `family = binomial`).

¹⁸ Используется бинарный показатель из базы данных CEPII Gravity, который принимает значение 1, если на одном языке в двух странах говорят хотя бы по 9% населения.

¹⁹ «Политическое расстояние» — метрика близости одной страны к другой по голосованию в ООН (принимает значения от 0 до бесконечности, где 0 — полное соответствие профилей голосования стран).

²⁰ Показатель рассчитан по данным SimpleMaps о координатах и численности населения более 42 тыс. городов: для каждой страны он оценивался как модуль средневзвешенной широты. Города Абхазии и Южной Осетии, которые в исходных данных маркированы как грузинские, перемаркированы в соответствии с официальной позицией России о признании этих государств. Данные SimpleMaps доступны по ссылке: <https://simplemaps.com/data/world-cities>

²¹ Последние данные доступны только за 2010 г. (однако в связи с относительной устойчивостью структуры населения по религиозному составу их использование представляется допустимым) по ссылке: <https://www.pewresearch.org/religion/2012/12/18/table-religious-composition-by-country-in-percentages/>

²² Для оценки концентрации рассчитывался индекс Херфиндаля—Хиршмана — сумма квадратов долей основных конфессий (христианство, мусульманство, индуизм, буддизм, иудаизм, традиционные верования, прочие религии, атеисты и агностики) в численности населения.

Показатели VIF, рассчитывавшиеся при оценке каждой регрессии для контроля мультиколлинеарности, не превысили 2 ни по одному фактору, что ниже порогового значения. Модели с достаточной объясняющей силой получены по первому и четвертому кластерам (табл. 1).

Т а б л и ц а 1

Регрессионная оценка факторов формирования кластеров
(нормированные переменные)

	(1)	(2)	(3)	(4)
Константа	-4,82*** (1,17)	-1,10*** (0,22)	-2,22*** (0,38)	-2,35*** (0,39)
Уровень рождаемости (World Bank; 2019)				0,77** (0,27)
Плотность населения (World Bank; 2019)	1,61, (0,89)			
Налоги на бизнес по отношению к прибыли (World Bank; 2019)			-0,66* (0,30)	
Общий язык с Россией (CEPII Gravity; 2019)		0,63* (0,24)		
Политическое расстояние от России (CEPII Gravity; 2019)		-0,90*** (0,25)		
Политическое расстояние от США (CEPII Gravity; 2019)	-2,98*** (0,68)		1,62*** (0,42)	1,55** (0,51)
Расстояние от экватора (SimpleMaps; 2022)		-0,65* (0,25)		
Индекс политических и гражданских свобод (Freedom House; 2022)		0,37 (0,22)	0,49, (0,27)	-1,05** (0,35)
Доля импорта из «недружественных» стран (CEPII BACI; 2021)	2,93** (1,02)			
Доля импорта из России (CEPII BACI; 2021)		-0,71 (0,39)		0,99** (0,32)
Доля атеистов или агностиков в населении (Pew Research Center; 2010)	1,35** (0,46)		-1,21, (0,62)	1,08** (0,33)
Концентрация религиозного состава населения (Pew Research Center; 2010)		0,57** (0,2)		
Ошибка первого рода	0,05	0,27	0,56	0,23
Ошибка второго рода	0,03	0,24	0,20	0,14
F1-Score	0,91	0,52	0,17	0,62
Стран в кластере: факт	48	60	39	46
Стран в кластере: модель	44	33	9	31

Примечание. (1) – кластер «недружественных» стран, (2) – кластер «осторожных» стран, (3) – кластер «колеблющихся» стран, (4) – кластер «сочувствующих» стран. Нормировка переменных проводилась методом z-масштабирования (вычитание среднего значения и деление на стандартное отклонение). Пустая ячейка означает, что переменная не включена в итоговую регрессию (проверялась, но оказалась незначимой). В скобках после названия переменных указан источник и год, которому соответствуют данные. $p < 0,1$; * $p < 0,05$; ** $p < 0,01$; *** $p < 0,001$ (в скобках – стандартные ошибки).

Источник: расчеты авторов.

Наиболее качественные результаты получены по первому кластеру: из 48 недружественных стран, определенных в официальном перечне, 44 страны были корректно определены с помощью логистической модели. Эти страны обладали следующими характеристиками:

– низкое «политическое расстояние» от США (систематическое голосование в ООН в том же ключе, что и США);

— высокая доля импорта из «недружественных» стран (функционирование экономики в значительной степени зависит от связей с G7 и ЕС)²³;
— высокая плотность населения;
— высокая доля атеистов или агностиков в населении (выраженность секулярных ценностей в обществе).

По двум странам (Лихтенштейн и Монако) модель не смогла сделать выводы из-за отсутствия данных. Две страны были ошибочно определены моделью в перечень недружественных — Израиль и Маршалловы о-ва. В то же время четыре страны, включенные в список недружественных (Греция, Кипр, Черногория и Мексика²⁴), ошибочно определены моделью как не входящие в него.

Достаточно хорошие результаты получены и по четвертому кластеру: согласно голосованию в ООН, в перечень наиболее дружественных России стран попали 46 государств, а согласно модели — 31. Страны этого кластера, как правило, характеризуются высокой рождаемостью, не солидарны с США при голосовании в ООН, имеют высокую долю импорта из России, низкий индекс «политических и гражданских свобод», относительно высокую долю атеистов или агностиков в населении²⁵. Страны этой группы заинтересованы в сохранении и развитии отношений с Россией в большей или, по крайней мере, в такой же степени, как и с западными странами.

Страны второго и особенно третьего кластеров определяются гораздо хуже. Однако по перечню значимых факторов видно, что некоторые из них характеризуются повышенной долей русскоязычных, схожим с российским голосованием в ООН, близостью к экватору, высокой концентрацией религиозного состава населения, низким налогообложением бизнеса²⁶ или умеренно высоким индексом «политических и гражданских свобод» (выглядят «демократично» в глазах стран Запада). Отметим, что страны второго кластера («осторожные») менее зависимы от импорта из России, что позволяет им увереннее, чем странам третьего кластера («колеблющимся»), поддерживать антироссийские резолюции.

Примечательный результат регрессионного анализа — значимость и положительный знак доли атеистов или агностиков в населении для первого и четвертого кластеров (полярные случаи). Это можно интерпретировать как влияние секулярных ценностей на готовность занять решительную позицию в голосовании по сравнению со странами с более религиозным населением²⁷.

²³ Доля экспорта в недружественные страны проверялась, однако оказалась незначимой.

²⁴ Мы относим Мексику к недружественным странам по причине значительной ориентированности на рынок США и сильной зависимости производства от американских компаний (в том числе в терминах прав собственности), предполагая, что по данной причине Мексика не будет участвовать в схемах обхода санкций против России. Это подтверждается данными UN Comtrade об экспорте Мексики в Россию: в 2022 г. мексиканские поставки упали почти в 4,5 раза к 2021 г. (сильнее, чем экспорт из США в Россию).

²⁵ За счет Северной Кореи, Китая, Монголии, Вьетнама, Белоруссии.

²⁶ В таких странах государство не желает или не может накладывать на бизнес высокие налоговые обязательства, что должно коррелировать с нежеланием искусственно ограничивать деловые контакты.

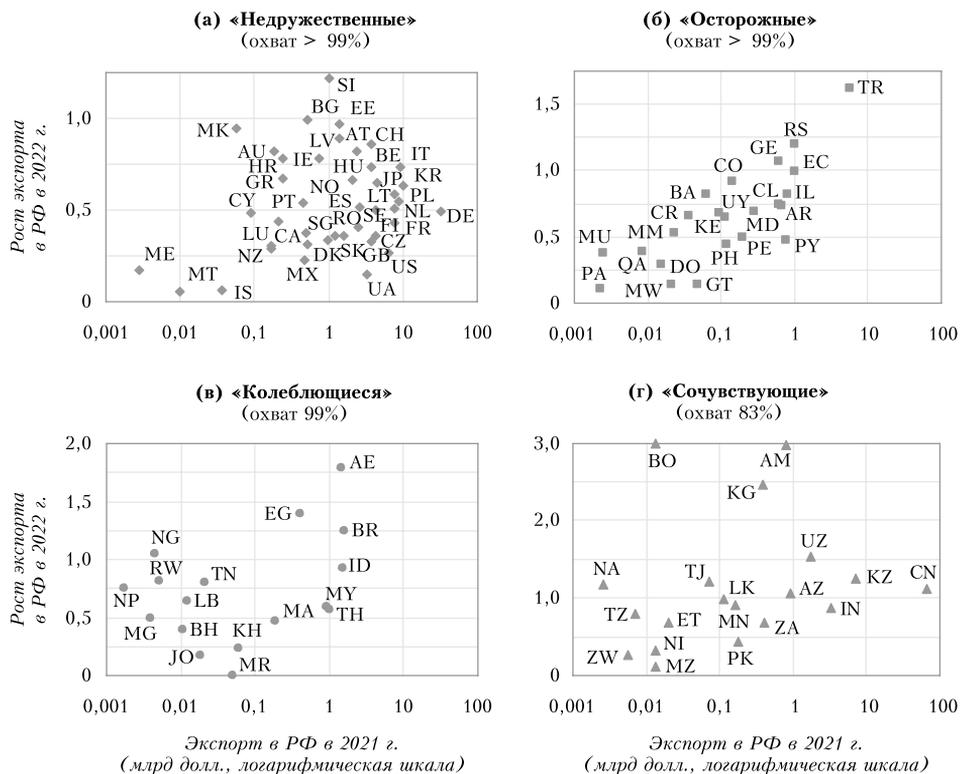
²⁷ Последние представляют собой традиционалистские общества, не ориентированные на активное участие в глобальных процессах, а потому склонные к центристской позиции в международных конфликтах.

Статистическая иллюстрация

Несмотря на отсутствие официальных данных ФТС России о торговле товарами в 2022 г. в страновом разрезе, оценка по данным UN Comtrade (по неполной выборке из 113 стран) показывает, что экспорт «недружественных» стран в Россию существенно сократился (–46%), а поставки дружественных, напротив, возросли (+12%). Наибольшее число стран, нарастивших экспорт в Россию в 2022 г., относится к кластеру 4 («сочувствующие»), а в остальных кластерах только отдельные страны увеличили отгрузки в Россию — ОАЭ, Бразилия, Египет и Нигерия из группы «колеблющихся», Турция, Сербия и Грузия из группы «осторожных» и Словения из группы «недружественных»²⁸ (рис. 3).

По данным Евростата, экспорт ЕС в Россию в 2022 г. упал на 38% по отношению к 2021 г. (на 37% — к 2019 г.). Вместе с тем поставки из ЕС в страны СНГ снизились только на 22% (рис. 4), поскольку экспорт

Темпы роста экспорта стран в Россию в 2022 г. по кластерам



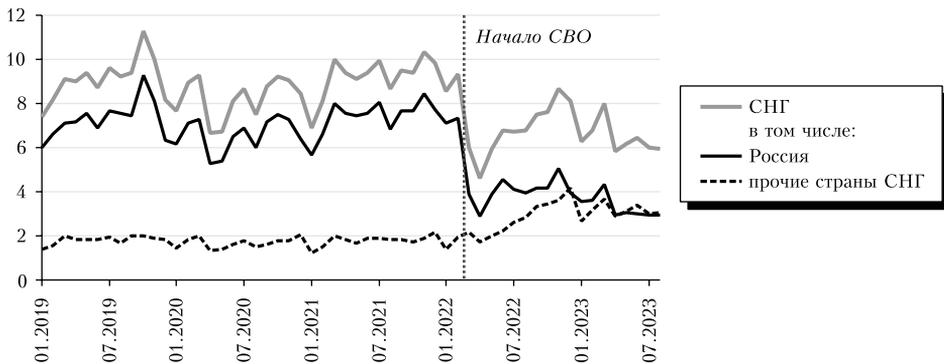
Примечание. Охват — доля стран с доступными за 2022 г. данными (по состоянию на конец октября 2023 г.) в экспорте всех стран кластера в Россию в 2021 г. Коды стран указаны в соответствии со стандартом ISO2 (расшифровку кодов см. в Приложении).

Источник: расчеты авторов по данным UN Comtrade.

Рис. 3

²⁸ В частности, в силу высокой доли несанкционных товаров (лекарственных средств).

Экспорт ЕС в Россию и СНГ
в январе 2019 — августе 2023 г. (млрд евро)



Источник: расчеты авторов по данным Евростата.

Рис. 4

в них, за исключением России, увеличился почти в 1,5 раза²⁹. Таким образом, часть роста поставок из дружественных стран представляла собой реэкспорт товаров из «недружественных» (особенно это касается стран ЕАЭС). Процесс перераспределения экспорта из ЕС через СНГ к настоящему моменту можно считать завершённым: рост реэкспорта в 2023 г. прекратился (видимо, достигнув предела логистических возможностей).

Вместе с тем росли и замещающие поставки из дружественных стран за пределами ближнего зарубежья. Так, экспорт Китая в Россию, по данным китайской таможни, в 2022 г. увеличился на 12% к 2021 г. (более чем в 1,5 раза к 2019 г.)³⁰, но данные Евростата не показывают заметного роста поставок из ЕС в Китай. Это значит, что увеличение импорта из Китая следует интерпретировать скорее как новые поставки, чем как реэкспорт.

На основе официальных публикаций ЕС о товарных санкциях каждому подсанкционному товарному коду поставлена в соответствие дата вступления санкций в силу (табл. 2). В результате выявлено, что основная группа санкций против импорта (по охватываемому объёму) вступила в действие в мае—июле 2022 г.: к 1 мая санкциями было охвачено около 25% импорта из ЕС, а к 10 июля — более 40%. В то же время ЕС затягивал введение санкций против российских экспортных товаров: к 10 июля было затронуто санкциями лишь 8% экспорта России в ЕС. Ситуация в корне изменилась только 5 декабря 2022 г., когда были введены ограничения на морские поставки нефти из России: в результате свыше 33% экспорта в ЕС оказалось охвачено санкциями³¹. Тем не менее они уже не могли оказать существенного влияния на показатели 2022 г.

²⁹ https://ec.europa.eu/eurostat/databrowser/view/EXT_ST_EU27_2020SITC/default/table?lang=en

³⁰ <http://stats.customs.gov.cn/indexEn>

³¹ Оценки охвата санкциями проводились на уровне шести знаков CN (Combined Nomenclature — номенклатура товаров ЕС, аналогичная ТН ВЭД). Некоторые товарные позиции могли не полностью подпасть под санкции (только в части определенных кодов на уровне 8 или 10 знаков CN или в части товаров, выполняющих определенные функции или предназначенных для определенных покупателей), поэтому приводимые оценки следует рассматривать как оценки сверху.

**Охват импорта и экспорта России товарными санкциями
на примере ЕС (оценка по данным 2021 г.)**

Охват санкциями	Импорт			Экспорт		
	объем, млрд долл.	доля от всего, %	доля от ЕС, %	объем, млрд долл.	доля от всего, %	доля от ЕС, %
Всего	293,2	100	—	490,8	100	—
ЕС	93,8	—	100	188,1	—	100
ЕС: товарные санкции 2022	38,2	13,0	40,7	63,2	12,9	33,6
<i>в том числе по датам вступления санкций в силу:</i>						
05.12.2014	0,6	0,2	0,6	0	0	0
16.03.2022	5,8	2,0	6,2	0	0	0
28.03.2022	0	0	0	0	0	0
09.04.2022	0,4	0,1	0,4	0	0	0
01.05.2022	17,1	5,8	18,2	0	0	0
27.05.2022	2,2	0,7	2,3	0	0	0
17.06.2022	0	0	0	3,2	0,6	1,7
10.07.2022	11,9	4,1	12,7	11,3	2,3	6,0
22.07.2022	0	0	0	0,3	0,1	0,2
10.08.2022	0	0	0	3,9	0,8	2,1
06.11.2022	0,2	0,1	0,2	0	0	0
05.12.2022	0	0	0	44,5*	9,1	23,7
2023–2024:						
до 10-го пакета	1,3	0,4	1,4	45,1	9,2	24,0
10-й пакет	4,2	1,4	4,5	1,6	0,9	0,3

Примечание. Более темный фон указывает на высокую долю подсанкционных товаров во внешней торговле России; начиная с 11-го пакета санкций ЕС фокус политики сместился с расширения списка подсанкционных товаров на ужесточение механизмов пресечения обхода санкций. * Оценка по нефти с учетом исключений для Болгарии, Венгрии, Чехии и Словакии.

Источник: расчеты авторов по данным ФТС России и EUR-Lex.

Опираясь на список подсанкционных товаров из ЕС на уровне четырех знаков ТН ВЭД³², исследуем перераспределение импорта товаров после санкций на открытых данных крупнейших внешнеторговых партнеров России — ЕС и Китая (в 2019 г. поставки из Китая и ЕС составляли 56% российского импорта товаров, а доля ЕАЭС и США была ниже 10%). Для этого мы собрали данные об экспорте ЕС³³ и Китая в Россию за период 2019–2022 гг.

Различается ли динамика экспорта ЕС и Китая в Россию по санкционным и прочим товарам? Для ответа на этот вопрос весь объем экспорта стран — партнеров России был просуммирован отдельно

³² При составлении списка товары на уровне 4 знаков ТН ВЭД считались санкционными, если более 45% их импорта формировалось санкционными товарами на более детальном уровне 6 знаков ТН ВЭД. Составление итогового списка товаров по 4, а не 6 знакам ТН ВЭД, связано с тем, что в 2022 г. вступила в силу новая редакция ТН ВЭД, в результате данные за 2021 и 2022 гг. по ряду товаров оказались несопоставимыми. Проблема более выражена на детальном уровне анализа (многие товары были раздроблены на несколько позиций), а на уровне 4 знаков ТН ВЭД изменения были незначительными.

³³ https://ec.europa.eu/eurostat/databrowser/view/DS-045409__custom_5831991/default/table?lang=en

Экспорт Китая и ЕС в РФ в 2019–2022 гг. по типам товаров

Страна и тип товара	Объем экспорта в РФ			Прирост экспорта в РФ в 2022 г.			
	2019	2021	2022	к 2019	к 2021	к 2019	к 2021
	млрд долл.			млрд долл.		%	
Китай, все товары	49,1	66,7	74,8	25,7	8,1	52	12
несанкционные	10,7	13,7	15,4	4,6	1,7	43	12
санкционные в ЕС	22,4	33,8	36,5	14,1	2,7	63	8
санкционные вне ЕС	16,0	19,3	23,0	7,0	3,7	44	19
ЕС, все товары	87,0	88,3	54,8	-32,2	-33,5	-37	-38
несанкционные	24,2	25,8	21,7	-2,6	-4,1	-11	-16
санкционные в ЕС	35,5	36,2	17,7	-17,9	-18,5	-50	-51
санкционные вне ЕС	27,2	26,3	15,4	-11,8	-10,9	-43	-41

Источник: оценки авторов по данным Евростата, ГТУ КНР, EUR-Lex, Альта-Софт.

по санкционным (в том числе в ЕС или только вне ЕС³⁴) и прочим товарам (табл. 3).

В результате такого анализа взаимосвязь санкционного статуса товара и динамики поставок в Россию подтверждается. Так, в 2022 г. ЕС более чем на 40% (по отношению к 2019 г.) снизил вывоз в Россию товаров, запрещенных к экспорту в нее как из ЕС, так и из других недружественных стран. По несанкционным товарам сокращение экспорта из ЕС в Россию не превысило 15%. Китай также более активно поставлял в Россию санкционные товары, запрещенные к вывозу из ЕС, однако это верно лишь при оценке по отношению к 2019 г., а по отношению к 2021 г. темпы роста импорта по санкционным товарам несильно отличаются от динамики импорта по прочим товарам. Это связано с активным ростом экспорта таких товаров из Китая в Россию перед началом СВО: в частности, в 2019–2021 гг. поставки из Китая по товарам, на экспорт которых в Россию был впоследствии наложен запрет в странах ЕС, возросли в 1,5 раза, а по остальным товарам — менее чем на 1/4.

По каким крупнейшим по объемам торговли товарам удалось (или не удалось) заместить выпавшие поставки из ЕС импортом из Китая? Для ответа на этот вопрос мы распределили все товары на четыре кластера по соотношению динамики поставок в Россию из ЕС и Китая (табл. 4):

- «Замещение» (спад экспорта в Россию из ЕС, рост из Китая);
- «Спад» (снижение экспорта в Россию из ЕС и Китая);
- «Бум» (рост экспорта в Россию из ЕС и Китая);
- «Парадокс» (рост экспорта в Россию из ЕС, спад из Китая).

Как и следовало ожидать, самым крупным и по объему импорта, и по количеству товаров стал кластер «Замещение». Наиболее значимыми его представителями выступают грузовые и легковые автомобили,

³⁴ Для составления перечня подсанкционных товаров вне ЕС учитывались внешнеторговые санкции, которые были введены США, Великобританией, Канадой, Австралией, Японией и Швейцарией. Прочие страны либо занимают небольшую долю во внешнеторговом обороте России (Исландия, Албания и т. п.), либо не указывают товарные коды, по которым торговля с Россией запрещена, а присоединяются к санкциям скорее формально, опасаясь вторичных мер. Информация о кодах товаров, подпадающих под санкции этих стран, собирается компанией Альта-Софт и находится в открытом доступе: https://www.alta.ru/tnved/forbidden_codes/

Группировка товаров по кластерам

Кластер	Число товаров	Доля импорта, 2019, %	Прирост импорта, 2022/2019, %		
			Китай + ЕС	Китай	ЕС
«Замещение»	670	70,6	-3,7	80,1	-53,2
«Спад»	166	14,3	-49,0	-46,9	-52,0
«Бум»	179	13,9	37,0	139,8	23,4
«Парадокс»	52	1,2	9,6	-33,1	47,4

Источник: оценки авторов по данным Евростата, ГТУ КНР.

строительная техника (бульдозеры, экскаваторы и т. п.), тракторы, кондиционеры, прочая бытовая техника (холодильники, стиральные машины и т. п.), бумага и картон с покрытием, присадки к нефтепродуктам, контейнеры для перевозки грузов. По многим позициям экспорт из Китая в Россию за три года увеличился более чем в три раза (присадки — в 27 раз, тракторы — в 16, контейнеры — в 9 раз). Быстрые темпы роста объясняются тем, что китайская экономика почти в 10 раз превышает российскую по ВВП, то есть производственные ограничения в Китае при увеличении поставок в Россию практически отсутствуют.

В кластер «Спад» попали прежде всего не обремененные санкциями товары легкой промышленности, двигатели (внутреннего сгорания и турбореактивные), запчасти для локомотивов и моторных вагонов трамвая. По этим направлениям Китай не обеспечил замещение, хотя проблема могла заключаться в слабом внутреннем спросе в России на эти виды продукции.

К кластеру «Бум» отнесены в основном лекарственные препараты и фармацевтические субстанции, медицинские приборы, сельскохозяйственная техника, продукция агрохимии, семена и плоды для посева, некоторые виды химической продукции (искусственный корунд, диагностические реагенты). Как правило, эта продукция не подпадает под санкции.

В кластер «Парадокс» (необычное сочетание сокращения поставок из Китая и роста экспорта из ЕС в Россию) вошли некоторые виды продукции пищевой промышленности (фрукты и овощи, табачные изделия, оливковое масло), сборные строительные конструкции, железнодорожные вагоны, эфирные масла.

Заключение

В статье рассмотрены проблемы разделения политического отношения стран к России после начала СВО и введения широкомасштабных санкций. Проведена кластеризация стран на основе их включения в перечень, утвержденный Распоряжением Правительства РФ от 05.03.2022 г. №430-р (в ред. от 29.10.2022 г.), а также результатов голосования в ООН по резолюциям, касающимся конфликта России и Украины (A/RES/ES-11/1–6). Помимо «недружественных» стран, выделено три группы дружественных («осторожные», «колеблющиеся»

и «сочувствующие»). На основе логистических регрессий выявлены факторы, объясняющие попадание стран в каждый кластер.

В работе также оценена переориентация импорта России из ЕС на Китай (по зеркальным данным). Показано, что динамика экспорта ЕС и Китая в Россию по санкционным и прочим товарам различается: более активное снижение экспорта ЕС и увеличение экспорта Китая в Россию отмечались по санкционным товарам. Перечислены наиболее значимые товарные позиции, по которым России удалось/не удалось заместить поставки из ЕС импортом из Китая.

Проведенное исследование может быть полезно для оценки перспектив и ограничений переориентации импорта России с «недружественных» стран на различные группы дружественных. В частности, показано, что экономический потенциал перераспределения торговли связан прежде всего с кластером «сочувствующих» стран, но в среднесрочном периоде большую роль будет играть реэкспорт продукции из «недружественных» стран через другие страны в Россию. В дальнейшем целесообразно сопоставить относительный масштаб импорта из разных кластеров для важнейших товаров, что позволит оценить значимость механизмов реэкспорта и наращивания поставок непосредственно из дружественных стран для разных товаров.

Полученные результаты полезны для сценарного прогнозирования динамики российского импорта в условиях ужесточения санкционного режима. Результаты кластеризации на основе политического отношения стран к России отражают информацию о политических рисках дальнейших взаимоотношений РФ с различными государствами, что можно использовать в рамках сценарного подхода для оценки влияния таких рисков на темпы роста российского импорта.

Список литературы / References

- Bailey M., Strezhnev A., Voeten E. (2017). Estimating dynamic state preferences from United Nations voting data. *Journal of Conflict Resolution*, Vol. 2, No. 61, pp. 430–456. <https://doi.org/10.1177/0022002715595700>
- Binder M., Lockwood Payton A. (2022). With frenemies like these: Rising power voting behavior in the UN General Assembly. *British Journal of Political Science*, Vol. 52, No. 1, pp. 381–398. <https://doi.org/10.1017/S0007123420000538>
- Bo H. (2022). Implications of the Ukraine war for China: Can China survive secondary sanctions? *Journal of Chinese Economic and Business Studies*, Vol. 21, No. 2, pp. 311–322. <https://doi.org/10.1080/14765284.2022.2136933>
- Chupilkin M., Javorcik B., Plekhanov A. (2023). The Eurasian roundabout: Trade flows into Russia through the Caucasus and Central Asia. *EBRD Working Paper*, No. 276. <https://doi.org/10.2139/ssrn.4368618>
- Crozet M., Hinz J. (2020). Friendly fire: The trade impact of the Russia sanctions and counter-sanctions. *Economic Policy*, Vol. 35, No. 101, pp. 97–146. <https://doi.org/10.1093/epolic/eiaa006>
- Felbermayr G., Kirilakha A., Syropoulos C., Yalcin E., Yotov Y. (2020). The global sanctions data base. *European Economic Review*, Vol. 129, article 103561. <https://doi.org/10.1016/j.eurocorev.2020.103561>
- Gullstrand J. (2020). What goes around comes around: The effects of sanctions on Swedish firms in the wake of the Ukraine crisis. *World Economy*, Vol. 43, No. 9, pp. 2315–2342. <https://doi.org/10.1111/twec.13000>

- Hausmann R., Schetter U., Yildirim M. (2022). On the design of effective sanctions: The case of bans on exports to Russia. *CID Working Paper Series*, No. 417.
- Javorcik B., Kitzmüller L., Schweiger H., Yildirim M. (2022). Economic costs of friendshoring. *EBRD Working Paper*, No. 274.
- Latipov O., Lau C., Mahlstein K., Schropp S. (2022). The economic effects of potential EU tariff sanctions on Russia – A sectoral approach. *Intereconomics*, Vol. 57, No. 5, pp. 294–305. <https://doi.org/10.1007/s10272-022-1074-1>
- Lu F., Huang L., Li S. (2022). *Sanctions and social capital: Evidence from the Russian invasion of Ukraine*. Available at SSRN: <https://doi.org/10.2139/ssrn.4108129>
- MacQueen J. (1967). Some methods for classification and analysis of multivariate observations. In: L. M. Le Cam, J. Neyman (eds.). *Proceedings of the fifth Berkeley symposium on mathematical statistics and probability*, Vol. 1. California: University of California Press, pp. 281–297.
- Mahlstein K., McDaniel C., Schropp S., Tsigas M. (2022). Estimating the economic effects of sanctions on Russia: An allied trade embargo. *World Economy*, Vol. 45, No. 11, pp. 3344–3383. <https://doi.org/10.1111/twec.13311>
- Mardones C. (2023). Economic effects of isolating Russia from international trade due to its 'special military operation' in Ukraine. *European Planning Studies*, Vol. 31, No. 4, pp. 663–678. <https://doi.org/10.1080/09654313.2022.2079074>
- Rhee K., Crabtree C., Horiuchi Y. (2023). Perceived motives of public diplomacy influence foreign public opinion. *Political Behavior*. <https://doi.org/10.1007/s11109-022-09849-4>
- Timofeev I. (2022). Sanctions on Russia: A new chapter. *Russia in Global Affairs*, Vol. 20, No. 4, pp. 103–119. <https://doi.org/10.31278/1810-6374-2022-20-4-103-119>
- Weber P., Schneider G. (2020). How many hands to make sanctions work? Comparing EU and US sanctioning efforts. *European Economic Review*, Vol. 130, No. C, article 103595. <https://doi.org/10.1016/j.euroecorev.2020.103595>

Приложение

Перечень стран в разбивке по кластерам

1. «Недружественные» страны

Албания (AL); Андорра (AD); Австралия (AU); Австрия (AT); Бельгия (BE); Болгария (BG); Канада (CA); Швейцария (CH); Кипр (CY); Чехия (CZ); Германия (DE); Дания (DK); Испания (ES); Эстония (EE); Финляндия (FI); Франция (FR); Микронезия (FM); Великобритания (GB); Греция (GR); Хорватия (HR); Венгрия (HU); Ирландия (IE); Исландия (IS); Италия (IT); Япония (JP); Республика Корея (KR); Лихтенштейн (LI); Литва (LT); Люксембург (LU); Латвия (LV); Монако (MC); Мексика (MX); Македония (MK); Мальта (MT); Черногория (ME); Нидерланды (NL); Норвегия (NO); Новая Зеландия (NZ); Польша (PL); Португалия (PT); Румыния (RO); Сингапур (SG); Сан-Марино (SM); Словакия (SK); Словения (SI); Швеция (SE); Украина (UA); США (US).

2. Дружественные «осторожные» страны

Афганистан (AF); Аргентина (AR); Антигуа и Барбуда (AG); Бенин (BJ); Багамы (BS); Босния и Герцеговина (BA); Чили (CL); Кот д'Ивуар (CI); Конго ДР (CD); Колумбия (CO); Коморы (KM); Кабо-Верде (CV); Коста-Рика (CR); Джибути (DJ); Доминиканская Респ. (DO); Эквадор (EC); Фиджи (FJ); Грузия (GE); Гана (GH); Гренада (GD); Гватемала (GT); Гондурас (HN); Гаити (HT); Израиль (IL); Ямайка (JM); Кения (KE); Кирибати (KI); Кувейт (KW); Либерия (LR); Ливия (LY); Сент-Люсия (LC); Молдова (MD); Мальдивы (MV); Маршалловы о-ва (MH); Мьянма (MM); Маврикий (MU); Малави (MW); Нигер (NE); Науру (NR); Панама (PA); Перу (PE); Филиппины (PH); Палау (PW); Папуа Новая Гвинея (PG); Парагвай (PY); Катар (QA); Соломоновы о-ва (SB); Сьерра-Леоне (SL); Сомали (SO); Сербия (RS); Сейшелы (SC); Чад (TD); Тимор-Лесте (TL); Тонга (TO); Турция (TR); Тувалу (TV); Уругвай (UY); Вануату (VU); Самоа (WS); Замбия (ZM).

3. Дружественные «колеблющиеся» страны

ОАЭ (AE); Бангладеш (BD); Бахрейн (BH); Белиз (BZ); Бразилия (BR); Барбадос (BB); Бруней (BN); Бутан (BT); Ботсвана (BW); Доминика (DM); Египет (EG); Габон (GA); Гамбия (GM); Гайана (GY); Индонезия (ID); Ирак (IQ); Иордания (JO); Камбоджа (KH); Сент-Китс и Невис (KN); Ливан (LB); Лесото (LS); Марокко (MA); Мадагаскар (MG); Мавритания (MR); Малайзия (MY); Нигерия (NG); Непал (NP); Оман (OM); Руанда (RW); Саудовская Аравия (SA); Сенегал (SN); Южный Судан (SS); Сан-Томе и Принсипи (ST); Суринам (SR); Таиланд (TH); Тринидад и Тобаго (TT); Тунис (TN); Сент-Винсент и Гренадины (VC); Йемен (YE).

4. Дружественные «сочувствующие» страны

Ангола (AO); Армения (AM); Азербайджан (AZ); Бурунди (BI); Буркина-Фасо (BF); Белоруссия (BY); Боливия (BO); ЦАР (CF); Китай (CN); Камерун (CM); Конго (CG); Куба (CU); Алжир (DZ); Эритрея (ER); Эфиопия (ET); Гвинея (GN); Гвинея-Бисау (GW); Экв. Гвинея (GQ); Индия (IN); Иран (IR); Казахстан (KZ); Киргизия (KG); Лаос (LA); Шри-Ланка (LK); Мали (ML); Монголия (MN); Мозамбик (MZ); Намибия (NA); Никарагуа (NI); Пакистан (PK); КНДР (KP); Судан (SD); Сальвадор (SV); Свазиленд (SZ); Сирия (SY); Того (TG); Таджикистан (TJ); Туркмения (TM); Танзания (TZ); Уганда (UG); Узбекистан (UZ); Венесуэла (VE); Вьетнам (VN); ЮАР (ZA); Зимбабве (ZW).

“Having leapt never look back”: Who stays with Russia and how are imports redistributed?

Andrey A. Gnidchenko^{1,2,3,*}, Olga M. Mikheeva^{1,2,3},
Vladimir A. Salnikov^{1,2,3}

Authors affiliations: ¹ Center for Macroeconomic Analysis and Short-Term Forecasting (Moscow, Russia); ² Institute for Economic Forecasting, Russian Academy of Sciences (Moscow, Russia); ³ HSE University (Moscow, Russia).

* Corresponding author, email: agnidchenko@forecast.ru

We examine the division of countries according to their political attitude towards Russia after the launch of a special military operation in Ukraine and the introduction of large-scale sanctions, and illustrate the importance of sanctions and political attitude to Russia for countries' exports there with the available statistical data. The countries are clustered by their participation in sanctions pressure on Russia and voting on six UN resolutions condemning Russia's actions. Except for hostile countries, we distinguish three groups of friendly countries – “cautious” (voting for UN resolutions), “wavering” (non-systematic voting), and “sympathetic” (voting against resolutions or ignoring them). According to mirror data on foreign trade with Russia, most countries which increased their exports to Russia in 2022 belong to the “sympathizers” group. Relying on the evidence from the EU and China, we demonstrate that imports of sanctioned goods are redistributed more actively than other imports. We list major products which imports were redistributed successfully or unsuccessfully.

Keywords: sanctions, friendly countries, clusterization, import redistribution, EU, China.

JEL: C38, F14, F51, F53, K33.

Технологическая близость экономик как фактор привлечения прямых иностранных инвестиций в развивающиеся страны*

В. А. Панкова^{1,2,3}, Д. И. Пехальский^{1,2,3,4}

¹ *Центр макроэкономического анализа
и краткосрочного прогнозирования (Москва, Россия)*

² *Институт народнохозяйственного прогнозирования РАН (Москва, Россия)*

³ *Национальный исследовательский университет
«Высшая школа экономики» (Москва, Россия)*

⁴ *Московский государственный университет
имени М. В. Ломоносова (Москва, Россия)*

За последние десятилетия входящие потоки прямых иностранных инвестиций (ПИИ) в развивающиеся страны существенно возросли. Однако доля накопленных входящих ПИИ для этих стран в общемировом объеме остается практически неизменной. Это может свидетельствовать о краткосрочном характере инвестиций, связанном с отсутствием мотивов у инвесторов осуществлять долгосрочные вложения в эти страны. В работе выявлены наиболее важные факторы, способствующие устойчивому притоку ПИИ в развивающиеся страны, на основе статистики о двусторонних потоках ПИИ за период 2009–2021 гг. Для этого построена гравитационная модель потоков ПИИ. В отличие от предшествующих исследований, особый акцент сделан на факторе технологической близости стран. Согласно проведенным расчетам, технологическая близость страны-реципиента и страны-инвестора значимо влияет на приток ПИИ в развивающиеся страны, и это влияние неоднородно. Близость технологической структуры экспорта стран способствует увеличению притока ПИИ в страны-реципиенты. При этом близкие по уровню технологического развития страны осуществляют меньший объем взаимных ПИИ, а заметное превышение уровня

Панкова Вера Александровна (vpankova@forecast.ru), вед. эксперт ЦМАКП, н. с. ИНИП РАН, н. с. НИУ ВШЭ; *Пехальский Денис Игоревич* (dpekhalsky@forecast.ru), эксперт ЦМАКП, м. н. с. ИНИП РАН, н. с. НИУ ВШЭ, аспирант МГУ.

* Авторы признательны сотрудникам ЦМАКП: О. Г. Солнцеву — за обсуждение методологии и промежуточных результатов работы, А. А. Гнидченко — за расчет индексов технологической близости структуры экспорта и различий технологического уровня экспорта по странам, Т. Р. Магжанову — за помощь в сборе данных и в модельных расчетах.

технологического развития страны-инвестора над аналогичным показателем страны-реципиента приводит к дополнительному притоку ПИИ в силу ресурсного мотива. На основе проведенных расчетов определен перечень стран, наиболее привлекательных для России с точки зрения наращивания объема взаимных ПИИ.

Ключевые слова: прямые иностранные инвестиции, детерминанты прямых иностранных инвестиций, развивающиеся страны, технологическая близость, гравитационные модели.

JEL: F21, O33.

Введение

Значительное увеличение притока входящих прямых иностранных инвестиций (ПИИ) в развивающиеся страны в последние десятилетия свидетельствует о росте их привлекательности с точки зрения иностранных инвесторов. Однако в общемировом объеме доля накопленных в них ПИИ за период 1980–2021 гг. почти не изменилась. Можно сделать вывод, что ПИИ в развивающиеся страны обладают более краткосрочным характером по сравнению с инвестициями в развитые страны.

Более того, структура входящих потоков ПИИ внутри группы развивающихся стран сохраняется неизменной: в течение четырех десятилетий в ней преобладает группа наиболее успешных экономик. Вероятно, дело в том, что инвестиции на рынках развивающихся стран ассоциируются с меньшей надежностью из-за недостаточной макроэкономической стабильности, неразвитости институтов и технологий в этих странах.

В связи с этим на основе анализа двусторонних потоков ПИИ мы попытались выявить ключевые факторы реализации потенциала привлечения ПИИ развивающимися экономиками. При этом, помимо анализа стандартного набора факторов, мы делаем акцент на влиянии различий в технологическом развитии страны-реципиента и страны-инвестора на вероятность и масштаб притока ПИИ. Это позволяет закрыть одну из лакун в эмпирической литературе. Данная статья особенно актуальна в условиях беспрецедентного санкционного давления на российскую экономику, что привело к утрате привлекательности нашей страны для ПИИ (особенно из развитых стран). В 2022 г. впервые в истории России входящий поток ПИИ оказался отрицательным, то есть нерезиденты вывели больше средств, чем инвестировали. По оценкам Банка России, отток прямых инвестиций за 2022 г. составил около 40 млрд долл., а за первые два квартала 2023 г. — еще 9 млрд¹. Чтобы переломить эту тенденцию, необходимо выстраивать новые связи прямого инвестирования, в том числе с развивающимися странами, с которыми раньше их не было. Кроме того, отметим вопрос использования экспортной выручки в мягких валютах, накапливающейся в результате положительного сальдо внешней торговли с дружественными странами (в частности, ситуация с Индией). Важно понять перспективы инвестиционного взаимодействия России с ними.

¹ Оценка платежного баланса РФ доступна на сайте Банка России: http://cbr.ru/statistics/macro_itm/svs/

Факторы динамики входящих прямых иностранных инвестиций: обзор литературы

Анализ эмпирической литературы позволил выявить ряд ключевых групп факторов, которые оказывают существенное влияние на динамику ПИИ на межстрановом уровне. Среди них были выделены следующие: макроэкономическая стабильность; открытость/интенсивность торговли; обеспеченность факторами производства; развитость инфраструктуры, институтов, технологий; гравитационные факторы, определяющие как географическое расстояние, так и условное расстояние по различным экономическим и институциональным характеристикам между странами.

Группа факторов макроэкономической стабильности широко используется в работах, анализирующих динамику ПИИ. Такие факторы, как темп роста ВВП (Hansen, Rand, 2006; Mottaleb, Kalirajan, 2010), инфляция (Kumari, Sharma, 2017; Sabir et al., 2019; Younsi, Bechtini, 2019; Agudze, Ibhagui, 2021), безработица (Pearson et al., 2012; Strat et al., 2015), валютный курс и его волатильность (Froot, Stein, 1991; Bénassy-Quéré et al., 2001; Kiyota, Urata, 2004; Mishra, Jena, 2019; Mistura, Roulet, 2019), процентные ставки, а также уровень доходов и налогов (Devereux, Griffith, 1998; Bénassy-Quéré et al., 2005), выступают базовыми при моделировании как двусторонних потоков ПИИ между странами, так и в целом входящих и исходящих ПИИ для определенной страны или группы стран. Так, было выявлено, что экономический рост, ценовая стабильность, стабильность валютного курса и низкое налоговое бремя способствуют притоку ПИИ.

На объемы ПИИ между странами влияет открытость торговли. Как правило, такая открытость измеряется как сумма экспорта и импорта определенной страны относительно объема ее ВВП. В эмпирической литературе демонстрируется, что большая открытость торговли связана с большими объемами привлекаемых ПИИ (Kok, Acikgoz Ersoy, 2009; Mottaleb, Kalirajan, 2010; Sánchez-Martín et al., 2014; Гурова, 2019; Younsi, Bechtini, 2019). Кроме того, значимую роль в стимулировании входящих потоков ПИИ играют преференциальные торговые соглашения (ПТС), причем важна не столько их глубина, сколько факт подписания (Koh, Rojas-Romagosa, 2020).

Обеспеченность страны — реципиента инвестиций факторами производства также служит одним из ключевых условий при принятии решения об инвестировании. Эта группа факторов соответствует мотиву инвестиций «в поисках ресурсов» (resource-seeking), который в своих работах выделяет Дж. Даннинг (Dunning, 1993, 1998; Dunning, Lundan, 2008). Инвесторы чувствительны к издержкам, они стремятся выбрать среди альтернатив характеризующуюся наиболее низкими расходами, в частности на оплату труда при том же уровне производительности (Bevan, Estrin, 2004; Alam, Ali Shah, 2013; Economou et al., 2016; Bobenič Hintošová et al., 2018). Кроме того, страны-инвесторы предпочитают осуществлять инвестиции в экономики с более высоким качеством человеческого капитала даже при том, что более квалифицированные кадры требуют более высокой оплаты труда (Bobenič Hintošová et al., 2018; Mistura, Roulet, 2019).

Доступность природных ресурсов не влияет существенно на приток ПИИ в развивающиеся страны (Jadhav, 2012 — БРИКС; Asongu et al., 2018 — БРИКС, Мексика, Индонезия, Нигерия и Турция). Возможно, эти страны привлекают инвесторов в первую очередь из-за мотива расширения рынков сбыта (market-seeking). Похожий результат о незначимости фактора наличия природных ресурсов был получен на смешанной выборке из развитых и развивающихся стран (Mistura, Roulet 2019).

Развитость инфраструктуры играет важную роль для притока иностранных инвестиций. В развитых странах, как правило, ее уровень весьма высокий. В то же время между развивающимися странами заметна дифференциация по этому показателю.

При решении инвесторов о вложениях в экономику важно не только наличие дешевых факторов производства, но и удобство логистики для перемещения производственных ресурсов и сбыта товаров. Среди детерминант, отражающих степень развитости инфраструктуры, выделяют следующие: транспортная доступность — плотность и протяженность автомобильных и железных дорог; протяженность телефонных сетей, обеспеченность населения мобильными телефонами и интернетом; объем потребления электроэнергии (Alam, Ali Shah, 2013; Asongu et al., 2018; Kumari, Sharma 2017; Mishra, Jena, 2019; Younsi, Bechtini, 2019).

При моделировании взаимных потоков ПИИ часто используют модели гравитационного типа, методология которых схожа с изначально предложенной для анализа международной торговли (Tinbergen, 1962). По аналогии с ньютоновским законом всемирного тяготения полагается, что на взаимодействие между страной-инвестором и страной-реципиентом влияют факторы «массы» этих стран, а также расстояния между ними. (В более широком смысле под ним понимают любые издержки, возникающие вследствие географической удаленности и институциональной или культурной непохожести стран.)

В качестве прокси на «массу» стран в моделях гравитационного типа чаще всего используют ту или иную вариацию ВВП страны-инвестора и страны-реципиента или соотношение их ВВП (Bellos, Subasat, 2012; Mishra, Jena, 2019; Mistura, Roulet, 2019; Younsi, Bechtini, 2019). Реже используют численность населения (Gopinath, Echeverria, 2004; Kahouli, Maktouf, 2015). Основной вывод: размер как страны-инвестора, так и страны — реципиента ПИИ благоприятно влияет на объем двусторонних инвестиций.

Для определения расстояния (степени отдаленности стран друг от друга) используют широкий перечень переменных. Они варьируют от стандартных, таких как географическое расстояние между странами или их столицами, наличие общей границы и общего официального языка, принадлежность к какому-либо интеграционному объединению (Petri, 2012; Shahriar et al., 2020; Younsi, Bechtini, 2019), до специфических, например, наличия общего колониального прошлого (Dorakh, 2020; Mistura, Roulet, 2019). В целом чем меньше похожи страны и чем дальше географически они расположены друг от друга, тем меньше будут взаимные потоки прямых инвестиций.

Одной из групп факторов, определяющих приток ПИИ и при этом вызывающих дискуссии о знаках их влияния, выступают отражающие уровень институционального развития (Baniak et al., 2003; Bénassy-Quéré et al., 2007; Amal et al., 2010; Economou et al., 2016; Tocar, 2018; Younsi, Bechtini, 2019). Основной вывод о роли институтов при принятии решения об инвестировании состоит в том, что неэффективность и непрозрачность правовой системы, слабая защита прав собственности и гражданских прав служат негативными сигналами для инвесторов. Соответственно страны с подобными характеристиками имеют меньше шансов привлечь ПИИ.

Однако эти выводы в большей степени справедливы для развитых стран, а для развивающихся результаты анализа влияния институциональных факторов на потоки входящих ПИИ оказываются противоречивыми и не всегда соответствуют распространенному представлению о роли институтов при принятии решения об инвестировании. Один из наиболее противоречивых выводов касается влияния коррупции на приток ПИИ в такие экономики. В ряде работ было выявлено, что как уровень коррупции, так и неопределенность, связанная с ее наличием или отсутствием в развивающейся стране — реципиенте инвестиций, демотируют инвесторов из развитых стран (Godinez, Liu, 2015; Younsi, Bechtini, 2019; Mishra, Jena, 2019). Однако, как ни парадоксально, более сильные различия в уровне коррупции между страной-инвестором и страной-реципиентом могут, напротив, даже стимулировать поток ПИИ. Одно из объяснений в том, что более высокий уровень коррупции позволяет частично компенсировать слабость государственного управления (Bellos, Subasat, 2012). В другой работе было выявлено, что более низкий уровень подотчетности власти положительно коррелирует с объемом притока ПИИ. Вероятное объяснение в том, что страны, характеризующиеся низкой подотчетностью власти, привлекают инвесторов из похожих стран (Jadhav, 2012).

Для развивающихся рынков факторы институционального развития не всегда статистически значимы и обладают адекватными с точки зрения экономической логики знаками, что может быть связано с их второстепенностью по сравнению с макроэкономической стабильностью (Jadhav, 2012; Asongu et al., 2018). Это подтверждается в работе: Walsh, Yu, 2010, в которой продемонстрировано, что ПИИ, направленные в первичный (добывающая промышленность) и вторичный (обрабатывающая промышленность) секторы экономики, не имеют тесной связи с качеством институтов, а для направляемых в третичный сектор (услуги) данный фактор очень важен. При этом инвестиции в развивающиеся страны в большей степени направляются в первичный и вторичный секторы.

Влияние фактора развитости технологий на приток ПИИ мало освещается в эмпирических исследованиях. В работе: Petri, 2012, предпринята попытка выявить отличия азиатской модели осуществления ПИИ от присущих другим странам, с акцентом на технологический фактор. Для входящих в выборку стран автор разрабатывает сводные индексы технологических и научных достижений и технологической и научной политики. Первый показывает общее развитие науки и технологий, а второй служит прокси-переменной научно-технополи-

ческой политики. Автор приходит к выводу, что азиатская модель отличается от имеющихся в других странах: внутриазиатские ПИИ, как правило, исходят из стран с более высоким уровнем технологического развития в страны, где технологии развиты хуже.

Важным фактором привлечения ПИИ является политика страны-реципиента в области науки и технологий, в частности защиты прав интеллектуальной собственности. Похожие выводы получены и на примере Турции: показано, что величина разрыва в уровне индустриального развития между ней и развитыми странами связана с притоком ПИИ из стран ОЭСР (Jimenez et al., 2020).

Таксономия мотивов ПИИ, обусловленных различиями в технологическом развитии и уровне оплаты труда, разрабатывается в: Driffield, Love, 2007. Авторы выделяют четыре возможных мотива для осуществления таких инвестиций в зависимости от соотношения уровня технологического развития в стране-инвесторе (RDI_{source}) и стране — реципиенте инвестиций (RDI_{host}), а также от удельной оплаты труда в этих странах (ULC_{source} и ULC_{host} соответственно; табл. 1). На примере входящих ПИИ в Великобританию авторы показывают, что увеличение производительности британской экономики связано с инвестициями из стран с более высоким уровнем технологического развития и с более высокой удельной заработной платой.

Т а б л и ц а 1

Мотивы осуществления ПИИ в зависимости от уровня технологического развития и удельной оплаты труда в странах-инвесторах и странах-реципиентах

	$ULC_{host} < ULC_{source}$	$ULC_{host} > ULC_{source}$
$RDI_{host} > RDI_{source}$	Поиск технологий, использование преимуществ расположения	Поиск технологий
$RDI_{host} < RDI_{source}$	Использование преимуществ собственности, стремление к увеличению эффективности	Использование преимуществ собственности

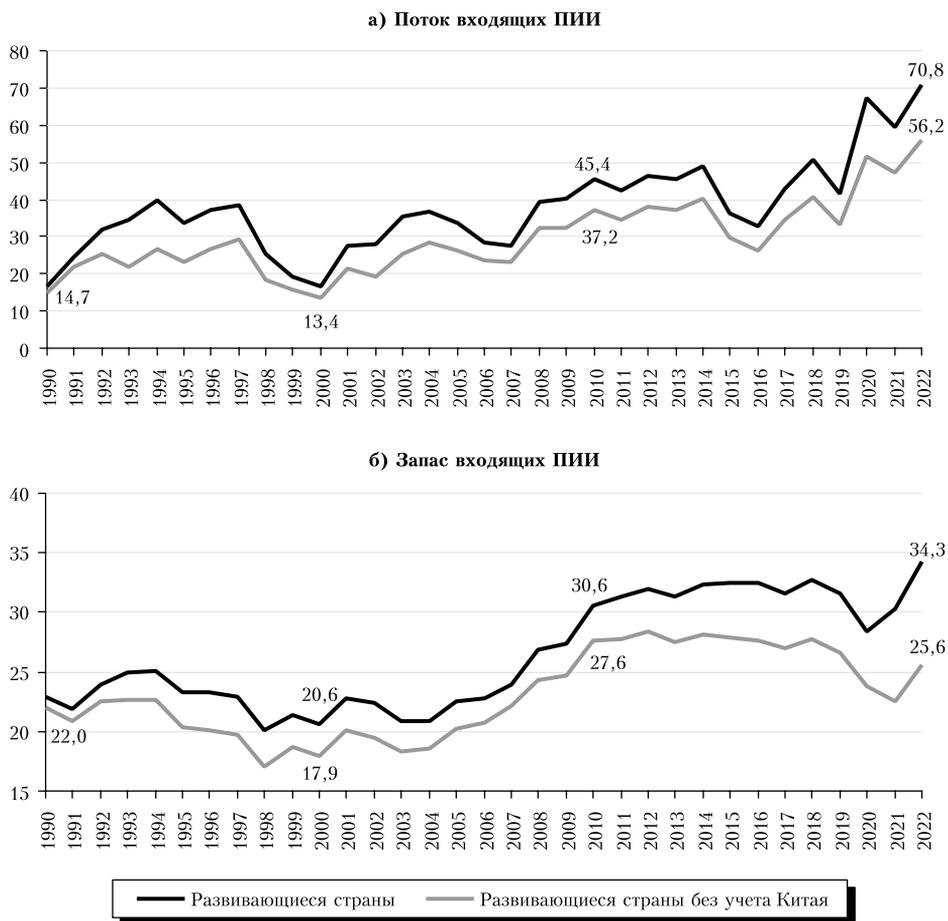
Источник: Driffield, Love, 2007.

Мы опираемся на перечень факторов, используемых в эмпирической литературе (см. выше). Новизна нашего исследования заключается в более детальном изучении влияния фактора близости стран с точки зрения их технологического развития на вероятность и величину притока ПИИ, а также в оценке значимости данного фактора для развивающихся стран.

ПИИ в развивающиеся страны: анализ динамики за 1990—2022 гг.

За последние 30 лет заметно выросла интенсивность потока входящих ПИИ в развивающиеся страны (рис. 1а). Если в 1990 г. доля ПИИ в эти страны составляла около 15% их общей величины, то в 2022 г. она превысила половину (56%). Отметим, что существенный объем входящих ПИИ направляется в Китай (около 10% общемировых значений

Доля входящих ПИИ (поток и запас), направленных в развивающиеся страны, в мировом объеме ПИИ (в %)



Источник: расчеты авторов по данным UNCTAD.

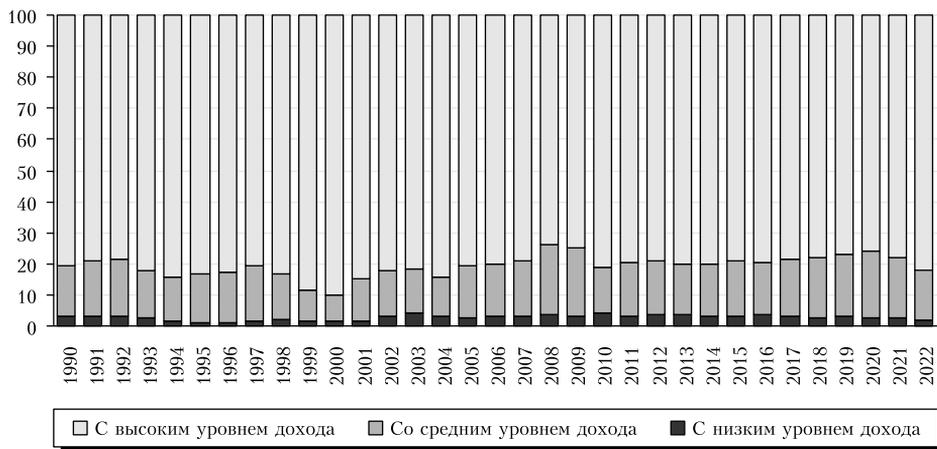
Рис. 1

в среднем за последнее десятилетие), но даже без их учета общий тренд роста доли инвестиций в развивающиеся страны сохраняется.

Однако, несмотря на наблюдавшийся в последние десятилетия растущий приток ПИИ в развивающиеся страны, доля накопленных ПИИ в них в общемировом объеме выросла незначительно. В 1990 г. без учета ПИИ в Китай она составляла 22%, а в 2022 г. — 25,6% (рис. 16). Это может свидетельствовать о том, что инвестиции в развивающиеся страны обладают более краткосрочным характером по сравнению с инвестициями в развитые. Заметим, что сильный приток ПИИ в развивающиеся страны наблюдался в периоды после глобальных кризисов, когда потоки капитала частично перераспределялись из развитых стран в поисках более высокой доходности и «временного убежища» от рисков, возникших на их рынках.

При этом структура входящих ПИИ внутри группы развивающихся стран за период с 1990 по 2022 г. практически не изменилась

**Приток ПИИ в развивающиеся страны
по доходным группам (в %)**



Источник: расчеты авторов по данным UNCTAD.

Рис. 2

(рис. 2). Так, их доля для группы развивающихся стран с низким уровнем дохода увеличилась с 2% в среднем за 1990–1999 гг. до 3% в среднем за 2010–2022 гг.; для группы развивающихся стран со средним уровнем дохода — в среднем с 16 до 18%. Соответственно доля входящих ПИИ для группы развивающихся стран с высоким уровнем дохода несколько сократилась: с 82% в среднем за 1990–1999 гг. до 79% в среднем за 2000–2022 гг. Следовательно, в течение 30 лет по-прежнему преобладает приток ПИИ в группу наиболее успешных развивающихся стран. Тенденции к его перераспределению в пользу развивающихся стран со средним и низким уровнями дохода не наблюдается.

На основе проведенного анализа можно сделать вывод, что развивающиеся страны обладают значительным потенциалом для привлечения ПИИ. Его можно реализовать при условии укрепления их макроэкономической стабильности, улучшения инфраструктуры, институтов, а также повышения уровня технологического развития, что будет гарантировать большую стабильность и перспективность вложений для иностранных инвесторов. Это позволит увеличить горизонт инвестирования и обеспечит возможности для дальнейшего роста экономик этих стран.

Данные

Для выявления наиболее значимых факторов динамики входящих ПИИ были отобраны 87 наиболее крупных² стран — реципиентов инвестиций. В их число входят 34 развитые и 53 развивающиеся страны³. В число стран-инвесторов включены 246 стран. Проводимые расчеты были ограничены периодом 2009–2021 гг., что

² ВВП которых превышает 50 млрд долл. по состоянию на 2019 г.

³ Типы экономик по уровню развития соответствуют классификации ООН.

связано с доступностью данных о ПИИ на двусторонней основе между странами. В качестве источников данных использованы:

- база данных CDIS (Coordinated Direct Investment Survey) Международного валютного фонда (МВФ) – входящие накопленные ПИИ на двусторонней основе;
- UNCTAD – входящие ПИИ (запасы и потоки);
- база данных Всемирного банка – объем ВВП в текущих ценах, капитализация фондового рынка (относительно ВВП), индекс человеческого капитала, размер ВВП в расчете на одного занятого, объем экспорта товаров и услуг;
- SERII Gravity – гравитационные показатели (более детальную информацию см. в Приложении А);
- SERII BACI – отраслевая структура товарного экспорта на двусторонней основе между странами;
- Fernández et al. (2016) – индекс ограничений на движение капитала по широкому кругу активов;
- Heritage Foundation – индекс экономической свободы и его субиндексы.

Отдельно рассчитывались метрики различий в технологическом развитии стран. В: Driffield, Love, 2007, они оценивались с помощью разности долей затрат на исследования и разработки в общем объеме добавленной стоимости по секторам экономики для страны – реципиента ПИИ (Великобритании) и стран-инвесторов. Такой подход применим для анализа горизонтальных ПИИ на секторальном уровне, но не для их дифференциации на уровне стран. Кроме того, использование показателя затрат на исследования и разработки вызывает вопросы, поскольку он не учитывает их результативность. В связи с этим мы рассчитали альтернативные метрики различий в технологическом развитии на уровне стран. Они основаны на данных об экспорте, поскольку именно экспортные товары, как правило, наиболее конкурентоспособны из производимых в стране. Поэтому их использование, с нашей точки зрения, позволяет оценить уровень национального технологического развития наиболее полно. Рассчитываемые нами показатели описывают близость технологической структуры экспорта (*techprox*), а также различия в общем уровне его технологичности (*techlevel_diff*) между странами сформированной выборки.

1. Индекс технологической близости структуры экспорта между двумя странами рассчитывается как сумма минимумов долей секторов на уровне трех знаков ОКВЭД в этих странах (по данным о международной торговле SERII BACI):

$$techprox_{i,j} = \sum_s \min\left(\frac{X_{s,i}}{\sum_x X_{s,i}}, \frac{X_{s,j}}{\sum_x X_{s,j}}\right), \quad (1)$$

где $X_{s,i}$ ($X_{s,j}$) – объем экспорта продукции сектора s страной i (j). Это аналог индекса: Finger, Kreinin, 1979, рассчитанный на уровне секторов, а не товаров.

2. Для оценки индекса различий технологического уровня экспорта страны – реципиента ПИИ и страны-инвестора используется двухэтапная процедура. На первом этапе отдельно для двух стран-партнеров рассчитывается индекс технологического уровня экспорта (по данным о международной торговле SERII BACI):

$$techlevel_i = \sum_s \frac{TG_s \times X_{s,i}}{\sum_x X_{s,i}}, \quad techlevel_j = \sum_s \frac{TG_s \times X_{s,j}}{\sum_x X_{s,j}}, \quad (2)$$

где TG_s – балл технологической группы, к которой принадлежит сектор s , согласно определению ОЭСР (Galindo-Rueda, Verger, 2016)⁴. На втором этапе определяется разность между индексами технологического уровня двух стран, полученными на предыдущем этапе:

$$techlevel_diff_{i,j} = techlevel_i - techlevel_j. \quad (3)$$

⁴ Технологическим группам присваивались баллы: высокотехнологичные – 5, средневысокотехнологичные – 4, среднетехнологичные – 3, средненизкотехнологичные – 2, низкотехнологичные – 1.

Методология исследования

Прежде чем переходить непосредственно к оценке моделей вероятности и масштаба притока ПИИ, необходимо рассчитать зависимую переменную. Для этого мы подготовили статистику потоков двусторонних ПИИ (переход от данных об объемах запасов двусторонних ПИИ к данным об их потоках).

Для получения зависимой переменной, отражающей двусторонние потоки ПИИ между странами, использовалась база данных CDIS. Для целей моделирования переменные запаса были преобразованы в переменные потока: для каждой страны эта процедура реализовывалась путем вычитания из объема совокупных входящих накопленных инвестиций в году n объема соответствующих инвестиций в году $n - 1$ и очистки от изменения стоимости активов (переоценки). Для получения величины потоков двусторонних ПИИ, очищенных от переоценки, была построена вспомогательная модель на основе данных UNCTAD по их совокупным потокам. Величина переоценки при этом была рассчитана как разность между приростом запаса совокупных входящих ПИИ из базы данных CDIS и потоком совокупных входящих ПИИ из базы данных UNCTAD за соответствующий год. В модели переоценки были учтены макроэкономическая динамика, динамика фондового рынка, а также изменение курсов валют (подробнее о спецификации модели см. Приложение Б). После получения величины переоценки для каждой страны — реципиента инвестиций эта переоценка была элиминирована из прироста двусторонних входящих ПИИ. Таким образом, была получена величина потока по двусторонним входящим ПИИ с учетом коррекции на переоценку.

Для оценки значимости влияния факторов, отобранных на основе анализа эмпирической литературы, на вероятность привлечения и величину ПИИ мы использовали гравитационную модель и подход, предложенный Дж. Хекманом (Heckman, 1976). Использование этого подхода в данном случае обоснованно, поскольку мы имеем дело с цензурированной регрессией в связи с большим количеством нулевых (ненаблюдаемых) значений для зависимой переменной — притока ПИИ (относительно ВВП) из страны-инвестора в страну-реципиента. Подход Хекмана предполагает двухшаговую оценку, где на первом шаге проводится оценка пробит-модели при помощи метода максимального правдоподобия, а на втором — оценка основного уравнения.

Ниже в общем виде приведены спецификации обоих уравнений нашей гравитационной модели: первое — уравнение вероятности притока входящих ПИИ (пробит-модель), второе — уравнение размера притока входящих ПИИ:

$$Z_{i,j,t} = c_1 + \sum_k \beta_k Macro_{i,j,t}^k + \sum_l \beta_l Gravity_{i,j,t}^l + \sum_m \beta_m Tech_{i,j,t}^m + \sum_n \beta_n Human_{i,j,t}^n + \sum_p \beta_p Inst_{i,j,t}^p + u_1; \quad (4)$$

$$Y_{i,j,t} = c_2 + \sum_k \gamma_k Macro_{i,j,t}^k + \sum_l \gamma_l Gravity_{i,j,t}^l + \sum_m \gamma_m Tech_{i,j,t}^m + \sum_n \gamma_n Human_{i,j,t}^n + \sum_p \gamma_p Inst_{i,j,t}^p + u_2, \quad (5)$$

(при этом предполагается, что $corr(u_1, u_2) = \rho$),

где: $Z_{i,j,t}$ — зависимая переменная: вероятность наличия отношений прямого инвестирования между парой стран; $Y_{i,j,t}$ — зависимая переменная: положительные входящие потоки ПИИ (притоки) между странами на двусторонней основе (с учетом переоценки) как доля номинального ВВП; $Macro_{i,j,t}$ — макроэкономические переменные; $Gravity_{i,j,t}$ — гравитационные переменные; $Tech_{i,j,t}$ — показатели, отражающие близость уровня технологического развития стран; $Human_{i,j,t}$ — показатели развития человеческого капитала; $Inst_{i,j,t}$ — институциональные показатели.

Результаты оценки моделей

В таблице 2 приведены результаты оценки модели Хекмана для входящих потоков взаимных ПИИ как для всей анализируемой выборки стран, так и в разбивке на группы в соответствии с уровнем их развития. Каждая спецификация модели состоит из двух уравнений — отбора и размера. В уравнении отбора зависимая переменная бинарная. Она принимает значение, равное нулю, если между страной-инвестором и страной-реципиентом нет отношений прямого инвестирования или потоки ПИИ отрицательные. Значение, равное 1, фиксируется, если входящий поток ПИИ положительный. В уравнении размера зависимая переменная представлена в виде положительного потока входящих ПИИ относительно текущего ВВП с учетом того, что их отрицательные потоки были цензурированы.

Исходя из результатов моделирования, можно сделать несколько выводов.

Во-первых, для рассматриваемой выборки стран в целом все переменные, включенные в состав модели, значимо влияют на приток ПИИ (за исключением инфляции⁵), и интерпретация знаков их влияния совпадает с результатами более ранних исследований. В частности, близость стран как в географическом смысле, так и по таким параметрам, как общий язык, наличие связи метрополия—колония в прошлом, похожесть дипломатических позиций, выступает значимым фактором, способствующим притоку взаимных ПИИ.

Открытость экономики к торговле (в том числе принадлежность к ВТО) и капитальным потокам, низкие административные барьеры⁶ предоставляют больше возможностей для выхода инвесторов на зарубежный рынок, что повышает вероятность привлечения инвестиций. Позитивный эффект оказывает и производительность труда в стране — реципиенте ПИИ. Более эффективное использование трудовых ресурсов как одного из ключевых факторов производства способствует усилению притока ПИИ.

Во-вторых, были выявлены различия в значимости ряда факторов для развитых и развивающихся стран. Так, для первых такие факторы, как принадлежность к ВТО, административные барьеры

⁵ Это соответствует результатам ряда ранее опубликованных исследований.

⁶ Например, мы учитываем данный фактор при помощи числа дней, необходимых для открытия бизнеса.

Т а б л и ц а 2

Результаты моделирования двусторонних входящих потоков ПИИ по группам стран

Показатель	Все страны	Развитые страны	Развивающиеся страны	Развивающиеся страны с высоким уровнем дохода	Развивающиеся страны со средним уровнем дохода
<i>Уравнение отбора (вероятности притока ПИИ)</i>					
ВВП в текущих ценах в стране-реципiente (log), млн долл.	0,1560*** (0,0040)	0,0300*** (0,0060)	0,2470*** (0,0050)	0,2210*** (0,0060)	0,2540*** (0,0080)
ВВП в текущих ценах в стране-инвесторе (log), млн долл.	0,1370*** (0,0030)	0,1400*** (0,0040)	0,1430*** (0,0040)	0,1200*** (0,0050)	0,1820*** (0,0060)
Расстояние между крупнейшими городами двух стран (в квадрате)	-0,0010*** (0,0001)	-0,0010*** (0,0001)	-0,0010*** (0,0001)	-0,0003*** (0,0001)	-0,0030*** (0,0002)
Дипломатические разногласия между странами по резолюциям Генеральной Ассамблеи ООН, безразм.	-0,2060*** (0,0070)	-0,1860*** (0,0120)	-0,1770*** (0,009)	-0,2510*** (0,0130)	-0,0900*** (0,0150)
Общий официальный язык в странах, безразм.	0,0980*** (0,0160)	0,0920*** (0,0330)	0,2110*** (0,0200)	0,3600*** (0,0330)	0,1720*** (0,0300)
Индекс технологической близости экспорта стран, безразм.	0,9030*** (0,0340)	1,0070*** (0,060)	0,6370*** (0,0460)	1,0810*** (0,0610)	0,0330 (0,0730)
Константа	-4,3540*** (0,0550)	-2,8020*** (0,0890)	-5,5560*** (0,0740)	-5,0840*** (0,0930)	-5,8590*** (0,1270)
<i>Уравнение размера (объема притока ПИИ к ВВП), %</i>					
Соотношение ВВП в текущих ценах в стране-реципiente и стране-инвесторе, %	4,89e ⁻⁰⁹ *** (1,91e ⁻⁰⁹)	-7,49e ⁻⁰⁹ (2,17e ⁻⁰⁸)	1,34e ⁻⁰⁸ *** (2,18e ⁻⁰⁹)	1,30e ⁻⁰⁸ *** (2,39e ⁻⁰⁹)	1,80e ⁻⁰⁸ (1,21e ⁻⁰⁸)
Темп роста ВВП в стране-реципiente, %	0,0020*** (0,0005)	0,0010 (0,0010)	0,0030*** (0,0010)	0,0050*** (0,0010)	-0,0020** (0,0010)
ИПЦ в стране-реципiente, %	0,0000 (0,0000)	0,0000 (0,0000)	0,0000 (0,0000)	0,0000 (0,0000)	-0,0002*** (0,0000)
Нефтяная рента (к ВВП) в стране-реципiente, %	-0,0003 (0,0003)	-0,0040*** (0,0010)	-0,0005 (0,0003)	-0,0020* (0,0010)	-0,0005 (0,0004)
Расстояние между крупнейшими городами двух стран (в квадрате)	-0,0001*** (0,0000)	-0,0001* (0,0000)	-0,0001*** (0,0000)	-0,0001*** (0,0000)	-0,0000 (0,0000)
Дипломатические разногласия между странами по резолюциям Генеральной Ассамблеи ООН, безразм.	-0,0070*** (0,0020)	-0,0290*** (0,0030)	0,0170*** (0,0030)	0,0280*** (0,0050)	0,0070* (0,0030)
Общий официальный язык в странах, безразм.	0,0270*** (0,0050)	0,0340*** (0,0110)	0,0310*** (0,0050)	0,0390*** (0,0100)	0,0340*** (0,0060)
Отношения между странами метрополия–колония, безразм.	0,1720*** (0,0250)	0,2240*** (0,060)	0,1770*** (0,0290)	0,2280*** (0,0390)	0,1180*** (0,0400)

О к о н ч а н и е т а б л и ц ы 2

Показатель	Все страны	Развитые страны	Развивающиеся страны	Развивающиеся страны с высоким уровнем дохода	Развивающиеся страны со средним уровнем дохода
Присутствие страны-реципиента в ВТО, безразм.	0,0120*** (0,0030)	0,0000 (0,0050)	0,0070** (0,0030)	0,0130*** (0,0040)	-0,0020 (0,0060)
Совокупный индекс ограничений на движение капитала в стране-реципиенте, безразм.	-0,0400*** (0,0060)	-0,0560*** (0,0130)	-0,0470*** (0,0080)	-0,0590*** (0,0140)	-0,0150 (0,0120)
Экспорт из страны-реципиента (к ВВП), %	0,9410*** (0,1640)	0,6980*** (0,1400)	3,1880*** (0,6100)	3,0000*** (0,6800)	3,5960*** (0,8100)
Индекс технологической близости экспорта стран, безразм.	0,0600*** (0,0080)	0,0050 (0,0160)	0,0470*** (0,0100)	0,0030 (0,0170)	0,0650*** (0,0140)
Индекс различий технологического уровня экспорта стран, безразм.	-0,0350*** (0,0020)	-0,0370*** (0,0030)	-0,0260*** (0,0020)	-0,0370*** (0,0040)	-0,0220*** (0,0030)
Капитализация фондового рынка страны-реципиента (к ВВП), %	0,0001*** (0,0000)	0,0003*** (0,0001)	0,0001*** (0,0000)	0,0004*** (0,0001)	-0,0001*** (0,0000)
ВВП на 1 занятого, в ценах 2017 г. по ППС в стране-реципиенте, млн долл.	0,0960 (0,0820)	-0,2680 (0,1950)	0,3270*** (0,1230)	0,1850 (0,1660)	0,6150* (0,3670)
Время, необходимое для открытия бизнеса в стране-реципиенте, дни	-0,0003*** (0,0000)	0,0000 (0,0000)	-0,0003*** (0,0001)	-0,0003*** (0,0001)	-0,0005*** (0,0001)
Время, необходимое для подключения к электросетям в стране-реципиенте, дни	-0,0001*** (0,0000)	-0,0001*** (0,0000)	-0,0001*** (0,0000)	-0,0001 (0,0001)	-0,0000 (0,0000)
Индекс совокупной налоговой нагрузки в стране-реципиенте, безразм.	-0,0003*** (0,0001)	0,0003 (0,0002)	-0,0003*** (0,0001)	-0,0003 (0,0002)	0,0003 (0,0003)
Индекс инвестиционной свободы в стране-реципиенте, безразм.	0,0004*** (0,0001)	0,0003 (0,0003)	0,0004*** (0,0001)	0,0004 (0,0003)	0,0005** (0,0003)
Индекс контроля над коррупцией в стране-реципиенте, безразм.	0,0100*** (0,0030)	0,0200*** (0,0050)	0,0050 (0,0060)	-0,0080 (0,0070)	-0,0080 (0,0150)
Константа	0,0860*** (0,0110)	0,1530*** (0,0240)	0,0530*** (0,0060)	0,0610** (0,0260)	0,0330 (0,0250)
N	93 982	37 918	56 064	28 966	20 873
Количество стран-реципиентов	87	34	53	26	18
log pseudolikelihood	-31 771	-15 641	-16 523	-9691	-58710
rho ^a	-0,2330*** (0,0160)	-0,3480*** (0,0200)	-0,1910*** (0,0220)	-0,2270*** (0,0230)	-0,1820*** (0,0350)

Примечание. ^a Наличие значимого коэффициента корреляции ошибок уравнения размера отбора и уравнения размера стандартные ошибки. * $p < 0,10$, ** $p < 0,05$, *** $p < 0,01$.
 Источник: расчеты авторов.

(число дней, необходимых для открытия бизнеса), налоговая нагрузка и свобода осуществления инвестиций, не оказывают значимого влияния на входящие потоки прямых инвестиций. Это связано с тем, что в развитых странах данные показатели находятся на высоком уровне, и инвесторы это осознают, выбирая их в качестве направления инвестиций. Напротив, в развивающихся странах (особенно со средним уровнем дохода) предельный эффект открытости торговли, отсутствия административных барьеров, свободы осуществления инвестиций и низкой налоговой нагрузки оказывается заметным. Это свидетельствует о наличии потенциала роста входящих потоков ПИИ для развивающихся стран за счет повышения торговой активности и снижения высоких издержек входа на рынок новых компаний.

Согласно результатам наших расчетов, при реализации ПИИ в развивающихся странах доминирует ресурсный мотив⁷. Например, капитализация фондового рынка и степень дипломатических разногласий между странами на голосованиях ООН для развивающихся стран со средним уровнем дохода даже имеют противоположные знаки по сравнению с рассматриваемой выборкой в целом. Инвесторам в эти страны не так важны емкость внутреннего фондового рынка и полное согласие по политическим вопросам, поскольку они в первую очередь занимаются поиском необходимых ресурсов.

Отсутствие контроля над коррупцией не очень важно для инвесторов на рынках развивающихся стран, но для развитых этот фактор остается значимым. Полученный нами вывод полностью согласуется с результатами ранее проведенных исследований (Bellos, Subasat, 2012; Jadhav, 2012).

Фактор производительности труда обладает очень высокой чувствительностью для развивающихся стран со средним уровнем дохода (намного выше, чем для развитых), где основным ресурсом для иностранных компаний, выходящих на рынок, выступает относительно дешевый труд. В то же время этот фактор незначим для развивающихся стран с высоким уровнем дохода, где основной интерес инвесторов определяется природными ресурсами⁸. Этот вывод подтверждается тем, что для вышеуказанных стран статистически значимым фактором служит размер ресурсной ренты (в отличие от развивающихся стран со средним уровнем дохода).

В-третьих, отметим влияние факторов, отражающих технологическую близость страны-инвестора и страны — реципиента инвестиций. Они дополнительно подтверждают соображения о преобладании ресурсного мотива при осуществлении ПИИ в развивающихся странах.

Для выборки в целом технологическая близость структуры экспорта — значимый фактор, стимулирующий приток ПИИ, однако для развивающихся стран с высоким уровнем дохода этот эффект менее заметный. Это можно объяснить тем, что в данную группу входят много стран — экспортеров нефти и других минеральных ресурсов. Их конкурентное преимущество в секторах добычи полезных ископаемых

⁷ В соответствии с теорией Даннинга (Dunning, 1993, 1998; Dunning, Lundan, 2008) основной целью данного мотива выступает использование дешевых производственных ресурсов в странах-реципиентах.

⁸ Дополнительно этот результат подтверждает перечень стран — экспортеров нефти, относящихся к данной группе, — Кувейт, Катар, ОАЭ, Саудовская Аравия, Оман, Мексика, Бразилия.

побуждает иностранных инвесторов осуществлять инвестиции именно в них. При этом общий уровень технологического развития страны-реципиента может быть не очень высоким. Различие между средне-взвешенным технологическим уровнем экспорта страны – реципиента инвестиций и страны-инвестора оказалось значимым и отрицательным для всех групп стран. В то же время эффект этой переменной менее значим для группы развивающихся стран со средним доходом.

Если страна-реципиент технологически более развита, чем страна-инвестор, то это снижает приток ПИИ, поскольку более высокий уровень развития технологий в стране-реципиенте связан с более сильной конкуренцией на внутреннем рынке, что, в свою очередь, увеличивает барьеры для входа иностранных компаний⁹. Напротив, если страна-реципиент менее технологически развита по сравнению со страной-инвестором, то это стимулирует приток ПИИ. По всей видимости, в данном случае работает мотив эксплуатации более дешевых факторов производства в менее развитых странах более развитыми.

Исходя из результатов оценки моделей, а также рассчитанных значений факторов технологической близости (табл. 3), можно выделить оптимальный для России набор стран, вероятность установления и развития отношений прямого инвестирования, а также потенциальный взаимный объем ПИИ с которыми наиболее высокие. Для анализа мы выбрали страны, входящие в расширенный БРИКС: фактические или потенциальные (новые страны-участницы, приглашенные к присоединению с 1 января 2024 г.) партнеры России. Согласно нашим расчетам, наиболее результативное инвестиционное сотрудничество с учетом близости технологической структуры экспорта для России возможно с ОАЭ, Саудовской Аравией, Ираном, Египтом, Индией, ЮАР и Бразилией. В то же время с точки зрения наибольших различий в уровне технологического развития экспорта (ресурсного мотива инвестиций) для России целевыми странами выступают Эфиопия, Аргентина, Иран, Саудовская Аравия и Бразилия.

Т а б л и ц а 3

**Значения факторов технологической близости
стран расширенного БРИКС с Россией**

Страна	<i>techprox</i>	<i>techlevel</i>
Бразилия	0,37	0,02
Индия	0,41	0,52
Китай	0,19	1,26
ЮАР	0,38	0,46
Аргентина	0,26	-0,02
Египет	0,53	0,20
Иран	0,56	0,01
Саудовская Аравия	0,55	0,01
ОАЭ	0,68	0,31
Эфиопия	0,16	-0,63
Среднее по выборке	0,24	0,22

Источник: расчеты авторов.

⁹ Похожие результаты были получены для Польши, Чехии, Словакии и Венгрии (Bobenić Hintošová et al., 2018).

Выводы

На основе проведенного анализа мы выяснили, что, несмотря на устойчивый и существенный приток ПИИ в развивающиеся страны в последние десятилетия, относительный объем накопленных в них инвестиций сохранился на прежнем уровне. Для определения причин данного явления и поиска наиболее значимых факторов реализации имеющегося у этих стран потенциала привлечения ПИИ мы оценили эконометрические модели на данных о двусторонних потоках иностранных инвестиций. Как показали результаты нашего исследования, для устойчивого притока ПИИ в развивающиеся страны (особенно со средним уровнем дохода) наряду с увеличением открытости торговли, снижением административных барьеров для входа новых компаний на рынок и повышением производительности труда значима технологическая близость стран-инвесторов и стран — реципиентов инвестиций.

Совершенствование технологий в развивающихся странах позволит сблизить как технологическую структуру, так и технологический уровень экспорта развитых и развивающихся стран. Тогда первые — страны-инвесторы — смогут воспринимать развивающиеся страны-реципиенты как равных партнеров и осуществлять более долгосрочные инвестиции, руководствуясь мотивами выхода на новые рынки сбыта и повышения эффективности, а не рассматривая их только как источник дешевых ресурсов. Хотя превышение уровня технологического развития страны-инвестора над аналогичным показателем страны-реципиента (ресурсный мотив) может играть важную роль для привлечения ПИИ, этот мотив краткосрочный и не позволяет ни сформировать тренд к устойчивому накоплению входящих инвестиций, ни обеспечить долгосрочное экономическое развитие для реципиентов ПИИ.

Исходя из рассчитанных метрик технологической близости стран, мы проанализировали связи между странами расширенного БРИКС и Россией. Наиболее привлекательными странами-партнерами с точки зрения возможностей наращивать объем взаимных ПИИ в соответствии с ресурсным мотивом для нее выступают Эфиопия, Аргентина, Иран, Саудовская Аравия, Бразилия. Наиболее результативное инвестиционное сотрудничество с точки зрения других мотивов инвестиций возможно с ОАЭ, Саудовской Аравией, Ираном, Египтом, Индией, ЮАР и Бразилией. В текущих условиях для России полезно развивать инвестиционные связи с этими странами.

Список литературы / References

- Гурова И. (2019). Факторы прямых иностранных инвестиций в России: эмпирическое исследование // Экономическая политика. Т. 14, № 6. С. 36–61. [Gurova I. (2019). Factors of foreign direct investment in Russia: An empirical study. *Ekonomicheskaya Politika*, Vol. 14, No. 6, pp. 36–61. (In Russian).] <https://doi.org/10.18288/1994-5124-2019-6-36-61>
- Agudze K., Ibhagui O. (2021). Inflation and FDI in industrialized and developing economies. *International Review of Applied Economics*, Vol. 35, No. 5, pp. 749–764. <https://doi.org/10.1080/02692171.2020.1853683>

- Alam A., Ali Shah S. Z. (2013). The role of press freedom in economic development: A global perspective. *Journal of Media Economics*, Vol. 26, No. 1, pp. 4–20. <https://doi.org/10.1080/08997764.2012.755986>
- Amal M., Tomio B., Raboch H. (2010). Determinants of foreign direct investment in Latin America. *Journal of Globalization, Competitiveness, and Governability*, Vol. 4, No. 3, pp. 116–133. <https://doi.org/10.3232/GCG.2010.V4.N3.07>
- Asongu S., Akpan U. S., Isihak S. R. (2018). Determinants of foreign direct investment in fast-growing economies: Evidence from the BRICS and MINT countries. *Financial Innovation*, Vol. 4, No. 1, pp. 26–35 <https://doi.org/10.1186/s40854-018-0114-0>
- Baniak A., Cukrowski J., Herczynski (2003). On the determinants of foreign direct investment in transition economies. *Problems of Economic Transition*, Vol. 48, No. 2, pp. 6–28.
- Bellos S., Subasat T. (2012). Corruption and foreign direct investment: A panel gravity model approach. *Bulletin of Economic Research*, Vol. 64, No. 4, pp. 565–574. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8586.2010.00370.x>
- Bénassy-Quéré A., Coupet M., Mayer T. (2007). Institutional determinants of foreign direct investment. *World Economy*, Vol. 30, No. 5, pp. 764–782. <https://doi.org/10.1111/j.1467-9701.2007.01022.x>
- Bénassy-Quéré A., Fontagné L., Lahréche-Révil A. (2001). Exchange-rate strategies in the competition for attracting foreign direct investment. *Journal of the Japanese and International Economies*, Vol. 15, No. 2, pp. 178–198. <https://doi.org/10.1006/jjie.2001.0472>
- Bénassy-Quéré A., Fontagné L., Lahréche-Révil A. (2005). How does FDI react to corporate taxation? *International Tax and Public Finance*, Vol. 12, pp. 583–603. <https://doi.org/10.1007/s10797-005-2652-4>
- Bevan A. A., Estrin S. (2004). The determinants of foreign direct investment into European transition economies. *Journal of Comparative Economics*, Vol. 32, pp. 775–787. <https://doi.org/10.1016/j.jce.2004.08.006>
- Bobenič Hintošová A., Bruothová M., Kubíková Z., Ručinský R. (2018). Determinants of foreign direct investment inflows: A case of the Visegrad countries. *Journal of International Studies*, Vol. 11, No. 2, pp. 222–235. <https://doi.org/10.14254/20718330.2018/11-2/15>
- Devereux M. P., Griffith R. (1998). Taxes and the location of production: Evidence from a panel of US multinationals. *Journal of Public Economics*, Vol. 68, No. 3, pp. 335–367. [https://doi.org/10.1016/S0047-2727\(98\)00014-0](https://doi.org/10.1016/S0047-2727(98)00014-0)
- Dorakh A. (2020). A gravity model analysis of FDI across EU member states. *Journal of Economic Integration*, Vol. 35, No. 3, pp. 426–456. <https://doi.org/10.11130/jei.2020.35.3.426>
- Driffield N., Love J. H. (2007). Linking FDI motivation and host economy productivity effects: Conceptual and empirical analysis. *Journal of International Business Studies*, Vol. 38, No. 3, pp. 460–473. <https://doi.org/10.1057/palgrave.jibs.8400268>
- Dunning J. H. (1993). *Multinational enterprises and the global economy*. New York: Addison Wesley.
- Dunning J. H. (1998). Location and the multinational enterprise: A neglected factor? *Journal of International Business Studies*, Vol. 29, pp. 45–66. <https://doi.org/10.1057/palgrave.jibs.8490024>
- Dunning J. H., Lundan S. M. (2008). *Multinational enterprises and the global economy*. Cheltenham, UK: Edward Elgar.
- Economou F., Hassapis C., Philippas N., Tsionas M. (2016). Foreign direct investment determinants in OECD and developing countries. *Review of Development Economics*, Vol. 21, No. 3, pp. 527–542. <https://doi.org/10.1111/rode.12269>
- Fernández A., Klein M. W., Rebucci A., Schindler M., Uribe M. (2016). Capital control measures: A new dataset. *IMF Economic Review*, Vol. 64, No. 3, pp. 548–574. <https://doi.org/10.1057/imfer.2016.11>
- Finger J., Kreinin M. (1979). A measure of ‘export similarity’ and its possible uses. *Economic Journal*, Vol. 89, No. 356, pp. 905–912. <https://doi.org/10.2307/2231506>

- Froot K. A., Stein J. C. (1991). Exchange rates and foreign direct investment: An imperfect capital markets approach. *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 106, No. 4, pp. 1191–1217. <https://doi.org/10.2307/2937961>
- Galindo-Rueda F., Verger F. (2016). OECD taxonomy of economic activities based on R&D intensity. *OECD Science, Technology and Industry Working Paper*, No. 2016/04. Paris: OECD Publ. <https://doi.org/10.1787/5jlv73sqqp8r-en>
- Godinez J. R., Liu L. (2015). Corruption distance and FDI flows into Latin America. *International Business Review*, Vol. 24, No. 1, pp. 33–42. <https://doi.org/10.1016/j.ibusrev.2014.05.006>
- Gopinath M., Echeverria R. (2004). Does economic development impact the foreign direct investment–trade relationship? A gravity-model approach. *American Journal of Agricultural Economics*, Vol. 86, No. 3, pp. 782–787. <https://doi.org/10.1111/j.0002-9092.2004.00625.x>
- Hansen H., Rand J. (2006). On the causal links between FDI and growth in developing countries. *World Economy*, Vol. 29, No. 1, pp. 21–41. <https://doi.org/10.1111/j.1467-9701.2006.00756.x>
- Heckman J. J. (1976). The common structure of statistical models of truncation, sample selection and limited dependent variables and a simple estimator for such models. *Annals of Economic and Social Measurement*, Vol. 5, No. 4, pp. 475–492. <https://www.nber.org/books/aesm76-4>
- Jadhav P. (2012). Determinants of foreign direct investment in BRICS economies: Analysis of economic, institutional and political factor. *Social and Behavioral Sciences*, Vol. 37, pp. 5–14. <https://doi.org/10.1016/j.sbspro.2012.03.270>
- Jimenez A., Eren M., Bayraktar S. (2020). Psychic distance and FDI in Turkey: The role of industrial development and religion. *European Journal of International Management*, Vol. 14, No. 5, pp. 775–795. <https://doi.org/10.1504/EJIM.2020.109816>
- Kahouli B., Maktouf S. (2015). The determinants of FDI and the impact of the economic crisis on the implementation of RTAs: A static and dynamic gravity model. *International Business Review*, Vol. 24, No. 3, pp. 518–529. <https://doi.org/10.1016/j.ibusrev.2014.10.009>
- Kiyota K., Urata S. (2004). Exchange rate, exchange rate volatility and foreign direct investment. *World Economy*, Vol. 27, No. 10, pp. 1501–1536. <https://doi.org/10.1111/j.1467-9701.2004.00664.x>
- Kok R., Acikgoz Ersoy B. (2009). Analyses of FDI determinants in developing countries. *International Journal of Social Economics*, Vol. 36, No. 1/2, pp. 105–123. <https://doi.org/10.1108/03068290910921226>
- Kox H. L., Rojas-Romagosa H. (2020). How trade and investment agreements affect bilateral foreign direct investment: Results from a structural gravity model. *World Economy*, Vol. 43, No. 12, pp. 3203–3242. <https://doi.org/10.1111/twec.13002>
- Kumari R., Sharma A. K. (2017). Determinants of foreign direct investment in developing countries: A panel data study. *International Journal of Emerging Markets*, Vol. 12, No. 4, pp. 658–682. <https://doi.org/10.1108/IJoEM-10-2014-0169>
- Mishra B. R., Jena P. K. (2019). Bilateral FDI flows in four major Asian economies: A gravity model analysis. *Journal of Economic Studies*, Vol. 46, No. 1, pp. 71–89. <https://doi.org/10.1108/JES-07-2017-0169>
- Mistura F., Roulet C. (2019). The determinants of foreign direct investment: Do statutory restrictions matter? *OECD Working Papers on International Investment*, No. 2019/01. Paris: OECD Publ. <https://doi.org/10.1787/641507ce-en>
- Mottaleb K., Kalirajan K. (2010). Determinants of foreign direct investment in developing countries: A comparative analysis. *Margin: The Journal of Applied Economic Research*, Vol. 4, No. 4, pp. 369–404. <https://doi.org/10.1177/097380101000400401>
- Pearson D., Nyonna D., Kim K.-J. (2012). The relationship between economic freedom, state growth and foreign direct investment in US states. *International Journal of Economics and Finance*, Vol. 4, No. 10, pp. 140–146. <https://doi.org/10.5539/ijef.v4n10p140>

- Petri P. A. (2012). The determinants of bilateral FDI: Is Asia different? *Journal of Asian Economics*, Vol. 23, No. 3, pp. 201–209. <https://doi.org/10.1016/j.asieco.2011.01.003>
- Sabir S., Rafique A., Abbas K. (2019). Institutions and FDI: Evidence from developed and developing countries. *Financial Innovation*, Vol. 5, No. 1, pp. 1–20. <https://doi.org/10.1186/s40854-019-0123-7>
- Sánchez-Martín M. E., de Arce R., Escribano G. (2014). Do changes in the rules of the game affect FDI flows in Latin America? A look at the macroeconomic, institutional and regional integration determinants of FDI. *European Journal of Political Economy*, Vol. 34, pp. 279–299. <https://doi.org/10.1016/j.ejpoleco.2014.02.001>
- Shahriar S., Kea S., Qian L. (2020). Determinants of China's outward foreign direct investment in the Belt & Road economies: A gravity model approach. *International Journal of Emerging Markets*, Vol. 15, No. 3, pp. 427–445. <https://doi.org/10.1108/IJOEM-03-2019-0230>
- Strat V. A., Davidescu A., Paul A. M. (2015). FDI and the unemployment – A causality analysis for the latest EU members. *Procedia Economics and Finance*, Vol. 23, pp. 635–643. [https://doi.org/10.1016/S2212-5671\(15\)00448-7](https://doi.org/10.1016/S2212-5671(15)00448-7)
- Tinbergen J. (1962). *Shaping the world economy: Suggestions for an international economic policy*. New York: Twentieth Century Fund.
- Toçar S. (2018). Determinants of foreign direct investment: A review. *Review of Economic and Business Studies*, Vol. 11, No. 1, pp. 165–196. <https://doi.org/10.1515/rebs-2018-0069>
- Walsh P. J., Yu J. (2010). Determinants of foreign direct investment: A sectorial and institutional approach. *IMF Working Paper*, No. 187. <https://doi.org/10.5089/9781455202218.001>
- Younsi M., Bechtini M. (2019). Does good governance matter for FDI? New evidence from emerging countries using a static and dynamic panel gravity model approach. *Economics of Transition and Institutional Change*, Vol. 27, No. 3, pp. 841–860. <https://doi.org/10.1111/ecot.12224>

Приложение А

Перечень используемых показателей из базы данных СЕРИ Gravity

- расстояние между самыми населенными городами стран А и В;
- дипломатические разногласия между странами, измеренные посредством сопоставления позиции по резолюциям Генеральной Ассамблеи ООН (фиктивная переменная = 1 при наличии разногласий между парой А и В);
- общий официальный или основной язык (фиктивная переменная = 1, если страны А и В имеют общий язык);
- наличие отношений метрополия–колония (фиктивная переменная = 1, если страна А – реципиент ПИИ является нынешней или бывшей метрополией страны В);
- членство в ВТО (фиктивная переменная = 1, если страна А – реципиент ПИИ в настоящее время член ВТО);
- число дней, необходимых для открытия бизнеса в стране А – реципиенте ПИИ.

Приложение Б

Модель отклонения прироста запасов от фактических потоков ПИИ (размера переоценки)

Общий вид модели:

$$Y_{it} = -0,032^{***} - 0,335^{***} exchange_{it} + 0,383^{***} exchange_{it} \times \frac{Exp_{it}}{GDP_{it}} + \\ + 0,142^{***} shares_{it} + 0,038^{***} resource_i \times oil_t + \\ + 0,136^{***} USstocks_t \times advanced_i + \varepsilon_{it},$$

где: Y_{it} – зависимая переменная: отклонение прироста запасов от фактических потоков ПИИ (доля от величины запасов на начало года); $exchange_{it}$ – темп прироста

курса национальной валюты к доллару (обратный курс); $shares_{it}$ — темп прироста фондового индекса страны; $\frac{Exp_{it}}{GDP_{it}}$ — доля экспорта в ВВП страны; $resource_i$ — бинарная переменная, равна 1 для стран —экспортеров сырья; oil_i — темп прироста цены на нефть (Urals); $USstocks_i$ — темп прироста фондового индекса США; $advanced_i$ — бинарная переменная, равна 1 для развитых стран.

Эта модель была оценена на выборке из 62 стран на периоде 2009–2021 гг. (выбор периода и объектов наблюдения определялся доступностью данных). На уровне значимости 5% *rooled*-спецификация модели не была отвергнута в пользу модели с фиксированными эффектами.

Technological proximity of countries as a factor of inward foreign direct investment to developing economies

Vera A. Pankova^{1,2,3,*}, Denis I. Pekhalskiy^{1,2,3,4}

Authors affiliation: ¹ Center for Macroeconomic Analysis and Short-Term Forecasting (Moscow, Russia); ² Institute of Economic Forecasting, RAS (Moscow, Russia); ³ National Research University Higher School of Economics (Moscow, Russia); ⁴ Lomonosov Moscow State University (Moscow, Russia).

* Corresponding author, email: vpankova@forecast.ru

Over the past decades, incoming flows of foreign direct investment (FDI) to developing countries have increased significantly. However, the share of accumulated incoming direct investments of these countries in the global volume of incoming direct investments remains unchanged. This may indicate the short-term nature of these investments due to the lack of investors' motivation to make long-term investments in these countries. In our paper, we make an attempt to identify the most significant determinants of flows of inward foreign direct investment to developing countries based on statistics on bilateral flows of such investments for the period of 2009–2021. For this purpose, we have constructed a gravity model of foreign direct investment. In contrast to the previous studies we have focused on the factor of technological proximity between countries. Firstly, the estimation results allow us to conclude that technological proximity between a recipient country and an investor country has a significant impact on the volume of FDI inflows to developing countries. Secondly, this influence is heterogeneous. The proximity of the technological structure of exports between countries contributes to an increase in FDI inflows to a recipient country. At the same time, countries which are close to each other in terms of the level of technological development of exports have a smaller volume of mutual FDI, while a significant excess of the level of technological development of the investor country over that of the recipient one is a factor of additional FDI inflows driven by a resource-seeking motive. Thirdly, based on the obtained results, we have revealed a list of countries that are the most attractive for Russia in terms of increasing the volume of outward FDI.

Keywords: foreign direct investments, determinants of foreign direct investments, developing economies, technological proximity, gravity models.

JEL: F21, O33.

Макроэкономика

Влияние денежно-кредитной политики на системные риски в странах еврозоны*

Э. П. Джагитян¹, О. Р. Мухаметов^{1,2}

¹ *Национальный исследовательский университет
«Высшая школа экономики» (Москва, Россия)*

² *Научно-исследовательский финансовый институт
Министерства финансов Российской Федерации (Москва, Россия)*

Системные риски в рамках проводимой центральными банками нетрадиционной денежно-кредитной политики (ДКП) мало изучены в современной экономической литературе. На примере нетрадиционной ДКП Европейского центрального банка рассматриваются системные риски в странах еврозоны на основе разграничения материализованных системных рисков (финансовый стресс) и их потенциального уровня (ожидаемый дефицит капитала в банковской системе в условиях кризиса). Оцениваются асимметричные последствия стимулирующей и сдерживающей нетрадиционной ДКП. Эмпирический анализ охватывает период с 2009 по 2022 г. и проводится с использованием структурных векторных авторегрессий с нулевыми и знаковыми ограничениями на параметры моделей. Материализованные системные риски снижаются в ответ на расширение нетрадиционной ДКП и возрастают при сдерживающих мерах регулятора. Потенциальные системные риски демонстрируют обратную реакцию, при этом их увеличение после стимулирующего шока превосходит по модулю снижение в ответ на сдерживающие меры регулятора. Полученные результаты свидетельствуют о необходимости сочетать продолжительную стимулирующую нетрадиционную ДКП с ужесточением мер по обеспечению финансовой стабильности.

Ключевые слова: нетрадиционная денежно-кредитная политика, системные риски, финансовый стресс, финансовое регулирование, еврозона.

JEL: E52, E58, F45, G28.

Джагитян Эдуард Павлович (edzhagityan@hse.ru), к. э. н., доцент департамента мировой экономики НИУ ВШЭ; *Мухаметов Оскар Рустямович* (ormukhametov@hse.ru), аналитик Центра макроэкономических исследований НИФИ, приглашенный преподаватель департамента мировой экономики НИУ ВШЭ.

* Работа подготовлена при грантовой поддержке факультета мировой экономики и мировой политики НИУ ВШЭ в рамках конкурса проектных групп в 2021 г.

<https://doi.org/10.32609/0042-8736-2023-12-86-102>
© НП «Вопросы экономики», 2023

Введение

Долгосрочное снижение процентных ставок, усиление рисков дефляции и попадания экономики в ловушку ликвидности вынудили центральные банки большинства развитых стран перейти к использованию нетрадиционных инструментов денежно-кредитной политики (ДКП) после мирового финансового кризиса 2007–2009 гг. В частности, уменьшение процентных ставок до нулевой границы и масштабные покупки государственных облигаций на вторичном рынке позволили некоторым экономикам (например, США) избежать значительного снижения темпов роста цен и поддержать рост ВВП. В то же время результаты применения инструментов нетрадиционной ДКП в других странах, включая Японию и еврозону, остаются противоречивыми, так как уровень инфляции вплоть до 2021 г. оставался ниже целевых значений, а темпы роста ВВП были неустойчивыми (Filardo, Nakajima, 2018).

Несмотря на ряд преимуществ нетрадиционной ДКП для минимизации дефляционных рисков и оживления деловой активности (Kapetanios et al., 2012; Hohberger et al., 2019; Matousek et al., 2019) в кратко- и среднесрочной перспективе, ее проведение в долгосрочной перспективе может привести к усилению рисков финансовой нестабильности (Colletaz et al., 2018; Kabundi, De Simone, 2020) в связи с риск-ориентированным поведением рыночных участников. В частности, финансовые учреждения наращивают задолженность, а также увеличивают вложения в рискованные активы, что повышает их уязвимость к негативным шокам, связанным с обесценением финансовых активов и с ростом процентных ставок.

В статье анализируется влияние нетрадиционной ДКП на системные риски в странах еврозоны с июля 2009 по июнь 2022 г., что позволяет охватить период наиболее активных покупок активов со стороны Европейского центрального банка (ЕЦБ). Мы оцениваем влияние данных мер как на материализованные системные риски (индекс CISS), так и на их потенциальный уровень (показатель SRISK). Первый индикатор учитывает реализованную волатильность основных сегментов финансового рынка (его определяют как финансовый стресс), а второй отражает ожидаемый дефицит капитала в банковской системе в условиях финансового кризиса. Для оценки масштаба нетрадиционной ДКП используются данные об объеме активов на балансе ЕЦБ и теневая процентная ставка (подробнее см. ниже). Эмпирический анализ основан на структурных векторных авторегрессиях, при этом учитывается асимметричное влияние стимулирующей и сдерживающей нетрадиционной ДКП.

Обзор литературы

Впервые систематический обзор мер нетрадиционной ДКП был представлен в речи Б. Бернанке в 2002 г. в рамках обсуждения мер по борьбе с рисками дефляции (Bernanke, 2002). Основываясь на данном

обзоре, а также на недавней статье (Bernanke, 2020), инструменты нетрадиционной ДКП можно разделить на три группы:

- действия ЦБ с процентными ставками, которые могут быть снижены до нулевой нижней границы или перейти в отрицательную зону;
- операции с балансом ЦБ: количественное, качественное и кредитное смягчение, а также контроль кривой доходности;
- коммуникационные инструменты ЦБ: публикация прогнозов ключевой ставки (forward guidance).

Эффекты перечисленных выше мер являются объектом многочисленных эмпирических исследований, но чаще всего рассматривается влияние на макроэкономические переменные — рост ВВП, инфляцию, а также доходность долгосрочных государственных облигаций. В частности, было показано, что меры количественного и кредитного смягчения оказали статистически значимое влияние на рост ВВП в крупных развитых странах (США, еврозона, Япония, Великобритания, Канада), а в других развитых странах (Швейцария, Швеция, Норвегия) этот эффект отсутствовал. В случае влияния на инфляцию положительные эффекты обнаруживаются в США и еврозоне, а в других экономиках эффект от интервенций центральных банков был незначительным (Farmer, 2012; Fasano-Filho et al., 2012; Gambacorta et al., 2014; Hanisch, 2017; Filardo, Nakajima, 2018).

Наиболее важны для понимания возможных системных рисков результаты оценки влияния нетрадиционной ДКП на доходность долгосрочных государственных облигаций: если интервенции центрального банка статистически значимо снижают кривую доходности, это способствует дальнейшему смягчению денежно-кредитных условий в экономике, стимулируя потребление и инвестиции. Исследования показывают, что доходность долгосрочных государственных облигаций в США, еврозоне, Японии и Великобритании статистически значимо снизилась в результате программ количественного и качественного смягчения, хотя этот эффект со временем значительно ослаб (Gagnon et al., 2011; Joyce et al., 2011; Schenkelberg, Watzka, 2013; Ambler, Rumler, 2019). Если снижение процентных ставок центральных банков до нулевого уровня было нацелено на смягчение ДКП в краткосрочном периоде, то покупки активов позволили снизить процентные ставки по долгосрочным финансовым инструментам.

В отличие от макроэкономических эффектов нетрадиционной ДКП, ее влияние на финансовую стабильность мало изучено и в настоящее время подробно рассмотрено только в отдельных исследованиях. Так, А. Кабунди и Н. де Симоне (Kabundi, De Simone, 2020) рассмотрели связь между ДКП ЕЦБ и уровнем системных рисков в банковском секторе стран еврозоны, основываясь на ряде показателей, включая вероятность дефолта одного или нескольких из 30 крупнейших банков еврозоны, индекс банковской стабильности (Banking Stability Index) и показатель системной уязвимости (Systemic Fragility Measures). Авторы показали, что увеличение баланса ЕЦБ может привести к снижению системных рисков, хотя может возрасти риск дефолта отдельных банков. При этом сигнал ЕЦБ о намерении дальнейшего смягчения ДКП может привести к нестабильности в банковском секторе

и к росту уровня системного стресса, а проведение нетрадиционной ДКП в течение длительного времени может стать причиной рисков финансовой нестабильности, для минимизации которых потребуются координация мер ДКП и макропруденциальной политики.

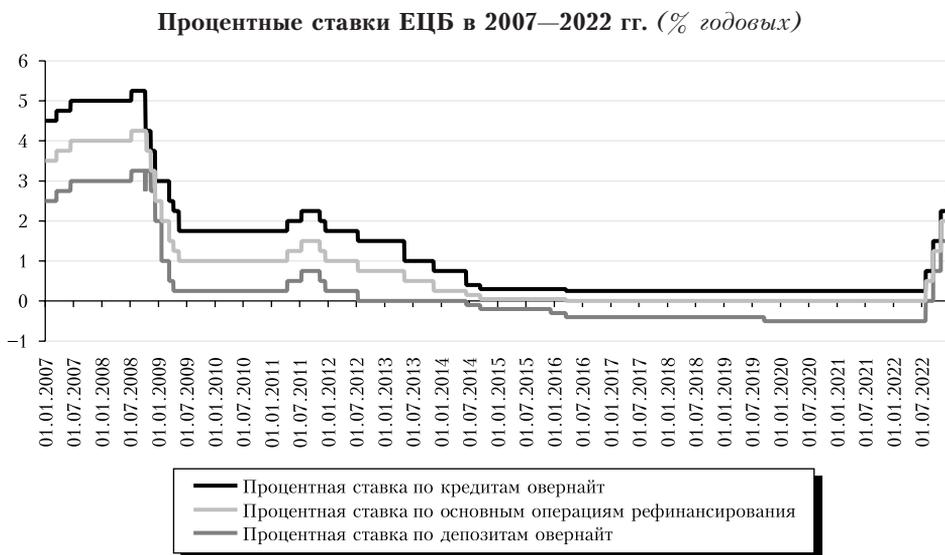
В статье Г. Коллетаза и др. (Colletaz et al., 2018) рассмотрена связь между ДКП ЕЦБ и системными рисками в кратко- и долгосрочном периоде до перехода регулятора к мерам нетрадиционной ДКП. Авторы выявили рост системных рисков в ответ на смягчение ДКП в долгосрочном периоде, а в краткосрочном зависимости не выражена. Учитывая, что нетрадиционная ДКП, не рассмотренная в их статье, также направлена на смягчение денежно-кредитных условий, можно предположить, что уровень системных рисков в ответ на данные меры также возрастает.

Необходимо отметить исследование Э. Файя и С. Карау (Faia, Karau, 2021), в котором оценивается воздействие ДКП на системные риски глобальных системно значимых банков в до- и посткризисный периоды. Эмпирический анализ показал, что ужесточение ДКП ведет к снижению системных рисков. Предполагая, что эффекты ДКП могут быть симметричны, авторы допускают, что нетрадиционная ДКП приводит к росту системных рисков. Малоизученность эффектов нетрадиционной ДКП на системные риски предполагает необходимость более четкого понимания эволюции такой политики, которая в данной статье рассматривается на примере ЕЦБ, а также влияния мер регулятора на системные риски в еврозоне в зависимости от их стимулирующего или сдерживающего характера.

Нетрадиционная денежно-кредитная политика ЕЦБ и системные риски в еврозоне

Анализ стилизованных фактов о применяемых ЕЦБ мерах нетрадиционной ДКП (снижение процентных ставок до околонулевого и отрицательного уровней, количественное и кредитное смягчение, forward guidance) позволяет более предметно оценить их влияние на системные риски в еврозоне. На фоне дефляционных рисков и неустойчивого восстановления после кризисов 2007–2009 гг. и 2011–2013 гг. ЕЦБ перешел к снижению процентных ставок по всем видам операций, включая депозиты и кредиты овернайт в евро-системе, а также в части заимствований по основным операциям рефинансирования. При этом ЕЦБ быстро исчерпал возможности стимулирования экономики за счет процентной политики: в 2020 г. в положительной зоне оставалась только ставка по кредитам овернайт (0,1% годовых), в то время как ставка по основным операциям рефинансирования была нулевой, а по депозитам овернайт отрицательной (–0,5% годовых). Для снижения процентных ставок по долгосрочным финансовым инструментам ЕЦБ с 2013 г. применял forward guidance для того чтобы удерживать процентные ставки «на текущем или более низком уровне в течение длительного периода времени» (ЕСВ, 2013 ; здесь и далее перевод наш. — Э. Д., О. М.).

Реагируя на устойчивый рост инфляции, с июля 2022 г. ЕЦБ приступил к повышению процентных ставок, сигнализируя о намерении продолжить этот процесс и в дальнейшем (ЕСВ, 2022а, 2022б). На рисунке 1 отражена динамика основных процентных ставок ЕЦБ в 2007–2022 гг.



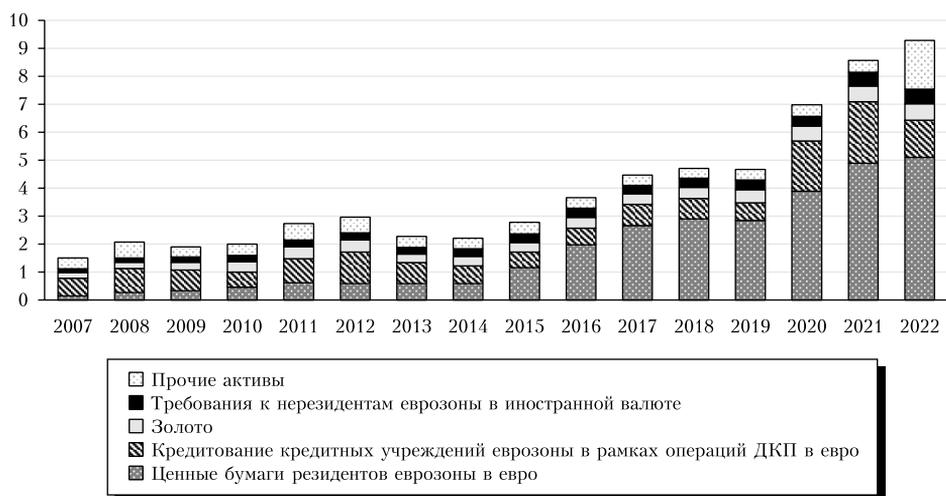
Источник: ЕЦБ.

Рис. 1

Следует отметить, что ЕЦБ и другие крупные центральные банки изначально скептически относились к нетрадиционной ДКП, поскольку покупки государственных облигаций и прочих активов могли поставить под сомнение их независимость (Jones, Matthijs, 2019). Поэтому в 2008 г. ЕЦБ ограничился предоставлением ликвидности кредитным учреждениям, однако глубина кризиса и высокие дефляционные риски вынудили регулятора в 2009–2012 гг. запустить несколько программ покупки государственных и корпоративных облигаций на первичном и вторичном рынках. Можно отметить скромные объемы интервенций (от 40 млрд до 60 млрд евро в год), при этом регулятор намеревался сохранить приобретенные активы до срока их погашения (ЕСВ, 2022с). Как следует из рисунка 2, баланс ЕЦБ умеренно увеличивался в 2011–2012 гг.

В 2015 г. подход ЕЦБ к нетрадиционной ДКП был кардинально пересмотрен: на фоне нулевых процентных ставок и сохраняющихся дефляционных рисков регулятор запустил масштабную программу покупки активов (Asset Purchase Programme, APP), в рамках которой приобретал государственные и корпоративные облигации, а также прочие активы на первичном и вторичном рынках. Стремясь избежать рыночных диспропорций, ЕЦБ приобретал государственные облигации в объеме, пропорциональном долям стран в ВВП валютного блока. В разные месяцы объем приобретаемых активов составлял от 15 млрд до 80 млрд евро, что превышает объемы интервенций за год в 2011–2012 гг. (ЕСВ, 2022с). На фоне APP баланс ЕЦБ в 2015–2018 гг.

Размер и структура активов на балансе ЕЦБ (трлн евро)



Источник: ЕЦБ.

Рис. 2

устойчиво возрастал (см. рис. 2), а монетарный импульс варьировал от 2 до 8,15% ВВП стран еврозоны. Следует отметить, что за этот период экономика еврозоны и финансовые рынки стали зависеть от вливания ликвидности со стороны ЕЦБ: с начала 2019 г. регулятор приостановил покупки активов, но с ноября был вынужден их возобновить на фоне обострения дефляционных рисков и роста доходности по государственным облигациям (Schumacher, Robays, 2019).

В марте 2020 г. для стимулирования деловой активности в условиях распространения пандемии COVID-19 регулятор анонсировал дополнительную масштабную программу покупки активов (Pandemic Emergency Purchase Programme, PEPP), которая осуществлялась параллельно APP. Изначально совокупный объем PEPP составлял 750 млрд евро, однако в дальнейшем неоднократно пересматривался и в итоге достиг 1,85 трлн евро (ЕЦБ, 2022d). Следует отметить, что APP и PEPP охватывали идентичные виды ценных бумаг, однако APP была нацелена на борьбу с рисками дефляции и статистически значимо повлияла на инфляционные свопы, а PEPP предназначалась для минимизации долговых рисков и оказала значимый эффект на спреды доходности государственных облигаций (Blot et al., 2022). В рамках PEPP ЕЦБ заявил о возможности отклоняться от принципа покупок активов пропорционально долям стран в ВВП еврозоны, учитывая диспропорции в долговых рисках. Таким образом, регулятор отчетливо указал на применение нетрадиционной ДКП в целях поддержания долговой устойчивости, а не ценовой стабильности. В результате антикризисных покупок активов баланс ЕЦБ на конец 2021 г. почти вдвое превышал уровень 2019 г.

В марте 2022 г. ЕЦБ завершил покупки активов в рамках PEPP, а в июне — в рамках APP. Однако в июле 2022 г. регулятор анонсировал запуск механизма защиты трансмиссии ДКП (Transmission Protection

Instrument, TPI) с целью «противодействия необоснованной, беспорядочной динамике рынка, которая представляет серьезную угрозу для трансмиссии ДКП в еврозоне» (ЕЦБ, 2022а). В рамках TPI ЕЦБ при необходимости намерен приобретать государственные облигации с растущей доходностью, используя средства от погашения находящихся на балансе ценных бумаг, при этом объем программы не ограничен. Учитывая наблюдаемые в течение многих лет высокие долговые риски для стран Южной Европы, доходность по их государственным облигациям немедленно реагирует на события как внутри этих стран, так и в еврозоне. Таким образом, TPI может стать инструментом контроля долговых рисков в наиболее уязвимых странах еврозоны, однако это возможно будет препятствовать сокращению баланса и создавать проинфляционные риски.

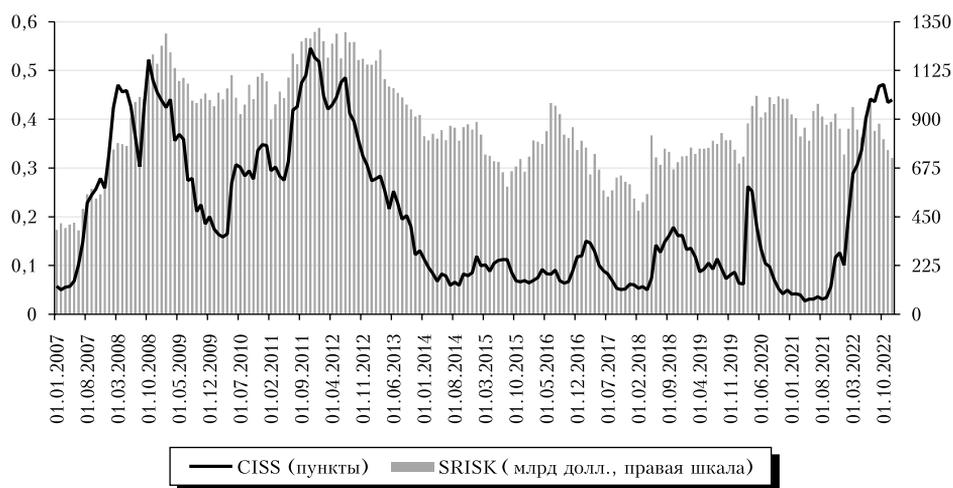
Учитывая значительные масштабы ликвидности, вливаемой ЕЦБ в рамках программ покупки активов, нетрадиционная ДКП могла оказывает заметное влияние на уровень системных рисков в еврозоне. При этом меры регулятора могли как сокращать, так и увеличивать риски для стабильности финансовой системы: с одной стороны, нетрадиционная ДКП способствует смягчению ограничений ликвидности и препятствует волатильности на финансовых рынках; с другой — наращивание задолженности со стороны заемщиков на фоне нетрадиционной ДКП делает их уязвимыми к возможным внешним шокам и к нормализации ДКП.

Рассмотрим динамику как финансового стресса, то есть материализованных системных рисков, так и их потенциального уровня. Показатель финансового стресса представлен в виде разработанного ЕЦБ индекса CISS (Composite Index of Systemic Stress): его преимущество заключается в расчете субиндексов материализованных системных рисков для каждого сегмента финансового рынка (государственных облигаций, акций, межбанковского кредитования, валютного рынка и сегмента финансовых посредников), которые затем складываются в агрегированный индекс финансового стресса (Hollo et al., 2012). Для оценки потенциального уровня системных рисков используется показатель SRISK, при расчете которого для отдельного банка учитывается объем его активов, левверидж и ожидаемые убытки в условиях рыночного спада. Сумма SRISK всех банков отражает ожидаемый дефицит капитала в банковской системе, который потребуются покрыть вливаниями со стороны правительства при наступлении кризиса (Brownlees, Engle, 2017). Динамика CISS и SRISK для стран еврозоны в 2007–2022 гг. представлена на рисунке 3.

Данные ЕЦБ и NYU V-Lab¹ свидетельствуют о резком усилении системных рисков в кризисные периоды (2008–2009, 2011–2013 и 2020 гг.). При этом отметим различную динамику CISS и SRISK в отдельные периоды нетрадиционной ДКП. Так, после запуска APP в 2015–2016 гг. CISS демонстрировал незначительные колебания, а SRISK последовательно увеличивался. В условиях антикризисных мер ЕЦБ в 2020 г. стремительно снижался CISS, однако SRISK оставался устойчивым, а после перехода к нормализации ДКП в 2022 г. CISS стал резко расти, а SRISK — снижаться. Приведенные данные

¹ Volatility Laboratory, New York University-Stern, The Volatility Institute.

Индексы CISS и SRISK в еврозоне



Источники: ЕЦБ; NYU V-Lab.

Рис. 3

подтверждают актуальность разграничения материализованных системных рисков (CISS) и их потенциального уровня (SRISK), при этом целесообразно рассмотреть асимметричное влияние стимулирующей и сдерживающей нетрадиционной ДКП на указанные показатели.

Методология исследования и используемые данные

В данном исследовании влияние нетрадиционной ДКП ЕЦБ на системные риски в странах еврозоны оценивается на основе ежемесячных данных за период с июля 2009 г. (запуск первой программы покупки активов) по июнь 2022 г. (завершение программы APP). Для этих целей мы используем векторные авторегрессии (VAR-модели), которые в сокращенной форме имеют следующий вид:

$$Y_t = A(L)Y_{t-p} + \varepsilon_t, \quad (1)$$

где: Y — вектор эндогенных переменных; A — матрица параметров; L — лаговый оператор; ε — вектор случайных ошибок; t — месяц; p — длина лага.

В структурной форме VAR-модель представлена следующим образом:

$$BY_t = C(L)Y_{t-p} + e_t, \quad (2)$$

где: B и C — матрицы параметров; e — вектор структурных шоков.

Связь между сокращенной VAR-моделью (1) и ее структурной формой (2) описывается следующими условиями:

$$A(L) = B^{-1}C(L), \quad (3)$$

$$\varepsilon_t = B^{-1}e_t. \quad (4)$$

Вектор эндогенных переменных включает индикаторы системных рисков и масштаба нетрадиционной ДКП, а также ряд макрофинансовых и макроэкономических параметров. В качестве показателей системных рисков используются рассмотренные ранее CISS и SRISK, отражающие финансовый стресс и ожидаемый дефицит капитала в банковской системе соответственно. Для учета масштаба нетрадиционной ДКП рассматривается динамика баланса ЕЦБ (отражает объемы покупок активов) и теневой процентной ставки, которая рассчитывается на основе кривой доходности государственных облигаций и может принимать неограниченные отрицательные значения, если центральный банк проводит покупку активов (Wu, Xia, 2017). Из макроэкономических и макрофинансовых показателей в модель включены инфляция и рост ВВП в еврозоне, динамика спреда между средней ставкой денежного рынка (EURIBOR)² и ключевой ставкой ЕЦБ (Main Refinancing Operations Rate, MRO), а также изменение ключевой ставки ЕЦБ. Подробная информация об используемых переменных представлена в таблице 1, стационарность перечисленных временных рядов была подтверждена расширенным тестом Дикки–Фуллера.

Т а б л и ц а 1

Описание переменных		
Переменная	Описание	Источник
<i>Показатели системных рисков</i>		
CISS	Изменение CISS, % м/м	ЕЦБ
SRISK	Изменение SRISK, % м/м	NYU V-Lab
<i>Параметры нетрадиционной ДКП</i>		
BALANCE	Изменение объема активов на балансе ЕЦБ, % м/м	ЕЦБ
SHADOW	Изменение теневой процентной ставки ЕЦБ, п. п. м/м	Wu, Xia, 2017
<i>Макроэкономические и макрофинансовые переменные</i>		
GROWTH	Сезонно скорректированный темп роста ВВП еврозоны*, % м/м	Федеральный резервный банк Сент-Луиса
INFLATION	Сезонно скорректированный гармонизированный темп роста цен, % м/м	ЕЦБ
SPREAD	Изменение спреда между EURIBOR и MRO, п. п. м/м	ЕЦБ
MRO	Изменение ставки MRO, п. п. м/м	ЕЦБ

* Показатель рассчитывается ОЭСР и представляет собой интерполированную оценку темпов роста ВВП, основанную на ежеквартальных фактических данных.

Источник: составлено авторами.

Всего оценены четыре VAR-модели с различными комбинациями показателей системных рисков и масштаба нетрадиционной ДКП. Для удобства далее модели будут обозначаться в формате X–Y, где X – используемый показатель уровня системных рисков, а Y – индикатор масштаба нетрадиционной ДКП (CISS–BALANCE, CISS–SHADOW,

² Данный спред позволяет оценить преобладающие денежно-кредитные условия и отражает премию за риск (Linzert, Schmidt, 2011).

SRISK–BALANCE и SRISK–SHADOW). При этом в эмпирическом анализе необходимо учесть возможное асимметричное влияние стимулирующей и сдерживающей нетрадиционной ДКП на системные риски. К стимулирующим мерам относятся рост активов на балансе ЕЦБ и снижение теневой процентной ставки, к сдерживающим — сокращение активов и повышение теневой процентной ставки. Были введены переменные EXPANSION и CONTRACTION, отражающие стимулирующую и сдерживающую направленность нетрадиционной ДКП соответственно. Для их расчета используются фиктивные переменные B (принимает значение 1 при росте активов на балансе ЕЦБ, 0 — при их снижении) и S (равна 1 при снижении теневой процентной ставки, 0 — при ее повышении):

$$EXPANSION = BALANCE \times B, \quad (5)$$

$$EXPANSION = SHADOW \times S, \quad (6)$$

$$CONTRACTION = BALANCE \times (1 - B), \quad (7)$$

$$CONTRACTION = SHADOW \times (1 - S). \quad (8)$$

Для идентификации структурных шоков стимулирующей и сдерживающей нетрадиционной ДКП мы используем комбинацию нулевых и знаковых ограничений на параметры VAR-моделей (Uhlig, 2005). Эта стратегия наиболее распространена в литературе о нетрадиционной ДКП (Papadamou et al., 2019), так как позволяет согласовать полученные импульсные отклики с экономической теорией и с результатами предыдущих исследований. Кроме того, ограничения смягчают характерное для VAR-моделей «проклятие размерности», связанное с ростом числа оцениваемых параметров при включении большого количества лагов переменных.

Как указано в таблице 2, структурные ограничения накладываются на импульсные отклики переменных как в период шока, так и через ме-

Т а б л и ц а 2

Структурные ограничения на параметры VAR-моделей

Тип шока	Период реакции, месяцы	CISS и SRISK	EXPANSION	CONTRACTION	INFLATION	GROWTH	SPREAD	MRO
Стимулирующая ДКП	0	-	≥ 0 (≤ 0)	0 (0)	0	0	≤ 0	0
	1	-	≥ 0 (≤ 0)	0 (0)	0	0	≤ 0	0
Сдерживающая ДКП	0	-	0 (0)	≤ 0 (≥ 0)	0	0	≥ 0	0
	1	-	0 (0)	≤ 0 (≥ 0)	0	0	≥ 0	0

Примечание. «-» означает отсутствие структурных ограничений. Для переменных EXPANSION и CONTRACTION в скобках указаны ограничения при оценке масштаба нетрадиционной ДКП посредством изменения теневой процентной ставки.

Источник: составлено авторами.

сяц, при этом знаковые ограничения сформулированы в виде нестрогих неравенств. Спецификация структурных ограничений полностью или в большей части аналогична предыдущим исследованиям об эффектах нетрадиционной ДКП (Voeckx et al., 2017, 2019; Burriel, Galesi, 2018).

Стратегия идентификации шоков нетрадиционной ДКП в VAR-модели предполагает следующие структурные ограничения. Во-первых, шоки ДКП оказывают запаздывающее влияние на рост ВВП и инфляцию, что согласуется с неокейнсианской предпосылкой о номинальных жесткостях в экономике. Во-вторых, мы разграничиваем решения ЕЦБ по традиционной и нетрадиционной ДКП, предполагая неизменность ключевой ставки регулятора (MRO). В-третьих, спред между стоимостью межбанковского кредита и ключевой ставкой ЕЦБ не повышается при стимулирующей нетрадиционной ДКП (и наоборот — не снижается в условиях сдерживающих мер регулятора), что обусловлено высокой зависимостью денежного рынка от поступления ликвидности со стороны ЕЦБ. В-четвертых, нестрогое ограничение на изменение баланса ЕЦБ и теневой процентной ставки позволяет учесть возможный лаг между объявлением о покупках/продажах активов и началом этих операций. Соответственно, допускается мгновенная реакция некоторых переменных (например, спреда EURIBOR и MRO или показателей системных рисков) после анонса мер ЕЦБ, а индикатор нетрадиционной ДКП может измениться позднее.

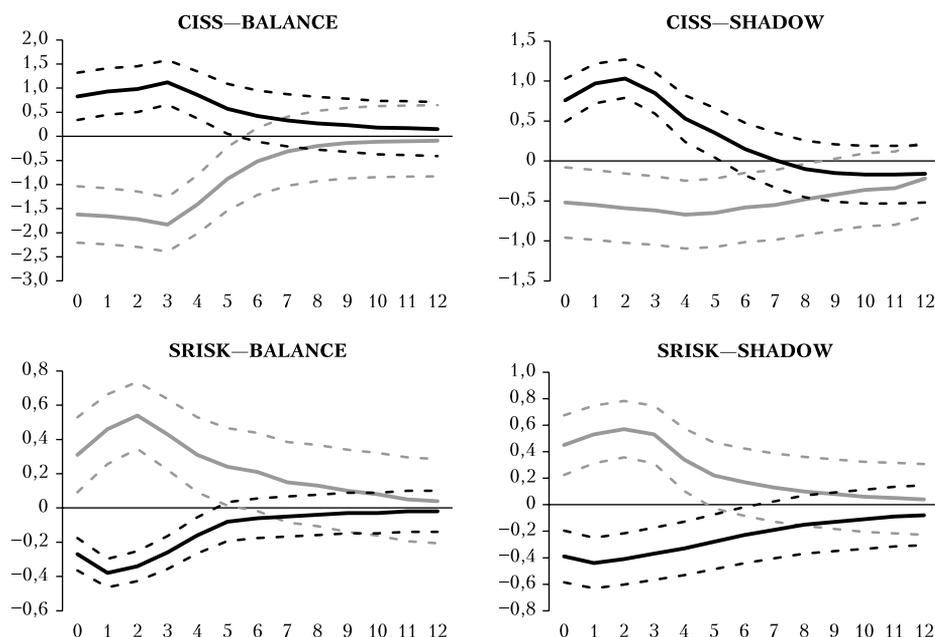
Результаты эмпирического анализа

С учетом информационных критериев Акаике, Шварца и Ханнана—Куинна, а также финальной ошибки прогнозирования в VAR-модели были включены три лага эндогенных переменных. В результате количество оцениваемых параметров в каждой спецификации стало меньше числа наблюдений в выборке, что смягчает риск перепараметризации моделей. После оценки параметров моделей было проанализировано их качество. Во-первых, собственные значения матриц параметров VAR-моделей не превышают 1 по модулю, что указывает на их стабильность. Во-вторых, нулевая гипотеза теста множителей Лагранжа не была отвергнута, подтверждая отсутствие автокорреляции остатков VAR-моделей (протестировано наличие автокорреляции остатков до шестого порядка включительно). В-третьих, нулевая гипотеза теста Харке—Бера также не была отвергнута, что свидетельствует о нормальном распределении остатков VAR-моделей.

На рисунке 4 представлены графики функций импульсного отклика показателей системных рисков в ответ на шоки нетрадиционной ДКП (реакция прочих переменных представлена в онлайн-приложении³). Функции импульсного отклика указывают на различия в реакции финансового стресса (CISS) и ожидаемого дефицита капитала в банковской системе (SRISK) на шоки нетрадиционной ДКП. В частности, различаются знаки импульсных откликов, длительность статистически

³ Онлайн-приложение см.: http://data.vopreco.ru/suppl/Dzhagityan_2023-12_suppl.pdf

**Импульсные отклики системных рисков
на шоки нетрадиционной ДКП ЕЦБ**



Примечание. По оси абсцисс — месяцы, по оси ординат — стандартные отклонения показателей системных рисков. Шок представляет собой изменение показателя нетрадиционной ДКП на одно стандартное отклонение. Серым цветом обозначена реакция системных рисков на стимулирующую нетрадиционную ДКП, черным — на сдерживающий шок. Пунктирные линии отражают 95%-ный доверительный интервал функции импульсного отклика, график которой обозначен сплошной линией.

Источник: расчеты авторов.

Рис. 4

значимой реакции, периоды максимального отклика, а также асимметрия в реакции на стимулирующие и сдерживающие меры ЕЦБ (табл. 3).

Т а б л и ц а 3

**Характеристики функций импульсного отклика системных рисков
на шоки нетрадиционной ДКП ЕЦБ**

Характеристика	Показатель системных рисков			
	CISS		SRISK	
	тип шока			
	стимулирующая ДКП	сдерживающая ДКП	стимулирующая ДКП	сдерживающая ДКП
Длительность статистически значимого отклика (месяцы)	5 (8)	5 (5)	5 (4)	4 (6)
Период максимального отклика (месяц)	3 (4)	3 (2)	2 (2)	1 (1)
Величина максимального отклика (п. п.)	-1,83 (-0,67)	1,12 (1,03)	0,54 (0,57)	-0,38 (-0,44)

Примечание. В скобках указаны значения при оценке масштаба нетрадиционной ДКП посредством изменения теневой процентной ставки.

Источник: расчеты авторов.

CISS снижается в ответ на стимулирующую нетрадиционную ДКП и возрастает при сдерживающих мерах ЕЦБ. Полученный результат объясняется реакцией финансовых рынков на поступление и изъятие ликвидности регулятором из финансовой системы соответственно. В частности, стимулирующие меры ЕЦБ увеличивают ликвидность, сглаживая волатильность финансовой системы и снижая финансовый стресс. В то же время сдерживающие меры регулятора дают обратный эффект.

При этом сложно сделать вывод об асимметричном влиянии шоков нетрадиционной ДКП разной направленности на динамику CISS. В частности, при использовании баланса ЕЦБ максимальный отклик на стимулирующий шок по модулю превышает максимальный отклик на сдерживающие меры (1,83 п. п. против 1,12 п. п., в обоих случаях он достигается на третий месяц). Однако при использовании теневой процентной ставки наблюдается обратная ситуация: 0,67 п. п. против 1,03 п. п., максимальный отклик наблюдается на четвертый и второй месяц соответственно. Кроме того, в этом случае статистически значимая реакция на стимулирующий шок продолжительнее, чем при сдерживающих мерах (8 и 5 месяцев соответственно).

SRISK увеличивается в ответ на стимулирующий шок нетрадиционной ДКП и снижается при сдерживающих мерах. Это объясняется динамикой вложений финансовых организаций в рискованные активы при стимулирующих и сдерживающих мерах ЕЦБ: при стимулирующей ДКП банки увеличивают инвестиции в такие активы, поэтому ожидаемые убытки при наступлении финансового кризиса увеличиваются, при сдерживающей ДКП поступают противоположным образом.

Максимальный отклик SRISK на стимулирующий шок всегда наблюдается на второй месяц и составляет в среднем 0,56 п. п. Таким образом, он превышает по модулю максимальный отклик на сдерживающие меры, который всегда наблюдается в первом месяце и составляет в среднем 0,41 п. п. При использовании баланса ЕЦБ отклик на стимулирующие меры продолжительнее, чем при сдерживающих мерах (5 и 4 месяца соответственно), однако при применении теневой процентной ставки наблюдается обратная ситуация (4 и 6 месяцев соответственно).

Отметим, что импульсные отклики устойчивы к изменению периода анализа. В частности, мы дополнительно рассмотрели несколько вложенных временных промежутков: с июля 2009 по декабрь 2019 г., с октября 2014 по июнь 2022 г. (с момента запуска APP), а также с октября 2014 по декабрь 2019 г. (с момента запуска APP). Во-первых, знак и статистическая значимость отклика системных рисков на шоки нетрадиционной ДКП не изменились: CISS снижается при стимулирующих мерах и повышается в ответ на сдерживающие, а SRISK демонстрирует обратную реакцию. Во-вторых, длительность статистически значимой реакции системных рисков на шоки нетрадиционной ДКП осталась неизменной, однако период роста SRISK на стимулирующие меры ЕЦБ снизился на два месяца при использовании самого короткого временного интервала (с октября 2014 по июнь 2022 г.).

Проведенный анализ выявил неоднородное влияние нетрадиционной ДКП ЕЦБ на системные риски в странах еврозоны. С одной

стороны, стимулирующие меры приводят к снижению материализованных системных рисков, то есть к волатильности основных сегментов финансового рынка (и наоборот, сдерживающие меры регулятора определяют увеличение указанного показателя). С другой стороны, стимулирующая нетрадиционная ДКП ведет к росту потенциальных системных рисков, то есть ожидаемого дефицита капитала в банковской системе при наступлении кризиса (и наоборот, указанный показатель снижается при сдерживающих мерах ЕЦБ). Данный вывод согласуется с результатами предыдущих исследований (см. обзор литературы), в которых рассматривались иные показатели системных рисков (в том числе только балансы глобальных системно значимых банков) или учитывались исключительно традиционные меры ЕЦБ (Colletaz et al., 2018; Kabundi, De Simone, 2020; Faia, Karau, 2021). В нашем исследовании выявлены различия в реакции материализованных и потенциальных системных рисков, а также асимметричное влияние стимулирующих и сдерживающих мер ЕЦБ.

Учитывая рост долгосрочных системных рисков в ответ на покупки активов ЕЦБ, стимулирующая нетрадиционная ДКП должна сопровождаться дополнительными мерами по обеспечению финансовой стабильности (например, ужесточением макропруденциальных лимитов). В то же время сочетание указанных решений может ограничить эффективность стимулирующей ДКП, нацеленной на минимизацию рисков дефляции. В частности, повышение макропруденциальных лимитов ограничивает банковское кредитование (Tillmann, 2015; Behncke, 2023) и может не позволить центральному банку достичь цели по инфляции. В этом случае решающее значение имеют эластичность банковского кредитования относительно макропруденциальных лимитов, а также координация ДКП и бюджетно-налоговой политики.

Основные выводы

Мы оценили влияние нетрадиционной ДКП ЕЦБ на системные риски в странах еврозоны, разграничив материализованные и потенциальные системные риски, которые отражают волатильность финансовых рынков и ожидаемый дефицит капитала в банковской системе соответственно. При этом в работе было оценено асимметричное влияние стимулирующих и сдерживающих мер ЕЦБ на указанные категории системных рисков.

Используя структурные VAR-модели, мы обнаружили, что стимулирующая нетрадиционная ДКП приводит к снижению материализованных системных рисков, однако потенциальные риски возрастают. При сдерживающих мерах ЕЦБ наблюдается противоположная реакция. Во всех случаях статистически значимый отклик продолжается в течение двух–восьми месяцев, то есть преимущественно краткосрочный. При этом эмпирический анализ показал асимметричное влияние стимулирующей и сдерживающей нетрадиционной ДКП на потенциальные системные риски: их рост в первом случае по модулю всегда превосходит снижение во втором случае.

Полученные результаты указывают на необходимость сочетать продолжительную стимулирующую нетрадиционную ДКП с ужесточением мер по обеспечению финансовой стабильности. После кризиса 2007–2009 гг. режим финансового регулирования во многих странах был дополнен пруденциальными требованиями Базеля III и мерами макропруденциальной политики. Соответственно, они могут быть ужесточены, чтобы ограничить увеличение потенциальных системных рисков при стимулирующей нетрадиционной ДКП. В то же время комбинация перечисленных мер может привести к снижению эффективности нетрадиционной ДКП, так как ужесточение финансового регулирования обусловит сокращение кредитования и будет иметь дезинфляционный эффект. Поэтому может потребоваться дополнительная координация ДКП и бюджетно-налоговой политики.

Можно выделить несколько направлений исследований, которые позволят повысить убедительность полученных результатов и проверить дополнительные гипотезы. Во-первых, влияние нетрадиционной ДКП на системные риски может быть неоднородным в странах еврозоны, которые отличаются по параметрам финансовых рынков и банковских систем. Во-вторых, целесообразно оценить взаимосвязь нетрадиционной ДКП и системных рисков на расширенной выборке развитых экономик (включая США, Японию, Великобританию, Канаду), что потребует разработки индикаторов системных рисков, подходящих для межстрановых сравнений.

Список литературы / References

- Ambler S., Rumler F. (2019). The effectiveness of unconventional monetary policy announcements in the euro area: An event and econometric study. *Journal of International Money and Finance*, Vol. 94, pp. 48–61. <https://doi.org/10.1016/j.jimonfin.2019.02.007>
- Behncke S. (2023). Effects of macroprudential policies on bank lending and credit risks. *Journal of Financial Services Research*, Vol. 63, No. 2, pp. 175–199. <https://doi.org/10.1007/s10693-022-00378-z>
- Bernanke B. S. (2002). *Deflation: Making sure “it” doesn’t happen here*. Remarks before the National Economists Club, Washington, DC, November 21.
- Bernanke B. S. (2020). The new tools of monetary policy. *American Economic Review*, Vol. 110, No. 4, pp. 943–983. <https://doi.org/10.1257/aer.110.4.943>
- Blot C., Bozou C., Creel J., Hubert P. (2022). The conditional path of central bank asset purchases. *Banque de France Working Paper*, No. 885.
- Boeckx J., Dossche M., Galesi A., Hofmann B., Peersman G. (2019). Do SVARs with sign restrictions not identify unconventional monetary policy shocks? *National Bank of Belgium Working Paper*, No. 372.
- Boeckx J., Dossche M., Peersman G. (2017). Effectiveness and transmission of the ECB’s balance sheet policies. *International Journal of Central Banking*, Vol. 13, No. 1, pp. 297–333.
- Brownlees C., Engle R. F. (2017). SRISK: A conditional capital shortfall measure of systemic risk. *Review of Financial Studies*, Vol. 30, No. 1, pp. 48–79. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhw060>
- Burriel P., Galesi A. (2018). Uncovering the heterogeneous effects of ECB unconventional monetary policies across euro area countries. *European Economic Review*, Vol. 101, pp. 210–229. <https://doi.org/10.1016/j.euroecorev.2017.10.007>

- Colletaz G., Leveugue G., Popescu A. (2018). Monetary policy and long-run systemic risk-taking. *Journal of Economic Dynamics and Control*, Vol. 86, pp. 165–184. <https://doi.org/10.1016/j.jedc.2017.11.001>
- ECB (2013). *Introductory statement to the press conference (with Q&A)*. European Central Bank, July 4. <https://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2013/html/is130704.en.html>
- ECB (2022a). *Monetary policy decisions*. European Central Bank, July 21. <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2022/html/ecb.mp220721-53e5bdd317.en.html>
- ECB (2022b). *Monetary policy decisions*. European Central Bank, September 8. <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2022/html/ecb.mp220908-c1b6839378.en.html>
- ECB (2022c). *Asset purchase programmes*. European Central Bank, October 25. <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/app/html/index.en.html#cbpp3>
- ECB (2022d). *Pandemic emergency purchase programme (PEPP)*. European Central Bank, October 25. <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/pepp/html/index.en.html>
- Faia E., Karau S. (2021). Systemic bank risk and monetary policy. *International Journal of Central Banking*, Vol. 17, No. 5, pp. 137–176.
- Farmer R. E. A. (2012). The effect of conventional and unconventional monetary policy rules on inflation expectations: Theory and evidence. *Oxford Review of Economic Policy*, Vol. 28, No. 4, pp. 622–639. <https://doi.org/10.1093/oxrep/grs024>
- Fasano-Filho M. U., Wang M. Q., Berkmen P. (2012). Bank of Japan's quantitative and credit easing: Are they now more effective? *IMF Working Paper*, No. 2012/002. <https://doi.org/10.5089/9781475502473.001>
- Filardo A. J., Nakajima J. (2018). Effectiveness of unconventional monetary policies in a low interest rate environment. *BIS Working Paper*, No. 691.
- Gagnon J., Raskin M., Remache J., Sack B. (2011). The financial market effects of the Federal Reserve's large-scale asset purchases. *International Journal of Central Banking*, Vol. 7, No. 1, pp. 3–43.
- Gambacorta L., Hofmann B., Peersman G. (2014). The effectiveness of unconventional monetary policy at the zero lower bound: A cross-country analysis. *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 46, No. 4, pp. 615–642. <https://doi.org/10.1111/jmcb.12119>
- Hanisch M. (2017). The effectiveness of conventional and unconventional monetary policy: Evidence from a structural dynamic factor model for Japan. *Journal of International Money and Finance*, Vol. 70, pp. 110–134. <https://doi.org/10.1016/j.jimonfin.2016.08.002>
- Hohberger S., Priftis R., Vogel L. (2019). The macroeconomic effects of quantitative easing in the euro area: Evidence from an estimated DSGE model. *Journal of Economic Dynamics and Control*, Vol. 108, pp. 103756. <https://doi.org/10.1016/j.jedc.2019.103756>
- Hollo D., Kremer M., Lo Duca M. (2012). CISS – A composite indicator of systemic stress in the financial system. *ECB Working Paper*, No. 1426. <https://doi.org/10.2139/ssrn.2018792>
- Jones E., Matthijs M. (2019). Rethinking central-bank independence. *Journal of Democracy*, Vol. 30, No. 2, pp. 127–141. <https://doi.org/10.1353/jod.2019.0030>
- Joyce M. A., Lasasosa A., Stevens I., Tong M. (2011). The financial market impact of quantitative easing in the United Kingdom. *International Journal of Central Banking*, Vol. 7, No. 3, pp. 113–161.
- Kabundi A., De Simone F. N. (2020). Monetary policy and systemic risk-taking in the euro area banking sector. *Economic Modelling*, Vol. 91, pp. 736–758. <https://doi.org/10.1016/j.econmod.2019.10.020>
- Kapetanios G., Mumtaz H., Stevens I., Theodoridis K. (2012). Assessing the economy-wide effects of quantitative easing. *Economic Journal*, Vol. 122, No. 564, pp. F316–F347. <https://doi.org/10.1111/j.1468-0297.2012.02555.x>
- Linzert T., Schmidt S. (2011). What explains the spread between the euro overnight rate and the ECB's policy rate? *International Journal of Finance and Economics*, Vol. 16, No. 3, pp. 275–289. <https://doi.org/10.1002/ijfe.430>

- Matousek R., Papadamou S. T., Šević A., Tzeremes N. G. (2019). The effectiveness of quantitative easing: Evidence from Japan. *Journal of International Money and Finance*, Vol. 99, article 102068. <https://doi.org/10.1016/j.jimonfin.2019.102068>
- Papadamou S., Kyriazis N. A., Tzeremes P. G. (2019). Unconventional monetary policy effects on output and inflation: A meta-analysis. *International Review of Financial Analysis*, Vol. 61, pp. 295–305. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2018.11.015>
- Schenkelberg H., Watzka S. (2013). Real effects of quantitative easing at the zero lower bound: Structural VAR-based evidence from Japan. *Journal of International Money and Finance*, Vol. 33, pp. 327–357. <https://doi.org/10.1016/j.jimonfin.2012.11.020>
- Schumacher J., Robays I. (2019). The September policy package. *ECB Economic Bulletin*, No. 6, pp. 40–43.
- Tillmann P. (2015). Estimating the effects of macroprudential policy shocks: A Qual VAR approach. *Economics Letters*, Vol. 135, pp. 1–4. <https://doi.org/10.1016/j.econlet.2015.07.021>
- Uhlig H. (2005). What are the effects of monetary policy on output? Results from an agnostic identification procedure. *Journal of Monetary Economics*, Vol. 52, No. 2, pp. 381–419. <https://doi.org/10.1016/j.jmoneco.2004.05.007>
- Wu J. C., Xia F. D. (2017). Time-varying lower bound of interest rates in Europe. *Chicago Booth Research Paper*, No. 17-06. <https://doi.org/10.2139/ssrn.2946239>

The effect of the ECB's unconventional monetary policy on systemic risks in the eurozone

Eduard P. Dzhagityan^{1,*}, Oscar R. Mukhametov^{1,2}

Authors affiliation: ¹ HSE University (Moscow, Russia);

² Financial Research Institute of the Ministry of Finance of the Russian Federation (Moscow, Russia). * Corresponding author, email: edzhagityan@hse.ru

Systemic risks in the framework of central banks' unconventional monetary policy (UMP) have so far received little attention in the modern economic literature. Based on evidence from the UMP of the European Central Bank (ECB), we contribute to this research area by differentiating systemic risks between materialized systemic risks (financial stress) and their potential level (expected capital shortfall in the banking system during crises). Besides, our paper assesses the asymmetric effects of expansionary and contractionary UMP. The empirical analysis covers the period from 2009 to 2022 and applies structural vector autoregressions with zero and sign constraints on the model parameters. We have found that materialized systemic risks decline in response to expansionary UMP and increase after the ECB's contractionary measures. Potential systemic risks demonstrate a backlash, and their increase after the expansionary shock outweighs the decrease in response to the contractionary measures in modulus. The research results show the need to combine a long-lasting stimulating UMP together with the tightening measures in ensuring financial stability.

Keywords: unconventional monetary policy (UMP), systemic risks, financial stress, financial regulation, euro area.

JEL: E52, E58, F45, G28.

Кривая Филлипса для открытой экономики: эволюция инфляционных процессов в России*

А. В. Зубарев, А. М. Городнов

*Российская академия народного хозяйства и государственной службы
при Президенте РФ (Москва, Россия)*

С помощью нелинейного обобщенного метода моментов (GMM) оценивается уравнение кривой Филлипса для малой открытой экономики с включением ожидаемого изменения валютного курса на российских данных. Согласно полученным оценкам, смена председателя Банка России в 2013 г. и переход к режиму инфляционного таргетирования значительно снизили влияние ожиданий изменения курса рубля на инфляцию, что подтверждает эффективность смены режима монетарной политики. Пандемия привела к росту влияния ожидаемого изменения валютного курса на инфляцию, что может быть следствием возросшей неопределенности относительно импортных цен, и к снижению жесткости цен в российской экономике, при этом переход к режиму инфляционного таргетирования не оказал влияния на ценовую жесткость.

Ключевые слова: кривая Филлипса, жесткость цен, обобщенный метод моментов, денежно-кредитная политика.

JEL: C26, E12, E31.

Введение

К числу наиболее распространенных способов исследования динамики инфляции относится использование кривой Филлипса. Преимущество применения кривой Филлипса для исследования дина-

Зубарев Андрей Витальевич (zubarev@ganepa.ru), к. э. н., завлабораторией прикладных макроэкономических исследований Института прикладных экономических исследований (ИПЭИ) РАНХиГС; *Городнов Артем Михайлович* (gorodnov-am@ganepa.ru), м. н. с. лаборатории прикладных макроэкономических исследований ИПЭИ РАНХиГС.

* Авторы выражают благодарность анонимным рецензентам за ценные замечания и комментарии.

мики инфляции — строгое микроэкономическое обоснование, позволяющее учитывать фазы бизнес-цикла и инфляционные ожидания.

Современные спецификации новокейнсианской кривой Филлипса нашли применение как для многих зарубежных экономик (Galí, Gertler, 1999), так и для экономики России (Зубарев, 2018; Соколова, 2014). Однако такие спецификации описывают динамику инфляции в закрытых экономиках, так как не содержат переменных, отражающих открытый характер экономик: инфляция в них связана с ожиданиями агентов и предельными издержками фирм. Такой подход может приводить к искажению результатов для открытых экономик, в которых возникают новые каналы влияния на инфляцию, связанные с внешнеэкономическими условиями (Balakrishnan, Lopez-Salido, 2002).

Как правило, в спецификации кривой Филлипса для малой открытой экономики исследователи включают переменные, отражающие внешнеэкономические условия, например различные каналы влияния внешних переменных на инфляцию в российской экономике. Так, есть шоки, напрямую влияющие на динамику обменного курса (что впоследствии переносится в инфляцию), к ним можно отнести шоки производительности (например, через эффект Балассы—Самуэльсона), шоки мировой деловой активности (через рост цен на энергоносители), шоки на рынке сырьевых товаров, номинальные шоки и др. В связи с этим часто рассматриваемые модели дополняют уровнем безработицы, номинальной ставкой процента, ценами на нефть и др.

Настоящая статья посвящена оценке кривой Филлипса для малой открытой экономики, предложенной в: Galí, Monacelli, 2005. Данная спецификация не использовалась для описания инфляционных процессов в российской экономике. Выбранная модель выведена из микроэкономических предпосылок и учитывает важные каналы влияния внешних условий на инфляцию. С помощью данной модели, помимо оценки параметра жесткости цен и зависимости инфляции от внешних условий, мы проверяем несколько гипотез. Во-первых, анализируем последствия пандемии на инфляцию, так как в этот период наблюдались существенные внешние и внутренние шоки спроса и предложения, а также шок неопределенности. В частности, проверяем, как изменились жесткость цен и влияние ожидаемого изменения курса рубля на динамику инфляции до и после пандемии. Во-вторых, как изменилось влияние внешних условий на инфляционные процессы после перехода к режиму инфляционного таргетирования. Мотивация этой гипотезы состоит в том, что при таком режиме инфляционные процессы более прозрачные, так как экономические агенты осведомлены, что центральный банк при возникновении шоков будет принимать меры по стабилизации цен и поддержанию инфляции на целевом уровне, что снижает неопределенность.

Обзор литературы

В работе А. Филлипса (Phillips, 1958) была обнаружена отрицательная связь между безработицей и темпом роста номинальных заработных плат, получившая название кривой Филлипса. Данный

результат был чисто эмпирическим артефактом. Развитие теории адаптивных (Phelps, 1967) и рациональных (Lucas, 1972) ожиданий привело к изменению вида кривой Филлипса. Следующим этапом развития стала модель Дж. Гали и М. Гертлера (Galí, Gertler, 1999), в которой инфляция зависит от ожиданий и предельных издержек фирм. В современных исследованиях рассматривается кривая Филлипса для открытых экономик. Ключевой в этой области стала работа Гали и Т. Моначелли (Galí, Monacelli, 2005), связавшая новокейнсианскую кривую Филлипса с условиями торговли и обменным курсом.

Одну из первых попыток оценить уравнения, предложенные в работе Гали и Моначелли (Galí, Monacelli, 2005), предприняли А. Михайлов с соавторами (Mihailov et al., 2011). Для десяти стран, которые принято считать малыми открытыми экономиками, оценивалось уравнение с включением ожидаемого изменения условий торговли как внешнего фактора. Коэффициент дисконтирования для всех стран оказался значимым и численно близким к 1 (как того требует теоретическая модель), коэффициент при разрыве выпуска значим лишь для трех стран, причем в одном случае знак отрицательный (что входит в некоторое противоречие с экономической теорией). Тем не менее отрицательный знак перед разрывом выпуска описан в литературе (Galí, Gertler, 1999; Rudd, Whelan, 2007). Авторы получают значимые и положительные оценки коэффициента при ожидаемом изменении условий торговли в половине стран. Это, по их мнению, может говорить о том, что внешние факторы в данных экономиках оказывают более значимое влияние на динамику инфляции, чем разрыв выпуска. Оценки жесткости цен значимы для всех стран и меняются от 0,79 до 0,97. Это говорит о высокой степени жесткости цен в выбранных странах. Оценка уравнения с предельными издержками приводит к незначимым оценкам перед этим показателем для девяти стран; оценки жесткости цен значимы для восьми стран и в целом принимают значения ниже, чем в уравнении с разрывом выпуска. По мнению авторов, эмпирический анализ подтверждает возможность описывать динамику инфляции с помощью модели малой открытой экономики Гали и Моначелли, хотя в ряде случаев модель не имеет существенных преимуществ перед аналогичными моделями закрытой экономики, однако оценки позволяют сделать вывод о важности внешних факторов как детерминант инфляции для ряда стран.

Работа С. Аббаса с соавторами (Abbas et al., 2016a) посвящена оценке уравнений Гали и Моначелли для Австралии, поставляющей на мировой рынок значительное количество сырьевых товаров. В уравнении с условиями торговли оценка коэффициента при внешнем факторе незначимая или отрицательная, оценка жесткости цен принимает более разумные значения. При этом модель с обменным курсом показывает более правдоподобные результаты: оценка коэффициента дисконтирования близка к 1, период жесткости цен составляет семь кварталов, оценка коэффициента при ожидаемом изменении обменного курса значимая и положительная. В дальнейшем эти авторы (Abbas et al., 2016b) обосновали применимость модели для экономики Великобритании, хотя для трех стран модель неприменима.

На модель Гали и Моначелли опираются авторы многих работ. Например С. Рейд (Ried, 2009) исследует вопрос о том, можно ли использовать эту модель для макроэкономического анализа, способна ли она объяснять шесть основных загадок в международной макроэкономике (например, о смещении в сторону отечественного потребления, о низкой корреляции международного потребления и др.). Несмотря на стилизованность модели, автор показывает, что ее можно использовать для их объяснения. В работе: Saygili, 2020, на основе новокейнсианской кривой Филлипса исследуется динамика инфляции в различных отраслях для 17 стран. Оцениваемое автором уравнение, основанное

на модели Гали и Моначелли, учитывает влияние промежуточных импортируемых товаров на инфляцию. Подтверждая значимую роль как внутренних, так и внешних факторов в динамике инфляции, Х. Сайгили выявляет отраслевую неоднородность реакции инфляции на них и отмечает возрастающую роль внешних факторов в определении инфляции, что означает снижение способности монетарных властей стабилизировать инфляцию и разрыв выпуска.

Важному аспекту в изучении кривой Филлипса посвящена работа Ф. Румлера (Rumler, 2007), где предельные издержки корректируются для случая открытой экономики. Реальные затраты на труд отражают только часть общих затрат фирмы и игнорируют затраты на промежуточные товары, часть которых импортируется. В работе оцениваются структурные параметры (коэффициент дисконтирования, доля фирм с адаптивными ожиданиями и жесткость цен) для девяти европейских стран в трех вариантах: для закрытой экономики, где предельные издержки включают только затраты на труд; для открытой экономики с импортируемыми промежуточными товарами; более общая спецификация открытой экономики, которая включает промежуточные товары как отечественного, так и импортного производства. Жесткость цен оценивается систематически выше в случае закрытой экономики, чем в случае открытой с включением импортных ресурсов в производственный процесс. При этом жесткость цен выше в более общей модели с отечественными и импортируемыми промежуточными ресурсами, чем только с импортируемыми. Это может быть связано с возможностью заменить импортные промежуточные товары на отечественные, что снижает необходимость корректировать цены. Общая модель была признана наиболее подходящей для объяснения динамики инфляции.

Н. Батини с соавторами (Batini et al., 2005) расширяют уравнение кривой Филлипса для случая открытой экономики. Они отмечают, что затраты на корректировку занятости также отражаются в предельных издержках, а повсеместно используемые в качестве прокси затраты на труд не учитывают их. Авторы отмечают, что открытость экономики влияет на инфляцию двумя путями: во-первых, реальные предельные издержки являются функцией от цены ресурсов, в том числе импортных; во-вторых, внешнее конкурентное давление может влиять на равновесную ценовую надбавку, которая приводит к ценовому давлению. Авторы корректируют предельные издержки, включая в них затраты на корректировку занятости, влияние иностранной конкуренции, а также относительную цену импорта. Полученные авторами оценки в целом согласуются с теоретическими: инфляционные ожидания в большей мере рациональны, затраты на труд имеют высокую значимость, импортные цены, влияние безработицы и изменения цены нефти также значимые с ожидаемыми знаками коэффициентов. Однако переменные, отражающие разрыв выпуска и внешнюю конкуренцию, не всегда значимы.

В работе: Lagoa, 2014, акцент сделан на исследовании роли импортных цен и канала издержек на динамику инфляции. Номинальная ставка процента через канал издержек может влиять на инфляцию,

поскольку некоторые фирмы вынуждены обращаться к займам на финансовом рынке. Следовательно, повышение номинальной ставки процента приводит к росту предельных издержек фирмы, и таким образом возникнет ценовое давление. Автор приходит к выводу, что номинальная ставка процента и внешние условия являются значимыми факторами ценового давления.

Рассмотрим опыт российских исследователей. В работе: Синельников-Мурылев и др., 2020, исследуется различие инфляции в российских регионах с помощью гибридной кривой Филлипса с включением номинального эффективного обменного курса, который аппроксимируется долей совокупного импорта в ВРП региона. Полученные оценки согласуются с теорией, при этом доля импорта также значима. Эффект переноса валютного курса выделяется как фактор различия инфляции в регионах. В работе: Зубарев, 2018, предпринята попытка учесть открытость российской экономики, выделяя внутреннюю инфляцию посредством очистки дефлятора ВВП от цен экспортируемых товаров, что позволяет оценивать новокейнсианскую кривую Филлипса для такого показателя.

Б. Гафаров (2011) включает в кривую Филлипса показатели безработицы, изменения обменного курса и цены нефти. Полученные оценки свидетельствуют о том, что обменный курс, несмотря на статистическую значимость коэффициента, не оказывает существенного экономического влияния на потребительские цены. Цена на нефть в большей степени влияет на цены производителей, при этом влияние на российский ИПЦ также значимо, но невелико. Однако включать их в уравнение необходимо для получения корректных результатов, чтобы учесть шоки со стороны издержек.

Влияние обменного курса на инфляцию рассматривалось в работе: Перевышина, Егоров, 2015. Авторы включают в кривую Филлипса темп роста рубля к доллару США. В результате оценки уравнения авторы получили, что ослабление рубля на 1 п. п. приводит к увеличению потребительской инфляции на 0,05 п. п. с лагом один квартал.

В ряде исследований показано значение внешних факторов для динамики макроэкономических показателей (в частности, инфляционных процессов) в российской экономике, что позволяет обосновать рассмотрение спецификации кривой Филлипса именно для открытой экономики. В работе: Saul, 2021, показано, что добавление к новокейнсианской кривой Филлипса показателей, отражающих открытость экономики (в частности, реального эффективного обменного курса), повышает точность прогноза инфляции. Р. Хабибулин (2019) приходит к похожим результатам: показатель внутреннего разрыва выпуска не повышает точность прогнозов инфляции, а включение внешних факторов, в частности цены на нефть и обменного курса, значительно улучшает прогнозы.

Работа: Kiselev, Zhivaykina, 2020, посвящена исследованию роли глобальных факторов в формировании динамики инфляции в 29 странах. Авторы обнаруживают, что глобальные факторы объясняют около 30% вариации российского ИПЦ. В работе А. Полбина с соавторами (Polbin et al., 2020) показано, что в России, как малой открытой эко-

номике, больше влияют шоки глобального спроса и шоки на сырьевых рынках. А. Пестова и М. Мамонов (2016) отмечают, что шок обменного курса рубля оказывает статистически значимое воздействие на ИПЦ.

Завершая обзор, подчеркнем, что включение переменных, характеризующих открытость экономик, широко распространено в литературе. Эмпирические результаты показывают, что такие переменные относятся к важным детерминантам динамики инфляции. В российских работах отмечается значимая роль внешних факторов в ее объяснении, что обосновывает интерес к модели открытой экономики.

Описание модели

В качестве основной спецификации модели выбрана кривая Филлипса для малых открытых экономик, описанная в работе: Galí, Monacelli, 2005. Данная модель имеет строгое микроэкономическое обоснование и напрямую выводится из задачи максимизации полезности репрезентативного агента. Гали и Моначелли показывают, что инфляция потребительских цен в малой открытой экономике определяется внутренней инфляцией и изменением условий торговли:

$$\pi_t = \pi_{H,t} + \alpha \Delta s_t, \quad (1)$$

где: π_t — инфляция по ИПЦ; $\pi_{H,t}$ — внутренняя инфляция; Δs_t — изменение условий торговли. Параметр $\alpha \in [0; 1]$ в равновесном состоянии соответствует доле импорта в потреблении. Именно в этом смысле α представляет собой коэффициент открытости.

Конечная спецификация кривой Филлипса для малой открытой экономики имеет вид:

$$\pi_t = \beta E_t \pi_{t+1} + \lambda \widehat{mc}_t + \alpha (\Delta s_t - \beta E_t \Delta s_{t+1}), \quad (2)$$

где: π_t — инфляция; \widehat{mc}_t — предельные издержки (в отклонении от стационарного состояния); Δs_t — изменение условий торговли.

В отличие от уравнения кривой Филлипса для закрытой экономики, согласно которому инфляция определяется разрывом выпуска и инфляционными ожиданиями, данное уравнение показывает, что потребительская инфляция в малой открытой экономике зависит от ожидаемого изменения условий торговли ($\Delta s_t > \beta E_t \Delta s_{t+1}$), которое должно перестраивать потребительские расходы в пользу иностранных товаров, создавая повышательное давление на цены со стороны растущего спроса на них. Аналогично, ожидаемое ухудшение условий торговли ($\Delta s_t < \beta E_t \Delta s_{t+1}$) создает понижательное давление на цены. В обоих случаях давление на цены зависит от степени открытости экономики α . Реальный эффективный обменный курс пропорционален условиям торговли $q_t = (1 - \alpha)s_t$, поэтому уравнение (2) принимает вид:

$$\pi_t = \beta E_t \pi_{t+1} + \lambda \widehat{mc}_t + \frac{\alpha}{1 - \alpha} (\Delta q_t - \beta E_t \Delta q_{t+1}), \quad (3)$$

где Δq_t — изменение реального эффективного обменного курса.

В уравнениях (2) и (3) коэффициент λ выражается через структурные параметры:

$$\lambda \equiv \frac{(1 - \beta\theta)(1 - \theta)}{\theta}, \quad (4)$$

где: β — коэффициент дисконтирования; θ — параметр жесткости цен в модели Кальво (Calvo, 1983).

Предельные издержки \widehat{mc}_t при некоторых условиях могут быть пропорциональны разрыву выпуска, который в рамках теоретической модели определяется как отклонение текущего выпуска от выпуска при гибких ценах. Эмпирически разрыв выпуска строится как отклонение ВВП от тренда. Это позволяет выразить уравнения (2) и (3) следующим образом:

$$\pi_t = \beta E_t \pi_{t+1} + kx_t + \alpha (\Delta s_t - \beta E_t \Delta s_{t+1}), \quad (5)$$

$$\pi_t = \beta E_t \pi_{t+1} + kx_t + \frac{\alpha}{1 - \alpha} (\Delta q_t - \beta E_t \Delta q_{t+1}), \quad (6)$$

где x_t — разрыв выпуска.

Выбранная модель позволяет оценить роль инфляционных ожиданий, внутренних и внешних факторов в динамике инфляции. Однако она основана на жестких предпосылках о полноте финансовых рынков, выполнении паритета покупательной способности, а также на предположении о том, что все импортируемые товары являются товарами конечного потребления. Тестирование данных предпосылок выходит за рамки исследования.

Степень влияния обменного курса на инфляцию через эффект переноса исследуется в ряде отечественных работ. А. Сиянков с соавторами (2019), используя микроданные российских компаний, оценивают эффект переноса в цены конечной продукции на уровне 18%. В работе: Хотулев, 2020, эффект переноса валютного курса на ИПЦ оценивается на уровне 13,5% на горизонте от трех до шести месяцев. А. Елисеев с соавторами (2021) выявили, что долгосрочный эффект переноса валютного курса в цены близок к полному (оценивается на уровне 98,5%). Кроме того, отметим, что в российском потреблении значима доля импортных товаров: показатель «Доля импорта в товарных ресурсах розничной торговли»¹ долгое время колебался в районе отметки 44%, затем после резкого падения в 2015 г. постепенно вышел на уровень 37–40%, что свидетельствует о существенной доле импортных товаров в потребительской корзине, цена на которые зависит от обменного курса.

При оценивании кривой Филлипса важен способ измерения инфляционных ожиданий как ненаблюдаемого показателя. Применяют разные подходы, например, на основе социологических опросов, эконометрических моделей или данных финансовых рынков (Easaw et al., 2013; Балацкий, Юревич, 2018; Раннева, 2019). Но чаще при оценивании используются прогнозы инфляции (Mavroeidis et al., 2014), причем валидность оценок модели с ожиданиями определяется корректностью моментных условий в рамках ГММ-оценивания. В этом случае оценки коэффициентов уравнения с использованием таких переменных соответствуют коэффициентам уравнения с ожиданиями.

¹ <https://www.fedstat.ru/indicator/37165>

Принимая во внимание описанную в литературе роль обменного курса в динамике инфляции, мы оцениваем уравнения (3) и (6), а также структурные параметры модели в различные периоды. Для оценивания выбран непрерывно обновляющийся нелинейный обобщенный метод моментов (CUE GMM), так как он помогает преодолеть эндогенность. С помощью J-теста Хансена проверяется экзогенность инструментов.

Описание данных

Мы используем квартальные данные Росстата, Банка России и МВФ с I квартала 2000 по IV квартал 2021 г. Во всех моделях в качестве показателя инфляции используется очищенная от сезонности логразность ИПЦ.

Пределные издержки \widehat{mc}_t , ненаблюдаемый показатель, поэтому они аппроксимируются долей труда в стоимости выпуска, которая получается в результате деления номинального фонда оплаты труда на номинальный ВВП (как в работе: Galí, Gertler, 1999). Тренд выделяется фильтром Ходрика—Прескотта, при оценивании используется показатель в терминах отклонения от тренда. Аналогично строится показатель разрыва выпуска x_t . В качестве обменного взят реальный эффективный курс рубля. При оценивании применяются первые разности (в логарифмах) данного показателя.

Помимо лагов объясняющих переменных, для получения GMM-оценок используются внешние инструменты: спред между ставкой по кредиту и ставкой денежного рынка MIACR, прирост цены на нефть марки Brent, инфляция заработной платы, прирост денежного агрегата M0. Аналогичные инструменты применяются в других работах (Galí, Gertler, 1999; Зубарев, 2018; Соколова, 2014).

В качестве показателей ожидаемой инфляции и ожидаемого обменного курса мы используем фактические вперёдсмотрящие значения показателей. При выполнении ряда условий полученные таким образом GMM-оценки будут состоятельными оценками коэффициентов уравнения с ожиданиями. Использование CUE GMM обеспечивает наименьшее смещение оценок на конечных выборках.

Результаты

Оценка моделей проведена на двух разбиениях наблюдаемого периода данных. В разбиении с I кв. 2000 до I кв. 2020 и IV кв. 2021 г. первый период соответствует времени до пандемии, второй включает ее (выделить период пандемии отдельно невозможно из-за ограниченности выборки). Во втором разбиении — с I кв. 2000 до II кв. 2013 г. и с III кв. 2013 до IV квартала 2021 г. — периоды соответствуют времени до и после смены председателя Банка России. Мотивация подобного разбиения на периоды в том, что назначение Э. Набиуллиной на должность председателя Банка России ознаменовалось переходом к режиму инфляционного таргетирования, которое сопровождалось

повышением гибкости курсообразования, а также изменениями в процедуре принятия решений в области денежно-кредитной политики². Это могло существенным образом изменить механизмы формирования инфляционных процессов в российской экономике.

В таблицах 1–2 представлены результаты оценивания уравнения (3) и структурных параметров³. J-тест для всех наборов инструментов имеет высокий уровень значимости (p -value должно быть выше 10%), поэтому гипотеза об экзогенности используемых наборов инструментов не отвергается. Наборы инструментов преимущественно одинаковые либо отличаются лагами схожих инструментов, поскольку функционал, который минимизируется в GMM, иногда может не сходиться к минимуму (например, см.: Abbas et al., 2016a).

Параметр β в теоретической модели является коэффициентом дисконтирования репрезентативного домохозяйства и ограничен 1 сверху. Из приведенных таблиц видно, что его оценки статистически значимы и в большинстве случаев близки к 1 (отметим, что практически во всех случаях 1 входит в 95%-ный доверительный интервал), что соответствует теоретическим значениям.

Структурный параметр θ является параметром ценовой жесткости из модели Кальво. Через него определяется период неизменности цен $\frac{1}{1-\theta}$. Результаты показывают, что оценка этого коэффициента на периоде, включающем время пандемии (см. табл. 1), колеблется в пределах от 0,55 до 0,70, в среднем составляет 0,60, то есть цены остаются неизменными в среднем 2,5 квартала, что несколько меньше, чем в США и странах еврозоны.

В докризисном периоде (см. табл. 2) оценка коэффициента жесткости цен θ систематически выше и в среднем равна 0,77, что соответствует 4,3 квартала. Такое изменение оценок свидетельствует о том, что в среднем до пандемии цены были значительно более жесткими, так как изменения в оценках происходят при добавлении сравнительно небольшого количества наблюдений. Вероятной причиной снижения жесткости цен послужили возникшие проблемы с логистикой, удорожание производственных ресурсов, а также негативные шоки спроса и предложения. Возникшие шоки породили неопределенность общей экономической конъюнктуры и дефицит ряда товаров, а неопределенность относительно курса рубля напрямую привела к неопределенности относительно импортных цен. Из-за этого производители были вынуждены чаще и сильнее корректировать свои цены, чтобы подстроиться под изменения рынка.

Коэффициент открытости (параметр α) отражает влияние ожидаемого изменения реального обменного курса на инфляцию. Оценки

² http://www.cbr.ru/collection/collection/file/7800/ar_2013.pdf

³ Уравнение (3) содержит коэффициенты β , λ и α . Коэффициент λ нелинейно выражается через параметры β и θ . Использование нелинейного метода позволяет напрямую получать оценки коэффициентов путем двойного оценивания уравнения. Сначала уравнение оценивается в виде, в котором записано уравнение (3), откуда получают оценки коэффициентов β , λ и α . Затем непосредственно в уравнение (3) вместо коэффициента λ подставляется выражение (4). В результате получаем оценки коэффициента θ (отметим, что оценки коэффициентов β и α при этом практически не меняются).

Т а б л и ц а 1

**Оценка уравнения (3) на периоде, включающем пандемию,
I кв. 2000—IV кв. 2021 г.**

Инструмент	$s(1-4)$	$o(1-3)$	$s(1-4),$ $g(1-2)$	$w(1-3),$ $s(1-4)$	$o(1-3),$ $w(1-3)$	$o(1-4),$ $s(1-2)$	$o(1-3),$ $s(1-3),$ $w(1-3)$	$g(1-3),$ $s(1-3),$ $o(1-2)$
β	0,84***	0,87***	0,76***	0,98***	0,87***	0,77***	0,84***	0,76***
θ	0,66***	0,65***	0,57***	0,70***	0,55***	0,57***	0,57***	0,59***
α	0,39***	0,34***	0,46***	0,19***	0,46***	0,49***	0,47***	0,44***
λ	0,23**	0,22**	0,41***	0,13***	0,43***	0,42***	0,40***	0,38***
J-test p -value	0,73	0,83	0,77	0,56	0,37	0,79	0,56	0,80

Примечание. Общим для всех моделей набором инструментов являются 5 лагов инфляции, 2 лага затрат на труд и 4 лага изменения реального эффективного обменного курса рубля. Названия столбцов соответствуют инструментам, используемым в дополнение к общему набору. Здесь и далее s , w , o , g и t – включение спреда процентных ставок, инфляции заработной платы, темпа прироста цены на нефть, разрыва выпуска и прироста денежного агрегата M0 в качестве инструментов, соответственно. В скобках указано количество лагов. *** $p < 0,01$, ** $p < 0,05$, * $p < 0,1$.

Источник: расчеты авторов.

Т а б л и ц а 2

**Оценка уравнения (3) на периоде до пандемии,
I кв. 2000—I кв. 2020 г.**

Инструмент	$s(1-4)$	$o(1-3)$	$s(1-4),$ $g(1-3)$	$w(1-3),$ $s(1-4)$	$o(1-3),$ $w(1-3)$	$o(1-4),$ $s(1-2)$	$o(1-3),$ $s(1-3),$ $w(1-3)$	$g(1-3),$ $s(1-3),$ $o(1-2)$
β	1,00***	1,00***	0,91***	1,02***	0,99***	1,00***	0,98***	0,95***
θ	0,81***	0,84***	0,73***	0,77***	0,77***	0,82***	0,74***	0,74***
α	0,13***	0,11***	0,12***	0,09***	0,12***	0,11***	0,18***	0,11***
λ	0,04	0,03	0,13***	0,06***	0,07**	0,03	0,10***	0,10***
J-test p -value	0,70	0,48	0,16	0,76	0,30	0,28	0,49	0,20

Примечание. Общим для всех моделей набором инструментов являются 5 лагов инфляции, 2 лага затрат на труд и 4 лага изменения реального эффективного обменного курса рубля. Названия столбцов соответствуют инструментам, используемым в дополнение к общему набору. В скобках указано количество лагов. *** $p < 0,01$, ** $p < 0,05$, * $p < 0,1$.

Источник: расчеты авторов.

этого коэффициента во всех случаях положительные и значимые, что говорит о значимом влиянии ожиданий изменения обменного курса на инфляцию. Оценки коэффициента α меняются от периода к периоду и значительно возрастают на выборке, включающей время пандемии (в среднем от 0,12 до 0,40). Такой результат также свидетельствует о том, что пандемия привела к существенному изменению влияния внешних факторов на инфляцию: последняя стала сильнее зависеть от внешней конъюнктуры из-за большего вклада возможного дефицита и курсовой неопределенности в цены. Отметим, что статистически значимые различия между оценками коэффициентов были проверены с помощью теста Чоу. Статистические различия обнаружены на уровне значимости 1% (см. табл. П1 Приложения).

Эмпирические оценки многих спецификаций кривой Филлипса демонстрируют незначимые оценки коэффициента предельных издержек, в том числе на российских данных. В таблицах 1–2 оценки коэффициента при предельных издержках λ в большинстве случаев значимы. Это может подтверждать тезис о том, что при выявлении детерминант

инфляции необходимо учитывать внешние условия (Batini et al., 2005). Отметим, что полученные оценки в среднем возрастают при увеличении периода, что логично: выше было показано, что коэффициент λ непосредственно выражается через коэффициенты β и θ . Так как в большинстве случаев оценки β близки к 1 и существенно не изменяются, параметр λ в основном определяется коэффициентом жесткости: чем ниже жесткость цен, тем выше коэффициент предельных издержек λ .

В уравнении (6) фаза деловой активности задана разрывом выпуска. В таблицах 3–4 представлены оценки этого уравнения для периода, включающего время пандемии, и периода до нее соответственно. Оценки коэффициента дисконтирования β в обоих случаях близки к 1. Коэффициент α в обоих случаях подтверждает предыдущий результат: его оценки увеличиваются на периоде, включающем пандемию, при этом они значимы на обоих подвыборках и численно близки к значениям в таблицах 1–2.

Оценки коэффициента при разрыве выпуска k в обоих случаях отрицательные, что расходится с теорией: увеличение предельных издержек приводит к увеличению разрыва в объеме производства, что должно привести к ценовому давлению, поэтому коэффициент ожидается

Т а б л и ц а 3

Оценка уравнения (6) на периоде, включающем пандемию,
I кв. 2000—IV кв. 2021 г.

Инструмент	$s(1-2)$	$w(1-2),$ $m(1-2)$	$w(1-2),$ $s(1-2)$	$o(1-4),$ $s(1-4)$	$s(1-2),$ $m(1-2)$	$w(1-2),$ $o(1-4)$	$o(1-4),$ $s(1-4),$ $w(1-2)$	$o(1-4),$ $w(1-2),$ $s(1-2),$ $m(1-2)$
β	0,90***	0,85***	0,90***	0,99***	0,93***	0,98***	0,96***	0,96***
α	0,47***	0,50***	0,47***	0,40***	0,45***	0,48***	0,44***	0,45***
k	-0,21	-0,18*	-0,21	-0,20*	-0,17**	-0,32**	-0,21**	-0,25***
J-test p -value	0,83	0,93	0,86	0,93	0,92	0,76	0,92	0,95

Примечание. Общим для всех моделей набором инструментов являются 2 лага инфляции, 2 лага разрыва выпуска и 2 лага изменения реального эффективного курса рубля. Названия столбцов соответствуют инструментам, используемым в дополнение к общему набору. В скобках указано количество лагов. *** $p < 0,01$, ** $p < 0,05$, * $p < 0,1$.

Источник: расчеты авторов.

Т а б л и ц а 4

Оценка уравнения (6) на периоде до пандемии,
I кв. 2000—I кв. 2020 г.

Инструмент	$s(1-2)$	$w(1-2),$ $m(1-2)$	$w(1-2),$ $s(1-2)$	$o(1-4),$ $s(1-4)$	$s(1-2),$ $m(1-2)$	$w(1-2),$ $o(1-4)$	$o(1-4),$ $s(1-4),$ $w(1-2)$	$o(1-4),$ $w(1-2),$ $s(1-2),$ $m(1-2)$
β	0,96***	0,97***	0,96***	0,97***	0,97***	0,97***	0,97***	0,99***
α	0,12*	0,11**	0,11**	0,16***	0,10***	0,11**	0,16***	0,11***
k	-0,14**	-0,13***	-0,16***	-0,21***	-0,16***	-0,09***	-0,18***	-0,27***
J-test p -value	0,19	0,55	0,50	0,31	0,43	0,43	0,56	0,32

Примечание. Общим для всех моделей набором инструментов являются 2 лага инфляции, 2 лага разрыва выпуска и 2 лага изменения реального эффективного курса рубля. Названия столбцов соответствуют инструментам, используемым в дополнение к общему набору. В скобках указано количество лагов. *** $p < 0,01$, ** $p < 0,05$, * $p < 0,1$.

Источник: расчеты авторов.

положительный. Однако отрицательный знак при разрыве выпуска встречается часто и объясняется тем, что разрыв выпуска несколько опережает инфляцию в рамках делового цикла (Galí, Gertler, 1999).

После смены председателя Банка России в 2013 г. начался переход к режиму инфляционного таргетирования. Поэтому следующим этапом нашего исследования стало оценивание того же уравнения с включением валютного курса на периодах I кв. 2000 – II кв. 2013 г. и III кв. 2013 – IV кв. 2021 г., разделенных по признаку смены председателя Банка России. Результаты оценивания приведены в таблицах 5–6. Оценки коэффициента дисконтирования β на обоих периодах близки к 1. Оценка параметра жесткости цен θ на первом периоде в среднем равна 0,65, то есть период неизменности цен составлял 2,8 квартала. На втором периоде оценка этого коэффициента снижается в среднем до 0,37, что соответствует 1,6 квартала, то есть цены в этот период характеризовались большей гибкостью. Согласно опросу предприятий, проведенному Банком России, в 2017 г. период жесткости цен в среднем по экономике составлял около двух кварталов (Карлова и др., 2018). Таким образом, изменение периода жесткости цен по полученным оценкам составляет около одного квартала.

Т а б л и ц а 5

Оценка уравнения (3) на периоде I кв. 2000–II кв. 2013 г.

Инструмент	Общий	$s(1-2)$	$g(1-2)$	$o(1-4)$	$s(1-2),$ $w(1-2)$	$g(1-2),$ $s(1-2)$	$o(1-2),$ $m(1-2),$ $g(1-2)$	$s(1-2),$ $m(1-2),$ $g(1-2)$
β	0,97***	0,99***	1,01***	1,01***	0,91***	1,01***	0,96***	0,98***
θ	0,64***	0,65***	0,62***	0,68**	0,68***	0,64***	0,64***	0,63***
α	0,38***	0,34***	0,39***	0,40***	0,31***	0,40***	0,40***	0,38***
λ	0,21*	0,18**	0,22**	0,14*	0,17***	0,20**	0,22***	0,22***
J-test p-value	0,94	0,93	0,65	0,73	0,21	0,47	0,26	0,32

Примечание. Общим для всех моделей набором инструментов являются 2 лага инфляции, 2 лага затрат на труд и 2 лага изменения реального эффективного курса рубля. Названия столбцов соответствуют инструментам, используемым в дополнение к общему набору. Во втором столбце: для получения оценок коэффициентов используется только общий набор инструментов. В скобках указано количество лагов. *** $p < 0,01$, ** $p < 0,05$, * $p < 0,1$.

Источник: расчеты авторов.

Т а б л и ц а 6

Оценка уравнения (3) на периоде III кв. 2013–IV кв. 2021 г.

Инструмент	Общий	$s(1-2)$	$m(1-2)$	$o(1-2)$	$s(1-2),$ $w(1-2)$	$s(1-2),$ $m(1-2)$	$s(1-2),$ $o(1-2)$	$s(1-2),$ $w(1-2),$ $m(1-2)$
β	1,00***	0,83***	0,93***	1,05***	0,81***	0,77***	0,84***	0,79***
θ	0,43***	0,35***	0,39***	0,46***	0,39***	0,27***	0,33***	0,37***
α	0,14	0,15**	0,11***	0,12	0,18**	0,18**	0,14***	0,22*
λ	0,76	1,30**	1,00*	0,57*	1,08**	2,09**	1,47***	1,18**
J-test p-value	0,27	0,48	0,29	0,34	0,59	0,50	0,28	0,19

Примечание. Общим для всех моделей набором инструментов являются 2 лага инфляции, 2 лага затрат на труд и 2 лага изменения реального эффективного курса рубля. Названия столбцов соответствуют инструментам, используемым в дополнение к общему набору. Во втором столбце: для получения оценок коэффициентов используется только общий набор инструментов. В скобках указано количество лагов. *** $p < 0,01$, ** $p < 0,05$, * $p < 0,1$.

Источник: расчеты авторов.

Второй период характеризуется как переходом к режиму инфляционного таргетирования, так и рядом внешних шоков, главным образом начавшейся пандемией, поэтому для выявления причины снижения жесткости цен мы отдельно оценивали рассматриваемое уравнение на периоде III кв. 2013 – I кв. 2020 г., то есть после смены председателя Банка России и до начала пандемии в России. Оценки жесткости цен получились схожими с периодом до 2013 г. Переход к режиму инфляционного таргетирования не привел к изменению жесткости цен. Причиной выявленного изменения жесткости цен послужила именно начавшаяся пандемия (что мы и показали ранее).

Оценки коэффициента α при ожидаемом изменении реального обменного курса меняются на рассматриваемых периодах в среднем с 0,37 до 0,15. Это говорит о том, что на втором промежутке влияние ожидаемого изменения обменного курса на инфляцию существенно снизилось. В частности, это подтверждает эффективность введенного режима инфляционного таргетирования с точки зрения снижения роли ожиданий в формировании инфляции. Статистически значимые отличия оценок коэффициентов θ и α подтверждаются тестом Чоу. В уравнении с разрывом выпуска оценки коэффициента α ведут себя схожим образом. Примечательно, что до пандемии (см. табл. 2) влияние ожиданий изменения обменного курса было также относительно низким, однако кризис (см. табл. 1) привел к существенному увеличению их влияния на инфляцию. Отметим, что это первая попытка оценить эффективность режима инфляционного таргетирования в России с помощью кривой Филлипса для малой открытой экономики.

Статистические свойства GMM-оценок, как правило, асимптотические, поэтому разбиение выборки на более короткие промежутки может повлиять на получаемые оценки. Однако в пользу корректности полученных нами оценок говорят несколько фактов. Во-первых, высокие значения p -value J -теста. Во-вторых, полученные оценки устойчивы к выбору различных наборов инструментов. В-третьих, робастность полученных результатов подтверждают, например, схожие оценки коэффициента α в уравнениях с разным показателем фазы бизнес-цикла.

Заключение

В данном исследовании была проведена оценка параметров кривой Филлипса для малой открытой экономики на российских данных. В качестве основной спецификации было выбрано уравнение с включением ожидаемого изменения реального эффективного обменного курса. Согласно полученным оценкам, ожидаемое изменение курса рубля является значимым фактором ценового давления, при этом его влияние на инфляцию претерпело несколько существенных изменений. Первое – после смены председателя Банка России в 2013 г., которое повлекло изменения в области денежно-кредитной политики и сопровождалось активными действиями к переходу к режиму инфляционного таргетирования. В результате влияние ожидаемого изменения валютного курса на инфляцию значительно ослабело, что подтверждает эффектив-

ность перехода к таргетированию инфляции. Второе важное изменение произошло под действием пандемии и выражалось в возрастании неопределенности экономической обстановки и курсовой волатильности. Как итог, в значительной мере увеличилось воздействие на инфляцию ожиданий агентов относительно изменения обменного курса. Поэтому при проведении дезинфляционной политики во время сильных шоков монетарным властям следует уделять особое внимание стабилизации валютного курса. Жесткость цен в российской экономике претерпела изменения и существенно снизилась после начала пандемии. При этом, согласно полученным результатам, переход к режиму инфляционного таргетирования не привел к значимым изменениям ценовой жесткости.

Список литературы / References

- Балацкий Е. В., Юревич М. А. (2018). Измерение инфляционных ожиданий: традиционные и новаторские подходы // Вестник Санкт-Петербургского университета. Экономика. Т. 34, № 4. С. 534–552. [Balatsky E. V., Yurevich M. A. (2018). Measuring inflation expectations: Traditional and innovative approaches. *St Petersburg University Journal of Economic Studies*, Vol. 34, No. 4, pp. 534–552. (In Russian).] <https://doi.org/10.21638/spbu05.2018.403>
- Гафаров Б. Н. (2011). Кривая Филлипса и становление рынка труда в России // Экономический журнал Высшей школы экономики. Т. 15, № 2. С. 155–176. [Gafarov B. N. (2011). The Phillips curve and the formation of the labor market in Russia. *HSE Economic Journal*, Vol. 15, No. 2, pp. 155–176. (In Russian).]
- Елисеев А., Новак А., Шульгин А. (2021). Долгосрочный перенос курса в цены // Серия докладов об экономических исследованиях Банка России. № 75. [Eliseev A., Novak A., Shulgin A. (2021). Long run exchange rate pass-through. *Bank of Russia Working Paper Series*, No. 75. (In Russian).]
- Зубарев А. В. (2018). Об оценке кривой Филлипса для российской экономики // Экономический журнал Высшей школы экономики. Т. 22, № 1. С. 40–58. [Zubarev A. V. (2018). On the estimation of the Phillips curve for the Russian economy. *HSE Economic Journal*, Vol. 22, No. 1, pp. 40–58. (In Russian).] <https://doi.org/10.17323/1813-8691-2018-22-1-40-58>
- Карлова Н. А., Богачева И. В., Пузанова Е. В. (2018). Факторы ценовой инерции: результаты опроса предприятий // Вопросы экономики. № 8. С. 136–147. [Karlova N. A., Bogacheva I. V., Puzanova E. V. (2018). Drivers of price inertia: Survey evidence. *Voprosy Ekonomiki*, No. 8, pp. 136–147. (In Russian).] <https://doi.org/10.32609/0042-8736-2018-8-136-147>
- Перевышина Е. А., Егоров Д. А. (2015). Причины инфляции в России // Российское предпринимательство. № 23. С. 4261–4270. [Perevyshina E. A., Egorov D. A. (2015). Inflation determinants in Russia. *Rossiyskoye Predprinimatelstvo*, No. 23, pp. 4261–4270. (In Russian).]
- Пестова А., Мамонов М. (2016). Оценка влияния различных шоков на динамику макроэкономических показателей в России и разработка условных прогнозов на основе BVAR-модели российской экономики // Экономическая политика. Т. 11, № 4. С. 56–92. [Pestova A., Mamonov M. (2016). Estimating the influence of different shocks on macroeconomic indicators and developing conditional forecasts on the basis of BVAR model for the Russian economy. *Ekonomicheskaya Politika*, Vol. 11, No. 4, pp. 56–92. (In Russian).] <https://doi.org/10.18288/1994-5124-2016-4-03>
- Раннева Н. А. (2019). К вопросу об инфляционных ожиданиях: современные подходы // Вопросы экономики. № 2. С. 54–80. [Ranneva N. A. Inflation expectations: An overview of modern approaches. *Voprosy Ekonomiki*, No. 2, pp. 54–80. (In Russian).] <https://doi.org/10.32609/0042-8736-2019-2-54-80>

- Синельников-Мурылев С. Г., Перевышин Ю. Н., Трунин П. В. (2020). Различия темпов роста потребительских цен в российских регионах: эмпирический анализ // Экономика региона. Т. 16, № 2. С. 479–493. [Sinelnikov-Murylev S. G., Perevyshin Y. N., Trunin P. V. (2020). Inflation differences in the Russian regions: An empirical analysis. *Ekonomika Regiona*, Vol. 16, No. 2, pp. 479–493. (In Russian.)] <https://doi.org/10.17059/2020-2-11>
- Синяков А. А., Чернядьев Д. Н., Сапова А. К. (2019). Оценка эффекта переноса валютного курса рубля в цены производителей конечной продукции на микроданных российских компаний // Журнал Новой экономической ассоциации. № 1. С. 128–157. [Sinyakov A. A., Chernyadyev D. N., Sapova A. K. (2019). Estimating the exchange rate pass-through effect on producer prices of final products based on micro-data of Russian companies. *Journal of the New Economic Association*, No. 1, pp. 128–157. (In Russian.)] <https://doi.org/10.31737/2221-2264-2019-41-1-5>
- Соколова А. В. (2014). Инфляционные ожидания и кривая Филлипса: оценка на российских данных // Деньги и кредит. № 11. С. 61–67. [Sokolova A. V. (2014). Inflation expectations and the Phillips curve: Assessment based on Russian data. *Russian Journal of Money and Finance*, No. 11, pp. 61–67. (In Russian.)]
- Хабибуллин Р. (2019). Какие показатели разрывов выпуска и реальной деловой активности позволяют прогнозировать инфляцию в России? // Серия докладов Банка России об экономических исследованиях. № 50. [Khabibullin R. (2019). What measures of real economic activity slack are helpful for forecasting Russian inflation? *Bank of Russia Working Paper Series*, No. 50.]
- Хотулев И. (2020). Зависимость эффекта переноса валютного курса в России от экономических шоков: Аналитическая записка. М.: Банк России. [Khotulev I. (2020). *Shock-dependent exchange rate pass-through in Russia: Analytical note*. Moscow: Bank of Russia.]
- Abbas S., Bhattacharya P., Mallick D., Sgro P. (2016a). The new Keynesian Phillips curve in a small open economy: Empirical evidence from Australia. *Economic Record*, Vol. 92, No. 298, pp. 409–434. <https://doi.org/10.1111/1475-4932.12262>
- Abbas S., Bhattacharya P., Sgro P. (2016b). The new Keynesian Phillips curve: An update on recent empirical advances. *International Review of Economics & Finance*, Vol. 43, pp. 378–403. <https://doi.org/10.1016/j.iref.2016.01.003>
- Balakrishnan R., Lopez-Salido D. (2002). Understanding UK inflation: The role of openness. *Bank of England Working Paper*, No. 164. <https://doi.org/10.2139/ssrn.340544>
- Batini N., Jackson B., Nickell S. (2005). An open-economy new Keynesian Phillips curve for the UK. *Journal of Monetary Economics*, Vol. 52, No. 6, pp. 1061–1071. <https://doi.org/10.1016/j.jmoneco.2005.08.003>
- Calvo G. (1983). Staggered prices in a utility-maximizing framework. *Journal of Monetary Economics*, Vol. 12, No. 3, pp. 383–398. [https://doi.org/10.1016/0304-3932\(83\)90060-0](https://doi.org/10.1016/0304-3932(83)90060-0)
- Galí J., Gertler M. (1999). Inflation dynamics: A structural econometric analysis. *Journal of Monetary Economics*, Vol. 44, No. 2, pp. 195–222. [https://doi.org/10.1016/S0304-3932\(99\)00023-9](https://doi.org/10.1016/S0304-3932(99)00023-9)
- Galí J., Monacelli T. (2005). Monetary policy and exchange rate volatility in a small open economy. *Review of Economic Studies*, Vol. 72, No. 3, pp. 707–734. <https://doi.org/10.1111/j.1467-937X.2005.00349.x>
- Easaw J., Golinelli R., Malgarini M. (2013). What determines households inflation expectations? Theory and evidence from a household survey. *European Economic Review*, Vol. 61, pp. 1–13. <https://doi.org/10.1016/j.euroecorev.2013.02.009>
- Kiselev A., Zhivaykina A. (2020). The role of global relative price changes in international comovement of inflation. *Journal of Economic Asymmetries*, Vol. 22, article e00175. <https://doi.org/10.1016/j.jeca.2020.e00175>
- Lagoa S. (2014). Inflation dynamics in open economies: Empirical evidence for G7 countries on the role of import prices and the cost channel. *Research in Economics*, Vol. 68, No. 4, pp. 354–371. <https://doi.org/10.1016/j.rie.2013.12.005>
- Lucas R. (1972). Expectations and the neutrality of money. *Journal of Economic Theory*, Vol. 4, No. 2, pp. 103–124. [https://doi.org/10.1016/0022-0531\(72\)90142-1](https://doi.org/10.1016/0022-0531(72)90142-1)

- Mavroeidis S., Plogborg-Møller M., Stock J. (2014). Empirical evidence on inflation expectations in the New Keynesian Phillips curve. *Journal of Economic Literature*, Vol. 52, No. 1, pp. 124–188. <https://doi.org/10.1257/jel.52.1.124>
- Mihailov A., Rumler F., Scharler J. (2011). The small open-economy new Keynesian Phillips curve: Empirical evidence and implied inflation dynamics. *Open Economies Review*, Vol. 22, pp. 317–337. <https://doi.org/10.1007/s11079-009-9125-9>
- Phelps E. (1967). Phillips curves, expectations of inflation and optimal unemployment over time. *Economica*, Vol. 34, No. 135, pp. 254–281. <https://doi.org/10.2307/2552025>
- Phillips A. (1958). The relation between unemployment and the rate of change of money wage rates in the United Kingdom, 1861–1957. *Economica*, Vol. 25, No. 100, pp. 283–299. <https://doi.org/10.2307/2550759>
- Polbin A., Skrobotov A., Zubarev A. (2020). How the oil price and other factors of real exchange rate dynamics affect real GDP in Russia. *Emerging Markets Finance and Trade*, Vol. 56, No. 15, pp. 3732–3745. <https://doi.org/10.1080/1540496X.2019.1573667>
- Ried S. (2009). Putting up a good fight: The Galí-Monacelli model versus “the six major puzzles in international macroeconomics”. *SFB 649 Discussion Paper*, No. 020. Berlin: Humboldt University of Berlin, Collaborative Research Center 649.
- Rudd J., Whelan K. (2007). Modeling inflation dynamics: A critical review of recent research. *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 39, pp. 155–170. <https://doi.org/10.1111/j.1538-4616.2007.00019.x>
- Rumler F. (2007). Estimates of the open economy new Keynesian Phillips curve for euro area countries. *Open Economies Review*, Vol. 18, No. 4, pp. 427–451. <https://doi.org/10.1007/s11079-007-9028-6>
- Saul S. (2021). Do global output gaps help forecast inflation in Russia. *Bank of Russia Working Paper Series*, No. 85.
- Saygili H. (2020). Sectoral inflationary dynamics: Cross-country evidence on the open-economy New Keynesian Phillips curve. *Review of World Economics*, Vol. 156, pp. 75–101. <https://doi.org/10.1007/s10290-019-00340-7>

Приложение

Проверка статистически значимых различий между оценками коэффициентов

Статистика теста имеет вид $\frac{\hat{\mu}_1 - \hat{\mu}_2}{\sqrt{\hat{\sigma}_1 + \hat{\sigma}_2}}$, где $\hat{\sigma}_1$ и $\hat{\sigma}_2$ — оцененные стандартные отклонения оценок коэффициентов $\hat{\mu}_1$ и $\hat{\mu}_2$ соответственно. Данная статистика имеет t -распределение с $(n_1 + n_2 - k_1 - k_2)$ степенями свободы, где n_1 и n_2 — количество наблюдений, а k_1 и k_2 — количество коэффициентов, используемых при оценивании соответствующих уравнений (Rumler, 2007).

Т а б л и ц а П 1

Результаты теста на статистическую значимость различий оценок коэффициентов

Показатель/период	I кв. 2000 – I кв. 2020 г., I кв. 2000 – IV кв. 2021 г. (табл. 1, табл. 2)		I кв. 2000 – II кв. 2013 г., III кв. 2013 – IV кв. 2021 г. (табл. 5, табл. 6)	
	θ	α	θ	α
Значение статистики	3,42***	4,42***	3,18***	1,75*
Однопроцентное критическое значение	2,60		2,63	
Пятипроцентное критическое значение	1,97		1,98	
Десятипроцентное критическое значение	1,65		1,66	

Примечание. Для сравнения использовались оценки, полученные с применением одинаковых наборов инструментов. Из таблиц 1 и 2 взяты оценки с использованием $s(1-3)$, $o(1-3)$, $w(1-3)$ в качестве инструментов. Из таблиц 5 и 6 взяты оценки с использованием $s(1-2)$ в качестве инструментов. Нулевая гипотеза — о равенстве оценок. Критическая область двусторонняя. *** $p < 0,01$, ** $p < 0,05$, * $p < 0,1$.

Источник: расчеты авторов.

The Phillips curve for an open economy: The evolution of inflation processes in Russia

Andrey V. Zubarev, Artem M. Gorodnov*

Authors affiliation: Russian Presidential Academy of National Economy and Public Administration (Moscow, Russia).

* Corresponding author, email: gorodnov-am@ranepa.ru

Modern specifications of the Phillips curve are actively used in the study of inflation dynamics, but many of them do not consider the influence of external variables. In this paper, we use a non-linear GMM to estimate the Phillips curve equation for a small open economy which includes the expected change in the exchange rate on Russian data. Estimates show that the assignment of the new head of the Bank of Russia in 2013 and the subsequent transition to the inflation targeting regime significantly reduced the impact of expectations of a change in the ruble exchange rate on inflation which confirms the efficiency of the modification of the monetary policy regime. Another interesting result is that the outbreak of the pandemic has again led to an increase in the impact of the expected change in the exchange rate on inflation which may be a result of increased uncertainty in import prices. The empirical results also show that the pandemic caused a decrease in price rigidity in the Russian economy while the transition to an inflation targeting regime did not affect price rigidity.

Keywords: Phillips curve, price rigidity, generalized method of moments, monetary policy.

JEL: C26, E12, E31.

Дискуссионный клуб

Анатомия теории переключающихся режимов воспроизводства: откуда берутся ненейтральность денег и экономические колебания?

Е. Л. Горюнов

¹ *Институт Гайдара (Москва, Россия)*

² *Российская академия народного хозяйства и государственной службы при Президенте РФ (Москва, Россия)*

³ *Национальный исследовательский университет «Высшая школа экономики» (Москва, Россия)*

Теория переключающегося режима воспроизводства (ПРВ) представляет собой относительно новое направление неортодоксальной макроэкономической теории. Модели ПРВ обладают двумя характерными свойствами: допускают возникновение эндогенных экономических колебаний и демонстрируют нарушение нейтральности денег в долгосрочной перспективе. Последнее свойство означает, что в моделях ПРВ денежная эмиссия способна эффективно стимулировать экономический рост. Форма представления оригинальной модели ПРВ (сложная система дифференциальных уравнений) делает их трудными для общего теоретического анализа. В статье предложена более простая версия модели ПРВ в дискретном времени, для которой, при некоторых допущениях, получено решение в явном виде. При построении модели использовался формализм, близкий к принятому в макроэкономическом мейнстриме. Все ключевые структурные характеристики исходных моделей ПРВ были сохранены, причем построенная модель обладает двумя упомянутыми свойствами. Модель используется для выявления предпосылок, которые приводят к возникновению колебаний и не-нейтральности денег. Показано, что эндогенные колебания связаны со специфическими и не вполне реалистичными допущениями о процессе накопления и износа основного капитала. Также выявлено, что не-нейтральность денег в теории ПРВ возникает в силу допущения, что лишь финансовые ограничения препятствуют

Горюнов Евгений Львович (goryunov@ier.ru), к. э. н., с. н. с. Института Гайдара, доцент кафедры макроэкономики Отделения экономики Института экономики, математики и информационных технологий РАНХиГС, доцент кафедры торговой политики Института торговой политики НИУ ВШЭ.

инвестиционному процессу. Эквивалентно данное допущение формулируется как постулат о неограниченности трудовых ресурсов и исключительной способности эмиссии активировать этот ресурс. Если скорректировать модель, добавив условие ограниченного предложения труда, то деньги становятся нейтральными, а монетарное стимулирование теряет эффективность. На основе полученных выводов ставится под сомнение рекомендация создателей оригинальной теории ПРВ использовать монетарное стимулирование для ускорения экономического роста.

Ключевые слова: модель переключающегося режима воспроизводства, экономический рост, денежно-кредитная политика, инфляция, нейтральность денег.

JEL: B52, E14, E22, E31, E32, E51, E52, O42.

В последнее десятилетие получила развитие теория переключающегося режима воспроизводства (ПРВ), создателями которой являются акад. РАН В. И. Маевский, а также его соавторы С. Ю. Малков и А. А. Рубинштейн. Статьи с исследованиями в рамках разработанного авторами класса моделей неоднократно публиковались на страницах журнала «Вопросы экономики», а также во многих других отечественных научных журналах (Маевский, Малков, 2014; Маевский, 2020; Малков, Рубинштейн, 2022). Указанные исследования включали не только теоретические работы с описанием моделей и некоторых симуляций, но и эмпирические труды, в которых модели калибровались на реальных данных. На базе проведенных исследований авторы выдвигали предложения в области монетарной и валютной политики.

Мотивы авторов связаны с их неудовлетворенностью существующими макроэкономическими теориями мейнстрима, которые преимущественно построены на моделях общего динамического стохастического равновесия (DSGE-моделях). Модели ПРВ создавались для того, чтобы предложить альтернативный мейнстриму подход к анализу экономической динамики (Маевский, Малков, 2014; Маевский, 2020; Малков, Рубинштейн, 2022). На сегодняшний день существует по меньшей мере четыре версии моделей ПРВ, отличающихся структурой и уравнениями. Один из основных выводов, которые авторы делают с опорой на теорию ПРВ, состоит в том, что монетарное стимулирование способно эффективно повышать темпы долгосрочного экономического роста, что вступает в противоречие с принимаемым в мейнстриме принципом долгосрочной нейтральности денег.

Теоретические разработки Маевского, Малкова и Рубинштейна отличаются от разработок других экономистов неортодоксального направления тем, что в их основе лежит формальная модель, выраженная системой дифференциальных уравнений. Наличие модели является несомненным преимуществом данной теории, поскольку это позволяет проследить, как полученные теоретические выводы вытекают из предпосылок, и понять, какие конкретно предпосылки обеспечивают те или иные результаты. К сожалению, модели ПРВ сформулированы таким образом, что практически исключено их аналитическое исследование в общем виде. Единственный доступный способ их анализа заключает-

ся в изучении динамики модели при определенных значениях параметров. Получить какие-либо универсальные выводы о закономерностях в поведении макропеременных модели таким способом едва ли возможно. Это создает проблемы в интерпретации полученных модельных расчетов и снижает общее доверие к выводам и рекомендациям.

В настоящей статье предлагается модель, являющаяся аналогом оригинальных моделей ПРВ, но (в отличие от исходных) сформулированная так, что допускается решение в явном виде. Все ключевые предпосылки, лежащие в основе теории ПРВ, сохранены, поэтому построенную модель можно считать эквивалентной оригинальным моделям ПРВ как с точки зрения качественных взаимосвязей, так и в плане заложенных в модель экономических механизмов. Используемый при построении модели формализм отличается от формализма в работах Маевского, Малкова и Рубинштейна и приближен, насколько это возможно, к общепринятым в теориях мейнстрима конвенциям. (Это сделано с целью облегчить понимание основ теории ПРВ для тех, кто знаком преимущественно с «основным течением» экономической теории.) Полученная модель демонстрирует нарушение денежной нейтральности при определенных значениях экзогенных параметров, а также ей свойственны эндогенные колебания экономической активности в полном соответствии с исходной теорией. Проанализированы предпосылки, которые приводят к этим эффектам.

Описание модели

Авторы оригинальной теории ПРВ опубликовали множество работ, включая статьи и монографии, в которых описаны основные соотношения моделей ПРВ (Маевский, Малков, 2014; Маевский и др., 2015, 2016а, 2016b; Рубинштейн, 2020). Эволюция моделей описана в обзорной статье (Маевский и др., 2018а). Модель, представленная ниже, строилась с намерением создать полный аналог оригинальных моделей ПРВ, отличающийся от них только в деталях, которые не оказывают влияния на взаимозависимости и динамику макроэкономических переменных. Модель предполагает дискретность времени, что позволяет получать решение динамических уравнений в явном виде и приходить к качественным выводам, универсальным в рамках достаточно общих исходных постулатов.

В теории ПРВ экономика представлена как комплекс «подсистем». Рассматриваем простейший вариант модели, где существует всего две подсистемы. В каждый момент времени одна из подсистем работает в режиме инвестирования в основной капитал (режим А), а другая производит потребительские товары (режим В). Две подсистемы каждый период меняются местами, что, согласно задумке авторов, отражает переключение между режимами. Если одна подсистема в предыдущем периоде производила потребительские товары, то в текущем она переключается на восполнение капитала. Другая подсистема, которая в прошлом периоде инвестировала в капитал, в этом переключается на производство потребительских товаров.

Действующие агенты в модели включают предприятия реального сектора (фирмы), домохозяйства, банки и государственный эмиссионный центр. Домохозяйства предъявляют спрос на потребительские товары, получают трудовой доход, делают сбережения, получают прибыль от предприятий реального сектора, а также трансферты от государства. Предприятия реального сектора производят потребительские товары, делают отчисления в амортизационные фонды, выплачивают дивиденды домохозяйствам, расходуют средства на выплату зарплат и получают трансферты от государства. Для предприятий доступна возможность привлекать кредиты банков для финансирования инвестиций в производственный капитал. Банки принимают депозиты и амортизационные отчисления, а также выдают кредиты. Налоги в модели отсутствуют, а роль государственного сектора ограничивается распределением трансфертов, которые покрываются чистой эмиссией.

В оригинальной модели подсистемы подразумевались как относительно изолированные. Они включали не только предприятия, но и домохозяйства, которые владели предприятиями и там же были трудоустроены. Домохозяйства из разных подсистем получали различный объем доходов, поэтому их расходы также отличались. Это предположение представляется излишним, поскольку для величины потребления значение имеет только общий агрегированный спрос. Если потребительские предпочтения и поведение одинаковы в разных подсистемах (именно это обычно предполагают авторы моделей ПРВ), то гетерогенность домохозяйств не отразится на макроэкономической динамике, а значит, модель с репрезентативными домохозяйствами будет эквивалентна исходной. По этой причине в нашей модели домохозяйства репрезентативны.

Единственная гетерогенность, которая имеет значение с точки зрения динамики модели, это наличие двух групп производства реального сектора, которые авторы теории ПРВ относят к различным подсистемам. При этом лишь синхронность в переключениях между режимами объединяет производства, относящиеся к одной подсистеме. Никаких взаимодействий между производствами, входящими в одну подсистему, не происходит. Также у подсистемы нет никакой особенной структуры. Согласно уравнениям модели, подсистемы отличаются совокупным накопленным производственным капиталом и размером ликвидных активов в амортизационных фондах. Таким образом, подсистема может быть описана просто как совокупность всех фирм, которые синхронно переключаются между режимами. По этой причине вместо термина «подсистема» мы будем использовать более подходящие термины «группа фирм» или «группа предприятий».

Важная особенность теории ПРВ состоит в том, что все основные уравнения модели описывают движение денежных потоков между субъектами. При этом описание производственных процессов в модели отсутствует. Факторы производства потребительских и капитальных благ в явном виде не указаны, а соответствующие производственные функции не специфицированы. Из текста можно понять, что в производстве обоих типов благ участвует труд (см.: Маевский и др.,

2015. С. 27, допущение 2), а уравнения предполагают отток средств из всех подсистем на выплату зарплат (Маевский и др., 2015. С. 30, 32, уравнения 1 и 5). Однако выпуск подсистем, которые производят потребительские товары, зависит исключительно от объема располагаемого производственного капитала и не зависит от числа нанятых соответствующими предприятиями работников, которое в модели не описано. Для предприятий, работающих в режиме накопления капитала, предполагается, что общее число единиц произведенного ими капитала зависит только от расходов на труд и не связано с объемом изношенного основного капитала. Другими словами, согласно уравнениям моделей ПРВ (Маевский и др., 2015. С. 32, уравнение 7) накопление капитала в масштабах всей экономики зависит только от финансовых возможностей инвестирующих фирм, но не зависит от объема доступных трудовых или иных реальных ресурсов. Обратим на это особое внимание, поскольку именно эта предпосылка играет ключевую роль в данной теории.

С учетом вышесказанного логично переформулировать модель следующим образом. Предприятия, работающие в режиме В, не привлекают труд, и единственным фактором производства потребительского блага остается капитал. Предприятия, работающие в режиме А, оказываются единственными, кто нанимает работников, которые занимаются формированием запаса производственного капитала. Таким образом, работники в четные периоды работают на предприятиях первой группы, а в нечетные — второй группы.

Обозначим запасы производственного капитала у группы предприятий, которая в момент времени t работает в режиме В, через k_t . Заметим, что в модели есть две группы предприятий с отличающимся запасом капитала. Однако, поскольку в каждый отдельный момент времени только одна из них производит потребительские товары, можно использовать единое обозначение для описания запаса капитала k_t . Другими словами, k_t — это объем капитала, за счет которого в периоде t производится потребительское благо, при этом в четные периоды эта величина соответствует капиталу одной группы производителей, а в нечетные — другой.

Производственная функция предполагается линейной, поэтому объем выпуска этих предприятий в момент времени t , который мы обозначим через x_t , будет определяться как $x_t = ak_t$, где $a > 1$ — некоторая константа. Предприятия, работающие в режиме А в момент времени t , производят капитал, который они будут использовать в следующем периоде $t + 1$, когда они переключатся в режим В. Мы будем опираться на стандартное предположение, что износ капитала происходит равномерно и в каждый период, когда он применялся для производства, теряется доля δ производственного капитала. Восполнение капитала происходит за счет труда, и допустим, что количество единиц произведенных капитальных благ равно числу единиц труда, задействованных в этом процессе, которое мы обозначим через n_t . Тогда уравнение динамики капитала примет вид:

$$k_{t+1} = (1 - \delta)k_t + n_t. \quad (1)$$

В моделях ПРВ нет бюджетных ограничений в привычном смысле этого слова, поскольку отсутствует оптимизирующее поведение агентов. Тем не менее там присутствуют балансовые соотношения, которые отражают равенство между поступлениями и расходами. Запишем эти ограничения для всех типов агентов. Для краткости предприятия, работающие в режимах А и В, будем называть соответственно А-фирмами и В-фирмами.

Бюджетное ограничение А-фирм предполагает, что они тратят средства только на оплату труда работников. Общие номинальные расходы на оплату труда обозначим через W_t . Выплаты осуществляются за счет трех источников. Прежде всего, фирмы имеют накопления в виде амортизационных отчислений. Если в прошлом периоде $t - 1$, когда фирма работала в режиме В, она сделала вклад в размере D_{t-1}^B , а номинальная ставка по вкладу составляла i_{t-1} , то в текущем периоде t фирме доступна для использования сумма $(1 + i_{t-1})D_{t-1}^B$. Вторым источником финансирования является кредит от банка. Обозначим номинальную сумму кредита через L_t . Третьим источником финансирования выступают номинальные трансферты от государства в объеме T_t^A . В итоге бюджетный баланс для А-фирм имеет вид:

$$W_t = (1 + i_{t-1})D_{t-1}^B + L_t + T_t^A. \quad (2)$$

Число работников, которых А-фирмам удастся привлечь, равно реальной зарплате, то есть $n_t = W_t/p_t$. Обратим внимание, что такая спецификация предполагает, что реальная зарплата фиксирована на уровне 1. Это обстоятельство будет важно позднее.

Доходы В-фирм включают выручку от продажи товаров и трансферты от государства. Если обозначить уровень цен через p_t , то выручка от продаж составит $p_t x_t$. Номинальный трансферт от государства обозначим через T_t^B . Расходы фирмы состоят из отчислений в амортизационный фонд D_t^B и погашения ранее взятых кредитов с процентами на общую сумму $(1 + i_{t-1}^L)L_{t-1}$, где i_{t-1}^L — номинальная ставка по кредиту в периоде t . Заметим, что производство потребительских товаров не предполагает издержек, поэтому у В-фирм нет мотивов привлекать кредит. Оставшиеся средства В-фирмы направляют на выплаты дивидендов, которые мы обозначим через V_t . Таким образом бюджетный баланс В-фирм имеет вид:

$$V_t = p_t x_t + T_t^B - D_t^B - (1 + i_{t-1}^L)L_{t-1}. \quad (3)$$

Домохозяйства тратят средства на потребление и формирование сбережений в форме вкладов в банке. Введем обозначение C_t для номинальной стоимости, направляемой домохозяйствами на потребление. Величину вклада домохозяйств по итогам периода t обозначим через D_t^H . Средства, которые домохозяйства распределяют между потреблением и сбережением, состоят из трудового дохода W_t , дивидендов от фирм V_t , трансфертов от государства T_t^H , а также их накоплений предыдущего периода с учетом процентов $(1 + i_{t-1})D_{t-1}^H$. Для упрощения модели предположим, что банки получают нулевую прибыль, поэтому она не включается в доход домохозяйств. Таким образом, бюджетный баланс примет вид:

$$C_t + D_t^H = V_t + W_t + (1 + i_{t-1})D_{t-1}^H + T_t^H. \quad (4)$$

В оригинальной модели в отношении поведения домохозяйств предполагается, что они тратят в каждый момент времени постоянную долю располагаемых денежных средств. Мы будем исходить из аналогичной предпосылки, полагая, что отношение между потреблением и депозитами остается постоянным и равным γ , то есть $C_t/D_t^H = \gamma$.

Цены гибкие, и они уравнивают номинальную сумму потребительских расходов домохозяйств и выручку производителей, то есть $C_t = p_t x_t$. Из этого соотношения можно получить выражение для цен:

$$p_t = \frac{C_t}{x_t} = \frac{\gamma D_t^H}{ak_t}. \quad (5)$$

Банки в модели не играют значимой самостоятельной роли. Они принимают депозиты от домохозяйств и В-фирм под ставку i_t и выдают кредиты А-фирмам под ставку i_t^L . Равенство прибыли нулю означает, что между ставками по кредитам и депозитам, а также между их объемами выполняется соотношение $i_t(D_t^H + D_t^B) = i_t^L L_t$, поскольку процентный доход от кредитов полностью расходуется на выплату процентов по вкладам. В модели предполагается отсутствие наличных, то есть все расчеты проходят посредством перечислений между счетами в банке. При выдаче кредита банк записывает соответствующую сумму на счет фирмы, а на стороне активов у банка возникает кредит фирмы. Таким образом, банк эмитирует деньги под выданный кредит, то есть осуществляет кредитную эмиссию¹. Обязательства банка включают вклады домохозяйств и амортизационные фонды предприятий, а активы — кредиты, выданные фирмам, и резервы, эмитентом которых выступает государственный эмиссионный центр. Структура баланса банка описана в таблице.

Т а б л и ц а

Структура баланса банка

Активы	Обязательства
Резервы (R_t)	Вклады домохозяйств (D_t^H)
Кредиты (L_t)	Амортизационные фонды (D_t^B)

Источник: составлено автором.

Государственный эмиссионный центр распределяет трансферты, зачисляя их на счета домохозяйств и фирм, осуществляя при этом эмиссию резервов на эквивалентную сумму. Бюджетного ограничения у государства нет, поскольку все его расходы состоят из трансфертов в объеме $T_t^A + T_t^B + T_t^H$ и они финансируются эмиссией резервов, то есть $R_t - R_{t-1} = T_t^A + T_t^B + T_t^H$, где R_t — объем банковских резервов в периоде t . Обратим внимание на то, что в отсутствие наличных денег денежная масса, которая будет обозначаться через M_t , равна сумме депозитов фирм и домохозяйств, то есть $M_t = D_t^H + D_t^B$, при этом из

¹ Механизмы функционирования современных монетарных систем, включая механизм кредитной эмиссии, описаны во многих работах. Например, см.: McLeay et al., 2014; Jakab, Kumhof, 2015; Трунин, Ващелюк, 2015; Бурлачков, 2015; Грищенко, 2018. Одна из версий модели ПРВ содержит подобный механизм (Маевский и др., 2016b).

равенства активов и пассивов банка следует, что $R_t + L_t = M_t$. Введем обозначение τ_A для доли общего объема трансфертов, которую получают А-фирмы, то есть выполняется $T_t^A = \tau_A(R_t - R_{t-1})$.

Поведение агентов и макроэкономическая динамика

Особенность семейства оригинальных моделей ПРВ в том, что поведение экономических агентов в них практически не специфицировано. Помимо домохозяйств, в отношении которых сделано предположение, что они потребляют фиксированную долю своих средств, больше никаких четких правил поведения не задано. Вернее, поведение фирм задано рядом коэффициентов, о величине которых ничего конкретного не говорится. Это создает очень большой простор для возможной макроэкономической динамики. Определяющее влияние на динамику капитала, выпуска и потребления оказывают следующие факторы. Во-первых, имеет значение выбор размера амортизационных отчислений фирм. Чем больше отчисления, тем больше, при прочих равных, возможности для инвестиций в основной капитал в период, когда производитель будет работать в режиме А. Во-вторых, на динамику капитала влияет размер выдаваемых кредитов, поскольку они также выступают источником финансирования инвестиций. В-третьих, фактором роста капитала выступает политика эмиссионного центра, которая имеет не только количественную характеристику (величина эмиссии), но и структурную (в какой пропорции эмитированные средства распределяются между трансфертами разным агентам). Некоторую роль играет величина процентной ставки. Дальнейший анализ модели невозможен без дополнительных предположений о поведении фирм, банков и государства.

В качестве исходной предпосылки положим, что В-фирмы, выбирая сумму амортизационных отчислений, желают в период инвестирования иметь номинальную сумму, которая позволит им без привлечения кредита и получения трансферта от государства восстановить долю θ капитала. Это означает, что В-фирма в периоде t положит на депозит сумму $D_t^B = p_{t+1}\theta k_t / (1 + i_t)$, равную приведенной номинальной стоимости, позволяющей в периоде $t + 1$ оплатить производство капитала в объеме θk_t с учетом изменения цен.

В отношении банков будем предполагать, что они стремятся поддерживать стабильную структуру баланса, что, в частности, предполагает фиксированное отношение депозитов к кредитам. Пусть $L_t = \eta(D_t^H + D_t^B)$, где η — некоторая константа. При этом допустим, что банки удерживают номинальную ставку по депозитам таким образом, чтобы реальная ставка оставалась постоянной и равной r . При такой политике банков ставка по депозитам определяется как: $1 + i_t = (1 + r)p_{t+1}/p_t$.

В данных условиях отношение между депозитами фирм и домохозяйств остается постоянным. Действительно, из уравнения (5) имеем $D_t^H = ak_t p_t / \gamma$, тогда справедлива следующая цепочка равенств:

$$\frac{D_t^B}{D_t^H} = \frac{p_{t+1}\theta k_t / (1 + i_t)}{ak_t p_t / \gamma} = \frac{\theta \gamma (p_{t+1} / p_t)}{a(1 + i_t)} = \frac{\theta \gamma}{a(1 + r)}. \quad (6)$$

Данное условие позволяет заключить, что структура денежной массы остается стабильной и депозиты домохозяйств и фирм растут одинаковыми темпами. Вместе с условием пропорциональности кредитов и депозитов это означает, что все компоненты баланса банка растут пропорционально, то есть совпадающими темпами. Следовательно, общий темп роста баланса банка и отдельных его составляющих равен темпу, с которым государственный эмиссионный центр осуществляет эмиссию резервов. Относительно эмиссионной политики не будем делать никаких специальных предположений. Определяющим параметром монетарной политики выступает обозначенный через μ_t темп роста эмиссии резервов, то есть $\mu_t = \Delta R_t / R_{t-1}$.

С учетом сформулированных выше предпосылок можно записать динамическое уравнение для капитала, которое имеет вид:

$$k_{t+1} = (1 - \delta + \theta)k_{t-1} + \left[\eta + (1 - \eta)\tau_A \frac{\mu_t}{1 + \mu_t} \right] \left(1 + \frac{\theta\gamma}{a(1+r)} \right) \frac{a}{\gamma} k_t. \quad (7)$$

Вывод уравнения представлен в Приложении. Данное уравнение является разностным уравнением второго порядка относительно k_t , а его решение зависит от спецификации функции μ_t . Мы рассмотрим важный частный случай, когда темп роста резервов и денежной массы постоянный, то есть $\mu_t = \mu$. В этом случае решение уравнения представляется в виде: $k_t = c_1 \lambda_1^t + c_2 \lambda_2^t$, где λ_1 и λ_2 — корни характеристического уравнения, а c_1 и c_2 — константы, которые определяются граничными условиями. Принимая во внимание значения экзогенных параметров, заключаем, что корни имеют разные знаки². Наличие корня с отрицательным знаком означает чередование знака соответствующей компоненты, что приводит к своего рода колебаниям в уровне капитала.

В общем случае характер процесса для капитала зависит от значений экзогенных параметров. Мы рассмотрим важный частный случай, когда $\theta = \delta$, то есть фирмы отчисляют в амортизационные фонды ровно столько средств, чтобы им хватало на поддержание постоянного уровня капитала. В этой ситуации расширение производства возможно только за счет привлечения внешнего финансирования от банка или от государства. При данных условиях корни характеристического уравнения удовлетворяют условиям $-1 < \lambda_1 < 0$ и $\lambda_2 > 1$. Таким образом, динамика капитала складывается из двух составляющих, одна из которых экспоненциально растет, а другая экспоненциально убывает по абсолютному значению и чередует знак. Запас капитала следует экспоненциальному тренду с затухающими колебаниями около него. Тренд характеризуется постоянным темпом роста капитала, равным $\bar{g} = b - 1 + \sqrt{1 + b^2}$, где $b = \frac{1}{2} \left(\frac{a}{\gamma} + \frac{\theta}{1+r} \right) \left(\eta + (1 - \eta)\tau_A \frac{\mu}{1 + \mu} \right)$.

Полученное решение позволяет сделать выводы о факторах роста запаса капитала.

² По теореме Виета произведение корней равно $\delta - 1 - \theta$. С учетом того, что $\theta > 0$, а $\delta < 1$, заключаем, что $\delta - 1 - \theta < 0$, то есть произведение корней отрицательно. Это означает, что два действительных корня имеют противоположные знаки.

Положительное влияние на темпы роста капитала оказывает темп роста денежного предложения μ . Эффективность денежного стимулирования ожидаемо зависит от параметра τ_A , который показывает, какую долю от общей суммы трансфертов получают А-фирмы, инвестирующие в основной капитал. При этом отдача от увеличения темпов роста денежной массы убывает, так как по мере неограниченного увеличения μ приращение темпов роста капитала снижается. Помимо эмиссии, положительно влияет на рост доля кредитов в активах банка, за которую отвечает параметр η . Другим положительным фактором роста является уровень производительности капитала a , отражающий отношение стоимости произведенных потребительских товаров к стоимости использованного для этого капитала.

Отрицательное влияние на рост оказывают реальная ставка r и показатель γ , равный соотношению сбережений и потребления. Чем больше склонность к потреблению, тем ниже темпы роста. Все выводы соответствуют экономической интуиции. Некоторые дополнительные комментарии необходимы относительно роли монетарного фактора, и они последуют ниже.

Динамика инфляции π_t при политике постоянного темпа денежной массы отражает колебания в темпах роста капитала $g_t = k_t/k_{t+1} - 1$, то есть выполняется:

$$1 + \pi_t = \frac{p_t}{p_{t-1}} = \frac{1 + \mu}{1 + g_t}. \quad (8)$$

Поскольку темпы роста запаса капитала осциллируют с затуханием около трендового значения \bar{g} , инфляция также колеблется около постоянного значения, которое равно $\bar{\pi} = \frac{\mu - \bar{g}}{1 + \bar{g}}$, при этом амплитуда колебаний экспоненциально сокращается. В периоды замедления роста капитала инфляция увеличивается, а в периоды ускоренного накопления — снижается.

Заметим, что общий выпуск не совпадает с выпуском потребительских товаров, которые составляют только часть, соответствующую потреблению. В данной модели отсутствует внешний сектор и госпотребление, поэтому выпуск складывается только из потребления и инвестиций: $Y = C + I$. В реальном выражении потребление равно x_t , а инвестиции — n_t , поэтому общий выпуск равен $y_t = x_t + n_t$. Подставляя выражения x_t и n_t через величину запаса капитала, получаем $y_t = k_{t+1} + ak_t - (1 - \delta)k_{t-1}$, то есть выпуск является функцией от текущего уровня капитала, его будущего уровня, а также лага. Наличие колебаний в динамике накопления капитала и выпуска может расцениваться как нежелательное, и в рамках данной модели монетарная политика способна их эффективно сглаживать³.

У представленной выше модели есть две важнейшие характеристики, которые объединяют все модели ПРВ. Во-первых, в ней при некоторых сочетаниях экзогенных параметров возникают эндогенные колебания выпуска, инфляции и инвестиций. Во-вторых, в ней денеж-

³ Доказательство этого факта представляет отдельную задачу, которая выходит за рамки данной статьи.

ная эмиссия оказывает стимулирующее воздействие на темпы накопления капитала и, как следствие, на долгосрочный экономический рост, при этом у такого стимулирования нет побочных негативных эффектов. Подобная динамика и однозначное позитивное влияние эмиссии на рост не характерны для моделей макроэкономического мейнстрима, поэтому возникает естественный вопрос: какие именно предпосылки модели обеспечивают такие ее свойства и насколько оправдан такой подход к моделированию макроэкономических процессов?

Об эндогенных колебаниях и предпосылках модели

Приведенный выше анализ показал, что эндогенные экономические колебания возникают даже в простейшей версии модели ПРВ с двумя подсистемами. С точки зрения математики это объясняется тем, что ключевое динамическое уравнение модели является однородным разностным уравнением второго порядка с постоянными коэффициентами, решением которого в общем случае могут быть процессы с признаками осцилляций. Нетрудно показать, что расширение модели за счет увеличения числа подсистем до N без изменения прочих предпосылок приведет к разностному уравнению N -го порядка, решения которого могут демонстрировать волнообразную динамику. Впрочем, конкретный вид решения зависит от величин параметров уравнения, поэтому при некоторых значениях параметров и заданных краевых значениях модели могут демонстрировать рост без колебаний. Интерес представляет вопрос: при каких предпосылках модели и при каких значениях параметров она будет демонстрировать стабильные колебания без затухания, при каких колебания будут затухать, а при каких они будут отсутствовать? Ответить на него в общем случае едва ли возможно, так как в модели множество параметров, а варьирование предпосылок относительно поведения агентов может не только привести к изменению модельной динамики, но и изменить вид самого динамического уравнения⁴. Таким образом, можно утверждать, что модели ПРВ в принципе могут демонстрировать практически любую динамику.

Рубинштейн (2020. С. 44) указывает, что предпосылка о переключениях режимов не является «абстрактной гипотезой, навязываемой экономическому сообществу», а представляет собой «объективно существующий процесс». В экономике любой страны производственный капитал неоднороден по возрасту. Однако наличие разновозрастного капитала само по себе не генерирует экономические колебания. В моделях ПРВ присутствуют менее реалистичные предпосылки, ослабление которых приведет к исчезновению колебаний. Во-первых, в рамках этой теории предполагаются строгая периодичность в смене капитала производства одной подсистемы и высокая синхронизация между разными подсистемами. Если отказаться от предпосылки о строгой

⁴ Например, если предположить, что В-фирмы, выбирая размер отчислений в амортизационные фонды, будут стремиться обеспечить к следующему моменту времени сумму, позволяющую иметь капитал в объеме, который в текущем периоде сформируют А-фирмы, то разностное уравнение будет иметь первый порядок и колебательных процессов не будет.

регулярности в процессах обновления изношенного капитала, то со временем любые неоднородности в структуре капитала выровняются и колебания исчезнут. Во-вторых, модель ПРВ предполагает, что в экономике есть некоторое фиксированное количество подсистем, которые функционируют с высокой долей автономности на протяжении десятилетий. Модель не допускает, что одни подсистемы могут полностью распасться, при этом будут возникать некоторые новые подсистемы. Это допущение кажется особенно странным с учетом того, что авторы постоянно обращают внимание на своего рода конкурентную борьбу между подсистемами (например, см.: Рубинштейн, 2020), а также применяют свою модель на достаточно длительных временных промежутках, чтобы можно было оставаться в пределах предположения о постоянной структуре подсистем (Маевский и др., 2018b). Непонятно, почему в результате конкуренции одни подсистемы не могут вытесняться другими, возникшими спонтанно. Если допустить, что подсистемы способны спонтанно разрушаться и возникать, то это также приведет к выравниванию структуры капитала и исчезновению эндогенных колебаний.

Свойство не-нейтральности денег и неограниченный трудовой ресурс

Применительно к макроэкономическим моделям, где денежное предложение экзогенно, свойство нейтральности денег предполагает, что однократное изменение объема денежной массы на некоторую величину не приведет к изменениям в равновесных значениях реальных переменных. Широко принимаемый в мейнстриме неоклассический синтез допускает нарушение нейтральности в краткосрочной перспективе в силу номинальных жесткостей, но в долгосрочной перспективе макроэкономические модели преимущественно демонстрируют нейтральность денег, а некоторые даже их супернейтральность. Деньги супернейтральны, если равновесные значения реальных переменных не зависят не только от объема номинальной денежной массы, но и от темпов ее роста. Хотя это не типично, некоторые модели мейнстрима допускают нарушение нейтральности денег в долгосрочной перспективе. Причиной этого могут быть, например, эффекты гистерезиса, обусловленные наличием нулевой границы номинальных процентных ставок (Rungcharoenkitkul et al., 2019; Eggertsson, Giannoni, 2020; Garga, Singh, 2021; Acharya et al., 2022). И все же обычно чрезмерная эмиссия оказывает в таких теориях негативное влияние на долгосрочный рост. Авторы теории ПРВ видят особое достоинство своей модели в том, что она демонстрирует отсутствие нейтральности денег в долгосрочной перспективе (Маевский и др., 2019a; Маевский, Рубинштейн, 2021; Малков, Рубинштейн, 2022), причем в моделях ПРВ влияние эмиссии на рост и инвестиции положительное. На какие предпосылки опирается результат, получаемый в моделях ПРВ?

Прежде всего обратим внимание на то, что при $\tau_A = 0$ темпы роста денежной массы не оказывают никакого влияния на инвести-

ции и рост, то есть модель обладает свойством супернейтральности денег. Это объясняется тем, что при $\tau_A = 0$ фирмы, инвестирующие в основной капитал, не получают никакого преимущества от эмиссии, поскольку у них нет субсидий от государства. Примечательно, что при $\tau_A = 0$ денежная эмиссия приводит к увеличению номинального объема кредитования инвестирующих фирм со стороны банков, но это номинальное увеличение финансирования компенсируется ростом цен и в итоге в реальном выражении кредитование не меняется. При $\tau_A > 0$ инвестирующие фирмы получают часть эмиссионного дохода, и только в этом случае эмиссия приводит к росту инвестиций. Данное обстоятельство явно указывает на то, что ключевую стимулирующую роль играет не эмиссия как таковая, а перераспределение реального эмиссионного дохода в пользу инвестирующих фирм. Воспроизвести аналогичный стимулирующий эффект в рамках данной модели можно без увеличения монетарной эмиссии, а исключительно за счет системы налогов, сборы от которых перераспределялись бы в пользу инвестирующих фирм. Причем подобная налоговая политика не имела бы инфляционных последствий. Следовательно, реальный стимулирующий эффект в моделях ПРВ имеет не столько монетарную, сколько фискальную природу.

Важнейшая предпосылка модели, которая обеспечивает ей ненейтральность денег, состоит в том, что при инвестировании в основной капитал отсутствуют какие-либо реальные ограничения. Единственные ограничения, с которыми сталкиваются А-фирмы, носят финансовый характер, причем, согласно предположению модели, эти ограничения эффективно преодолеваются за счет государственной эмиссии. Иными словами, предложение труда абсолютно эластичное и предприятия могут нанимать любое количество труда, если у них есть соответствующие финансовые возможности, которые оказываются весьма широкими при соответствующей монетарной политике. Более того, именно предпосылка о наличии неограниченного трудового ресурса обеспечивает рост в данной экономике, поскольку единственным фактором производства капитальных благ является труд.

Если отказаться от предположения о неограниченном объеме труда, который можно задействовать в производстве капитала, то модель приобретает свойство супернейтральности денег, теряя при этом возможность демонстрировать перманентный рост выпуска. Допустим, трудовые ресурсы ограничены и $n_t \leq N$, где N — предельно возможная занятость. Тогда максимальный объем инвестиций равен N . Монетарное стимулирование в этом случае будет иметь эффект до тех пор, пока экономика не достигнет состояния полной занятости. Если предположить, что в каждый момент времени трудовые ресурсы используются полностью, то капитал будет следовать процессу $k_{t+1} = (1 - \delta)k_t + N$ и в итоге сойдется к единственному устойчивому стационарному состоянию с запасом $k^* = N/\delta$. Тогда динамика капитала и выпуска будет определяться предыдущим разностным уравнением и не будет зависеть от изменений в величине денежной массы. Таким образом, пространство для монетарного стимулирования весьма ограниченное, а ускоренная эмиссия не позволит обеспечить более

высокие темпы экономического роста в долгосрочной перспективе, но приведет только к ускорению инфляции.

На источник роста и ненейтральности денег в ПРВ можно взглянуть с еще одного ракурса. В этих моделях монетарное стимулирование работает, поскольку позволяет привлечь к производству основного капитала трудовые ресурсы, которые без данного стимулирования не нашли бы продуктивного применения. Следовательно, авторы исходят из предположения, что работники не могут найти альтернативный способ предложить на рынке свою способность к труду, несмотря на явный избыток трудовых ресурсов. Структура модели такова, что спрос на труд предъявляют только А-фирмы, не существует каких-либо других производств, куда свободные работники могли бы перейти. Подобное требование, хотя и не вполне реалистично, тем не менее не кажется источником проблемы. Гораздо важнее, что зарплата в модели не реагирует на состояние рынка труда. Выше мы уже указывали на то, что в модели постулируется постоянство реальной зарплаты, а значит, модель не допускает, что в условиях избытка предложения труда реальная зарплата может снизиться, позволив тем самым задействовать большее количество работников, достичь полной занятости и увеличить производство капитальных благ без дополнительной денежной эмиссии. Более того, реальная жесткость зарплат⁵ сохраняется в модели в долгосрочной перспективе, что не выглядит достаточно реалистичным допущением. Если бы реальная зарплата была гибкой, то свойство супернейтральности денег выполнялось бы.

Следует отметить, что в одном из последних вариантов модели ПРВ сделано предположение об убывающей отдаче при инвестировании в основной капитал (см. приложение в: Маевский и др., 2019а). Данное предположение обеспечивает эффект, аналогичный тому, который возник бы при наличии ограничений на стороне предложения труда. В рамках использованной формализации это предположение означает убывающую предельную отдачу от труда при производстве капитальных благ. Иными словами, $k_{t+1} = (1 - \delta)k_{t-1} + f(n_t)$, где f — некоторая дифференцируемая функция, удовлетворяющая условиям Инады⁶. При данных условиях неограниченный рост запаса капитала и выпуска невозможен. Со временем экономика приближается к стационарному состоянию, в котором рост полностью останавливается⁷.

Предпосылка моделей ПРВ о бесконечных трудовых ресурсах не означает, что их следует отбросить, но она заметно сокращает множество ситуаций, которые можно описывать при помощи данных моделей. Для описания процессов на краткосрочном горизонте, когда макроэкономическая динамика зависит преимущественно от совокупного

⁵ Об эффекте реальной жесткости зарплат и его влиянии на динамику выпуска см.: Ball, Romer, 1990; Blanchard, 2006; Blanchard, Galí, 2007.

⁶ В данном случае условия Инады предполагают выполнение пяти требований: (1) $f(0) = 0$; (2) $f' > 0$; (3) $f'' < 0$; (4) $\lim_{x \rightarrow 0} f'(x) = \infty$; (5) $\lim_{x \rightarrow \infty} f'(x) = 0$.

⁷ Данный факт нетрудно доказать: последовательность k_t , заданная рекуррентно приведенным выше нелинейным разностным уравнением, сходится к некоторому значению, при условии, что функция f удовлетворяет условиям Инады. Строгое доказательство этого факта выходит за рамки данной статьи.

спроса, а наличие ограничений на стороне совокупного предложения не оказывает решающего влияния, предпосылка об отсутствии ограничений на занятость не мешает построению адекватных теорий. С этой точки зрения сфера применения моделей ПРВ сводится к описанию краткосрочных процессов.

Однако, как можно понять из многочисленных публикаций авторов теории ПРВ, они стремились построить модель, претендующую прежде всего на отражение долгосрочных процессов (Маевский, 2021). Сама структура модели, предполагающая смену «поколений» основного капитала, указывает на то, что она нацелена на описание экономических процессов на промежутках времени, превосходящих срок жизни усредненного «поколения» капитала. Это позволяет отнести модели ПРВ к категории моделей долгосрочного роста. Но в этом случае возникает проблема с предпосылкой о неограниченных трудовых ресурсах, поскольку при описании долгосрочных макроэкономических процессов нельзя пренебрегать тем, что предложение факторов производства лимитировано или, во всяком случае, не может меняться скачкообразно.

Обратим внимание и на то, что эффект ненейтральности денег в моделях ПРВ не имеет смысловой связи с собственно переключениями режимов воспроизводства, а только с постулируемым эксклюзивным свойством монетарного стимула активировать неограниченные трудовые ресурсы. Если использовать подобную предпосылку и включить ее в стандартные модели роста, то там также проявится ненейтральность денег. Наличие эндогенных колебаний экономической активности ввиду гетерогенной структуры капитала и нарушение нейтральности денег представляют собой два независимых свойства теории ПРВ.

О рекомендациях, основанных на теории ПРВ

Маевский, Малков и Рубинштейн на основании разработанной ими теории ПРВ дают рекомендации относительно денежно-кредитной политики (ДКП) в России (Маевский и др., 2021, 2023), противопоставляя их предложениям, основанным на теориях мейнстрима (Кудрин и др., 2017). Суть рекомендаций состоит в более широком использовании денежной эмиссии для стимулирования роста капиталовложений. Действующий режим ДКП (инфляционное таргетирование) оценивается авторами как субоптимальный. Одна из главных причин его неэффективности, по их мнению, в том, что теоретический фундамент инфляционного таргетирования предполагает справедливость гипотезы нейтральности денег в долгосрочной перспективе, а деньги, по их мнению, ненейтральны как в краткосрочной, так и в долгосрочной перспективе (Маевский и др., 2019а, 2019б).

Как относиться к подобным теоретическим рассуждениям и рекомендациям в отношении политики Банка России? Можно ли считать их достаточно убедительными? Чтобы ответить на эти вопросы, следует прежде всего ответить на более общий принципиальный вопрос: чего мы ждем от хороших теоретических моделей и как мы используем их для получения рекомендаций в отношении экономической политики?

В основе модели всегда лежат некоторые предпосылки и допущения, после чего из них строго логически выводятся заключения, которые затем используются для обоснования политики. В идеальной ситуации предпосылки и допущения реалистичны и достаточно универсальны, то есть не носят исключительного и искусственного характера, а получаемые заключения достаточно однозначны и устойчивы к не критическим вариациям в предпосылках (Rodrik, 2015). Удачная теоретическая модель позволяет достичь малыми средствами больших результатов: обосновать эффективность определенного курса экономической политики при достаточно широких исходных рамках, заданных лежащими в основе модели допущениями.

В отношении модели ПРВ мы имеем иную ситуацию, когда исходные посылы модели практически совпадают с выводами из нее. Взяв в качестве отправной точки допущение, что приращение основного капитала является функцией только расходов на его производство, авторы де-факто сразу без каких-либо промежуточных логических звеньев постулировали реальный эффект денежной эмиссии. Получается, что в случае моделей ПРВ они не доказывают, что нарушение нейтральности денег в долгосрочной перспективе возможно при некоторых универсальных условиях, а только иллюстрируют, как это может происходить, если постулировать, что нейтральности нет. (В моделях мейнстрима свойство нейтральности денег возникает по той причине, что эмиссия увеличивает покупательную способность на стороне спроса, но при этом ее влияние на объем предложения имеет предел. В результате приращение денежной массы не дает реальной отдачи, меняются только номинальные переменные, что и составляет смысл эффекта нейтральности денег.) Если при построении теории пренебречь ограничениями на стороне предложения, как это сделано в моделях ПРВ, то автоматически устанавливается ненейтральность денег вне зависимости от других элементов модели. Можно ли считать убедительным теоретическим обоснованием эффективности стимулирующей монетарной политики модель, построенную на принятой без обоснований предпосылке об отсутствии нейтральности денег, более того, что деньги — это единственный ресурс, необходимый и достаточный для обеспечения накопления основного капитала? Скорее, все же нет.

Заключительные ремарки о перспективах теории ПРВ

Попытки построить макроэкономические теории, которые были бы альтернативой DSGE-моделям, можно только приветствовать. В этом смысле возникновение нового направления теоретических исследований с опорой на теорию ПРВ представляет интерес. Это неортодоксальное направление особенно интересно тем, что применяет методы формального экономико-математического моделирования, что позволяет увидеть внутреннюю логическую структуру теории, включая и то, как рекомендации выводятся из исходных допущений. Однако на данном этапе развития теории ПРВ она далека от того, чтобы реализовать амбициозный замысел ее создателей — стать заметным конкурентом

DSGE-моделям. У теории есть множество проблем, которые ставят под сомнение ее перспективу стать альтернативой моделям мейнстрима.

Прежде всего проблема теории ПРВ в том, что она построена исключительно на уравнениях перетока денежных средств и при этом абстрагируется от реальных производственных процессов. Как следствие, модель демонстрирует условно аномальные свойства (например, нарушение нейтральности денег). Характерно, что при добавлении в модель ПРВ реальных ограничений на стороне предложения не-нейтральность денег пропадает. Можно ли доработать модель ПРВ, чтобы сохранить свойство не-нейтральности денег и учесть реальные ограничения? Едва ли это возможно без привлечения каких-либо других искусственных и не вполне реалистичных *ad hoc* предположений, эквивалентных постулированию реального эффекта эмиссии.

Еще одна принципиальная проблема моделей ПРВ связана с тем, что ее авторы, сознательно отказавшись от использования подхода мейнстрима к описанию поведения экономических агентов, основанного на рациональной оптимизации и принципах равновесия, не предложили какой-либо иной подход, который был бы таким же универсальным. Экономические агенты в моделях ПРВ ведут себя механически, и недостатки таких теорий хорошо известны, главным из которых является уязвимость по отношению к «критике Лукаса» (Lucas, 1976).

Оригинальные модели ПРВ представлены в виде системы дифференциальных уравнений, что затрудняет их анализ в общем виде. Как показано в настоящей статье, модели ПРВ вполне допускают возможность их формулировки в дискретном времени с сохранением всех характеристик и особенностей, присущих оригинальным моделям. В таком виде они были бы более пригодны не только для теоретического анализа, но и для использования в эмпирических исследованиях.

Список литературы / References

- Бурлачков В. К. (2015). Специфика современных денег и модификация концепции денежного мультипликатора // Вестник ИЭ РАН. № 5. С. 131–138. [Burlachkov V. K. (2015). Specifics of the modern money and a modification of the concept of the money multiplier. *Vestnik IE RAN*, No. 5, pp. 131–138. (In Russian).]
- Грищенко В. О. (2018). Денежный мультипликатор в контексте современных представлений о создании денег: теория и факты // Вопросы экономики. № 11. С. 50–69. [Grishchenko V. O. (2018). Money multiplier in the context of modern views on money creation: Theory and facts. *Voprosy Ekonomiki*, No. 11, pp. 50–69. (In Russian).] <https://doi.org/10.32609/0042-8736-2018-11-50-69>
- Кудрин А., Горюнов Е., Трунин П. (2017). Стимулирующая денежно-кредитная политика: мифы и реальность // Вопросы экономики. № 5. С. 5–28. [Kudrin A., Goryunov E., Trunin P. (2017). Stimulating monetary policy: Myths and reality. *Voprosy Ekonomiki*, No. 5, pp. 5–28. (In Russian).] <https://doi.org/10.32609/0042-8736-2017-5-5-28>
- Маевский В. И. (2020). Концепция переключающегося режима воспроизводства и эволюционная теория: вопросы методологии // Вестник университета. № 8. С. 123–126. [Mayevsky V. I. (2020). Concept of switching mode of reproduction and evolutionary theory: Issues of methodology. *Vestnik Universiteta*, No. 8, pp. 123–126. (In Russian).] <https://doi.org/10.26425/1816-4277-2020-8-123-126>

- Маевский В. И. (2021). О базовых предпосылках не-нейтральности денег в экономической теории // *Journal of Institutional Studies*. Т. 13, № 1. С. 6–19. [Maevsky V. I. (2021). On the basic preconditions of non-neutrality of money in economic theory. *Journal of Institutional Studies*, Vol. 13, No. 1, pp. 6–19. (In Russian).] <https://doi.org/10.17835/2076-6297.2021.13.1.006-019>
- Маевский В., Андришин С., Малков С., Рубинштейн А. (2016b). Денежные механизмы и модель переключающегося режима воспроизводства // *Вопросы экономики*. № 9. С. 129–149. [Mayevsky V., Andryushin S., Malkov S., Rubinstein A. (2016b). Money mechanisms and the shifting mode of reproduction model. *Voprosy Ekonomiki*, No. 9, pp. 129–149. (In Russian).] <https://doi.org/10.32609/0042-8736-2016-9-129-149>
- Маевский В., Малков С. (2014). Перспективы макроэкономической теории воспроизводства // *Вопросы экономики*. № 4. С. 137–155. [Mayevsky V., Malkov S. (2014). Perspectives of the macroeconomic Reproduction theory. *Voprosy Ekonomiki*, No. 4, pp. 137–155. (In Russian).] <https://doi.org/10.32609/0042-8736-2014-4-137-155>
- Маевский В. И., Малков С. Ю., Рубинштейн А. А. (2015). Особенности и проблемы моделирования переключающегося воспроизводства // *Экономика и математические методы*. Т. 51, № 1. С. 26–44. [Mayevsky V. I., Malkov S. Y., Rubinstein A. A. (2015). Features and problems of modeling the shifting mode of reproduction. *Ekonomika i Matematicheskie Metody*, Vol. 51, No. 1, pp. 26–44. (In Russian).]
- Маевский В. И., Малков С. Ю., Рубинштейн А. А. (2016a). Новая теория воспроизводства капитала: развитие и практическое применение. М.; СПб.: Нестор-История. [Mayevsky V. I., Malkov S. Y., Rubinstein A. A. (2016a). *New theory of capital reproduction: Development and practical application*. Moscow; St. Petersburg: Nestor-Istoriya. (In Russian).]
- Маевский В. И., Малков С. Ю., Рубинштейн А. А. (2018a). Об эволюции моделей переключающегося режима воспроизводства // *Актуальные проблемы экономики и права*. Т. 12, № 4. С. 816–827. [Mayevsky V. I., Malkov S. Y., Rubinstein A. A. (2018a). On the evolution of the model of shifting mode of reproduction. *Actual Problems of Economics and Law*, Vol. 12, No. 4, pp. 816–827. (In Russian).] <https://doi.org/10.21202/1993-047X.12.2018.4.816-827>
- Маевский В. И., Малков С. Ю., Рубинштейн А. А. (2018b). Анализ экономической динамики США, СССР и России с помощью модели ПРВ // *Вопросы экономики*. № 7. С. 82–95. [Mayevsky V. I., Malkov S. Y., Rubinstein A. A. (2018b). Analysis of the economic dynamics of the US, the USSR and Russia with the help of the SMR-model. *Voprosy Ekonomiki*, No. 7, pp. 82–95. (In Russian).] <https://doi.org/10.32609/0042-8736-2018-7-82-95>
- Маевский В. И., Малков С. Ю., Рубинштейн А. А. (2019a). Анализ связи между эмиссией, инфляцией и экономическим ростом с помощью модели переключающегося режима воспроизводства // *Вопросы экономики*. № 8. С. 45–66. [Mayevsky V. I., Malkov S. Y., Rubinstein A. A. (2019a). Analysis of the relationship between issuing money, inflation and economic growth with the help of the SMR-model. *Voprosy Ekonomiki*, No. 8, pp. 45–66. (In Russian).] <https://doi.org/10.32609/0042-8736-2019-8-45-66>
- Маевский В., Малков С., Рубинштейн А., Красильникова Е. (2019b). Об одном направлении развития мезоэкономической теории // *Журнал институциональных исследований*. Т. 11, № 3. С. 21–38. [Mayevsky V., Malkov S., Rubinstein A., Krasilnikova E. (2019b). On one direction of development of the mesoeconomics. *Journal of Institutional Studies*, Vol. 11, No. 3, pp. 21–38. (In Russian).] <https://doi.org/10.17835/2076-6297.2019.11.3.021-038>
- Маевский В. И., Малков С. Ю., Рубинштейн А. А. (2021). О долговом способе монетизации российской экономики // *Terra Economicus*. Т. 19, № 4. С. 21–35. [Mayevsky V. I., Malkov S. Y., Rubinstein A. A. (2021). Debt monetization of the Russian economy: Key issues. *Terra Economicus*, Vol. 19, No. 4, pp. 21–35. (In Russian).] <https://doi.org/10.18522/2073-6606-2021-19-4-21-35>

- Маевский В. И., Рубинштейн А. А. (2021). Концепция макроэкономической политики компромисса между инфляцией и ростом // Журнал экономической теории. Т. 18, № 4. С. 485–496. [Mayevsky V. I., Rubinstein A. A. (2021). The concept of macro-economic policy based on the compromise between inflation and growth. *Zhurnal Ekonomicheskoy Teorii*, Vol. 18, No. 4, pp. 485–496. (In Russian).] <https://doi.org/10.31063/2073-6517/2021.18-4.1>
- Маевский В. И., Малков С. Ю., Рубинштейн А. А. (2023). Макроэкономические условия перехода России к высоким темпам роста: опыт Х-экономики Китая // Вопросы экономики. № 10. С. 98–123. [Mayevsky V. I., Malkov S. Y., Rubinstein A. A. (2023). Macroeconomic conditions of Russia's transition to high growth rates: China's experience. *Voprosy Ekonomiki*, No. 10, pp. 98–123. (In Russian).] <https://doi.org/10.32609/0042-8736-2023-10-98-123>
- Малков С. Ю., Рубинштейн А. А. (2022). Моделирование кредитной эмиссии в растущей экономике: долгосрочные эффекты и эксцессы // AlterEconomics. Т. 19, № 1. С. 185–200. [Malkov S. Y., Rubinstein A. A. (2022). Modeling credit emission in a growing economy: Long-term effects and excesses. *AlterEconomics*, Vol. 19, No. 1, pp. 185–200. (In Russian).] <https://doi.org/10.31063/AlterEconomics/2022.19-1.11>
- Рубинштейн А. А. (2020). Расширенная версия модели переключающегося режима воспроизводства с эндогенной инфляцией // Экономика и математические методы. Т. 56, № 4. С. 43–52. [Rubinstein A. A. (2020). Extended version of SMR model with endogenous inflation. *Ekonomika i Matematicheskie Metody*, Vol. 56, No. 4, pp. 43–52. (In Russian).] <https://doi.org/10.31857/S042473880012415-5>
- Трунин П. В., Вачелюк Н. В. (2015). Анализ эндогенности предложения денег в России // Журнал Новой экономической ассоциации. № 1. С. 103–131. [Trunin P. V., Vashchelyuk N. V. (2015). The analysis of money supply endogeneity in Russia. *Journal of the New Economic Association*, No. 1, pp. 103–131. (In Russian).]
- Acharya S., Bengui J., Dogra K., Wee S. L. (2022). Slow recoveries and unemployment traps: Monetary policy in a time of hysteresis. *Economic Journal*, Vol. 132, No. 646, pp. 2007–2047. <https://doi.org/10.1093/ej/ueac016>
- Ball L., Romer D. (1990). Real rigidities and the non-neutrality of money. *Review of Economic Studies*, Vol. 57, No. 2, pp. 183–203. <https://doi.org/10.2307/2297377>
- Blanchard O. (2006). European unemployment: The evolution of facts and ideas. *Economic Policy*, Vol. 21, No. 45, pp. 6–59. <https://doi.org/10.1111/j.1468-0327.2006.00153.x>
- Blanchard O., Galí J. (2007). Real wage rigidities and the New Keynesian model. *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 39, pp. 35–65. <https://doi.org/10.1111/j.1538-4616.2007.00015.x>
- Eggertsson G. B., Giannoni M. P. (2020). Medium-term money neutrality and the effective lower bound. *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 52, No. 2, pp. 561–600. <https://doi.org/10.1111/jmcb.12762>
- Garga V., Singh S. (2021). Output hysteresis and optimal monetary policy. *Journal of Monetary Economics*, Vol. 117, pp. 871–886. <https://doi.org/10.1016/j.jmoneco.2020.06.005>
- Jakab Z., Kumhof M. (2015). Banks are not intermediaries of loanable funds – and why this matters. *Bank of England Working Paper*, No. 529. <https://doi.org/10.2139/ssrn.2612050>
- Lucas Jr R. E. (1976) Econometric policy evaluation: A critique. *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, Vol. 1, pp. 19–46. [https://doi.org/10.1016/S0167-2231\(76\)80003-6](https://doi.org/10.1016/S0167-2231(76)80003-6)
- McLeay M., Radia A., Thomas R. (2014). Money creation in the modern economy. *Bank of England Quarterly Bulletin*, No. Q1, pp. 1–14.
- Rodrik D. (2015). *Economic rules: The rights and wrongs of the dismal science*. New York: W.W. Norton.
- Rungcharoenkitkul P., Borio C. E., Disyatat P. (2019). Monetary policy hysteresis and the financial cycle. *BIS Working Papers*, No. 817.

Приложение

Вывод основного динамического уравнения модели

Рассмотрим А-фирму, которая в периоде t инвестирует в производство. Оставшийся запас капитала составляет $(1 - \delta)k_{t-1}$, а объем инвестиций равен n_t , где n_t — число единиц рабочей силы, привлекаемых для пополнения капитала. Тогда количество капитала, которое в следующем периоде будет доступно данной фирме, определяется соотношением: $k_{t+1} = (1 - \delta)k_{t-1} + n_t$. Величина n_t определяется расходами на привлечение труда в реальном выражении, то есть $n_t = W_t/p_t$. Номинальные выплаты работникам финансируются за счет амортизационных отчислений, равных $(1 + i_{t-1})D_{t-1}^B$, привлеченных кредитов L_t и трансфертов от государства T_t^A .

Во-первых, согласно предположению о величине амортизационных отчислений, номинальная стоимость отчислений такова, что с учетом начисленных процентов и изменения цен их хватает на восстановление доли θ капитала прошлого периода, то есть $(1 + i_{t-1})D_{t-1}^B = \theta p_t k_{t-1}$ и тогда $(1 + i_{t-1})D_{t-1}^B/p_t = \theta k_{t-1}$. Рассмотрим выражение L_t/p_t , куда подставим выражение для кредитов через объем депозитов $L_t = \eta(D_t^H + D_t^B)$, а также выражение для цены p_t из уравнения (5), и получим следующую цепочку равенств:

$$\frac{L_t}{p_t} = \frac{\eta(D_t^H + D_t^B)}{\gamma D_t^H} = \frac{\eta}{\gamma} \left(1 + \frac{D_t^B}{D_t^H}\right) ak_t = \frac{\eta}{\gamma} \left(1 + \frac{\theta\gamma}{a(1+r)}\right) ak_t.$$

В последнем переходе использовано условие (6). Обратимся к выражению T_t^A/p_t и подставим в него выражение для трансферта $T_t^A = \tau_A \Delta R_t$. С учетом того что темп роста резервов равен μ_t , заключаем, что $T_t^A = \tau_A \mu_t R_{t-1}$. Поскольку $R_{t-1} + L_{t-1} = D_{t-1}^H + D_{t-1}^B$ (равенство активов и пассивов банков) и $L_{t-1} = \eta(D_{t-1}^H + D_{t-1}^B)$, имеем $R_{t-1} = (1 - \eta)(D_{t-1}^H + D_{t-1}^B)$. Используя это, можем записать $T_t^A = \tau_A \mu_t R_{t-1} = \tau_A \mu_t (1 - \eta)(D_{t-1}^H + D_{t-1}^B)$. Так как известно, что все составляющие баланса банка растут одинаковыми темпами, можем записать $D_t^H = (1 + \mu_t)D_{t-1}^H$. Теперь используем все эти результаты, чтобы записать следующие выкладки:

$$\frac{T_t^A}{p_t} = \frac{\tau_A \mu_t R_{t-1}}{\gamma D_t^H} = ak_t \frac{\tau_A \mu_t R_{t-1}}{\gamma(1 + \mu_t)D_{t-1}^H} = ak_t \frac{\tau_A \mu_t}{\gamma(1 + \mu_t)} (1 - \eta) \left(1 + \frac{\theta\gamma}{a(1+r)}\right).$$

В последнем переходе использовано условие (6), а в первом — выражение для цены (5). Преобразуем теперь все три составляющие W_t/p_t следующим образом:

$$\begin{aligned} \frac{W_t}{p_t} &= \frac{(1 + i_{t-1})D_{t-1}^B}{p_t} + \frac{L_t}{p_t} + \frac{T_t^A}{p_t} = \\ &= \theta k_{t-1} + \frac{\eta}{\gamma} \left(1 + \frac{\theta\gamma}{a(1+r)}\right) ak_t + \frac{\tau_A \mu_t}{\gamma(1 + \mu_t)} (1 - \eta) \left(1 + \frac{\theta\gamma}{a(1+r)}\right) ak_t = \\ &= \theta k_{t-1} + \left[\eta + (1 - \eta)\tau_A \frac{\mu_t}{1 + \mu_t}\right] \left(1 + \frac{\theta\gamma}{a(1+r)}\right) \frac{a}{\gamma} k_t. \end{aligned}$$

Подставляя полученное выражение в уравнение для накопления капитала, получаем:

$$k_{t+1} = (1 - \delta)k_{t-1} + n_t = (1 - \delta)k_{t-1} + \theta k_{t-1} + \left[\eta + (1 - \eta)\tau_A \frac{\mu_t}{1 + \mu_t}\right] \left(1 + \frac{\theta\gamma}{a(1+r)}\right) \frac{a}{\gamma} k_t.$$

В итоге это преобразуется к разностному уравнению относительно капитала:

$$k_{t+1} = (1 - \delta + \theta)k_{t-1} + \left[\eta + (1 - \eta)\tau_A \frac{\mu_t}{1 + \mu_t}\right] \left(1 + \frac{\theta\gamma}{a(1+r)}\right) \frac{a}{\gamma} k_t.$$

Данное уравнение основное в модели.

Theory of the shifting modes of reproduction: Where do the non-neutrality of money and economic cycles come from?

Evgeny L. Goryunov^{1,2,3}

Author affiliation: ¹ Gaidar Institute (Moscow, Russia); ² Russian Presidential Academy of National Economy and Public Administration (Moscow, Russia); ³ HSE University (Moscow, Russia). Email: goryunov@iep.ru

The theory of switching modes of reproduction (SMR) is a relatively new branch of heterodox macroeconomic theory. The SMR-models have two distinctive properties: they allow endogenous economic cycles and possess non-neutrality of money in the long term. The latter property means that in the SMR-models monetary expansion can effectively stimulate economic growth. The original form of the SMR-models (a complicated system of differential equations) makes them difficult for general theoretical analysis. In this article I propose a simpler version of the SMR-model in discrete time, for which, under certain assumptions, an explicit closed-form solution is derived. I use a formalism that is close to that accepted in the macroeconomic mainstream. All key structural features of the original SMR-model were retained, and the constructed model has the two properties mentioned. The model is used to identify particular assumptions that lead to existence of fluctuations and non-neutrality of money. It is shown that endogenous fluctuations are associated with very specific and not entirely realistic assumptions about the process of formation and depreciation of fixed capital. It is also revealed that the non-neutrality of money in the SMR-theory arises from the assumption that financial constraints are the only constraints of the investment process. Equivalently, this assumption can be re-formulated as a postulate of the unlimited labor supply with the exceptional ability of monetary expansion to employ it. If we adjust the model by adding the condition of limited labor supply, then money becomes neutral, and monetary stimulus loses its effectiveness. Based on the findings, the recommendation to rely on monetary easing in order to accelerate economic growth which is advocated by the authors of the original SRM-theory is called into question.

Keywords: shifting mode of reproduction model, economic growth, monetary policy, inflation, money neutrality.

JEL: B52, E14, E22, E31, E32, E51, E52, O42.

Научная жизнь

Практика антитраста и промышленной политики

*(По материалам круглого стола в рамках юбилейной конференции кафедры конкурентной и промышленной политики экономического факультета МГУ имени М. В. Ломоносова)**

В современных условиях актуализировались вопросы выбора разумного баланса между антитрастом и экономическим регулированием, инструментами антимонопольной и промышленной политики — вертикальной и горизонтальной. Это обусловлено одновременным действием нескольких факторов: цифровизацией, трансформирующей привычные бизнес-модели и представления о приемлемых условиях функционирования рынков; попытками найти решение проблем устойчивого развития (низкоуглеродная экономика); драматическим изменением геополитических условий ведения бизнеса в России. В 2023 г. исполнилось десять лет кафедре конкурентной и промышленной политики экономического факультета МГУ. Юбилейная конференция, посвященная обсуждению вопросов, которые изучает российская школа институциональных исследований конкурентной и промышленной политики, состоялась 14 июня 2023 г.¹ В рамках конференции прошел круглый стол, на котором рассматривались прикладные аспекты антимонопольной и промышленной политики в новых условиях. К обсуждению были приглашены исследователи, консультанты, представители бизнеса.

Участники дискуссии: *Шашитко Андрей Евгеньевич* (aes99@yandex.ru), д. э. н., проф., завкафедрой конкурентной и промышленной политики экономического факультета МГУ имени М. В. Ломоносова, директор Центра исследований конкуренции и экономического регулирования РАНХиГС при Президенте РФ (Москва); *Авдашева Светлана Борисовна* (avdash@hse.ru), д. э. н., руководитель департамента прикладной экономики НИУ ВШЭ (Москва); *Дозмаров Кирилл Валерьевич* (k.dozmarov@kple.ru), партнер, адвокат, руководитель группы антимонопольной практики консалтинговой компании Kulik & Partners (Москва); *Шабалов Иван Павлович* (ipshabalov@gmail.com), д. т. н., гл. н. с. Центрального научно-исследовательского института черной металлургии имени И. П. Бардина (Москва); *Пьяных Андрей Александрович* (aaryanyk@mts.ru), директор департамента судебной и административной практики ПАО «МТС» (Москва); *Варламова Алла Николаевна* (allavarlamova@mail.ru), д. ю. н., проф. кафедры коммерческого права и основ правоприменения юридического факультета МГУ имени М. В. Ломоносова (Москва); *Новиков Вадим Витальевич* (vadim.v.novikov@gmail.com), доцент Алматинского университета менеджмента (AlmaU; Алматы, Казахстан); *Курдин Александр Александрович* (aakurdin@gmail.com), к. э. н., с. н. с., замзавкафедрой конкурентной и промышленной политики экономического факультета МГУ имени М. В. Ломоносова (Москва); *Филиппова Ирина Николаевна* (infilipova@econ.msu.ru), к. э. н., н. с. кафедры конкурентной и промышленной политики экономического факультета МГУ имени М. В. Ломоносова (Москва); *Радченко Татьяна Алексеевна* (taradchenko@gmail.com), к. э. н., первый вице-президент Центра стратегических разработок (Москва); *Бодренко Валерий Александрович* (v.bodrenkov@sibsem.ru), к. ю. н., замглавного редактора журнала «Конкурентное право», зампреда Общественного совета при ФАС России, первый вице-президент АО «ХК „Сибирский цемент“» (Москва).

* Авторы выражают благодарность Елизавете Чефановой (ИСИЭЗ НИУ ВШЭ) за помощь при обработке и подготовке материалов круглого стола для публикации.

¹ Подробнее программу, а также презентации докладов см.: <http://lccp.econ.msu.ru/news/>

Ключевые слова: антимонопольная политика, промышленная политика, экономическое регулирование, санкции.

JEL: K21, L40, L50.

А. Е. Шаститко. Для обсуждения на круглом столе предлагается пять вопросов о практике антитраста и промышленной политики в новых условиях:

– есть ли основания считать, что российский антитраст фактически превратился в экономическое регулирование;

– какими должны быть изменения конкурентной политики в период санкций, реалистичны ли эти предложения;

– какая промышленная политика и почему сейчас наиболее эффективна – горизонтальная или вертикальная;

– должна ли промышленная политика в 2023 г. ориентироваться на кратко- или долгосрочные эффекты? Если на вторые, то как обеспечить такой приоритет;

– как вслед за сменой государственных подходов к регулированию экономики меняется правовой ландшафт в России: нормативные акты, правоприменение, правовая культура?

С. Б. Авдашева. Когда говорят, что антитраст превращается в экономическое регулирование, подразумевают, что вместо применения запретов *ex post* – определения нелегальной практики, чтобы отделить ее от легальной, – устанавливаются правила взаимодействия компаний *ex ante*, в первую очередь условий входа на рынок. В этом смысле российский антитраст всегда имел значительный компонент экономического регулирования. Когда в 2013 г. И. Ю. Артемьев (в то время руководитель ФАС России. – А. Ш.) сказал, что антимонопольная политика должна предупреждать нарушения, он имел в виду именно это: мы будем определять рамки законной политики для крупных компаний. События прошлого года во многом подтверждают сохранение этой логики. Но, во-первых, движение в сторону экономического регулирования происходит гораздо медленнее, чем я предполагала; во-вторых, главная роль здесь принадлежит не Федеральной антимонопольной службе (ФАС России). Она во многом следует решениям, которые были приняты на более высоком уровне.

К. В. Дозмаров. Конечно, антитраст трансформируется. Взгляд бизнеса на ФАС России 2010–2011 гг. – это абсолютно открытое ведомство, с которым можно было дискутировать, которое охотно шло на контакт, создавало экспертные советы. Начиная с 2013–2014 гг. все стало меняться, причем не в ФАС, а на другом уровне. За последнее время в наш обиход вошло немало новых понятий: «мобилизационная экономика», «Госплан 2.0», «ограничение иностранных индикаторов», «соглашение о фиксации цен на розничную продукцию», «полный отказ от валюты и привязки к доллару», что, кстати, произошло не сейчас, а в 2014 г., когда начались первые дела против морских портов. Явления, в прошлом абсолютно нормальные для российского антитраста, – открытая экономика, рыночное ценообразование, ориентация на внешние индикаторы, сейчас уже немислимы. Сегодня нельзя прийти в ФАС и сказать: «У нас рыночное ценообразование, мы ориентируемся на индекс ЛМЕ». Н. Павлова показала в своем докладе², к чему приводит принцип приоритетного удовлетворения внутреннего спроса – фактически это отражение того, куда эволюционирует российский антитраст. Это все еще антитраст, но особого рода. Он связан в большей степени не с обеспечением рыночной конкуренции или предпринимательской прибыли, а с экономической и политической целесообразностью.

И. П. Шабалов. Ряд изменений виден невооруженным взглядом. В прошлом году из-за санкций отчетность многих российских компаний (как государственных, так и крупнейших частных) была выведена из информационного поля. Проводятся закрытые тендеры, контрактной модели мы не видим, не понимаем базовых экономических и технических параметров контрактов. Информация о ценах сегодня во многом недоступна. Поэтому неправильно говорить, что антитраст в стране развивается. Очевидно, присутствует страх неопределенности. Это подтверждается публикациями

² См. также: Шаститко, Павлова, 2022а.

о расследованиях, которые проводила ФАС в отношении крупнейших компаний. Кроме того, политика антитраста относится к прерогативам экономического блока правительства. В соответствии с законодательством на нее возлагаются очень серьезные функции. Понять, какие новые методики и методы использует ФАС, невозможно.

А. А. Пьяных. Мы семимильными шагами идем в сторону классического отраслевого экономического регулирования. В сферах, где предусмотрено тарифное регулирование, легче понять логику регулятора и оценить перспективы, чем там, где компании действуют в условиях олигополистического рынка. Подход очень простой: если компания доминирующая, причем неважно, классически или в составе коллективного доминирования (и действует абсолютно самостоятельно), к ней, по сути, относятся, как к субъекту естественной монополии. Однако ее маркетинговую активность, тарифную политику, симбиозы с другими бизнесами очень сложно оценить, поэтому регулятор редко на это смотрит. Это старая тема: действия любого доминанта в составе коллективного доминирования рассматриваются индивидуально³. Логика такая: монополист выполняет социально-экономическую функцию и должен иметь понятный, предсказуемый бизнес с маржинальностью не выше среднеотраслевой. Но мы понимаем, к чему может привести такой подход в долгосрочной перспективе. Мы помним «веселые книжки», в которых говорилось, что с точки зрения совершенной конкуренции рентабельность должна равняться нулю (по экономической прибыли в условиях равновесия. — *А. Ш.*). К сожалению, этот анекдот сейчас претворяют в жизнь! Подобная логика используется при аргументации решений антимонопольных комиссий, такая оценка начинает закрепляться и в судебной практике. Если у тебя рентабельность выше среднеотраслевой (по Росстату), то любые попытки компенсировать ее реальное падение могут рассматривать как неправомерные. Очевидное замечание о том, что если ничего не делать, то среднеотраслевая рентабельность в следующем году упадет и придется ориентироваться уже на нее, игнорируется. В общем диверсификация бизнеса — это сложно, а времени у комиссии не так много. Поэтому парадокс: лучше пусть регулятор сразу озвучит правила игры, рамки, в которых надо оставаться, иначе... каждый раз не знаешь, с чем столкнешься. Эта неопределенность крайне осложняет бизнес-планирование. Постановка долгосрочных целей становится неэффективной, в том числе по причине отсутствия единой предсказуемой политики антитраст-регулирования.

На текущем этапе, если говорить о классическом антитрасте, в области контроля горизонтальных соглашений, противодействия недобросовестной конкуренции развитие идет нормально. Однако ст. 10 закона «О защите конкуренции» («Запрет на злоупотребление доминирующим положением») применяется слишком широко, в ней пытаются найти простой ответ на сложные вопросы.

В. А. Бодренков. Вероятнее всего, в той или иной форме экономическое регулирование присутствует во всех странах. Вопрос только, в какой степени. На мой взгляд, в России экономическое регулирование зависит от субъективных оценок и действий лиц, которые принимают решения. Как снизить влияние субъективного подхода? Вынесение принимаемых решений на публичный уровень и неформальное участие в выработке этих решений отраслевых и научных сообществ. Например, в ФАС России есть экспертные советы и референтные группы, которые числятся только на бумаге. Вместе с тем нужно объективно отметить, что масштабы предупредительной работы ФАС России существенно расширились. Подробнее о соотношении предупредительной и административной практики службы сказано в выступлении начальника Правового управления ФАС России М. И. Матяшевской на Петербургском экономическом форуме⁴.

А. Н. Варламова. Полностью согласна с тем, что говорил Валерий Александрович. Обратимся к истории антитраста. Два старых примера судебных дел в США на начальном этапе его становления: известный закон Шермана не работал, пока не пришлось решать проблему со Standard Oil. Было принято решение о виновности компании, которая подверглась принудительному разукрупнению. Но в аналогичной

³ Подробнее см.: Шаститко, Ионкина, 2021.

⁴ <https://fas.gov.ru/news/32554>

ситуации с U.S. Steel пришли к выводу, что нарушения нет. Было установлено, что имеет место повышение эффективности деятельности, а не монополизация; более того, было признано, что действия компании направлены на спасение отрасли.

В 1947 г. в Японии был введен механизм принудительного разукрупнения — интересный инструмент, который сначала активно использовался, а в 1955 г., когда государству потребовалась помощь крупного бизнеса, был отменен; затем с 1977 г. его опять стали использовать. В Китае долгое время действовал полный запрет на иностранные инвестиции. Но регулирование экономики изменилось, и конкурентное право также стало ориентироваться на привлечение иностранных инвестиций. Проходит определенное время, вновь меняется экономическая ситуация, принимается множество документов в части иностранных инвестиций (2007, 2011, 2017 гг.) — и очень многие сферы экономики полностью закрываются для них. Таким образом, антиконтраст в любой стране — это механизм экономического регулирования, и вопрос в том, перешел ли он какую-то критическую грань. В России — наверное, нет, пока не перешел.

Давайте вспомним такой механизм, как принудительное лицензирование. Сколько лет ФАС России выступала за то, чтобы эта норма появилась в законодательном регулировании, и антимонопольная служба могла выдавать принудительные лицензии. Ничего не получалось. Возникла ситуация, связанная с пандемией коронавируса, и ст. 1360 ГК РФ стала применяться, пусть не так широко. Думаю, что дальнейшее применение этой статьи возможно, могут появиться дополнительные основания для принудительного лицензирования, когда ФАС России будет принимать соответствующие решения, а не правительство.

В. В. Новиков. Вопрос преобразования российского антиконтраста в экономическое регулирование актуальный и сложный. За последние два года произошло множество изменений в российской экономике и экономической политике. Однако наш фокус ограничивается изменениями в работе ФАС России. Долгое время существовало подозрение, что антиконтраст может превратиться в экономическое регулирование. Но можно ли говорить о качественной разнице по сравнению с ситуацией двухлетней давности? Краткий ответ: нет, не вижу признаков качественного изменения ситуации.

Мое исследование российской антимонопольной политики базируется на опросе экспертов, проведенном в августе 2022 г., и анализе статистики правоприменения за 2021–2023 гг. Выводы смешанные: преобладают опасения превращения антиконтраста в регулирование, но консенсус отсутствует.

Среди юристов распространено мнение о значимом снижении числа антимонопольных дел. Однако общая статистика показывает, что дел все-таки много. Сравняя данные по десяти годам за пять месяцев каждого года из рассматриваемых трех лет, я обнаружил, что дел у ФАС стало на $\frac{1}{3}$ меньше. Тем не менее из этих наблюдений нельзя сделать однозначный вывод о принципиальном изменении в деятельности ФАС. Сокращение количества дел — это долгосрочный и желательный тренд. ФАС успешно свела к минимуму незначительные дела, и связывать это только с поворотом к регулированию или событиями последних двух лет было бы ошибочным. Я не вижу явных признаков переорождения антиконтраста; он продолжает балансировать на прежних позициях.

Разговор об изменениях в антиконтрасте часто ограничивается обращением к развилке между *ex post*, связанной с разбором нарушений правил после их совершения, и *ex ante*, заключающейся в установлении правил деятельности заранее. Однако это противопоставление не исчерпывает всего спектра возможностей. Существует третья категория, принципиально отличающаяся от упомянутых. Она включает приказы, индивидуальные акты, выпущенные по случаю и не являющиеся ни частью классического регулирования, ни элементом антиконтрастного контроля. Они не определяются заранее и не связаны с последующим анализом нарушений.

В период санкций возникает вопрос об изменениях в конкурентной политике. Рассмотрим его с нескольких сторон. Конкурентная политика, несомненно, актуальна в современных условиях, российская экономика демонстрирует устойчивость именно благодаря рыночным механизмам. Недавние события подтвердили гибкость этой системы и возможности частной инициативы. Но есть вопрос: почему не устраняются барьеры в торговле с дружественными странами? Инициатив в этом направлении не видно. Проблема усложняется нерыночной правительственной идеологией, огра-

ничающей проведение конкурентной политики. К тому же приходится принимать во внимание последствия действий правительства, степень согласия с его целями.

С. Б. Авдашева. Я хотела бы обратиться в первую очередь к Андрею Пьяных: подумайте о том, действительно ли вы хотите того, что пожелали, потому что такого рода пожелания имеют, к сожалению, тенденцию сбываться. Вам могут дать определенность правил, но вы ей не обрадуетесь. Это заметно отличает нынешний мир с конкурентной политикой и регулированием от регулирования как такового, потому что до сих пор, при всей нашей критике в адрес ФАС России, ни один ее сотрудник, начиная с уровня начальника управления, не говорит, что принимает решения по инструкции. Есть стремление оценить влияние принимаемых решений на рынок. Довольно сильно переоцениваются выигрыши потребителей от действий антимонопольного органа, часто недооцениваются их отрицательные эффекты для бизнеса. Однако у тех, кто принимает решения, до сих пор имеется желание определить указанные эффекты количественно. В этом плане мы находимся не в самой скверной ситуации.

Мой ответ на второй вопрос. Санкции и относительная авартия экономики принципиально не влияют на концептуальную основу антитраста, потому что антимонопольный орган поддерживает конкуренцию, руководствуясь стремлением максимизировать благосостояние на внутреннем рынке. Внутренний рынок был более открытым, стал более закрытым — изменились обстоятельства, но с точки зрения целей, задач и инструментов антимонопольной политики все осталось по-прежнему.

Три решения, которые могут способствовать развитию конкуренции, были приняты в марте 2022 г. Первое — более широкое использование параллельного импорта. Многие годы эксперты утверждали⁵, что он не убьет конкуренцию на внутреннем рынке и не обесценит инвестиции правообладателей. Параллельный импорт способствовал насыщению потребительского рынка, и по некоторым продуктам ситуация стала даже лучше, чем в 2021 г. Второе — мораторий на проверки бизнеса: административные барьеры — серьезное препятствие для развития конкуренции. Третье — противоречивое, но потенциально очень действенное решение — изменить режим использования интеллектуальной собственности правообладателей из недружественных стран. Были созданы основания для установления в России «режима Тортуги»⁶. Изучавшие экономическую историю помнят, что он был основан на минимально необходимых институтах, но обладал преимуществами как место совершения сделок, которые нельзя было заключить и исполнить в более развитых на тот момент юрисдикциях.

Что может сделать ФАС России? Во-первых, изменить правила применения ст. 11 закона «О защите конкуренции», потому что соглашений, которые, на первый взгляд, ограничивают конкуренцию, будет немало, а часть из них на самом деле поддерживает конкуренцию в долгосрочной перспективе. В этом смысле в ст. 11 нужно инкорпорировать ст. 13⁷. Во-вторых, ФАС могла бы «оживить» статьи, нацеленные на ограничение конкуренции органами исполнительной власти. На муниципальном и региональном, да и на федеральном уровнях нередко принимают решения, которые довольно сильно сдерживают конкуренцию. В-третьих, можно было бы вернуться к старой практике ФАС с учетом того, что они специалисты в области оценки регулирующего воздействия на рынок и способны контролировать законотворчество, поскольку среди вносимых законопроектов некоторые могут принести больше вреда, чем любой картель. Эти потенциально коррупционные, ограничивающие конкуренцию законопроекты должны быть остановлены на ранней стадии, а не на этапе третьего чтения, когда приглашенных в этот момент экспертов будут спрашивать, почему они только сейчас проснулись. Это проблема коллективных действий: от ограничивающих конкуренцию законопроектов есть пострадавшие, но бизнесу сейчас не до них, а ФАС России может их заблокировать.

⁵ См.: АЦ, 2013.

⁶ Тортуга — в XVII в. центр пиратской торговли в Карибском море, контроль над которым оспаривался испанцами, французами и англичанами. — *Примеч. А. Ш.*

⁷ Ст. 11 закона «О защите конкуренции» содержит запреты на ограничивающие ее соглашения (в том числе картели, но не только), ст. 13 — критерии допустимости действий, ограничивающих соглашения.

А. Е. Шаститко. Светлана Борисовна упомянула законы, которые могут быть хуже картеля, и мы знаем, как минимум, один такой закон — о рекламе, где пытались ввести формат единого оператора цифровых рекламных конструкций в России⁸. И мы даже знаем, в чьих интересах это делали. К счастью, его удалось остановить во втором чтении, и не без нашего участия.

А. Н. Варламова. Хотела бы обратить внимание на три аспекта. Первое. Соглашусь со Светланой Борисовной в том, что есть ряд вопросов, которые надо было решать раньше, и они не имеют отношения к санкциям. Давайте вспомним, какие ограничения налагают на доминирующего субъекта с точки зрения права: это ограничение свободы договора доминанта, то есть все средние и малые предприятия могут устанавливать цены по своему усмотрению, решать, с кем заключать договор, а с кем — нет, а доминант не может. Это правильно, но только в случае, если его действия действительно направлены против конкуренции и он в целом может ей помешать, а не в случае, когда ситуация на рынке иная, и хотя хозяйствующий субъект действительно крупный, но определять рыночную ситуацию он фактически не может. Поэтому следует сначала детально проанализировать рыночные условия, учитывая отраслевые особенности, и только после этого ограничивать свободу договора доминанта.

Второе. Я считаю, что в условиях санкций в конкурентной политике на первое место должны выходить специальные механизмы регулирования рынка, например регулирование внешнеэкономической деятельности, а не общие антимонопольные запреты. Все мы понимаем, что импорт товаров способствует развитию конкурентных отношений. Однако если есть российский производитель товаров-аналогов, который еле выживает, стоит ли так однозначно давать свободу выхода на российский рынок этим импортным товарам?

Третье. Тарифное регулирование в целом наносит вред конкуренции, так как отменяет ее главную составляющую — конкуренцию по цене. Однако в текущей экономической ситуации ряд отраслей так или иначе подпадут под тарифное регулирование. Важно, чтобы в этом случае оно само находилось под влиянием конкурентного права. Во-первых, нужно четко понимать, почему именно в этой отрасли необходимо тарифное регулирование. Во-вторых, надо решить, какие методы такого регулирования наиболее проконкурентны. Процедура установления тарифов должна быть абсолютно открытой и понятной, принята на долгосрочную перспективу.

В. А. Бодренков. Не совсем могу согласиться со Светланой Борисовной в том, что санкции не влияют на конкуренцию и конкурентную политику в стране. На мой взгляд, они оказывают непосредственное и прямое воздействие и могут как усиливать конкуренцию, так и ограничивать ее. Сейчас нередко звучат заявления о необходимости полной национализации предприятий и возврата к плановой экономике. Мое мнение по первому вопросу: мы еще не скатились в эту пропасть. Пока с позиции реального сектора экономики можно констатировать, что вероятность остаться в рамках конкурентной среды сохраняется, и единственная просьба, с которой органы власти обращаются к бизнесу: учитывайте реальные обстоятельства в стране. Но бизнес не может существовать с нулевой рентабельностью. Он должен зарабатывать деньги, и чем больше, тем лучше. Другой вопрос — какими способами и методами. Чтобы власть учитывала интересы бизнеса, он должен быть дипломатичным и убедительным. Если бизнес возьмет на вооружение методы дипломатии и использует глубокую научную аргументацию, то есть шансы, что его услышат, это и будет оптимистичным сценарием развития конкуренции на рынке в современных условиях.

А. Е. Шаститко. Ваши соображения особенно важны для юристов, которые участвуют в судебных процессах: им нужно превратить четкие доказательства в не менее убедительные доводы для суда, чтобы судьи поняли, что написано в экономическом заключении. Я хотел бы напомнить о выступлении на нашей конференции Л. М. Григорьева, который, перефразируя фон Клаузевица, сказал, что санкции — это продолжение промышленной политики, только другими методами. Более того, он даже предложил создать кафедру общей теории торможения недружественных

⁸ См.: Шаститко и др., 2023.

стран. Сегодня мы в том числе обсуждаем вопрос: «Какая промышленная политика (и почему сейчас) дает наибольшие эффекты: горизонтальная или вертикальная?»

А. А. Курдин. Вертикальная промышленная политика направлена на то, чтобы поддержать конкретную фирму, а горизонтальная — широкий круг производителей. На самом деле следует говорить о континууме мер промышленной политики, а не о бинарном выборе. В России есть элементы горизонтальной промышленной политики, связанные с получением поддержки по результатам открытого конкурса. Но вместе с ней вы получаете и преимущество над конкурентами, что может негативно сказаться на условиях для конкуренции. Проконкурентные механизмы относятся к горизонтальной промышленной политике, соответственно меры вертикальной антиконкурентные. Но сейчас наибольший краткосрочный эффект дают именно они. Центр принял решение, передал распоряжение государственной корпорации, она его выполнила в рамках своего комплекса, и механизм сработал. Другое дело, что негативные эффекты вертикальной промышленной политики тоже хорошо заметны.

В долгосрочной перспективе при проведении горизонтальной промышленной политики положение улучшается, хотя ее эффекты не всегда можно легко идентифицировать, в отличие от вертикальной. О результатах последней можно сказать: субсидировали, произвели, ввели в строй. Все видят этот эффект. По мотивам нашей статьи с К. А. Ионкиной (Курдин, Ионкина, 2022): было поддержано производство конкретных вагонов, которое зависело от кассетного подшипника, а их могли делать только вместе с иностранцами. Когда они ушли, возникла проблема с подшипником. Решать ее приходится за счет мер конкурентной политики или горизонтальной промышленной политики: уменьшить величину пошлины, упростить процедуру сертификации. Но горизонтальная промышленная политика способствует инвестициям в широкий круг отраслей, при этом нельзя заранее точно предсказать, насколько эффективной окажется новая структура производства. Сейчас мы наблюдаем активизацию мер вертикальной промышленной политики, которая даст больше положительных эффектов, но и больше провалов, а в долгосрочном плане ситуация будет менее устойчивой.

И. П. Шабалов. Промышленная политика в реальном секторе экономики всегда отождествлялась с объемом инвестиций. Но и конкуренция связана с ними. Приведу пример отрасли, которая мне хорошо знакома. За 2022 и частично 2023 г. крупнейшие металлургические компании России выплатили дивидендов примерно на 10 млрд долл., при этом не заявили ни одного инвестиционного проекта.

Промышленная политика, как ее понимает руководство страны, направлена на решение текущих проблем, и в этом я согласен с Александром Курдиным. Сегодня регуляторы стремятся изъять сверхдоходы сырьевых компаний и распределить средства в другие секторы экономики, что и подтверждает разработка соответствующего закона⁹. В то же время им необходимо решать острые проблемы экономики. Переход России от глобальной модели развития к региональной внес серьезные коррективы в промышленную политику: она теперь во многом направлена на поддержание секторов, которые серьезно пострадали из-за санкций (например, резко уменьшились поставки литиевого сырья из-за рубежа).

Ответ на четвертый вопрос однозначный: промышленная политика должна быть ориентирована на будущее. Решение текущих проблем не требует научно обоснованного подхода. Мы знаем, что НКВД был самым эффективным экономическим предприятием: попробуй только завтра к 12 часам не сделай — и все дела.

Совет Андрею Пьяных — никогда не просите, чтобы регулятор определял, как вам себя вести. Первая причина: у него нет адекватных специалистов, которые могли бы дать вам профессиональные рекомендации. Вторая причина: люди, которые не несут ответственности за принятые решения и рекомендации, не могут видеть полную картину рисков.

А. Е. Шаститко. Мы с вами несколько лет общались по проблемам организации производства труб большого диаметра, налогового администрирования. Если бы не наше общение, то не появились бы идеи, которые мы развили в контексте взаимо-

⁹ См.: Федеральный закон от 04.08.2023 № 414-ФЗ «О налоге на сверхприбыль». — *Примеч. ред.*

действия коузианства и двух фундаментализмов — либерального и регуляторного (пигувианства)¹⁰, где ключевой пункт — востребованность глубокого знания предмета, в том числе в междисциплинарном ключе.

И. Н. Филиппова. Я начну с ремарки про «веселые книжки», которые упомянул Андрей Пьяных. Давайте вспомним, что в них пишут не о бухгалтерской, а об экономической прибыли, что, к сожалению, забывают и регулятор, и бизнес. Тогда книжки становятся менее «веселыми» и более реалистичными.

Здесь критиковали просьбу к регулятору повысить определенность того, что будет дальше¹¹. Мне кажется, это нормальное желание бизнеса — иметь долгий взгляд, потому что, в отличие от чиновника, который в следующем году уйдет на повышение, перейдет в другое министерство или в госкомпанию, бизнес будет продолжать работать. Мы, конечно, можем заставить его инвестировать в ниши, освободившиеся в условиях санкционного противостояния, но в отсутствие долгосрочной перспективы бизнес может легко изъять инвестиции, и устойчивого результата не будет. Поэтому я поддерживаю идею регулирования, когда регулятор позволяет понять, что будет дальше. Когда мы после получения бизнесом большой прибыли говорим: «Давайте-ка мы ее заберем с помощью налогов» — это не промышленная и не конкурентная политика, а что-то совсем другое.

Можно предположить, что вертикальная промышленная политика в текущих условиях позволяет «залатать дыры», но непонятно, сохранится ли через два-три года то, что мы сейчас пытаемся наспех починить. Другой важный аспект: нужно ли так однозначно ставить вопрос — горизонтальная или вертикальная политика? У нас есть национальные чемпионы («Газпром», «КамАЗ», «Яндекс», «Сбер», РЖД), и государство, поддерживая их, не спрашивает, насколько эффективно и качественно они работают. Оно дает им право проводить горизонтальную политику. Например, сейчас «Газпром», «КамАЗ» и другие отраслевые гиганты будут решать, кто станет разрабатывать отечественное ПО, какое ПО нужно компаниям, и будут выбирать двух-трех производителей, которых они начнут поддерживать. Это вертикальная или горизонтальная политика? С одной стороны, мы обеспечиваем конкуренцию в секторе, который будет объектом поддержки, но с другой — мы сохраняем национальных чемпионов, которые образуют своего рода касту субъектов вне критики.

С. Б. Авдашева. Я бы хотела прокомментировать один тезис, который вводит нас в заблуждение. Мы привыкли думать, что вертикальная промышленная политика, в отличие от горизонтальной, подвержена проблемам коррупции: там, где начинается избирательная политика, исчезают деньги. Однако горизонтальная промышленная политика также не исключает неэффективности и провалов, пусть и в меньшей степени связанных с обогащением узкого слоя выгодополучателей. Хороший пример — финансирование университетов и исследовательских групп на основании критериев публикаций в журналах, входящих в международные рейтинги цитирования Web of Science и Scopus. Размещение ресурсов основано на совершенно прозрачном критерии, однако конечные результаты далеки от ожидаемых.

Мне кажется, что некоторые решения из серии «ситуативно помочь» не надо называть промышленной политикой. Когда поддерживают предприятия, важные для сохранения цепочек создания стоимости в условиях санкций и закрытия многих каналов поставок, это скорее срочные спасательные меры, нежели сознательная политика.

Кстати, про НКВД в приведенном Иваном Павловичем примере: можно ли считать его органом, ответственным за реализацию промышленной политики? Но именно он в 1941 г. был среди ответственных за организацию эвакуации промышленных предприятий в восточные области СССР¹², которая, в свою очередь, исторически сыграла огромную роль, а в конечном счете влияет на экономическую географию по сей день. Обсуждать эти действия как пример промышленной политики бессмысленно.

¹⁰ См.: Шаститко, Павлова, 2022b.

¹¹ Как пелось в известной советской песне: «Ну что сказать, ну что сказать, устроены так люди, желают знать, желают знать, желают знать, что будет» (песня «Гадалка» из кинофильма «Ах, водевиль, водевиль» 1979 г. — *Примеч. ред.*).

¹² Обзор исследований см. в: Потемкина, Климанов, 2020.

Возможна ли у нас горизонтальная промышленная политика? Многое из того, что делается сейчас, можно отнести к ней: предоставление доступа к результатам интеллектуальной деятельности за нулевые роялти; ограничение числа проверок бизнеса. Чего может не хватать? Того, о чем говорила Алла Николаевна. Умная (smart) внешнеторговая политика — важная часть промышленной политики. Зависимость уровня тарифной защиты внутреннего рынка или, напротив, поощрения импорта от состояния конкуренции — это горизонтальная промышленная политика.

А. Е. Шаститко. К вопросу об НКВД. Здесь не только перебазирование промышленности, но, если мы вспомним атомный проект и «шарашки», которые реализовали программу создания ядерного оружия в СССР, то многое станет ясно насчет его эффективности и результативности. Другое дело, какое это имеет отношение к устойчивому экономическому росту и развитию.

К. В. Дозмаров. Основная проблема в отношениях бизнеса и государства — неумение слышать и слушать оппонента. Когда начали постепенно отказываться от привязки тарифов на ряд услуг, в частности для транспортной инфраструктуры, к доллару, бизнес говорил, что ничего не поменяется, все так и останется. А по факту — нет. Просто люди в бизнесе мало слушают власть предрежащих, то, что говорят официальные представители правительства в своих выступлениях. Когда встал вопрос в связи с пандемией и кризисными явлениями о том, чтобы ограничивать наценки на товары для малообеспеченных слоев населения (продукты питания — масло, сахар и т. д.), бизнес говорил: все будет нормально. В итоге государство вынудило его заключать соглашения о ценах. В дальнейшем любая такая инициатива со стороны власти (ограничения на рост цен, отказ от доллара и иностранных индикаторов, приоритет обеспечения внутреннего рынка) находила свое отражение только в подзаконных нормативных актах, но не в законах. Формально приоритет удовлетворения внутреннего спроса до настоящего времени — это нарушение закона о конкуренции. Мы сегодня обсуждаем не то, как поменялся антитраст, а вопрос смены приоритетов в государственной политике, в управлении экономикой, в том, что государству нужно.

Почему бизнес начал постулировать тезис: «Скажите нам правила и отстаньте от нас!»? Он сейчас не понимает, чего хочет от него государство и куда мы идем. У бизнеса изначально был запрос на формализацию правил диалога с государством, и определенный консенсус существовал. Но затем подход поменялся полностью, фактически экономика стала работать в условиях квазитарифного регулирования — кто-то в большей степени, кто-то в меньшей. Не будем себя обманывать: практически все крупные отрасли работают в условиях регулирования. Поэтому в любом случае надо ориентироваться на долгосрочные эффекты, на то, как те или иные бизнес-решения отзовутся через год-два-три. Но бизнес часто забывает одну вещь: что такое предпринимательство? Это в первую очередь рискованная деятельность, и от того, как ты прогнозируешь свой собственный риск, зависит, как ты будешь осуществлять свою хозяйственную деятельность. Вот почему идея не думать самим, а просто адресовать вопросы государству о том, как нам работать завтра и послезавтра, не сработает. Во-первых, государство само не знает, как нам работать завтра. Во-вторых, оно еще должно принимать какие-то законы, а у нас в антитрасте юриспруденция фактически служит лишь ажурным обрамлением для экономической реальности, к которой она не имеет никакого отношения.

Один частный пример: мораторий на проведение проверок ФАС. Не будем питать иллюзий. Мораторий-то действует, и ФАС стала гораздо меньше проверять бизнес, но начались прокурорские проверки, проводятся оперативно-розыскные мероприятия, возбуждаются уголовные дела. У нас в последнее время наблюдается тренд на их возбуждение без решений ФАС: по ст. 178, 159, даже 165 УК РФ (последняя — это причинение имущественного ущерба путем обмана или злоупотребления доверием). Условно говоря, если ваши цены и рентабельность выше на 30%, чем по рынку в среднем, то против вас возбуждают уголовное дело, а ФАС привлекают в качестве эксперта, причем служба сама не проводила анализа рынка и не выносила решения. Поэтому ФАС, с одной стороны, отчитывается — мы не проводим проверок, нам прокуратура все согласовывает. С другой стороны, прокуратура и правоохранительные органы, проводя собственные проверки, делятся с ФАС результатами своих изысканий.

Л. М. Григорьев в своем выступлении на нашей конференции сказал: «Нужно быть Кассандрой» — да, нужно прогнозировать, что будет с вашим бизнесом. И в диалоге с государством надо демонстрировать на цифрах ваш прогностический потенциал. Сейчас чисто юридическим консультантам в антитрасте делать нечего именно в связи с тем, что обсуждаются вопросы экономики, а не права. То, о чем говорил Андрей Пьяных про установление рентабельности и ее пределы, обсуждают не юристы, а маркетологи, специалисты по продажам, финансисты, бухгалтеры компаний. И если вы не можете говорить со своим клиентом на одном языке — языке цифр его бизнеса, то вы становитесь неконкурентоспособным.

В. А. Бодренков. Уверен, что любое государство должно иметь долгосрочную промышленную политику, причем отдельно по крупным отраслям. В качестве примера глобальной ошибки государства приведу США. Упустив вопрос долгосрочной промышленной политики, они потеряли часть отраслей, которые перебазиrowались в Китай, где более дешевая рабочая сила.

Другой пример: цемент — стратегический товар, который выступает одним из индикаторов независимости страны. Так, Иран в условиях санкций стал его крупнейшим производителем — 80 млн т в год. Это, бесспорно, результат влияния государственной политики, направленной на конкретную отрасль. Мы в прошлом году произвели около 60 млн т цемента. Аналогичную поддержку цементной отрасли государство оказало в Белоруссии и Казахстане, существенно нарастив производственные мощности. Это меры долгосрочной промышленной политики. Конечно, и наша страна идет по этому пути, разрабатывая отраслевые и межотраслевые программы, пусть не очень совершенные.

К области промышленной политики относится и прогнозирование в целом, в частности прогнозирование цен. Сегодня ориентиром для него по госконтрактам выступает индекс-дефлятор, который рассчитывает Минэкономразвития. Фактически на формирование цены на промышленную продукцию влияет уровень промышленной инфляции. Разница между индексом-дефлятором Минэкономразвития и индексом промышленной инфляции может быть многократной¹³.

Т. А. Радченко. Экологические приоритеты принимаются уже на национальном уровне, многие страны заявляют о достижении углеродной нейтральности к 2050—2060 гг. Рыночные механизмы и финансовые институты отдают приоритет экологии за счет создания более выгодных условий для привлечения частного финансирования. Есть примеры, когда отдельные инвестфонды отказываются от дополнительных инвестиций в высокоуглеродные, энергоемкие секторы. Экологические приоритеты сейчас определяют выгодность технологических решений и инвестиций в те или иные отрасли или регионы.

Приведу два конкретных примера, как экологические приоритеты реализуются в России. Первый пример — введение квотирования загрязняющих веществ для городов. Сначала это были 12 городов до 2026 г. с целью снизить выбросы загрязняющих веществ на 20%, теперь утвержден новый перечень населенных пунктов до 2030 г. Что это означает для конкретных предприятий? Возьмем Иркутскую область, которая много лет работает на угле. Как им снизить выбросы на 20% с учетом того, что регион прогнозирует рост потребления электроэнергии и тепла? Предприятия стоят перед выбором: либо тратить огромные деньги на установку газоочистных сооружений и строить новые генерирующие мощности на угле (потому что газификация региона не предусмотрена), либо выделять немалые средства на газификацию Иркутской области, но на эту ресурсную базу претендуют и другие потребители. А кто будет платить за инвестиционные решения: промышленные предприятия, для которых повысится цена на электроэнергию, или рынок в лице потребителей? По сути, сейчас долгосрочные экологические приоритеты вынуждают промышленность делать сложный выбор.

Второй пример — регулирование выбросов парниковых газов. Страны идут разными путями: квотируют выбросы для конкретных отраслей-эмитентов, вводят налоги на потребление углеродородов или рассчитывают на добровольные ограничения. Исследования показывают, что экологическое регулирование влияет на выбор

¹³ См.: Шаститко, Мелешкина, 2023.

технологических решений, потому что введение либо налога, либо квотирования уже делает запретительно дорогим потребление промышленных товаров с высоким углеродным следом. В зависимости от жесткости углеродного регулирования проявляются эффекты: перераспределение инвестиций или в высокотехнологичные сферы с низким углеродным следом, или в производство новых типов металлов на основе низкоуглеродных решений. При этом в ряде случаев наблюдается снижение ВВП, поскольку инвестиции распределяются не рыночным, а принудительным способом. Ключевой эффект — это рост тарифов и цен. Цена повышается в среднем на 10%, но на отдельные углеродоемкие товары — и до 40%. Отмечу, что долгосрочные приоритеты промышленной политики уже в значительной степени определяются экологическими приоритетами стран и финансовыми институтами, которые нередко имеют даже большее значение, чем цели государственной политики.

А. Е. Шаститко. Да, на нашей конференции тема экологической составляющей была рассмотрена достаточно полно, больше внимания уделено более краткосрочной тематике. Однако, если заглянуть в будущее, то с целями устойчивого развития нам так или иначе придется еще много раз столкнуться.

А. Н. Варламова. Два вопроса, на которые мне хочется обратить внимание. Первый вопрос, который сегодня уже прозвучал: юристы что-то меняют, и это не всегда основано на экономике; при этом поправки в законодательство могут не достичь своей цели. Крайне важно, чтобы изменения, которые сейчас вносятся в правовой ландшафт, реально приводили к решению проблем. Примеры изменений, которые, на мой взгляд, к этому не приводят: проект пятого антимонопольного пакета, ст. 10.1 о цифровых рынках. Понятно, что в предлагаемом варианте данной статьи полностью проблемы не будут решены.

Еще одна тема, которую сейчас активно продвигает ФАС, — биржевая деятельность, которая в целом важна для конкуренции и рынка. Но не все товары могут быть биржевыми — на одних товарных рынках биржевой подход работает, а на других — нет. Здесь важно помнить, что биржа — это механизм установления рыночной цены! Когда по закону о конкуренции ФАС России определяет минимальную биржевую цену, минимальный объем, который должен быть на бирже, то это уже не совсем биржа. Чтобы законодательство было эффективным, оно должно основываться на понимании, что есть определенные товарные рынки, у которых имеются некие проблемы, и для развития конкуренции на них нужно решить конкретную проблему именно этих рынков.

Второй вопрос: следует очень осторожно относиться к поправкам в законодательство, которые направлены на уменьшение роли рыночных механизмов. Приведу в качестве примера электроэнергетику. В настоящее время идет процесс вхождения Дальнего Востока, который ранее был полностью в регулируемой зоне, в рынок со свободным ценообразованием. Это необходимо для привлечения инвестиций, а «зарегулированность» рынка тормозит его развитие. Но в целом на рынке электроэнергии остаются регулируемые договоры — они по-прежнему нужны, так как направлены на защиту общественных интересов, на сдерживание роста тарифов для населения. Таким образом, законодатель, базируясь на экономических реалиях, должен предлагать свои варианты регулирования, причем такие, чтобы не пострадали потребители, функционировал бизнес и экономика страны развивалась.

А. Е. Шаститко. Валерий Александрович мне вопрос задал: «Дипломатия — это хорошо или плохо?». В связи с этим я хотел бы напомнить, что лет 15 назад группа «Сигма» выпустила немало работ, посвященных стратегиям и сценариям развития России. Одна из них называлась «Коалиции для будущего» (Григорьев и др., 2007). Образ «коалиций» придумывал Л. М. Григорьев, представив настолько глубокий колодец, что ни государство, ни бизнес, ни гражданское общество по отдельности не в состоянии из него выбраться. Но они могут это сделать, прижавшись друг к другу спинами и потихоньку, согласованно поднимаясь вверх. Кстати, чем-то эта идея напоминает (правда, с другими акцентами) концепцию «узкого коридора» Д. Аджемоглу и Дж. Робинсона (2019), которая обсуждалась на страницах журнала «Вопросы экономики» (Шаститко, 2020). Когда мы говорим о дипломатии, имеется в виду важность сохранения конструктивного доверия между участниками общественной дискуссии, иначе можно столкнуться с защитной реакцией оппонентов и с отсутствием позитива в обсуждении.

К. В. Дозмаров. Финальная ремарка. Запрос последних лет на интеллектуальную составляющую, который демонстрирует ФАС России, продиктован методами защиты, которые противопоставляет бизнес. Если он будет оперировать старыми методами, в том числе при конструктивных переговорах с государством по модели win-win, то ничего не изменится. Я хотел бы для иллюстрации отношения государства к бизнесу привести слова вице-преьера А. Белоусова, сказанные в интервью РБК в рамках «ПМЭФ Клуба»: «Государство — это не сторож ночной, который просто смотрит за бизнесом, государство — это старший брат для младшего брата — бизнеса»¹⁴.

Список литературы / References

- АЦ (2013). Стенограмма круглого стола «Легализация параллельного импорта: риски для инвесторов» в Аналитическом центре при Правительстве РФ // Современная конкуренция. № 4. С. 3–37. [AC (2013). Transcript of the round table discussion “Parallel import legalization: Risks for investors” at the Analytical Center under the Government of the Russian Federation. *Modern Competition*, No. 4, pp. 3–37. (In Russian).]
- Григорьев Л. М., Аузан А. А., Афонцев С. А., Гонтмахер Е. Ш., Гурвич Е. Т., Кузнецов Б. В., Плаксин С. М., Тамбовцев В. Л., Шаститко А. Е. (2007). Коалиции для будущего. Стратегии развития России в 2008–2016 гг. М.: РИО-Центр. [Grigoryev L. M., Auzan A. A., Afontsev S. A., Gontmakher E. S., Gurvich E. T., Kuznetsov B. V., Plaksin S. M., Tambovtsev V. L., Shastitko A. E. (2007). *Coalitions for the future. Development strategies of Russia in 2008–2016*. Moscow: RIO-Tsentr. (In Russian).]
- Курдин А. А., Ионкина К. А. (2022). Латание дыр или дорога к росту // Коммерсантъ. № 19. С. 3. [Kurdin A. A., Ionkina K. A. (2022). Patching holes or the road to growth. *Kommersant*, No. 19, p. 3. (In Russian).]
- Потемкина М. Н., Климанов А. Ю. (2020). Современная отечественная историография и перспективы изучения промышленной эвакуации периода Великой Отечественной войны // Новейшая история России. Т. 10, № 3. С. 757–772. [Potemkina M. N., Klimanov A. Y. (2020). The modern Russian historiography of the evacuation of industry during the Great Patriotic War and new prospects for research. *Modern History of Russia*, Vol. 10, No. 3, pp. 757–772. (In Russian).] <https://doi.org/10.21638/11701/spbu24.2020.312>
- Шаститко А. Е. (2020). Между Сциллой деспотизма и Харибдой социальных норм (О книге Д. Аджемоглу и Дж. Робинсона «Узкий коридор: государства, общества и судьба свободы») // Вопросы экономики. № 1. С. 145–156. [Shastitko A. E. (2020). Between the Scylla of despotism and the Charybdis of social norms (On the book by D. Acemoglu and J. Robinson “Narrow corridor: States, societies and the fate of freedom”). *Voprosy Ekonomiki*, No. 1, pp. 145–156. (In Russian).] <https://doi.org/10.32609/0042-8736-2020-1-145-156>
- Шаститко А. Е., Ионкина К. А. (2021). Химера отечественного антитраста: институт коллективного доминирования в России // Вопросы экономики. № 7. С. 68–88. [Shastitko A. E., Ionkina K. A. (2021). Chimera of domestic antitrust: Institution of collective dominance in Russia. *Voprosy Ekonomiki*, No. 7, pp. 68–88. (In Russian).] <https://doi.org/10.32609/0042-8736-2021-7-68-88>
- Шаститко А. Е., Мелешкина А. И. (2023). Как настроить механизмы ценообразования в рамках госконтракта // Конкуренция и право. № 4. С. 57–62. [Shastitko A. E., Meleshkina A. I. (2023). How to set up pricing mechanisms in government contracts. *Competition and Law*, No. 4, pp. 57–62. (In Russian).]
- Шаститко А. Е., Морозов А. Н., Моросанова А. А. (2023). Оценка эффектов проектируемых институциональных изменений: пример реформы цифровой наружной рекламы // Вестник Санкт-Петербургского университета. Серия 5: Экономика. Т. 39, № 3. С. 328–351. [Shastitko A. E., Morozov A. N., Morosanova A. A. (2023). Expected effects of projected institutional changes in digital outdoor advertising. *St Petersburg University Journal of Economic Studies*, Vol. 39, No. 3, pp. 328–351. (In Russian).]
- Шаститко А. Е., Павлова Н. С. (2022а). Приоритетность удовлетворения внутреннего спроса: от идеи до эффектов // Вестник Московского университета. Серия 6: Экономика. № 3. С. 107–120. [Shastitko A. E., Pavlova N. S. (2022a). Prioritizing domestic demand: From idea to effects. *Moscow University Economics Bulletin*, No. 3, pp. 107–120. (In Russian).] <https://doi.org/10.38050/01300105202236>

¹⁴ <https://www.rbc.ru/business/13/06/2023/64880fc29a7947f3ee195fd9>

Шаститко А. Е., Павлова Н. С. (2022b). Коузианство против пигувианства: идеи, ценности, перспективы // Вопросы экономики. № 1. С. 23–46. [Shastitko A. E., Pavlova N. S. (2022b). Pigouvian vs. Coasian approach: Ideas, values, perspectives. *Voprosy Ekonomiki*, No. 1, pp. 23–46. (In Russian).] <https://doi.org/10.32609/0042-8736-2022-1-23-46>

**Practice of antitrust and industrial policy
(Proceedings of the round table discussion at the anniversary
conference of the Chair of Competition and Industrial Policy of
the Faculty of Economics, Lomonosov Moscow State University)**

Participants: Andrey E. Shastitko^{1,2,*}, Svetlana B. Avdasheva³,
Kirill V. Dozmarov⁴, Ivan P. Shabalov⁵, Andrey A. Pyanykh⁶,
Alla N. Varlamova¹, Vadim V. Novikov⁷, Alexander A. Kurdin^{1,2},
Irina N. Filippova¹, Tatiana A. Radchenko⁸, Valery A. Bodrenkov⁹

Participants affiliation: ¹ Lomonosov Moscow State University (Moscow, Russia);

² Russian Presidential Academy of National Economy and Public Administration (Moscow, Russia); ³ HSE University (Moscow, Russia); ⁴ Kulik & Partners (Moscow, Russia);

⁵ I.P. Bardin Central Research Institute for Ferrous Metallurgy (Moscow, Russia);

⁶ Mobile TeleSystems, PJSC (Moscow, Russia); ⁷ Almaty Management University (Almaty, Kazakhstan); ⁸ Center for Strategic Research (Moscow, Russia);

⁹ HC Sibtsem, JSC (Moscow, Russia). * Corresponding author, email: aes99@yandex.ru

In modern conditions, the issues of choosing a reasonable balance between antitrust and economic regulation, instruments of antimonopoly and industrial policy — vertical and horizontal — have become actualized. This is due to the fact that several factors have intertwined: digitalization that transforms the usual business models and ideas about acceptable conditions for the functioning of markets; the search for solutions to the problems of sustainable development (low-carbon economy); a dramatic change in geopolitical conditions of doing business in Russia. In 2023, the Chair of Competition and Industrial Policy of the Faculty of Economics of Lomonosov Moscow State University turned 10 years old. On June 14, 2023 an anniversary conference was held to discuss a wide range of issues that the school of institutional studies of competition, industrial and competition policy, which has been formed in Russia, touches upon in its research. Within the framework of the conference, a round table was held on applied issues of antimonopoly and industrial policies in new conditions. Researchers, practicing consultants, and business representatives were invited to the discussion.

Keywords: antimonopoly policy, industrial policy, economic regulation, sanctions.
JEL: K21, L40, L50.

Содержание журнала «Вопросы экономики» за 2023 год*

№ стр.

Вопросы теории

А. А. Аузан, А. А. Мальцев, А. А. Курдин — Российское экономическое образование: образ ближайшего будущего.....	10	5
О. Э. Бессонова — Влияние идеологии на выбор институциональной модели России: ретроспектива и прогноз	1	132
А. В. Бузгалин, А. И. Колганов — Экономическое образование: качественное обновление необходимо и возможно..	11	141
Л. М. Григорьев, М.-Я. Я. Майхрович — Теории роста и реалии последних десятилетий (<i>Вопросы социокультурных кодов — к расширению исследовательской программы</i>)	2	18
Р. И. Капелюшников — «Рандомисты»: новая экономика развития	6	5
С. И. Паринов — К конструированию механизмов экономической координации.....	9	121
С. И. Паринов — Микроуровень процессов экономической координации	2	127
К. И. Сонин — Экономика банков и финансовых кризисов (<i>Нобелевская премия по экономике 2022 года</i>).....	2	5
В. Б. Студенцов — О нематериальном культурном капитале.....	5	131
А. Е. Шаститко, С. И. Федоров — Человек в меняющемся мире: как координировать индивидуальные планы?	7	50

Макроэкономика

А. Р. Авакян, О. С. Кузнецова — Таргетирование средней инфляции в условиях адаптивного обучения частных агентов....	4	29
М. Ю. Андреев, А. В. Полбин — Оценка макроэкономических эффектов от ожидаемого сокращения нефтегазовых доходов.....	4	5
С. В. Арженовский — Инфляция и неравенство: исследование взаимосвязи в региональном аспекте	4	151
Е. Л. Горюнов — Анатомия теории переключающихся режимов воспроизводства: откуда берутся ненейтральность денег и экономические колебания?	12	120
Е. Л. Горюнов — Монетизация экономики: показатель, который ничего не показывает	3	126
Е. Л. Горюнов, С. М. Дробышевский, А. Л. Курдин, П. В. Трунин — Причины и уроки ускорения глобальной инфляции	7	5

* Используемая здесь тематическая классификация носит условный характер и служит для облегчения предварительного поиска необходимых статей в годовом содержании журнала. В большинстве статей затрагиваются разные темы, поэтому при углубленном поиске рекомендуем пользоваться аннотациями и классификаторами JEL, которые приведены для всех статей (см. наш сайт www.vopreco.ru).

С. М. Дробышевский, М. В. Казакова, Е. В. Синельникова-Мурылева, П. В. Трунин, Н. Д. Фокин — Трендовая инфляция: оценки для российской экономики.....	1	5
Э. П. Джагитян, О. Р. Мухаметов — Влияние нетрадиционной денежно-кредитной политики ЕЦБ на системные риски в странах еврозоны	12	86
А. В. Зубарев, А. М. Городнов — Кривая Филлипса для открытой экономики: эволюция инфляционных процессов в России	12	103
В. И. Маевский, С. Ю. Малков, А. А. Рубинштейн — Макроэкономические условия перехода России к высоким темпам роста: опыт X-экономики Китая	10	98
С. Р. Моисеев — Денежное агрегирование: концепция, критика и современные альтернативы	1	26
С. Р. Моисеев — Дом, который построил Кейнс: косметический и капитальный ремонт модели денежно-кредитной политики	7	35

Экономика общественного сектора

С. Г. Белев, В. В. Ветеринаров, Е. О. Матвеев — Переход к электронным процедурам в государственных закупках в условиях фаворитизма	9	47
В. Е. Дементьев — Предоставление научными журналами общественно полезных услуг должно финансироваться государством	4	135
А. Л. Кудрин, И. А. Соколов, О. В. Сучкова — Оценка влияния бюджетных правил на цикличность государственных расходов..	5	5
В. М. Полтерович — Авторский капитал и реформирование российской публикационной системы	6	138
А. С. Танасова, Е. Ю. Соколова, И. Г. Шандра, А. В. Чигирева — Налоговый и валютный факторы неравенства (<i>к постановке проблемы</i>).....	1	146
Е. Н. Тимушев, А. А. Михайлова — Федеральные трансферты: фактор роста долга регионов?	5	23
С. Фрейхе, М. С. Матыцин, Д. О. Попова — Влияние экономического кризиса, вызванного пандемией COVID-19, и антикризисных мер на распределение доходов в России	2	43
И. А. Хомутов — О реформировании энергетических субсидий для населения России.....	8	75

Микроэкономика

Г. Б. Клейнер — Экономика неплатежей: 30 лет спустя.....	9	138
Д. Э. Коноплев — Парадигмы экономического мышления в журналистике: опыт постсоветских преобразований.....	1	105
Е. В. Бессонова, А. Н. Цветкова — Финансовое поведение домохозяйств в период пандемии	8	123
Ю. Н. Найденова, Г. В. Теплых — Оценка снижения эффективности российских компаний от ухода зарубежных вендоров ИТ-продуктов	8	100

- Ю. В. Симачев, А. А. Яковлев, В. В. Голикова, Н. А. Городный, Б. В. Кузнецов, М. Г. Кузык, А. А. Федюнина** – Российские промышленные компании в условиях «второй волны» санкционных ограничений: каковы стратегии реагирования?..... 12 5

Международная экономика

- А. С. Булатов** – Новые тренды в движении капитала в мире и России 9 65
- А. А. Гнидченко, О. М. Михеева, В. А. Сальников** – «Уходя – уходи»: кто остается с Россией и как перераспределяется импорт?..12 48
- А. В. Готовский** – Углубление сотрудничества с КНР в контексте китайской модели экономического роста..... 9 84
- М. В. Ершов** – Мир и Россия в условиях трансформации: устойчиво ли восстановление экономик?..... 12 31
- В. Н. Зуев, Е. Я. Островская, В. Ю. Скрябина** – Региональные торговые соглашения: эффект демпфера 2 83
- А. М. Калинин** – Членство России в ВТО: оценка воздействия на внешнюю торговлю 7 100
- М. В. Клинова, Е. А. Сидорова** – Санкционные меры внутри Европейского союза..... 5 148
- В. А. Панкова, Д. И. Пехальский** – Технологическая близость экономик как фактор привлечения прямых иностранных инвестиций в развивающиеся страны 12 66

Финансовая экономика

- Е. Г. Демидова, Е. М. Богатов** – Моделирование структуры корпоративного капитала 6 62
- К. В. Криничанский, М. А. Юревич, А. В. Фаткин** – Связь финансов и роста в России: работает ли канал малого и среднего предпринимательства?..... 6 76
- А. В. Мишура** – Ипотечное кредитование и цены на жилье: необоснованные обвинения? 3 63
- А. Н. Непп** – Стоит ли ограничивать права собственности и инвестиции иностранных компаний? (*Кейс фондового рынка*) 3 40
- Г. И. Пеникас** – Факторы ценообразования розничных кредитов в России 6 36

Экономика отраслевых рынков

- А. Е. Абрамов, Е. Д. Джаохадзе, А. Д. Радыгин, М. И. Чернова** – Совокупная факторная производительность российских компаний: оценки, тренды и факторы динамики 11 5
- Р. В. Гордеев, А. И. Пыжев** – Лесная промышленность России в условиях санкций: потери и новые возможности 4 45
- Н. А. Карлова, Е. Н. Паюрова, Е. А. Галактионова** – Оценка потерь продовольствия на этапе сельскохозяйственного производства в Российской Федерации..... 5 91

А. Б. Рахманов — Крылатые колесницы Плутона: бизнес-джеты и бизнес-элиты	10	149
А. Ю. Ставнийчук, Н. С. Павлова — Эффекты антитраста: уроки для доказательной политики	5	68
Н. И. Шагайда, Д. С. Терновский — Волатильность цен на продовольственные товары в 2021–2022 гг. в контексте продовольственной безопасности	9	29
А. Е. Шаститко, А. А. Курдин, И. Н. Филиппова — Мезоинституты для цифровых экосистем	2	61
А. Е. Шаститко, К. А. Ионкина — Институциональный ответ на технологические изменения в сфере телекоммуникаций	5	50
О. В. Шик — Влияние государственной поддержки на сельскохозяйственных производителей и потребителей в России	4	67

Экономика инноваций и технического прогресса

С. Н. Паклина — Корпоративный веб-сайт как стратегический ресурс российских и европейских компаний	2	145
Л. С. Ружанская, М. Г. Кузык, Ю. В. Симачев, А. А. Федюнина — Факторы применения сквозных цифровых технологий: вызовы для российских производителей	9	5
Е. Х. Тухтарова — Перспектива перехода России на новый технологический уклад	8	147

Экономика труда и социальной сферы

И. В. Абанкина, Ю. Ю. Белова, К. В. Зиньковский, А. Е. Милованов — Баланс жизни и труда педагогов–репетиторов	11	51
Е. С. Вакуленко, Е. С. Митрофанова, Д. И. Горский — Репродуктивные намерения россиян с детьми в начале пандемии COVID-19	4	85
В. Е. Гимпельсон, Д. И. Зинченко, Е. М. Чернина — «Цена» инженера	11	28
В. Е. Гимпельсон, Р. И. Капелюшников — Эволюция структуры рабочих мест в России: поляризация, улучшение, застой?	1	59
М. Л. Дорофеев — Анализ эффективности региональных финансовых моделей социального обеспечения населения России на основе метода DEA	6	117
А. В. Замниус, А. В. Полбин, С. Г. Синельников-Мурылев — Заработная плата, возраст и экономический рост: оценки для России	6	94
И. Е. Калабихина, Г. В. Калягин — Показатели цитирования: отказаться нельзя оставить	2	116
Р. И. Капелюшников — Российский рынок труда: статистический портрет на фоне кризисов	8	5
А. Г. Комиссаров — Меритократический принцип отбора управленческих кадров: исторический аспект и современное применение	1	45

	№	стр.
Е. С. Котырло — Не хлебом единым: удовлетворенность работой бюджетников по сравнению с работниками частного сектора	8	57
А. Л. Лукьянова — Централизация и регионализация минимальных заработных плат: российский опыт	1	86
П. Н. Павлов — Рыночная власть работодателей и заработная плата работников на локальных рынках труда в России	8	38
Е. В. Романов — Публикационная активность российских университетов: от «академического капитализма» к «академическому социализму»	2	100
А. А. Терников — Искусственный интеллект и спрос на навыки работников в России	11	65
Региональная экономика		
Л. В. Мельникова — Эффективность больших городов: теория и эмпирика	3	83
Д. Р. Салимова, Ю. В. Царева, С. П. Земцов — Влияют ли новые предприятия на рост занятости в регионах России: кратко- и среднесрочные эффекты	3	102
Экономика окружающей среды		
Н. В. Горбачева — Сравнительный анализ декарбонизации экономики Сибири и Скандинавии: цена, стоимость и ценность энергии	10	124
Л. М. Чеглакова, Б. С. Батаева, О. А. Мелитонян — Экологически ответственное поведение: представления малого и среднего бизнеса	5	106
Экономическая история и история экономической мысли		
О. И. Ананьин — Как возникла экономическая наука: конкурс проектов	3	5
О. И. Ананьин — Теоретическая экономика Ричарда Кантильона ...	4	103
А. А. Белых, В. А. Мау — Экономические реформы в СССР: 1921–1985 гг.	11	81
С. П. Земцов, Ю. В. Царева — Долгосрочное влияние экстрактивных и инклюзивных институтов на деловую активность в регионах России	7	115
Р. И. Капелюшников — Многорукый Адам Смит		
<i>Часть первая</i>	10	53
<i>Часть вторая</i>	11	123
Г. Б. Клейнер — Системная методология Александра Богданова в контексте современного экономического мировоззрения	3	24
А. И. Колганов — Критика трудовой теории стоимости: новый взгляд на старую полемику	1	123
Д. В. Мельник, О. И. Ананьин — Дискурс о собственности в советской политэкономии	10	27

А. Р. Мустафин — Краски, бумага и «ножницы» цен: к вопросу об экономической отсталости России в XVIII веке.....	11	109
А. Б. Чубайс — Неплатежи в российской экономике 1990-х: непредвиденный институт	7	142
Т. М. Шишкина — Экономический анализ демонстративного расточительства: история и современность	4	119

Методология экономического анализа

М. Б. Бакеев, И. С. Лола — Использование опросов-самоотчетов в экономической науке: методологические барьеры и их преодоление	9	103
С. В. Смирнов, Е. Б. Олейник, С. С. Коваленко — Прогнозирование поворотных точек российского экономического цикла с помощью опережающих индикаторов ...	10	75
В. Л. Тамбовцев, Е. В. Бузулукова, Л. А. Валитова, Ц. Дэн, Д. А. Ситкевич, А. М. Турабаева — Методология нарративного анализа в экономике: случай предпринимательских сетей	7	81

Научная жизнь

Практика антитраста и промышленной политики (<i>По материалам круглого стола в рамках юбилейной конференции кафедры конкурентной и промышленной политики экономического факультета МГУ имени М. В. Ломоносова</i>)	12	154
--	----	-----

Об условиях приобретения печатной или электронной версии указанных статей см. в разделе «Подписка» на нашем сайте www.vopreco.ru

Льготная подписка для физических лиц (печатная версия)

Извещение	НП «Вопросы экономики» ИНН 7727071670, КПП 772701001, р/с 40703810687900000002 в ПАО «Росбанк» г. Москва, к/с 30101810000000000256, БИК 044525256 Ф.И.О.: _____ Адрес доставки (с индексом): _____ _____ <table border="1" style="width: 100%; border-collapse: collapse;"> <tr> <th style="width: 70%;">Назначение платежа</th> <th style="width: 30%;">Сумма</th> </tr> <tr> <td>Подписка на журнал «Вопросы экономики» I полугодие 2024 г. (для подписчиков из РФ)</td> <td style="text-align: center;">6600 – 00</td> </tr> </table> С условиями приема банком указанной суммы ознакомлен и согласен _____ « ____ » _____ 2023 г. (подпись плательщика) (дата платежа)	Назначение платежа	Сумма	Подписка на журнал «Вопросы экономики» I полугодие 2024 г. (для подписчиков из РФ)	6600 – 00
Назначение платежа	Сумма				
Подписка на журнал «Вопросы экономики» I полугодие 2024 г. (для подписчиков из РФ)	6600 – 00				
Кассир					
Квитанция	НП «Вопросы экономики» ИНН 7727071670, КПП 772701001, р/с 40703810687900000002 в ПАО «Росбанк» г. Москва, к/с 30101810000000000256, БИК 044525256 Ф.И.О.: _____ Адрес доставки (с индексом): _____ _____ <table border="1" style="width: 100%; border-collapse: collapse;"> <tr> <th style="width: 70%;">Назначение платежа</th> <th style="width: 30%;">Сумма</th> </tr> <tr> <td>Подписка на журнал «Вопросы экономики» I полугодие 2024 г. (для подписчиков из РФ)</td> <td style="text-align: center;">6600 – 00</td> </tr> </table> С условиями приема банком указанной суммы ознакомлен и согласен _____ « ____ » _____ 2023 г. (подпись плательщика) (дата платежа)	Назначение платежа	Сумма	Подписка на журнал «Вопросы экономики» I полугодие 2024 г. (для подписчиков из РФ)	6600 – 00
Назначение платежа	Сумма				
Подписка на журнал «Вопросы экономики» I полугодие 2024 г. (для подписчиков из РФ)	6600 – 00				
Кассир					

Для оформления подписки через Редакцию: 1) вырежьте бланк квитанции (или распечатайте его с нашего сайта: www.vopreco.ru, где выложены также квитанции для подписчиков из стран СНГ и на годовую подписку); 2) разборчиво заполните графы «Ф.И.О» и «Адрес доставки (с индексом)»; 3) оплатите квитанцию в любом банке или воспользуйтесь указанными в ней реквизитами для оплаты онлайн. Оплаченная квитанция является документом, подтверждающим заключение Вами договора подписки. Журналы будут доставляться Вам заказной бандеролью по указанному в квитанции адресу. Доставка включена в стоимость подписки. **Телефон для справок: (499) 956-01-43**

Технический редактор, компьютерная верстка — **Т. Скрыпник**
 Корректор — **Л. Пушаева**

Учредители: НП «Редакция журнала „Вопросы экономики“»; Институт экономики РАН.
Издатель: НП «Редакция журнала „Вопросы экономики“». Журнал зарегистрирован в Госкомитете РФ по печати, рег. № 018423 от 15.01.1999. **Адрес издателя и редакции:** 119606, Москва, просп. Вернадского, д. 84. **Тел./факс:** (499) 956-01-43. **E-mail:** mail@vopreco.ru

Индекс журнала в каталоге «Подписные издания» Почты России — П6302. Цена свободная.

Подписано в печать 01.12.2023. Формат 70 × 108^{1/16}. Бумага офсетная. Печать офсетная. Усл. печ. л. 14,00. Уч.-изд. л. 12,4. Тираж 450 экз.

Отпечатано в АО «Красная Звезда». Адрес: 125284, Москва, Хорошевское шоссе, д. 38. Тел.: (495) 941-34-72, (495) 941-28-62. www.redstarph.ru. Заказ № 3399-2023.

Перепечатка материалов из журнала «Вопросы экономики» только по согласованию с редакцией. Редакция не имеет возможности вступать с читателями в переписку.

© НП «Вопросы экономики», 2023.