

МОСКОВСКИЙ ГОСУДАРСТВЕННЫЙ УНИВЕРСИТЕТ  
имени М.В. ЛОМОНОСОВА  
ЭКОНОМИЧЕСКИЙ ФАКУЛЬТЕТ

*На правах рукописи*

**Власкин Павел Геннадьевич**

**Применимость концепции вековой стагнации на современном этапе  
развития национальных экономик**

Специальность 5.2.1. Экономическая теория

**ДИССЕРТАЦИЯ**

на соискание ученой степени  
кандидата экономических наук

Научный руководитель:  
доктор экономических наук  
доцент Теняков Иван Михайлович

Москва – 2024

**Содержание**

|   |     |
|---|-----|
| ВВЕДЕНИЕ  | 3   |
| ГЛАВА 1. Вековая стагнация национальной экономики: теоретико-методологические основания | 14  |
| 1.1. Существующие теории долгосрочной стагнации в экономике                             | 14  |
| 1.2. Вековая стагнация экономики: подходы и периодизация                                | 25  |
| 1.3. Взаимосвязь вековой стагнации и фаз экономического цикла                           | 51  |
| 1.4. Система факторов вековой стагнации национальной экономики                          | 61  |
| ГЛАВА 2. Проявления вековой стагнации в национальной экономике                          | 77  |
| 2.1. Эмпирические свидетельства вековой стагнации экономики                             | 77  |
| 2.2. Финансиализация как фактор вековой стагнации экономики                             | 99  |
| 2.3. Оценка влияния финансиализации на экономический рост                               | 125 |
| ГЛАВА 3. Пути смягчения последствий вековой стагнации                                   | 138 |
| 3.1. Система мер, содействующих экономическому росту                                    | 138 |
| 3.2. Комплекс мер монетарной и фискальной политики                                      | 144 |
| 3.3. Стимулирование экономического роста в России                                       | 159 |
| ЗАКЛЮЧЕНИЕ  | 165 |
| ЛИТЕРАТУРА  | 168 |
| ПРИЛОЖЕНИЕ 1  | 189 |
| ПРИЛОЖЕНИЕ 2  | 191 |
| ПРИЛОЖЕНИЕ 3  | 192 |
| ПРИЛОЖЕНИЕ 4  | 193 |

## Введение

### Актуальность исследования

Одной из основных проблем современной экономики является замедление темпов экономического роста, прежде всего, в развитых странах мира, по сравнению с долгосрочным трендом, который наблюдался до мирового экономического кризиса 2008 года. Также в настоящее время колебания в экономическом цикле являются более значительными, чем до упомянутого кризиса. На передний план выходят проблемы восстановления равновесия экономики, проблема гистерезиса и неопределенность эффективности денежно-кредитной и бюджетно-налоговой политик.

Для национальных экономик, в первую очередь стран с развитой экономикой, в период после мирового экономического кризиса 2008 года стало тяжело одновременно достигать высоких темпов экономического роста, эффективно использовать производственные мощности и сохранять макрофинансовую стабильность. При этом наблюдалось значительное снижение равновесной или естественной реальной процентной ставки. Кроме того, противоречивое влияние на экономический рост может оказывать растущая финансиализация.

Вышеописанная ситуация в экономике, прежде всего, в развитых странах, получила название «*вековой стагнации*», в англоязычной литературе – *secular stagnation*. В то же время сам термин «вековая стагнация» не является устоявшейся категорией в экономической теории. Гипотеза вековой стагнации не подразумевает полное прекращение экономического роста, но предполагает его длительное замедление в сравнении с предыдущим периодом. Идея вековой стагнации впервые была предложена Э. Хансеном в 1930-е гг. В настоящее время в научной среде данная гипотеза снова получила распространение. При этом наибольший пласт исследований вековой стагнации касается американской экономики. Европейский Союз и Япония также являются странами, для которых особенно актуальны исследования феномена вековой стагнации.

Отдельным вопросом являются формы проявления вековой стагнации в экономиках России и других развивающихся стран. В экспертной среде нет сложившегося мнения о масштабах влияния вековой стагнации на экономику этих стран.

### **Степень научной разработанности проблемы**

Первопроходцем в теории вековой стагнации является Э. Хансен (A. Hansen)<sup>1</sup>. В настоящее время причины вековой стагнации рассматриваются в работах Т. Коуэна (T. Cowen), Р. Гордона (R. Gordon), Л. Саммерса (L. Summers), Б. Эйхенгрин (B. Eichengreen), Э. Глезера (E. Glaeser) и П. Кругмана (P. Krugman). В то же время такие исследователи как К. Рогофф (K. Rogoff), П. Шмельцинг (P. Schmelzing), Дж. Стиглиц (J. Stiglitz), Б. Бернанке (B. Bernanke), Н. Крафтс (N. Crafts), Дж. Гамильтон (J. Hamilton) и Дж. Мокир (J. Mokyr) выступают с критикой гипотезы вековой стагнации.

Ряд исследователей раскрывают факторы вековой стагнации со стороны спроса: О. Бланшар (O. Blanchard), Р. Кабальеро (R. Caballero), Э. Фархи (E. Farhi), Д. Фурсери (D. Furceri) и А. Пескатори (A. Pescatori). Факторы вековой стагнации со стороны предложения анализируют Г. Эггертссон (G. Eggertsson), Р. Ку (R. Коо), У. Мальмендье (U. Malmendier), Н. Мехротра (N. Mehrotra) и Л. Шен (L. Shen). Пути смягчения последствий вековой стагнации анализируются в работах Д. Асемоглу (D. Acemoglu), Х. Химено (J. Jimeno), Р. Люттике (R. Luetticke), Ф. Смеца (F. Smets) и Дж. Янгоу (J. Yiangou).

Среди российских исследователей, занимающихся теоретическим обоснованием вековой стагнации и ее форм проявления, стоит отметить Р.И. Капелюшникову, П.А. Патрона, В.Т. Рязанова, Б.В. Салихова, И.М. Тенякова. Соотношение вековой стагнации с моделями экономического роста и развития России исследуют С.А. Афонцев, О.В. Буклемишев, В.Е. Гимпельсон, Е.И. Гурвич, Г.И. Идрисов, В.М. Полтерович и С.Г. Синельников-Мурылев.

---

<sup>1</sup> Полные библиографические ссылки на работы всех авторов, упоминаемых в тексте, приведены в списке использованной литературы.

Влияние финансиализации на экономический рост раскрывается в работах следующих ученых: М. Маццукато (M. Mazzucato), Дж. Эпштейн (G. Epstein), Э. Хайн (E. Hein), Б. Ходжа (B. Hoca), Т. Пэлли (T. Palley), П. Суизи (P. Sweezy), М. Миллер (M. Miller), Р. Левин (R. Levine), Р. Раджан (R. Rajan), И. Муса (I. Moosa) и Л. Цульфидис (L. Tsoulfidis), а также российских экономистов: А.В. Бузгалин, Р.М Буквич, С.К. Дубинин, В.В. Иванов, Л.Л. Игонина, В.М. Козырев, Г.А. Родина и И.С. Салихова.

Недостаточно изученными аспектами исследуемой проблемы остаются проявления вековой стагнации в развивающихся странах, в частности в российской экономике. Также недостаточно разработанным вопросом является систематизация факторов спроса и предложения, определяющих состояние вековой стагнации. Обращение к теме вековой стагнации также обуславливается обилием в зарубежной литературе неизвестного отечественной научной общественности материала, который, по мнению автора, необходимо ввести в научный оборот.

### **Цель и задачи исследования**

Цель исследования состоит в выявлении фундаментальных причин вековой стагнации на современном этапе развития национальных экономик и определении путей смягчения её последствий. Поставленная цель предполагает решение следующих задач:

1. Определить теоретико-методологические основания вековой стагнации национальной экономики;
2. Систематизировать факторы вековой стагнации на основе анализа различных подходов;
3. Выявить различия в проявлениях вековой стагнации в развитых и развивающихся странах;
4. Систематизировать подходы к оценке влияния финансиализации на замедление экономического роста;
5. Оценить взаимосвязь финансиализации и замедления экономического роста;
6. Выработать рекомендации по смягчению последствий вековой стагнации.

## **Объект и предмет исследования**

*Объектом* исследования являются процессы экономического роста в национальных экономиках, прежде всего развитых стран, на современном этапе.

*Предметом* исследования является вековая стагнация как отражение современного этапа развития национальных экономик.

**Научная новизна** результатов исследования состоит в следующем:

1. Вековая стагнация определяется как состояние экономики, при котором невозможно одновременное достижение таких экономических целей как стабильно высокие темпы экономического роста, эффективное использование производственного потенциала и финансовая устойчивость. Показано, что вековая стагнация отличается от циклических спадов различной длительности, поскольку характеризует замедление долгосрочной тенденции потенциального экономического роста. Противники концепции вековой стагнации отрицают существование такого явления в экономике, полагая краткосрочный характер замедления экономического роста и указывая на долгосрочный (сверхвековой) нисходящий тренд в динамике процентных ставок, соотносящийся с периодами как высоких, так и низких темпов роста.

2. Разработана четырехуровневая системная классификация факторов вековой стагнации, включающая на первом уровне эндогенные (присущие национальной экономике) и экзогенные факторы (внешние по отношению к ней). На втором уровне эндогенные факторы представлены как факторы реального и финансового секторов, а экзогенные факторы – как геополитические, факторы санкций и торговых войн, деглобализации и регионализации. На третьем уровне факторы реального сектора включают факторы спроса, предложения и технологические изменения; а факторы финансового сектора включают долгосрочное снижение естественной ставки процента, растущую долговую нагрузку, ухудшающиеся условия финансирования, наличие финансовых пузырей и фактор финансиализации. На четвертом уровне среди факторов спроса выделяется динамика инвестиционного и потребительского спроса, на которую влияют технологические и институциональные факторы; к факторам предложения

относятся демографические факторы, фактор цифровизации и структурной трансформации экономики (повышение роли сферы услуг, перенос в сферу аутсорсинга ранее интернализированных функций фирмы).

3. Специфицированы проявления вековой стагнации в национальных экономиках США, Европейского союза, Японии, России, олицетворяющих развитые и развивающиеся страны. Общими для указанных стран является тренд замедления роста долгосрочного потенциального ВВП и старения населения, снижение доли развитых стран в мировом ВВП. В США вековая стагнация проявляется в снижении экономической активности вследствие низких экономических возможностей. В странах Европейского Союза – в неопределенности динамики естественных процентных ставок, сохраняющемся высоком уровне задолженности частного сектора и высоких инфляционных рисках. В Японии – в замедлении роста реального потребления домашних хозяйств, широком распространении временной или неполной занятости, низких темпах роста заработной платы. В России сложившаяся инерционная модель экономики частично соотносится с тенденциями вековой стагнации.

4. Систематизированы подходы к оценке влияния финансиализации на экономический рост по критерию направленности влияния: положительно, отрицательно, либо двойственно. Под финансиализацией понимается расширение влияния финансового капитала и ярко выраженный приоритет денежного сектора экономики перед реальным производством благ. Раскрыта роль финансиализации как одного из факторов вековой стагнации.

5. Продемонстрирована взаимосвязь финансиализации и снижения темпов экономического роста в США, Великобритании, КНР и России. Увиденную в работе значимость динамики финансиализации как фактора замедления роста в целом подтверждают выводы сторонников дефинансиализации. В России отрицательная корреляция финансиализации и экономического роста оказывается сильнее, чем в других рассматриваемых странах.

6. Предложены рекомендации по сдерживанию проявлений вековой стагнации, и обозначены сферы их возможного применения. Меры

сформулированы с учетом двойственности в понимании вековой стагнации – смягчение её последствий требует мер экономической политики, применимых как к реальному росту, так и к финансовому сектору. Меры систематизированы по направлениям экономической политики – демографической, структурной, промышленной, институциональной, а также стратегического планирования. К мерам фискальной политики относятся стимулирование совокупного спроса государственными инвестициями с акцентом на инновационные проекты, расширение использования бюджетного дефицита, расширение долгосрочного предложения и увеличение предложения государственных облигаций. К мерам монетарной политики относятся макропруденциальное регулирование и координация монетарного и бюджетного стимулирования.

### **Методологическая, теоретическая и эмпирическая база исследования**

*Теоретико-методологической базой* исследования послужили труды ведущих зарубежных и российских ученых и специалистов-практиков в области исследования факторов спроса и предложения, обуславливающих состояние вековой стагнации; предпосылок и мер макроэкономической политики для смягчения ее последствий на основе кейнсианского и политэкономического подходов.

В работе использованы общенаучные *методы* анализа и синтеза, индукции и дедукции; применены системный подход, статистический и графический анализ, эконометрическое моделирование.

*Информационно-эмпирическая база* исследования состоит из научных публикаций российских и зарубежных ученых-экономистов, Интернет-ресурсов VoxEU и Project Syndicate, статистических данных (Росстат, Всемирный банк и др.), аналитических обзоров международных организаций (Международный валютный фонд, Всемирный банк, ОЭСР и др.) и периодической прессы (Россия сегодня, Лента.ру, Финанс, Forbes, The Financial Times, The Economist и др.).

### **Положения, выносимые на защиту**

1. Под вековой стагнацией национальной экономики понимается такое ее состояние, когда достижение экономических целей, таких как высокие темпы

экономического роста в долгосрочном периоде, функционирование экономики на потенциальном уровне и финансовая стабильность – практически невозможно. Несмотря на то, что концепция вековой стагнации все еще не вошла в мейнстрим экономической теории, а некоторыми исследователями и вовсе отрицается ее существование, ряд исследователей активно операционализирует понятие вековой стагнации, в большей степени применительно к развитым странам. Критики концепции опираются на утверждение о кратковременности текущих низких темпов роста, вызванных цикличностью экономики. Сторонники вековой стагнации отрицают краткосрочный характер замедления экономического роста и заявляют о долгосрочном понижательном тренде потенциального ВВП.

2. Факторы вековой стагнации декомпозируются в четырехуровневой иерархической системе. На верхнем уровне находятся свойственные национальной экономике (эндогенные) и сторонние по отношению к ней (экзогенные) причины. Декомпозиция на следующем уровне из эндогенных причин выделяет факторы на стороне реального и финансового секторов; в числе экзогенных причин заметную роль играют вооруженные конфликты и торговые и санкционные войны, а также регионализация и деглобализация. Декомпозиция третьего уровня на стороне реального сектора включает факторы спроса и предложения и технологические изменения; в числе причин на стороне финансового сектора выделяются перманентно снижающиеся равновесные процентные ставки, неустойчивый уровень задолженности, прежде всего, частного сектора, финансовые пузыри, ухудшающиеся условия финансирования и финансиализация. Нижний уровень декомпозиции в функции совокупного спроса отражает компоненты инвестиционного и потребительского спроса, динамику которых в значительной мере определяют технологические факторы; факторы предложения включают изменения структуры экономики, производства и рынка труда, в частности демографические и образовательные тенденции.

3. Вековая стагнация в национальных экономиках проявляется с разной степенью как устойчивое снижение равновесной процентной ставки, неизменный разрыв ВВП, замедленный экономический рост, падение доли стран с развитой

экономикой в мировом ВВП. Вековая стагнация в настоящий момент наиболее характерно проявляется в экономике США как спад экономической активности ввиду снижения экономического потенциала. Для ЕС характерно такое проявление вековой стагнации как снижение уровня равновесной процентной ставки, неустойчивый уровень задолженности предприятий, повышенные инфляционные риски. По-прежнему, с проявлениями вековой стагнации, замедлением потребления домохозяйств и низкими темпами роста зарплаты, сталкивается и Япония, несмотря на стимулирование полной занятости за счет финансирования из постоянно дефицитного госбюджета. Для развивающихся экономик, в т.ч. и для России, вековая стагнация может стать косвенным вызовом и отчасти соотносится с имеющейся инерционной моделью.

4. Сторонники положительного влияния финансового развития на экономический рост объясняют этот эффект стимулированием экономической активности и сокращением бедности. Сторонники отрицательного влияния говорят о деструктивной роли финансов, приводящей к замедлению экономического роста, и выдвигают концепцию финансиализации. Финансиализация предполагает качественное изменение характера влияния финансовой сферы на экономическое развитие: финансовый сектор переходит от подчиненности реальному сектору экономики к диктату над ним, формируя новый вид хозяйства.

5. Результаты эконометрического моделирования подтверждают тесную отрицательную корреляцию финансиализации и динамики реального ВВП США, Великобритании, КНР и России. Доказанная значимость динамики финансиализации как фактора замедления экономического роста в целом подтверждает выводы сторонников дефинансиализации. Для экономики России характерна более сильная отрицательная корреляция, чем в других рассматриваемых странах.

6. Меры структурной, промышленной и демографической политики, наряду с институциональными мерами и стратегическим планированием могут помочь смягчить последствия вековой стагнации. Предложенный комплекс мер

учитывает двойственный характер вековой стагнации и может использоваться для преодоления стагнации «процентных ставок» и стимулирования реального экономического роста. В фискальной политике доступность стабильных источников финансирования указанных направлений государственной политики является приоритетной, увеличение государственных расходов может повлиять на устранение разрыва между инвестициями и сбережениями. В монетарной политике необходимы минимизация системного риска финансового сектора, реализация мер для урегулирования высокой задолженности, прежде всего, в корпоративном секторе, развитие механизма трансформации свободных денежных средств в долгосрочные инвестиции, поддержание качества активов на финансовых рынках и скоординированность с фискальной политикой.

**Теоретическая значимость** работы заключается в развитии подходов к теории экономического роста и экономической динамики, конкретизации понятия вековой стагнации, теоретическом обосновании вековой стагнации как этапа развития современной экономики, выявлении специфики проявлений вековой стагнации в развитых и развивающихся странах и оценке необходимых корректировок в традиционной макроэкономической политике для выхода экономики из состояния вековой стагнации.

**Практическая значимость** работы заключается в возможности применения выработанных теоретических положений при разработке бюджетно-налоговой и денежно-кредитной политики правительствами развитых и развивающихся стран, в том числе России, способствующей смягчению последствий вековой стагнации.

#### **Соответствие диссертации научной специальности**

Диссертационное исследование выполнено в соответствии со следующим направлением исследования научной специальности: 5.2.1. Экономическая теория: 16. Теоретические подходы к исследованию экономического роста, экономического развития и экономических колебаний.

#### **Апробация результатов диссертации**

Основные результаты диссертационного исследования представлены на следующих конференциях:

1. Международная научная конференция «Ломоносовские чтения – 2020» - «Экономическая повестка 2020-х годов», г. Москва, 20 – 24 октября 2020 г.

2. X Международная студенческая научно-практическая конференция «Social, economic and technological changes in new global architecture: trends and solutions», г. Москва, 31 марта 2021 г.

3. Международная научная конференция «Ломоносовские чтения – 2021» - «Поколения экономических идей», г. Москва, 20 – 23 апреля 2021 г.

4. XXIV Международная конференция студентов, аспирантов и молодых учёных «Ломоносов», г. Москва, 12 – 22 апреля 2022 г.

5. Международная научная конференция «Ломоносовские чтения – 2022» - «Наука и искусство экономической политики в кризисных условиях», г. Москва, 18 – 20 апреля 2022 г.

Кроме того, результаты исследования могут использоваться в курсах «Макроэкономика» и «Экономика России», преподаваемых на экономическом факультете МГУ им. М.В. Ломоносова.

По теме исследования опубликованы (лично и в соавторстве) 5 работ, (общий объем – 3,27 п.л., личный вклад автора – 2,67 п.л.), включая 5 статей, опубликованных в рецензируемых научных изданиях, рекомендованных для защиты в диссертационном совете МГУ имени М.В. Ломоносова по специальности и отрасли наук.

### **Структура диссертации**

Работа включает введение, три главы, заключение, список литературы, содержащий 240 наименований, и четыре приложения. Диссертация изложена на 193 страницах и содержит 12 таблиц и 15 рисунков.

В первой главе сформулированы теоретико-методологические основания вековой стагнации. Показана связь концепций экономических циклов с теорией вековой стагнации. Выделены основные подходы к определению вековой стагнации. Конкретизировано понятие вековой стагнации.

Во второй главе дана характеристика формам вековой стагнации в национальной экономике – на примере США, стран Западной Европы, Японии,

Китая, России. Выделена система факторов, определяющая состояние вековой стагнации. Проведена оценка влияния финансиализации на экономический рост.

В третьей главе сформулированы пути смягчения последствий вековой стагнации. Определены необходимые меры монетарной и фискальной политики с учетом специфики развитых и развивающихся экономик. Сформулированы меры, необходимые для создания финансового сектора, способствующего экономическому росту. Конкретизированы меры для стимулирования экономического роста в России.

## Глава 1. Вековая стагнация национальной экономики: теоретико-методологические основания<sup>2</sup>

### 1.1. Существующие теории долгосрочной стагнации в экономике

Идею долгосрочной стагнации экономики формулировали и до появления концепции вековой стагнации. В связи с этим необходимо начать с освещения экономических исследований, посвящённых долгосрочной стагнации. Затем определить место концепции вековой стагнации в существующем экономическом знании. Рассмотрим возникавшие в разное время концепции, задававшиеся вопросом: вечна ли экономика капитализма.

**Теория народонаселения Т. Мальтуса.** В «Опыте о законе народонаселения» 1798 г. Томас Мальтус заявил о наблюдаемом разрыве между численностью населения и возможностью общества производить средства к существованию.<sup>3</sup> Согласно теории мальтузианства, рост населения потенциально является экспоненциальным, а рост запасов продовольствия и других ресурсов – линейным. В итоге такая взаимосвязь приводит к снижению уровня жизни до такой степени, что обуславливает сокращение численности населения.

Мальтузианская катастрофа происходит, когда рост населения опережает сельскохозяйственное производство, вызывая голод или войну, что приводит к бедности и депопуляции. Население вынуждено «корректироваться» обратно на более низкий и более устойчивый уровень.

Т. Мальтус предполагал, что технологический прогресс может увеличить уровень ресурсов, доступных обществу, прежде всего, продуктов питания, тем самым повысив уровень жизни. Однако изобилие ресурсов будет способствовать росту населения, в итоге вернув предложение ресурсов для каждого человека к исходному состоянию.

---

<sup>2</sup> В данной главе использованы материалы, опубликованные в статьях: *Власкин П.Г., Чичекина Е.М.* Сравнительный анализ мер по преодолению стагнации в развитых странах на примере США, Евросоюза и Японии // *Инновации и инвестиции.* – 2020. - №9. – с. 46-49; *Власкин П.Г.* Роль развития финансовых технологий в преодолении вековой стагнации // *Инновации и инвестиции.* – 2020. - №12. – с. 31-36.

<sup>3</sup> *Мальтус Т.Р.* Опыт о законе народонаселения. – Санкт-Петербург: К.Т. Солдатенков. – 1868. – 479 с.

По мнению некоторых экономистов, в частности израильтянина Одеда Галора (O. Galor) и британца Грегори Кларка (G. Clark), человечество вырвалось из мальтузианской ловушки после промышленной революции начала XIX века.<sup>4</sup> В то же время существование в современном мире нищеты, или крайней бедности, характеризуемой неспособностью человека удовлетворить базовые и жизненно необходимые потребности, указывает на сохранение ловушки. Кроме того, утверждается, что с учетом чрезмерного загрязнения окружающей среды и нехватки продовольствия, развивающиеся страны демонстрируют больше признаков сохранения мальтузианской ловушки по сравнению с развитыми странами.

**Тенденция нормы прибыли к понижению.** Как отмечал американский экономист-марксист Стивен Калленберг (S. Cullenberg), тенденция нормы прибыли к понижению «остаётся одним из самых важных и широко обсуждаемых вопросов всей экономики», поскольку в ней поднимается «фундаментальный вопрос о том, подрывает ли по мере роста капитализма сам этот процесс роста условия его существования и тем самым порождает периодические или вековые (англ. – *secular*) кризисы».<sup>5</sup>

Gesetz vom tendenziellen Fall der Profitrate (Тенденция нормы прибыли к понижению) — тезис, сформулированный К. Марксом в III-м томе «Капитала» в 19-м столетии.<sup>6</sup> Тезис заключается в том, что согласно законам капиталистической экономики, т.е. из-за присущих ей внутренних свойств, существует тенденция к уменьшению нормы прибыли в общеэкономическом масштабе.

---

<sup>4</sup> Clark G. A Farewell to Alms: A Brief Economic History of the World. – 2007. – Princeton University Press. – 432 p.  
Galor O. From Stagnation to Growth: Unified Growth Theory. Handbook of Economic Growth. – 2005. – Vol. 1. – Elsevier. – p. 171-293.

<sup>5</sup> Cullenberg S. The Falling Rate of Profit: Recasting the Marxian Debate. – 1994. – London: Pluto Press. – 153 p. – p. 1.

<sup>6</sup> Маркс К., Энгельс Ф. Сочинения. – Москва. – 1961. – Т. 25. – Ч. 1.

До К. Маркса наличие тенденции понижения нормы прибыли констатировали А. Смит,<sup>7</sup> Д. Рикардо<sup>8</sup> и Дж. С. Милль.<sup>9</sup> А. Смит объяснял это конкуренцией между предприятиями. Всё возрастающее количество предприятий конкурируют, тем самым оказывая внешнее давление на норму прибыли. К. Маркс отвергал построения А. Смита, считая их недостаточными и слишком поверхностными.

Д. Рикардо же в своей теории ренты видел причину в снижении дохода физического выпуска в сельском хозяйстве, связанного с ростом реальных зарплат и убывающим плодородием почвы (то есть роста стоимости производства дополнительной пищи из-за растущего населения и доли в прибыли в качестве арендной платы). В то же время, по Рикардо, научно-техническому прогрессу под силу понизить стоимость труда. К. Маркс критикует и позицию Д. Рикардо, поскольку, по его мнению, технологический прогресс со временем преодолевает технические препятствия, так что они не смогут выступать в качестве причины падения прибыли.

Позиция самого К. Маркса заключается в том, что в процессе автоматизации производства и технического прогресса уменьшается доля живого труда – элемента совокупных производственных затрат, создающего стоимость. По К. Марксу источником прибавочной стоимости (прибавочного продукта), оцениваемой как прибыль, является «свободный» наемный труд, а точнее разница между стоимостью произведённой наемными работниками продукции и выплаченной им заработной платы.

Ряд экономистов выступает с критикой закона тенденции нормы прибыли к понижению, среди них: японец Нобуо Окисио (Nobuo Okishio) и итальянец Пьеро

---

<sup>7</sup> *Смит А.* Исследование о природе и причинах богатства народов / пер. с англ. – М.: Эксмо. – 2016. – 1056 с. – Глава 9.

<sup>8</sup> *Рикардо Д.* Начала политической экономии и налогового обложения / пер. с англ. – М.: АСТ. – 2023. – 576 с. – Глава 6.

<sup>9</sup> *Mill J.S.* Principles of Political Economy with some of their Applications to Social Philosophy // ed. William James Ashley. – London: Longmans, Green and Co. – 1909. – 450 p. – Chapter 4.

Сраффа (Piero Sraffa).<sup>10</sup> Так, Н. Окисио на основе модели П. Сраффы, представляющего неорикардрианскую школу, попытался доказать, что при допущениях К. Маркса снижается трудоёмкость, увеличивается количество средств производства на работника (техническое строение капитала). При этом реальная зарплата наёмных работников остаётся неизменной, а новая техника вводится только при условии долгосрочной востребованности в отрасли. Таким образом, по Н. Окисио, технический прогресс, экономящий рабочую силу, приводит к растущей норме прибыли.

**Советская концепция кризиса капиталистической системы.** Советская политэкономическая традиция представлена работами Н.А. Цаголова, Е.И. Варги, И.Г. Блюмина, И.А. Трахтенберга, Л.А. Мендельсона<sup>11</sup> и актуальна в настоящий момент. В их исследованиях отражена проблема цикличности капиталистических кризисов, так или иначе обусловленных перепроизводством.

Фундаментальную причину капиталистических кризисов они видели во внутреннем противоречии капиталистической системы: производство носит общественный характер, а результаты труда присваиваются частным способом. Это противоречие детерминирует цикличность производства, с длительностью цикла в 7–10 лет.

Из-за стремления к максимизации прибыли капиталисты беспредельно расширяют производство (благо рост производительности труда позволяет наращивать объём выпуска). Но поскольку общество имеет ограниченный потенциал наращивания потребления, предложение начинает существенно превышать спрос.

---

<sup>10</sup> *Okishio N. Technical Change and the Rate of Profit // Kobe University Economic Review. – 1961. - № 7. – p. 88-95. Sraffa P. Production of Commodities by Means of Commodities: Prelude to a Critique of Economic Theory. – Cambridge: Cambridge University Press. – 1960. – 101 p.*

<sup>11</sup> *Блюмин И.Г. Критика буржуазной политической экономии / М.: Академия наук СССР. – 1962. – Т. 2. – 380 с. Варга Е.С. Современный капитализм и экономические кризисы / М.: Академия наук СССР. – 1962. – 504 с. 58. Мендельсон Л.А. Теория и история экономических кризисов и циклов / М.: Соцэкгиз. – 1959. – Т. 1. – 693 с. Трахтенберг И.А. Денежное обращение и кредит при капитализме / М.: Академия наук СССР. – 1962. – 779 с. Цаголов Н.А. Курс политической экономии / М.: Экономика. – 1973. – Т. 2. – 670 с.*

Е.И. Варга отмечает, что особенностью капиталистического общества является «нищета вследствие избытка благ».<sup>12</sup> Варга, оценивая капитализм в сравнении с предшествовавшими общественно-экономическими формациями, подчеркивает, что никогда до капитализма обилие благ не было несчастьем для общества. Прежде нищета определялась совершенной нехваткой полезных предметов (благ), вызванной стихийными бедствиями (засухой, наводнением и т.д.), и, как следствие, массовым голодом и смертями.

Заслуга советских политэкономов видится в доказательстве правильности положений теории кризисов при капитализме К. Маркса. Он описал кризисы домонополистического капитализма, советские же экономисты проанализировали империалистическую стадию развития капиталистической формации, перенесшую Первую и Вторую мировые войны и вошедшую в противоборство с появившейся альтернативной ей плановой системой народного хозяйства. Они показали, что, невзирая на перемену состояния и новые специфичные проявления мировой экономики, циклический характер экономической динамики и имманентность кризисов при капитализме, в целом, неизменно сохранялись.

Е.И. Варга писал, что с 1850 по 1930 гг. периодичность кризисов мировой экономики составляла 7–10 лет (не считая периода с 1907 и 1920 гг., когда «Мировая война прервала циклический ход капиталистического производства»)<sup>13</sup>. Затем Вторая мировая война внесла коррективы в циклический характер экономической динамики при капитализме.

Первый экономический кризис в мировой экономике после Второй мировой войны случился в 1957-58 гг. и охватил США, Канаду и ряд европейских стран с капиталистической формацией. В то же время, по свидетельствам одного из зачинателей советской политэкономии И.А. Трахтенберга, даже в 1952 г. при

---

<sup>12</sup> Варга Е.С. Современный капитализм и экономические кризисы / М.: Академия наук СССР. – 1962. – 504 с. – с. 3.

<sup>13</sup> Там же.

высоком уровне выпуска производственные мощности обрабатывающей промышленности использовались лишь на 60–70%.<sup>14</sup>

В последующие годы кризисные проявления с завидной регулярностью терзали экономики капиталистических стран. Кризисы 1969-70 гг., 1973 г., 1980-82 гг., 1990-92 гг., 2000-01 гг. и 2008 г. подтверждают тенденцию цикличности, выявленную западными и подтвержденную советскими экономистами.

Мировой экономический кризис 2008 года принято считать финансовым, поскольку он сопровождался разрушением ключевых финансовых посредников и биржевыми крахами. Но также он обусловлен и проблемой перепроизводства. Л.А. Мендельсон в контексте кризисов писал, что главным фактором, приводящим к разворачиванию кризиса в экономике (современные исследователи назвали бы такой фактор триггером), является всё обостряющийся антагонизм производства и потребления.

Это разногласие во всех циклах сказывается в отстающем общественном потреблении на фоне роста производительных сил. Это запаздывание и детерминирует перепроизводство.<sup>15</sup> Известны и случаи умышленного уничтожения произведенных товаров для поддержания высоких рыночных цен в годы Великой депрессии в США.<sup>16</sup>

Необходимо отметить, что цикличность кризисов при капиталистическом способе производства – это не столько «болезнь», сколько необходимость для существования. Каждый новый кризис взрывает рыночную экономику из-за её внутренних противоречий, возвращая в исходное равновесие.

Л.А. Мендельсон писал, что фаза роста цикла накопления капитала связана с НТП и увеличением производительности рабочей силы и органического строения капитала (соотношения постоянного и переменного капитала). Все эти тренды обуславливают уменьшение стоимости товаров, исчезновение с рынка

---

<sup>14</sup> Трахтенберг И.А. Капиталистическое воспроизводство и экономические кризисы (очерк теории) / М.: Государственное издательство политической литературы. – 1954. – 198 с.

<sup>15</sup> Мендельсон Л.А. Теория и история экономических кризисов и циклов / М.: Соцэкгиз. – 1959. – Т. 1. – 693 с.

<sup>16</sup> Блюмин И.Г. Критика буржуазной политической экономии / М.: Академия наук СССР. – 1962. – Т. 2. – 380 с.

предприятий с морально изношенным оборудованием и большим объемом затраченной рабочей силы, падение нормы прибыли.

Одновременно рыночные отношения в фазе циклического подъема детерминируют такие тренды: повышение цен на товары, невзирая на снижение их стоимости (обуславливает разрыв между ценой и стоимостью); повышение цен стимулирует функционирование и появление предприятий с анахроничной производственной технологией; рост нормы прибыли (невзирая на увеличение органического строения капитала).

Количественные исследования в области тенденции нормы прибыли подтверждают выводы Л.А. Мендельсона. Рост экономики, сопровождающийся повышением цен, обрывается кризисом, в который происходит обвал цен. Этот механизм уравнивания рынка соответствует его имманентной логике, проявляющейся в обесценивании товаров с ростом машинного труда.<sup>17</sup>

Другим, актуальным и в настоящее время противоречием капитализма, отмеченным советскими экономистами, является финансиализация (гипертрофированное развитие финансового сектора). Советский экономист И.А. Трахтенберг отмечал существенное увеличение финансового капитала при монополистическом капитализме. Исследования Трахтенберга в данной области имели особую важность, поскольку в послевоенный период разновидности фиктивного капитала переживали колоссальный рост. В параграфах 2.2–2.3 мы исследуем подробнее явление финансиализации.

В трудах советских экономистов также отмечается, что разрушительные последствия капиталистических кризисов, обусловленных их природой, оплачиваются рабочим классом. Подтверждением этому служит повышение безработицы при наступлении кризиса, который, по свидетельству И.Г. Блюмина, «приобретает качественно новые особенности: миллионные армии безработных из резервных превращаются в постоянные армии безработных».<sup>18</sup>

---

<sup>17</sup> Мендельсон Л.А. Теория и история экономических кризисов и циклов / М.: Соцэкгиз. – 1959. – Т. 1. – 693 с.

<sup>18</sup> Блюмин И.Г. Критика буржуазной политической экономии / М.: Академия наук СССР. – 1962. – Т. 2. – 380 с. – с. 9.

Выдающийся советский ученый-политэконом, мыслящий в русле научной традиции Московского университета, Н.А. Цаголов подчеркивал, что «во время кризисов происходит прямое расточительство важнейшей производительной силы. Во-первых, разрушается здоровье рабочих. Так, в период кризиса 1929–1933 гг. в капиталистических странах голод стал уделом около 30–40 млн безработных. Во-вторых, миллионы рабочих рук не используются на производстве, где они могли бы приводить в движение средства производства и создавать новые материальные блага. В-третьих, рабочие теряют свою квалификацию».<sup>19</sup>

Востребованность тезисов советских политэкономов подтверждает и актуальная статистика. Например, после мирового экономического кризиса 2008 года, безработица в США увеличилась более чем в два раза до 10% по сравнению с 2000 г., в Великобритании – более чем на половину до 8%, в ЕС, особенно в странах PIGS<sup>20</sup> – 16% в Португалии, 15% в Ирландии, 27% в Греции и 26% в Испании.<sup>21</sup>

Ещё одним негативным последствием капиталистических кризисов, по мнению советских ученых-политэкономов является тенденция ускорения монополизации экономики. И.А. Трахтенберг отмечал, что «необходимость приспособиться к низким ценам побуждает капиталистов к снижению издержек производства. ... Они понижают заработную плату, усиливают интенсивность труда и стремятся обновить основной капитал, заменить орудия производства более совершенными, более производительными. Обновление основного капитала под силу только крупным предпринимателям, и это является одним из обстоятельств, содействующих разорению мелких и средних предпринимателей и способствующих концентрации производства и централизации капитала».<sup>22</sup>

---

<sup>19</sup> Цаголов Н.А. Курс политической экономии / М.: Экономика. – 1973. – Т. 2. – 670 с. – с. 566.

<sup>20</sup> PIGS – термин, появившийся в 1990-е гг. и популяризованный в конце 2010-х гг. для обозначения 4 европейских стран с растущим долгом и экономической уязвимостью, наиболее пострадавших от кризиса суверенного долга.

<sup>21</sup> OECD. Электронный ресурс: URL: [data.oecd.org/unemp/youth-unemployment-rate.htm#indicator-chart](https://data.oecd.org/unemp/youth-unemployment-rate.htm#indicator-chart), дата обращения: 09.04.2024.

<sup>22</sup> Трахтенберг И.А. Денежное обращение и кредит при капитализме / М.: Академия наук СССР. – 1962. – 779 с. – с. 70.

Это тенденция имеет место и сейчас, как в реальном, так и в финансовом секторах экономики. В последние полвека доля имущества крупнейших корпораций США (с активами > 1 млрд долларов) обрабатывающей промышленности возросла почти на 40 п.п. Одновременно с этим выросла и их доля в полученной прибыли. Кроме того, на 0,33% корпораций (около 850 крупнейших предприятий) приходится 89% отраслевых активов.<sup>23</sup>

**Увеличение разрыва производительности и оплаты труда.** Словно подтверждая выводы о несправедливости общественного распределения произведенного продукта, анализ американского Института экономической политики (Economic Policy Institute, EPI) показывает, что с конца 1970-х гг. в США появилась тенденция резкого увеличения разрыва в производительности и оплате труда (рисунки 1 и 2). В соответствии с EPI, за период с 1979 по 2022 гг. производительность труда выросла на 64,7%, в то время как почасовая оплата – только на 14,8%. Т.е. производительность выросла в 4,4 раза больше зарплаты.<sup>24</sup>

Возникает закономерный вопрос: кому же тогда достаются плоды экономического роста? По сути, они идут на зарплаты высокооплачиваемых корпоративных сотрудников и на выплаты акционерам и собственникам капитала. Такая концентрация заработной платы и смещение доходов от труда к владельцам капитала (снижение доли труда в доходе) являются двумя ключевыми факторами экономического неравенства с конца 1970-х гг.

---

<sup>23</sup> United States Census. Электронный ресурс: URL: [census.gov/econ/qfr](https://census.gov/econ/qfr), дата обращения: 15.03.2024.

<sup>24</sup> Институт экономической политики. Электронный ресурс: URL: [epi.org](https://epi.org), дата обращения: 11.03.2024.

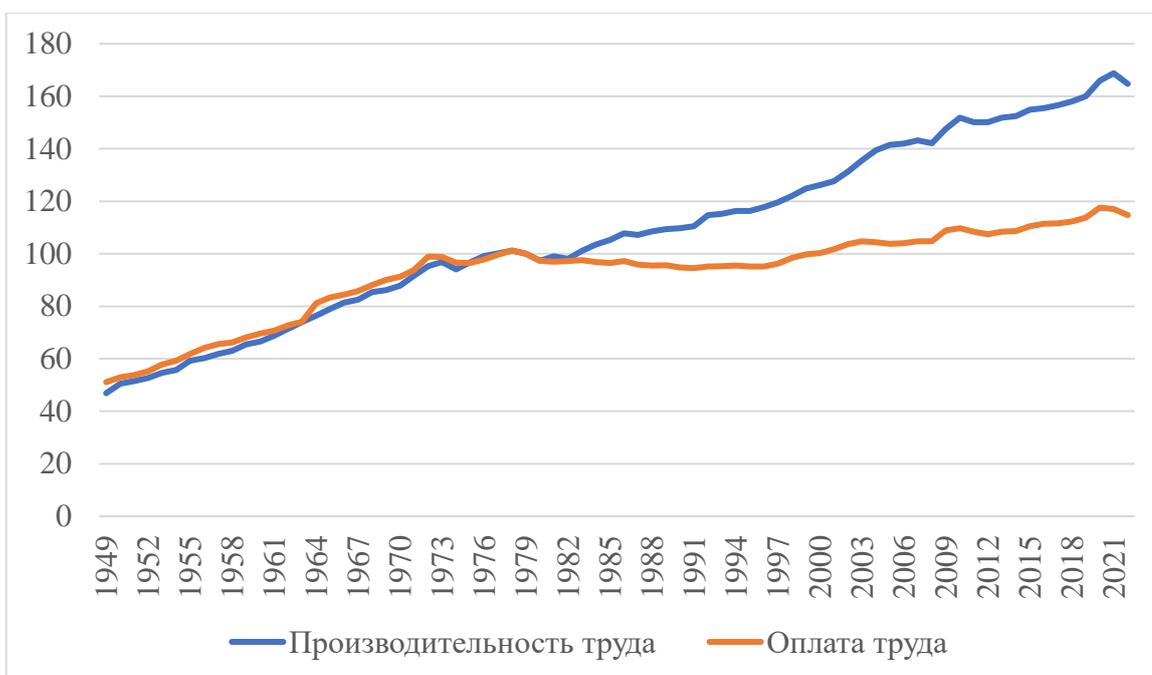


Рис. 1. Увеличение расхождения между производительностью и оплатой труда в США в 1949-2022 гг. (1979 – базисный год)

Источник: составлено по: Институт экономической политики. [epi.org](http://epi.org) (дата обращения: 11.03.2024).

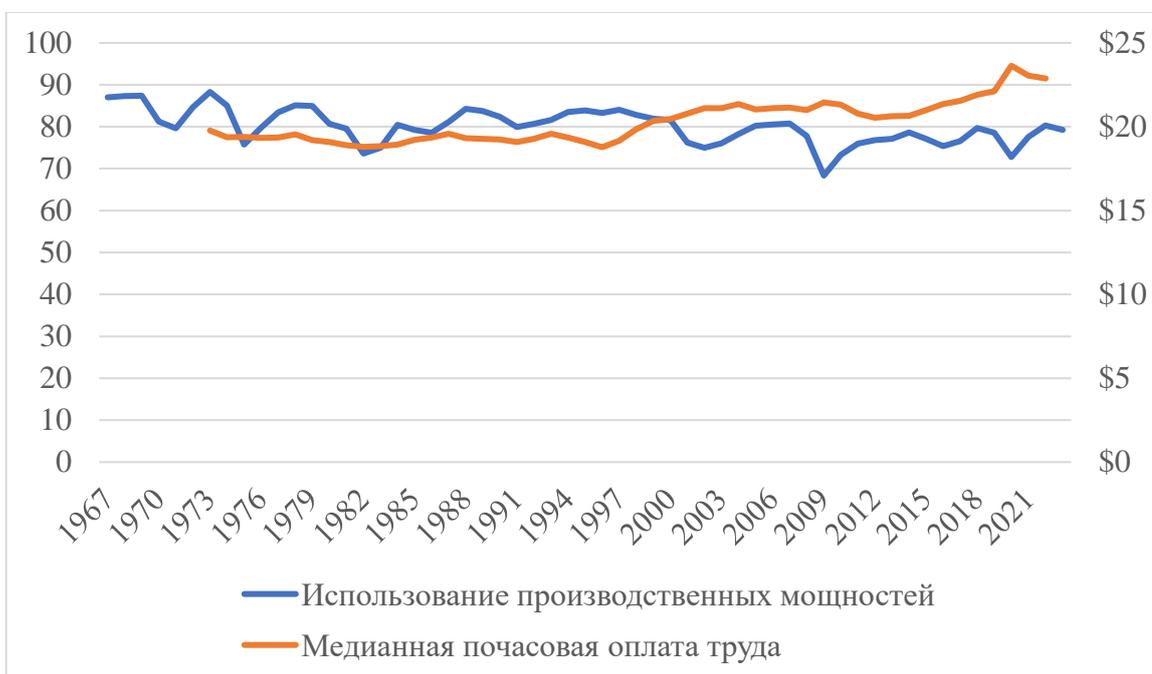


Рис. 2. Использование производственных мощностей и медианная почасовая оплата труда в США в 1967-2023 гг. (в долларах, в ценах 2022 г.)

Источник: составлено по: Федеральная резервная система. [federalreserve.gov](http://federalreserve.gov) и Институт экономической политики. [epi.org](http://epi.org) (дата обращения: 12.03.2024).

**Выводы.** Идея долгосрочной стагнации не является новой концепцией для экономических исследований, и в разное время возникали концепции, задающиеся вопросом: вечна ли капиталистическая экономика.

В теории народонаселения Т. Мальтуса, в законе тенденции нормы прибыли к понижению К. Маркса, который до него затрагивали А. Смит, Д. Рикардо и Дж. С. Милль, ставится вопрос о том, подрываются ли при капитализме условия его существования, порождая периодическую или долгосрочную стагнацию.

Заслуга советских политэкономов – Н.А. Цаголова, Е.И. Варги, И.Г. Блюмина, И.А. Трахтенберга, Л.А. Мендельсона – видится в доказательстве правильности положений теории кризисов К. Маркса, который дал описание кризисам домонополистического капитализма. Советские же ученые обосновали актуальность теории применительно к империалистической стадии капитализма.

Фундаментальную причину капиталистических кризисов они видели во внутреннем противоречии капиталистической системы: производство носит общественный характер, а результаты труда присваиваются частным способом. Это противоречие детерминирует циклическую динамику производства, с повторяющимися циклами с периодичностью в 7–10 лет.

Они показали, что, несмотря на новые специфические проявления в мировой экономике, тенденция цикличности и имманентность кризисов капитализма сохраняется, что так или иначе обусловлено перепроизводством. Всё углубляющееся противоречие между потреблением и производством является ключевым фактором, приводящим к кризису. Это противоречие проявляется во всех циклах в отставании общественного потребления от растущих производительных сил.

Отмечается, что за разрушительные последствия капиталистических кризисов, обусловленных их природой, всегда расплачиваются простые работники. Более того, при наступлении кризиса начинается прямое вредительское расточительство имеющих важнейшее значение производительных сил. Ещё одним негативным последствием капиталистических кризисов, по их мнению, является ускорение монополизации экономики.

## 1.2. Вековая стагнация экономики: подходы и периодизация

Несмотря на то, что после Мирового экономического кризиса 2008 г. прошло уже 15 лет, восстановление мировой экономики происходит с очень низкими темпами. Как отмечают некоторые исследователи, докризисные уровни мирового ВВП, действительно, были превышены, но что касается развитых стран, то лишь немногие из них вернулись к докризисным темпам экономического роста, даже учитывая то обстоятельство, что продолжительный период времени наблюдалась ставка процента около нуля.

Более того, наблюдаемый стабильно низкий экономический рост как бы показывает, что что-то изменилось: продолжительность Великой рецессии<sup>25</sup> и чрезвычайные меры, которые понадобились для ее преодоления, создали широко распространенное, но не всеми разделяемое впечатление: принятые меры поддержки только вызвали новые финансовые пузыри.

Это описываемое многими исследователями явление именуется «вековой стагнацией» (вторую жизнь самому термину дал Л. Саммерс в конце 2013 г.). Но что на самом деле означает «вековая стагнация»? И если стагнация действительно вековая, то что с этим делать? Можно выделить следующие *направления исследований* в рамках этой гипотезы:

- 1) Во-первых, гипотеза «вековой стагнации» акцентирует внимание на том факте, что для баланса сбережений и инвестиций в условиях полной занятости может понадобиться отрицательная реальная ставка процента.
- 2) Во-вторых, в условиях «вековой стагнации» директивно устанавливаемая ставка процента на отметке около 0% затрудняет достижение баланса в экономике, при котором наблюдается полная занятость с низкой инфляцией. Говоря в терминах макрофинансовой стабильности, в экономике возможна ситуация, при которой невозможно иметь стабильный удовлетворительный рост, функционирование

---

<sup>25</sup> Термином «Великая рецессия» (англ. – *Great Recession*) в современной западной литературе и некоторых отечественных исследованиях принято называть кризисные проявления в мировой экономике, прежде всего в США и странах еврозоны в 2008–2009-х гг.

экономики при полной занятости и при этом гарантировать финансовую стабильность экономики, если центральный банк и правительство страны используют только методы традиционной монетарной политики.

- 3) В-третьих, само существование «вековой стагнации» подвергается исследователями критике, местами достаточно существенной. Однако можно сказать, что в настоящий момент необходим новый инструментарий макроэкономической политики, способный поддержать экономику в условиях ее длительной стагнации.

Одним из ключевых моментов в анализе «вековой стагнации» является тот факт, что она представляет разную степень угрозы для национальных экономик. Так, имеющиеся различия в экономиках США и Европы определяют ситуацию, при которой «вековая стагнация» в большей степени угрожает европейской экономике, чем американской, поскольку разрушительные последствия замедленного экономического роста будут ощущаться острее именно в Европе. Аргументы в пользу этой позиции приводят Н. Крафтс (N. Crafts), Х. Химено (J.F. Jimeno), Ф. Сметс (F. Smets) и Дж. Янгоу (J. Yiangou).<sup>26</sup>

Итак, основные направления исследования «вековой стагнации» структурируются для дальнейшего анализа следующим образом. Вначале рассматриваются различные *интерпретации* исследователями вековой стагнации для их использования в качестве фундамента исследования.

Затем подробнее рассматривается роль *реальной ставки процента* как фактора, обуславливающего состояние «вековой стагнации».

На третьем этапе рассматривается формирование *финансовых пузырей* как отрицательное последствие долгосрочно низкой реальной ставки процента.

Наконец, оценивается *специфика* национальной экономики в вековой стагнации для разработки экономических мер поддержки. Как будет показано далее, традиционные монетарные меры поддержки экономики не способны

---

<sup>26</sup> Smets F., Yiangou J., Jimeno J.F. Secular Stagnation: A View from the Eurozone. – 2014. Электронный ресурс: URL: [cepr.org/voxeu/columns/secular-stagnation-view-eurozone](http://cepr.org/voxeu/columns/secular-stagnation-view-eurozone).

оказать помощь экономике в условиях вековой стагнации, что обуславливает необходимость выработки нового подхода к мерам поддержки экономики.

**Неоднозначность трактовки «вековой стагнации».** Прежде чем углубляться в анализ гипотезы вековой стагнации хотелось бы сделать несколько замечаний о месте данной работы в современной экономической теории и неоднозначности трактовки термина «вековой стагнации» (англ. – *secular stagnation*), в т.ч. его русскоязычных переводов.

Во-первых, концепция вековой стагнации на современном этапе развития национальных экономик разрабатывается нами для оценки её объясняющей способности применительно к экономической ситуации в национальной экономике. Кроме того, создаваемый нами теоретический фундамент может быть использован для формирования стратегии мер госполитики, способствующих смягчению последствий вековой стагнации. Формирование теоретического подхода (концепции) призвано помочь в учёте факторов, специфичных для вековой стагнации в национальной экономике на современном этапе развития.

Во-вторых, сам по себе англоязычный термин *secular stagnation* (*вековая стагнация*) имеет несколько вариантов перевода. С одной стороны, речь идет о явлении стагнации с учетом фактора времени (в такой трактовке *вековая стагнация* – это столетний период времени, для которого наиболее характерно состояние стагнации). С другой стороны, речь может идти о затяжной стагнации без привязки к конкретному историческому периоду, здесь учитывается фактор длительности (*вековая стагнация* – это затяжной, долгосрочный, неопределенно длительный период стагнации).

В нашей работе термин *вековая стагнация* используется применительно к современному этапу развития экономики. Начало действия разных факторов вековой стагнации во времени различается, но в целом мы говорим о переходе ряда национальных экономик, прежде всего развитых стран, к вековой стагнации, начиная с 1970–80-х гг.

В-третьих, в современных исследованиях, посвященных экономическому росту, отсутствует консенсус по вопросу: является ли отражением долгосрочной

стагнации послевоенное замедление темпов роста. Здесь важно учитывать несколько моментов. Это постоянное изменение базы роста, изменение структуры экономики, в частности потребления. Всё это закладывает своё влияние на темп экономического роста. И если для Индии и Китая высокие темпы роста были необходимостью, с учетом растущего населения и прочих особенностей их экономик, то развитые экономики не стремятся к высоким темпам роста, поскольку темп роста даже 4% может приводить к перегреву экономики.

Четвертое замечание касается соотношения гипотезы вековой стагнации с концепцией *сверхвековой* или *супервековой* стагнации (англ. – *suprasecular stagnation*). Ряд исследователей, агрегировав большой объём данных о реальных процентных ставках, обнаружили, что в странах с развитой экономикой ставки имеют устойчивую понижающую тенденцию с XIV века.<sup>27</sup>

Используя различные статистические подходы, они опровергают изменение динамики реальных процентных ставок как на глобальном, так и на страновом уровне, начиная с 1980-х гг. Кроме того, они утверждают, что факторы демографии и производительности не объясняют динамику реальных процентных ставок и фактически расходятся с ними в течение более длительного времени.

Их концепция также не является устоявшейся в экономической теории, однако исследование данной концепции, а также её соотношения с гипотезой вековой стагнации актуально в современной экономике и будет проведено нами далее.

В-пятых, термин «вековой» описывает долгосрочное экономическое поведение, которое нейтрально по отношению к циклическим тенденциям делового цикла и является последовательным во времени. Исторически дискуссии о вековой стагнации часто возникают в академических кругах после затянувшейся экономической рецессии, особенно на этапе восстановления, когда экономика изо всех сил пытается выйти из глубокой депрессии и устойчиво достичь полной занятости. Неудивительно, что эта концепция была впервые представлена после

---

<sup>27</sup> Rogoff K.S., Rossi B., Schmelzing P. Forthcoming. Long-Run Trends in Long-Maturity Real Rates 1311-2022 // American Economic Review. – 2024.

жестких последствий Великой депрессии в 1930-х годах, когда Э. Хансен использовал ее, чтобы описать вековую стагнацию как объединение долгосрочных «факторов и сил в нашей экономике, которые имеют тенденцию делать восстановление бизнеса слабым и замедляющим, анемичным и склонным к пролонгированию и углублению течения депрессии».<sup>28</sup>

И, наконец, шестое замечание касается набора исследуемых нами стран. Касательно проявлений вековой стагнации в современных национальных экономиках мы исследуем экономики США, Японии, Евросоюза и России. Такое проявление вековой стагнации как финансиализация мы исследуем применительно к экономикам США, Великобритании, КНР и России. Как видно, набор исследуемых стран в этих двух аспектах вековой стагнации различается. Это сделало нами намеренно для того, чтобы охватить как можно больше фактологического материала по исследуемой теме.

**Появление гипотезы вековой стагнации.** В речи американского экономиста Элвина Харви Хансена (A.H. Hansen, 1887–1975), адресованной 32-му президенту США Ф.Д. Рузвельту в 1938 году – что было спустя девять лет после старта Великой депрессии – ее автор задумывается о том, что имевшегося на тот момент инвестиционного спроса может быть недостаточно для поддержки будущего экономического роста.<sup>29</sup>

Дело в том, что Хансен проводил свое выступление после эпохи беспрецедентного роста экономики США, если смотреть на темпы роста населения и на имевшиеся в тот момент в распоряжении земельные ресурсы. Завершение этого периода и опыт Великой депрессии заставили Хансена задуматься о перспективах экономического роста в своем выступлении под названием «Экономический прогресс и снижение темпов роста населения».

**Мейнстрим концепции вековой стагнации.** Уже в текущем веке, в ноябре 2013 года Л. Саммерс буквально возродил из пепла эту идею в своем выступлении

---

<sup>28</sup> Hansen A.H. Economic Progress and Declining Population Growth // American Economic Review. – 1939. – Vol. 29. – № 1. – p. 1-15.

<sup>29</sup> Там же.

на полях форума МВФ, выразив в феврале 2014 года более точно свои измышления на выступлении перед Национальной ассоциацией экономики бизнеса.<sup>30</sup> Впоследствии, термин вековая стагнация вызвал отклик в научном сообществе. Как отмечает Б. Эйхенгрин: «Идея о том, что Америка и другие страны с развитой экономикой могут страдать от чего-то большего, чем похмелье от финансового кризиса, нашла отклик у многих наблюдателей».<sup>31</sup>

Однако вызванный резонанс не привел к гармонии среди исследователей. Для понимания концепции вековой стагнации необходимо структурировать различные взгляды на нее.

Сразу дадим авторское *определение* вековой стагнации. В ядре данной теории находится положение о том, что в современной мировой экономике практически невозможно одновременное достижение таких экономических целей как стабильно высокие темпы экономического роста, эффективное использование производственного потенциала и финансовая стабильность. Гипотеза вековой стагнации в настоящее время активно поддерживается такими исследователями как Л. Саммерс, Р. Гордон и Т. Коуэн, а также другими учеными, в том числе и отечественными. Исследователями выдвигаются различные версии того, чем обусловлено явление вековой стагнации в современной экономике.

Л. Саммерс связывал начало вековой стагнации в США после Мирового экономического кризиса 2008 г. с тем, что значительного восстановления темпов экономического роста достичь так и не удалось, несмотря на сохранение процентных ставок на уровне, близком к нулю, а также несмотря на беспрецедентные по масштабу государственные меры поддержки экономики. Саммерс также провел аналогию с японской экономикой, имеющей схожие структурные проблемы и находящейся в состоянии стагнации более двадцати лет.

Одна из трактовок вековой стагнации заключается в устойчивом тренде на снижение реальной процентной ставки, что в итоге приводит к постоянному

---

<sup>30</sup> Summers L.H. U.S. Economic Prospects: Secular Stagnation, Hysteresis, and the Zero Lower Bound // Business Economics. – 2014. – Vol. 49. - Is. 2. – p. 65–73. – DOI: <https://doi.org/10.1057/be.2014.13>.

<sup>31</sup> Eichengreen B. Secular stagnation: The long view. – NBER Working Paper. – 2015. - № 20836. – 17 p.

разрыву ВВП и медленному экономическому росту. Основная идея этой концепции заключается в том, что, если реальная процентная ставка на постоянной основе превышает естественную, это приводит к недостаточному уровню инвестиций и снижению темпов экономического роста. Подчеркивают актуальность вековой стагнации в текущей экономической ситуации низкий уровень инфляции, местами и дефляция, наблюдаемые после мирового кризиса 2008 г.

Напомним определение естественных процентных ставок. К. Висксель (K. Wicksell) давал следующее определение: «Существует определенная процентная ставка по кредитам, которая является нейтральной по отношению к ценам на сырьевые товары и не стремится ни повысить, ни понизить их»<sup>32</sup>. Мы же определяем естественную ставку процента как ставку, соответствующую потенциальному уровню ВВП в отсутствие временных шоков спроса и предложения. Представим схематически определение естественной ставки процента (рисунок 3).



Рис. 3. Определение естественной ставки процента

*Источник:* составлено автором на основе неокейнсианского подхода (модель IS)

Естественная процентная ставка является важным ориентиром проводимой центральными банками денежно-кредитной политики. Центральный банк

<sup>32</sup> Wicksell K. Interest and Prices (translation of 1898 edition by R.F. Kahn). – MacMillan. – 1936. – 274 p.

пытается воздействовать на ее уровень в зависимости от динамики факторов, которые могут привести к отклонению экономики от ее потенциального уровня, тем самым искажая равновесный уровень цен, выводя из равновесия рынок труда и приводя к замедлению экономического роста. В долгосрочной перспективе, когда роль кратковременных шоков уменьшается, взаимодействие спроса и предложения на рынке заемных средств определяет естественный уровень процентной ставки.

В дополнение к роли инструмента монетарной политики уровень естественных процентных ставок также является важным показателем состояния экономики. Например, когда население снижает свою склонность к потреблению, увеличивается относительный запас сбережений; или, когда темпы роста уменьшаются, инвестиции становятся менее привлекательными; в обоих случаях естественная ставка снижается, чтобы восстановить равновесие.

Опытный исследователь может возразить, что в США в 2003–07 гг. наблюдался период высоких темпов экономического роста, но его можно объяснить избыточными заимствованиями, из-за которых накопленные сбережения нерационально инвестировались в определенные активы, впоследствии создав финансовые пузыри.

Согласно другой точке зрения, автором которой является видный американский экономист Б. Бернанке (B. Bernanke), пузырь высокотехнологичных компаний не объясняет быстрых темпов роста в 1990-х гг.<sup>33</sup> Кроме того, положительное влияние пузыря ипотечного рынка 2000-х гг. на потребительский спрос было нивелировано такими специфическими факторами, как резкий рост мировых цен на нефть и снижение потребительского спроса.

Той же точки зрения придерживается и Дж. Гамильтон (J.D. Hamilton), утверждающий, что медленный рост после мирового кризиса, вероятно, связан

---

<sup>33</sup> *Bernanke B.S. Why are Interest Rates so Low, Part 2: Secular stagnation.* – Brookings Institution Press. – 2015. Электронный ресурс: URL: [brookings.edu/articles/why-are-interest-rates-so-low-part-2-secular-stagnation](https://www.brookings.edu/articles/why-are-interest-rates-so-low-part-2-secular-stagnation/), дата обращения: 23.06.2022.

с временными явлениями, такими как медленное восстановление ипотечного рынка жилья и сдерживающая фискальная политика.<sup>34</sup>

Одновременно с этим, по утверждению Р. Гордона (R.J. Gordon), с 1970-х гг. в США наблюдается снижение отдачи от инноваций. Замедление роста производительности труда в США, начавшееся в 1970-х гг., отражает относительно ограниченное влияние инноваций на экономику в целом.<sup>35</sup>

Процесс созидательного разрушения, подразумевающий реструктуризацию неэффективных фирм и прекращение их деятельности под воздействием рыночных механизмов, замедлился, в результате чего не происходит высвобождения экономических ресурсов, которые могут быть использованы более эффективно. Поддержка неэффективных компаний государством в период кризиса препятствует росту совокупной производительности и замедляет темпы восстановления.

В макроэкономике анализируются три основных индикатора состояния экономики, сигнализирующие о ее потенциале. Во-первых, потенциальные темпы роста в долгосрочном периоде. Во-вторых, отклонение реальных темпов от потенциальных. Наконец, однократное изменение ВВП без изменения темпов роста в долгосрочном периоде. Во всех исследованиях, посвященных «вековой стагнации», подчеркивается изменение одного из этих трех ключевых индикаторов. Рассмотрим каждый из индикаторов по отдельности.

**Замедление темпов потенциального роста экономики.** Первый индикатор определяется факторами Солоу-Ромера – низкий экономический рост может наблюдаться в том случае, когда падают *потенциальные темпы роста в долгосрочном периоде*.

Потенциал экономического роста в долгосрочном периоде определяется двумя факторами: 1) ростом затрат на производство (количественный, экстенсивный фактор) и 2) ростом эффективности производства (качественный,

---

<sup>34</sup> Hamilton J.D., Harris E.S., Hatzius J., West K. The Equilibrium Real Funds Rate: Past, Present and Future. – University of California San Diego. – 2015. – 59 p.

<sup>35</sup> Gordon R.J. Is U.S. Economic Growth Over? Faltering Innovation Confronts the Six Headwinds. – NBER Working Paper. – 2012. - № 18315. – 25 p.

интенсивный фактор), с которой ресурсы объединяются для дальнейшего производства их продукции.

Р. Гордон в своей работе осуществляет тщательный анализ основных факторов возможного медленного роста США в будущем. Выходя за рамки предшествующей работы, он подчеркивает, что работа 2012 года ошибочно воспринимается критиками как работа, сосредоточенная исключительно на технологиях.<sup>36</sup>

В следующей его работе, посвященной вековой стагнации, также уточняется и его понимание роли технологий: «По моим подсчетам, нет прогнозов будущего технологического спада – рост производительности с поправкой на стагнацию в образовании, по прогнозам, будет столь же быстрым в 2007-32 годах, как и в 1972-2007 годах». То есть, другими словами, позиция Гордона заключается в том, что технический прогресс не остановился, но возвращается к своей низкой норме, наблюдавшейся ранее.<sup>37</sup>

Годовой рост совокупной факторной производительности (СФП) в США на протяжении тридцати лет до 1930 г. и сорока лет после 1980 г. составлял, в среднем, лишь около 0,5%.<sup>38</sup> Исключением, а правильнее сказать отклонением от этой тенденции, были пятьдесят лет между двумя датами, когда СФП росла с годовым темпом 1,5%, то есть в три раза быстрее.

Кроме технологического фактора, Гордон акцентирует внимание еще на четырех структурных факторах экономики, которые он называет «встречные ветры» (англ. – *Headwinds*):

- 1) Демография – наблюдается замедление темпов роста населения, и, одновременно, быстрое увеличение продолжительности жизни.

---

<sup>36</sup> Gordon R.J. Is U.S. Economic Growth Over? Faltering Innovation Confronts the Six Headwinds. – NBER Working Paper. – 2012. - № 18315. – 25 p.

<sup>37</sup> Gordon R.J. Secular Stagnation: A Supply-Side View // American Economic Review. – 2015. – Vol. 105. - № 5. – p. 54-59.

<sup>38</sup> Там же.

- 2) Образование – завершение революции во всеобщем образовании, исчерпание потенциала повышения среднего уровня образования в США в будущем.
- 3) Неравенство – лишение роста доходов среднего класса из-за роста доходов 10% самых богатых слоев населения, начиная с 1980 года.<sup>39</sup>
- 4) Государственный долг – внушающие опасение размеры текущего государственного долга и перспективы его дальнейшего роста делают невозможным реализацию государственных мер поддержки экономики в их текущем объеме.

Гордон ожидает, что средний темп роста государственного долга на душу населения в США снизится на 1,2% по сравнению с 2,0% в 1891–2007 гг. Также он вычитает дополнительные 0,6% – корректировка на более низкий темп роста СФП (Гордон считает, в ближайшем будущем рост будет медленнее, чем в прошлом десятилетии).

Пессимистичные технологические прогнозы вызывают большие сомнения у Дж. Мокира (J. Mokyr), Э. Глезера (E. Glaeser) и Н. Крафтса. По мнению Дж. Мокира, развитие информационных и биотехнологий, а также изобретение и использование новых материалов приведут к мировой технологической революции.<sup>40</sup> Считается, что способ, которым «мы измеряем ВВП и рост производительности, хорошо разработан для экономики производства пшеницы и стали», по этой причине, вклад ИТ в нынешнее благополучие не отражается в статистике производительности. Измерение результатов ИТ-революции данным методом осуществить невозможно, поскольку необходимо работать с чистыми количествами. Данное утверждение Глезера, подтверждает своим бытовым наблюдением: даже новый цветной телевизор транслирует все те же каналы, что и

---

<sup>39</sup> Эта проблема актуальна и для России – в ряде работ анализируется влияние на экономический рост ловушки среднего дохода, характерной для национальной экономики. См., например, *Лякин А.Н.* Ловушка среднего дохода и российская стагнация // АЗИАТСКО-ТИХООКЕАНСКИЙ РЕГИОН: экономика, политика, право. – 2019. – № 2. – с. 60-75. *Юрченко К.П., Савельева И.Н.* Траектории макроэкономической политики в условиях ловушки среднего дохода // Journal of new economy. – 2019. – Т. 20. – № 5. – с. 23-41.

<sup>40</sup> *Mokyr J.* The Next Age of Invention: Technology's Future is Brighter than Pessimists Allow. – City Journal, Winter. – 2014. – p. 12-20.

десять лет назад. Таким образом, очевидно, нельзя сравнивать такую реальность с инновациями, происходящими в последнее десятилетие.<sup>41</sup>

Кроме того, Глезер приводит мысль о неустойчивых инновациях. Он сомневается, приносят ли новейшие изобретения пользу, но совершенно отвергает высказывание о том, что человек утратил изобретательность в полном объеме. По его мнению, вероятно, инновации приносят пользу небольшому количеству людей.

В целом, до 1990 г. наблюдалась тенденция пользы новейших разработок и инноваций для граждан (и для потребителей, и для производителей). В настоящее время, по наблюдениям Глезера, сотни миллионов более бедных пользователей пользуются бесплатными услугами, в то время как высокооплачиваемые работники улучшают существующие услуги. Данная «инверсия традиционной природы инноваций» связана с неравенством Р. Гордона.

**Отклонение реальных темпов экономического роста от потенциальных.** Замедление роста также связано с более низкими долгосрочными потенциальными темпами роста. Этот аспект вековой стагнации является кейнсианским, поскольку многие работы как в традициях новых классиков, так и нового кейнсианства сосредоточены на отклонении выпуска и занятости. В то же время в модели реального делового цикла отсутствует отклонение фактического ВВП от потенциального (модель реального делового цикла мы рассмотрим подробнее в параграфе 1.3).

По утверждению Л. Саммерса, где-то в середине прошлого десятилетия краткосрочная реальная процентная ставка, соответствующая полной занятости, упала до 2-3 отрицательных процентов.<sup>42</sup> В связи с этим, стоит задуматься об управлении экономикой, имеющей нулевую номинальную процентную ставку, играющую роль системного и хронического ингибитора экономической активности, мешающего развитию потенциала экономики.

---

<sup>41</sup> *Glaeser E.* Secular Joblessness. In: C. Teulings, R. Baldwin (eds.). *Secular stagnation: Facts, causes, and cures.* – London: CEPR Press. – 2014.

<sup>42</sup> *Summers L.H.* 14th Annual IMF Research Conference: Crises Yesterday and Today. – 2013. Электронный ресурс: URL: [youtube.com/watch?v=KYpVzBbQIX0](https://www.youtube.com/watch?v=KYpVzBbQIX0).

В точке зрения Л. Саммерса прослеживается эволюция мнения сторонников кейнсианства. Его исследование делает финансовую нестабильность (упоминается лишь один раз) частью причин, вызывающих затруднение при выработке политике.

Аналогичного мнения придерживается и П. Кругман.<sup>43</sup> Он подчеркивает, что «вековая стагнация – это гипотеза о том, что периоды, подобные последним пяти с лишним годам, когда даже нулевых процентных ставок недостаточно для восстановления полной занятости, будут гораздо чаще встречаться в будущем».

При сохранении нынешнего положения дел с потенциалом производства и полной занятостью действующая макроэкономическая политика в том виде, в котором она сейчас создана и реализуется, может столкнуться с трудностями. Если существующие цели и будут достигнуты, может наблюдаться побочный эффект в виде финансовой нестабильности. Грубо говоря, «вековая стагнация» может приводить к выбору политической стратегии: медленный рост или финансовые пузыри.

Р. Ку в своем исследовании приводит понятие «рецессия баланса», являющаяся одним из долговременных источников сбережений.<sup>44</sup> Обычно данное явление характерно для европейских стран (например, Ирландия и Испания). Фирмы и домохозяйства стараются выплатить свои долги в момент, когда лопаются пузыри, который финансируется за счет долга. В силу действия на уровне всей экономики наблюдается стойкое отсутствие совокупного спроса. ВВП может начать падать, парадокс бережливости Дж. М. Кейнса может ухудшить балансы, что приведет к усугублению рецессии, в случае провала попытки найти и предоставить новые инвестиционные возможности.

**Однократное изменение выпуска на стороне предложения без изменения темпов роста в долгосрочном периоде.** В третьей части анализа концепции вековой стагнации необходимо сделать акцент не на темпах роста, а на

---

<sup>43</sup> *Krugman P.* Four Observations on Secular Stagnation. – voxEU CERP. – 2014. Электронный ресурс: URL: [cepr.org/v-oxeu/columns/four-observations-secular-stagnation](http://cepr.org/v-oxeu/columns/four-observations-secular-stagnation).

<sup>44</sup> *Ку Р.* Священный Грааль макроэкономики. Уроки великой рецессии в Японии. – М.: Мысль. – 2014. – 440 с.

уровнях ущерба потенциальному выпуску экономики, связанного с кризисом, особенно на единовременные.

Этот компонент обсуждения «вековой стагнации» базируется на более старых данных литературы о гистерезисе рынка труда (долгосрочной негибкости рынка труда).<sup>45</sup> О. Бланшар и Л. Саммерс в своей основополагающей статье 1986 г., назвали гистерезис «евросклерозом», поскольку считали его сугубо европейской проблемой.<sup>46</sup> Суть описываемого ими явления заключается в том, что безработица резко начинала расти после каждой рецессии, при этом, не возвращаясь к докризисному уровню.

Причины гистерезиса неоднозначны; среди них есть ряд институциональных факторов. Так, например, социальное страхование, в частности страхование по безработице, может посредством налоговой системы снижать спрос фирм на рабочую силу в экономике. Безработица также может приводить к потере (снижению) человеческого капитала и к исключению из рабочей силы остающихся длительное время безработным.

Рабочие профсоюзы могут вести переговоры с работодателем с целью поддержки благосостояния своих членов. При этом интересы аутсайдеров, оказавшихся без работы, игнорируются. Кроме того, к гистерезису могут также приводить фиксированные издержки, обусловленные сменой должности, работы, отрасли (так называемая функциональная безработица).

Отметим возможные трудности в поиске различий реальных и кажущихся явлений гистерезиса, когда текущее состояние экономики определяется её динамикой или начальным состоянием. В первом случае гистерезис отражает недостаточное понимание текущей экономической модели: добавив недостающие переменные и данные, можно полнее описать динамику рассматриваемой экономики. Другая интерпретация явления гистерезиса – одновременное

---

<sup>45</sup> *Lindbeck A., Snower D.J.* Wage Setting, Unemployment and Insider-Outsider Relations // *American Economic Review*. – 1986. – Vol. 76. - № 2. – p. 235-239. *Phelps E.S.* Inflation Policy and Unemployment Theory: The Cost-Benefit Approach to Monetary Planning. – London: MacMillan. – 1972. – 322 p. *Sachs J.D.* High Unemployment in Europe: Diagnosis and Policy Implications. – Cambridge, MA: NBER Working Paper Series. – 1986. - № 1830.

<sup>46</sup> *Blanchard O.J., Summers L.H.* Hysteresis and the European Unemployment Problem / In *NBER Macroeconomics Annual 1986, Volume 1*, ed. Fischer S. – MIT Press. – 1986. – p. 15-90.

существование нескольких состояний равновесия, при котором неконтролируемые (невидимые) факторы переводят экономику из одного состояния равновесия в другое.

В исследовании Э. Глезера, представлены данные по безработице на 1970 г. для мужчин преклонного возраста: 5% – в спокойные времена, в периоды спада – 8%.<sup>47</sup> После 1970 г. рост уровня безработицы не был компенсирован возвращением к прежнему уровню по завершении кризиса, таким образом возник так называемый эффект храповика.

Глезер предполагает, что ущерб является постоянным, поскольку человеческий капитал оценивается без постоянной работы индивида, соответственно, его талант теряется. Экономический рост в США вернулся к докризисным темпам, а вот траектория не смогла вернуться в былое положение, что объясняется разовым ущербом со стороны предложения.

Р. Гордон приводит недавнее исследование, где отражены причины снижения экономической активности в США: старение населения и снижение экономической активности вследствие низких экономических возможностей.<sup>48</sup> Во второй главе, посвященной поиску эмпирических подтверждений вековой стагнации, мы еще обратимся к этому исследованию.

**Значение низкой ставки процента.** Есть две причины, по которым низкий уровень реальной ставки процента играет определяющую роль в дискуссиях о вековой стагнации. Во-первых, неблагоприятные макроэкономические шоки в стабильном состоянии экономики с низким уровнем ставки процента, наиболее вероятно, потребуют директивного введения отрицательной реальной ставки процента для возвращения экономики в баланс, с точки зрения равенства инвестиций и сбережений, при условии полной занятости экономики. При наблюдаемом в настоящий момент низком уровне инфляции такое понижение ставки, как правило, сводит на нет эффективность монетарной политики.

---

<sup>47</sup> *Glaeser E.* Secular Joblessness. In: C. Teulings, R. Baldwin (eds.). *Secular stagnation: Facts, causes, and cures.* – London: CEPR Press. – 2014.

<sup>48</sup> *Gordon R.J.* Is U.S. Economic Growth Over? Faltering Innovation Confronts the Six Headwinds. – NBER Working Paper. – 2012. - № 18315. – 25 p.

Во-вторых, низкие уровни номинальных и реальных ставок процента создают угрозу для финансовой стабильности. В соответствии с подходом Л. Саммерса, есть три способа (канала), каким образом низкие уровни ставок могут подрывать стабильность: 1) по мере того, как инвесторы стремятся к повышению уровня доходности, они с большей готовностью принимают риск; 2) поскольку обязательства по кредитам становятся очень дешевыми и заемщикам легко выполнять их, заемщики прибегают к безответственному кредитованию; и 3) становятся привлекательнее финансовые пирамиды, поскольку ставки выглядят низкими в сравнении с ожидаемыми темпами роста. Л. Саммерс утверждает, что эти схемы действовали в 2003-07 гг.<sup>49</sup>

**Почему наблюдается падение ставки процента.** В ряде статей о «вековой стагнации» проводится анализ причин неуклонного падения в течение последних нескольких десятилетий равновесной реальной ставки процента. Стандартно «естественную» или «викселлианскую» ставку процента определяют три переменные: 1) предложение сбережений, 2) инвестиционный спрос и 3) относительный спрос на безопасные и рискованные активы.<sup>50</sup> О. Бланшар, Д. Фурсери и А. Пескатори рассматривают факторы снижения естественной ставки процента в мировой экономике,<sup>51</sup> в то время как исследования Х. Химено, Ф. Сметса и Дж. Янгоу посвящены Еврозоне.<sup>52</sup> Рассмотрим по очереди данные факторы.

**Предложение сбережений.** Увеличение предложения сбережений отчасти способно объяснить установление более низкой реальной ставки процента. Такие сдвиги определяются на базе демографических данных, когда индивиды сберегают доход для выравнивания потребления в течение жизни. Г. Эггертссон,

---

<sup>49</sup> Summers L.H., Rachel L. On Falling Neutral Real Rates, Fiscal Policy, and the Risk of Secular Stagnation // Brookings Papers on Economic Activity. – 2019. - № 1.

<sup>50</sup> Монетарная политика может влиять на реальную ставку процента и в краткосрочном периоде. Но Бланшар, Фурсери и Пескатори показали, что «денежно-кредитная политика большинства стран с развитой экономикой была в среднем нейтральной и мало способствовала определению долгосрочных реальных процентных ставок».

<sup>51</sup> Furceri D., Pescatori A., Blanchard O.J. A prolonged period of low real interest rates? – VOX CEPR Policy Portal. – 2014. Электронный ресурс: URL: [cepr.org/voxeu/columns/prolonged-period-low-real-interest-rates](https://cepr.org/voxeu/columns/prolonged-period-low-real-interest-rates).

<sup>52</sup> Smets F., Yiangou J., Jimeno J.F. Secular stagnation: A view from the Eurozone. – VOX CEPR Policy Portal. – 2014. Электронный ресурс: URL: [cepr.org/voxeu/columns/secular-stagnation-view-eurozone](https://cepr.org/voxeu/columns/secular-stagnation-view-eurozone).

Н. Мехротра и Дж. Роббинс в своем исследовании создают теоретические основания для количественной оценки взаимосвязи между демографическими факторами и сбережениями.<sup>53</sup>

В части нашего исследования, посвященной эмпирическому поиску подтверждений существования вековой стагнации, мы попытаемся вслед за Г. Эггертссоном, Н. Мехротрой и Дж. Роббинсом отразить влияние изменения демографических факторов на необходимый уровень запаса сбережений для выравнивания потребления в течение жизни индивида, на базе данных для четырех крупнейших мировых экономик.<sup>54</sup>

Возвращаясь к вопросам, стоит ли сейчас беспокоиться о вековой стагнации и будет ли наблюдаться экономический рост в следующие десятилетия намного ниже, чем в прошлые десятилетия, заметим, что рынок частично дает ответ в виде простого контрольного показателя: уровня реальной ставки процента. Тем не менее, никто из исследователей не может с необходимым для принятия экономических решений уровнем достоверности предсказать, будет ли он оставаться на таком же низком уровне в дальнейшем. Однако её низкий уровень, наблюдавшийся до последних событий, явно являлся признаком избытка сбережений.

В такой неопределенной ситуации Г. Эггертссон и Н. Мехротра дают достаточно простую для понимания рекомендацию: «В соответствии с имеющейся литературой, подчеркивающей шоки сокращения доли заемных средств, имеющих краткосрочные последствия, мы обнаруживаем, что длительный спад в такой экономике – это такой спад, при котором обычные экономические правила переворачиваются с ног на голову».<sup>55</sup>

**Возникновение монополии интеллектуальной собственности.**  
Исследователь Герман Марк Шварц (H.M. Schwartz) из Университета Вирджинии,

---

<sup>53</sup> *Eggertsson G.B., Mehrotra N.R., Robbins J.A. A Model of Secular Stagnation: Theory and Quantitative Evaluation // American Economic Journal: Macroeconomics. – 2019. – Vol. 11. - № 1. – p. 1-48.*

<sup>54</sup> При условии, что не осуществлялись распределительные переводы между поколениями.

<sup>55</sup> *Eggertsson G.B., Mehrotra N.R., Robbins J.A. A Model of Secular Stagnation: Theory and Quantitative Evaluation // American Economic Journal: Macroeconomics. – 2019. – Vol. 11. - № 1. – p. 1-48.*

соглашается с тем, что объяснения вековой стагнации (медленного глобального роста) правильно сосредоточены на неравенстве доходов и формировании заработной платы, но являются неполными.<sup>56</sup> По его мнению, они игнорируют источник заработной платы и не задаются вопросом, почему рост доли прибыли не привел к увеличению инвестиций. В его работе старые, но важные идеи Дж. М. Кейнса, Й. Шумпетера и Т. Веблена о стагнации дополняют ортодоксальный и посткейнсианский анализ, чтобы создать более надежное объяснение, основанное на конфликте распределения прибыли между фирмами. Эти мыслители подчеркивают важность корпоративной стратегии получения прибыли и организационной структуры для инвестиционного поведения.

Политически опосредованный процесс стратегического взаимодействия превратил старую двойную промышленную структуру индустриальной (фордистской) эпохи в трехстороннюю структуру, состоящую из высокоприбыльных фирм с монополиями, основанными на правах интеллектуальной собственности, капиталоемких фирм (преимущественно физический капитал), защищенных инвестиционным барьером для входа, и трудоемкие фирмы с низким объемом прибыли.

Данные о прибыли компаний показывают, что фирмы, основанные на правах интеллектуальной собственности, имеют более низкую предельную склонность к инвестированию.<sup>57</sup> Другие фирмы с меньшими объемами прибыли отказываются от инвестиций из-за страха создать избыточные мощности в условиях медленного роста. Высокодоходные фирмы также склонны платить более высокую заработную плату, создавая неравенство доходов. Изменения в антимонопольном, трудовом законодательстве и законодательстве об интеллектуальной собственности исправят ситуацию.

---

<sup>56</sup> *Schwartz H.M.* Global Secular Stagnation and the Rise of Intellectual Property Monopoly // *Review of International Political Economy*. – 2022. – Vol. 29. - Issue 5. – p. 1448-1476.

<sup>57</sup> На основе баз данных Compustat и Orbis, в которых доступна финансовая, статистическая и рыночная информация об активных и неактивных глобальных компаниях по всему миру.

Одним из последствий векового замедления экономического роста стал развивающийся фискальный кризис в ведущих капиталистических экономиках. О нем мы поговорим подробнее во второй главе.

**Рост государственного долга.** Одним из ключевых пунктов в анализе вековой стагнации является анализ роста государственного долга, вследствие которого происходит рост равновесной процентной ставки. Об этом же говорят Л. Саммерс (L.H. Summers) и Л. Рэйчел (L. Rachel).<sup>58</sup>

По их оценкам, увеличение с 1980-х годов отношения государственного долга к ВВП в странах с развитой экономикой на 50 процентных пунктов повысило естественную процентную ставку на 1,5-2 процентных пункта, при прочих равных условиях. Таким образом, можно предположить, что текущий кризис остановит падение равновесной процентной ставки, поскольку существенные государственные расходы и заимствования обеспечат спрос на возросшее предложение сбережений, приводя к росту процентных ставок.

В этой связи мы можем провести параллели текущей ситуации с 1930-ми гг., когда гипотеза «вековой стагнации» была отвергнута после того, как рост военных расходов и план Маршалла обусловили экономический рост.

Отметим и возрастающие риски, которые влечет за собой увеличение государственного долга. К. Рогофф, сторонник позиции о том, что рост государственного долга пагубно влияет на экономику, отмечает, что долгосрочные реальные и номинальные процентные ставки, несмотря на снижение в моменте, по-прежнему намного выше тех сверхнизких уровней, к которым привыкли власти и, скорее всего, останутся на повышенном уровне, даже если инфляция отступит.<sup>59</sup>

Из-за уверенности в том, что процентные ставки будут низкими всегда, многие стали считать, что во время рецессий дефицит бюджета должен быть большим, а в нормальные времена лишь немногим меньше. А высказывание

---

<sup>58</sup> Summers L.H., Rachel L. On Falling Neutral Real Rates, Fiscal Policy, and the Risk of Secular Stagnation // Brookings Papers on Economic Activity. – 2019. - № 1.

<sup>59</sup> Rogoff K.S. Higher Interest Rates Are Here to Stay. – 2023. Электронный ресурс: URL: [project-syndicate.org/commentary/era-of-low-interest-rates-has-come-to-an-end-by-kenneth-rogooff-2023-12](https://project-syndicate.org/commentary/era-of-low-interest-rates-has-come-to-an-end-by-kenneth-rogooff-2023-12).

опасений по поводу размера долга было равнозначно поддержке политики «строгой бюджетной экономии».

Самой большой ошибкой стало использование центробанков для покупки госдолга, ведь, когда краткосрочные процентные ставки были на нуле, издержки казались минимальными. Это идея, лежащая в основе современной монетарной теории и концепции «деньги с вертолётá». В последние годы даже видные макроэкономисты говорили о возможности списания Федеральным резервом госдолга США, купленного в рамках программы количественного смягчения, что выглядело простейшим решением любых потенциальных проблем с суверенным долгом.

Однако такой подход предполагает, что даже в случае, если мировые реальные процентные ставки повысятся, их повышение будет постепенным и временным. Вероятность, что резкий рост процентных ставок радикально увеличит процентные платежи по существующему долгу (включая долговые обязательства, которые центральные банки держат в качестве банковских резервов), просто игнорировалась. Но теперь экономика США оказалась в ситуации, когда Федеральный резерв, который раньше выплачивал нулевые проценты по этим резервам, сегодня платит больше 5%.

**Критика концепции вековой стагнации.** Термин «вековая стагнация» ещё не вошел в мейнстрим экономической теории, а некоторыми исследователями, например, англо-американским экономистом П. Шмельцингом (P. Schmelzing) и вовсе отрицается существование такого явления в экономике.<sup>60</sup> Кроме П. Шмельцинга концепцию вековой стагнации критикуют Алан Ауэрбах (A. Auerbach), Лоуренс Котликофф (L. Kotlikoff), Барбара Росси (B. Rossi) и Кеннет Рогофф (K.S. Rogoff).

Л. Котликофф и Алан Ауэрбах в своей работе говорят о том, что очень низкая доходность облигаций и большой дефицит текущего счета в последние годы привели к заявлениям о перенасыщении капитала и вековой стагнации в

---

<sup>60</sup> Schmelzing P. Eight centuries of global real interest rates, R-G, and the 'suprasecular' decline, 1311–2018. – Bank of England Staff Working Paper. – 2020. - № 845.

странах с развитой экономикой. Однако, как утверждается в их исследовании, ни США, ни другие развитые страны не испытывают этого.<sup>61</sup>

Они не обнаруживают ни значительного увеличения капиталоемкости, ни снижения предельного продукта капитала. Вместо этого в послевоенный период произошло резкое снижение как национальных сбережений, так и чистых инвестиций из-за уменьшения сбережений домохозяйств.

Тенденция к снижению равновесной процентной ставки в странах с развитой экономикой наблюдалась, начиная с 1980-х годов, и может быть обусловлена снижением темпов роста, а также демографией.

Неприятие риска, свойственное текущему кризису в экономике Европы, может поспособствовать тому, что вековая стагнация будет оставаться проблемой для стабилизации экономики мерами денежно-кредитной и налогово-бюджетной политики в течение следующих двух десятилетий или более. Однако государственные меры поддержки инвестиционного спроса посредством увеличения государственного долга могут помочь обратить вспять процесс снижения естественной процентной ставки.

После мирового финансового кризиса показатели долгосрочных реальных процентных ставок значительно снизились. Было предложено множество объяснений, включая демографические изменения, а также вековые тенденции в производительности и неравенстве.

К. Рогофф, Б. Росси и П. Шмельцинг изучают долгосрочные тенденции долгосрочных реальных процентных ставок с использованием данных семи столетий. Они обнаружили доказательства того, что реальные процентные ставки имеют стационарную тенденцию с постепенной тенденцией к снижению, начиная с XIV века. Этот результат имеет важные последствия для текущих дискуссий по

---

<sup>61</sup> *Auerbach A., Kotlikoff L. The US Capital Glut and other Myths. – 2023. Электронный ресурс: URL: [cepr.org/voxeu/columns/us-capital-glut-and-other-myths](https://cepr.org/voxeu/columns/us-capital-glut-and-other-myths).*

вопросам налогово-бюджетной политики, денежно-кредитной политики и устойчивости долга.<sup>62</sup>

Низкие ставки, несмотря на десятилетие больших дефицитов и долгов, возникают из-за причин на стороне частного сектора. Суть проблемы заключается в том, что частных инвестиций недостаточно, чтобы поглотить при нормальных процентных ставках все частные сбережения.

Результатом являются чрезвычайно низкие процентные ставки, слабый спрос, низкий рост и инфляция, а также повышение цен на существующие капитальные активы. Следствием этого является то, что значительное увеличение государственных долгов, которое мы наблюдаем в последние десятилетия, является не столько следствием финансовой безответственности, сколько реакцией на дефицит частных инвестиций по сравнению с частными сбережениями.

Одним из последствий отрицательной нейтральной реальной ставки является возможность того, что политика не сможет привести экономику к полной занятости, даже в долгосрочной перспективе. Удовлетворительный рост может, учитывая нынешнюю структуру экономики, зависеть от неустойчивых политических установок.

Диапазон вариантов экономической политики также сужается перед лицом текущей рецессии. Действительно, небольшой негативный шок, который снизит эту ставку лишь немного больше, может привести экономику на территорию, где центральный банк не сможет выполнять свою работу.

Центральные банки в настоящее время действительно обеспечивают низкие реальные ставки, в которых нуждается экономика, но ряд исследователей опасается, что мы слишком сильно полагаемся на центральные банки и принимаемые ими меры. Возможно, вековая стагнация, с которой мы сейчас столкнулись, в значительной мере обусловлена «робостью» макроэкономической

---

<sup>62</sup> Rossi B., Schmelzing P., Rogoff K.S. Was the Post-global Financial Crisis Collapse in Real Interest Rates Secular? – 2022. Электронный ресурс: URL: [cepr.org/voxeu/columns/was-post-global-financial-crisis-collapse-real-interest-rates-secular](https://cepr.org/voxeu/columns/was-post-global-financial-crisis-collapse-real-interest-rates-secular).

политики. Другие ученые, напротив, не считают, что денежно-кредитная политика исчерпала все доступные ей варианты.

Л. Саммерс находит точку консенсуса в том, что сбалансированный бюджет и «значимо» положительные реальные процентные ставки одновременно не являются решением для роста в промышленно развитом мире – если что-то и есть, говорит Саммерс, это «рецепт для устойчивой рецессии»<sup>63</sup>. Стимул от этих дальнейших отрицательных процентных ставок будет неясен и будет нацелен на капитальные затраты, которые в настоящее время не являются барьером для инвестиций.

Другим спорным моментом является качество инвестиций, потенциально сделанных по отрицательным ставкам, и возможности привлечения заемных средств, поиска рисков и пузырей в том состоянии мира, где домохозяйствам и фирмам платят за заимствования.

Все эти моменты подтверждают предпочтение Саммерсом фискальной политики в качестве рычага: государственные займы по отрицательным реальным ставкам и инвестиции кажутся очень привлекательными в мире, где существует много проектов с высокой социальной отдачей. Более того, мы привыкли думать в терминах уровня долга, но, возможно, более уместно думать в терминах устойчивого уровня обслуживания долга.

**Выводы.** Определены теоретико-методологические основания вековой стагнации. Систематизированы подходы сторонников и противников концепции вековой стагнации. Под вековой стагнацией в современной мировой экономике понимается такое ее состояние, при котором практически невозможно одновременное достижение таких экономических целей как стабильно высокие темпы экономического роста, эффективное использование производственного потенциала и финансовая стабильность.

Термин «вековая стагнация» все же еще не вошел в мейнстрим экономической теории, а некоторыми исследователями и вовсе отрицается

---

<sup>63</sup> Summers L.H. U.S. Economic Prospects: Secular Stagnation, Hysteresis, and the Zero Lower Bound // Business Economics. – 2014. – Vol. 49. – Is. 2. – p. 65–73. – DOI: <https://doi.org/10.1057/be.2014.13>.

существование такого явления в экономике. Показано, что в настоящее время некоторые зарубежные исследователи активно операционализируют понятие вековой стагнации, гипотезу которой впервые выдвинули в 1930-е годы. Отечественные исследователи также проявляют интерес к вековой стагнации, в большей степени применительно к развитым странам.

Концепция вековой стагнации была впервые сформулирована Э. Хансеном в 1930-х годах. Концепция появилась крайне несвоевременно: демографический и технологический бум 1930-х американской экономики и «золотой век капитализма» 1950–1960 гг. низвели вековую стагнацию в разряд неуместных теорий.

После замедления темпов роста мировой экономики, прежде всего в развитых странах, вызванного Великой рецессией 2008–2009 гг., и проявляющегося в неспособности достижения стабильно высоких темпов роста, исследователи обратились к концепции вековой стагнации с целью объяснить ею происходящие в современной экономике застойные явления.

В то же время далеко не все исследователи согласились с объяснением вековой стагнацией замедления экономического развития, сформировав целое направление критики вековой стагнации. В таблице 1 представлены подходы сторонников и противников концепции вековой стагнации и аргументация их позиции.

Таблица 1 – Подходы к оценке проявлений вековой стагнации в современной экономике

| Сторонники вековой стагнации  | Противники вековой стагнации  |
|---|---|
| <p><i>Э. Хансен, Т. Коуэн, Р. Гордон, Л. Саммерс, Б. Эйхенгрин, П. Кругман, Э. Глезер</i></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• невозможность одновременного достижения желаемых темпов экономического роста, использования производственных мощностей на потенциальном уровне и финансовой стабильности</li> <li>• при ставке <math>\% = 0</math> затрудняется достижение стабильного роста, полной занятости и финансовой стабильности</li> <li>• в будущем гораздо больше периодов, когда даже ставки <math>\% = 0</math> будет недостаточно для восстановления полной занятости</li> <li>• может понадобиться реальная ставка <math>\% &lt; 0</math>, чтобы сбалансировать сбережения и инвестиции при полной занятости</li> <li>• мер традиционной монетарной политики недостаточно, необходим новый инструментарий макроэкономической политики, способный поддержать экономику в условиях ее длительной стагнации</li> <li>• вековая стагнация приводит к выбору политической стратегии: медленный рост или финансовые пузыри</li> <li>• по Хансену, вековая стагнация обусловлена нехваткой инвестиционного спроса, который необходимо компенсировать масштабными госинвестициями</li> <li>• также вековая стагнация может быть связана со:             <ol style="list-style-type: none"> <li>1) значительным снижением равновесной ставки <math>\%</math></li> <li>2) снижением инвестиций в основной капитал</li> <li>3) падением потенциального спроса на труд</li> <li>4) переносом будущих доходов на текущий период из-за низкой ставки <math>\%</math>; это обуславливает затормаживание инвестиционной активности при росте ставок и скатывание в рецессию из-за дефицита спроса</li> <li>5) неустойчивостью инноваций, т.к. новейшие изобретения приносят пользу небольшому количеству людей</li> </ol> </li> </ul> | <p><i>Дж. Стиглиц, К. Рогофф, П. Шмельцинг, Б. Росси, Дж. Мокир, А. Ауэрбах, Б. Бернанке, Дж. Гамильтон</i></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• ни глобальный, ни американский экономический рост не замедлились</li> <li>• к заявлениям о перенасыщении капитала и вековой стагнации в развитых странах привели крайне низкая доходность гособлигаций и большой дефицит текущего счета</li> <li>• в США не наблюдается ни перенасыщения капитала, ни чрезмерных сбережений, снижающих доходность капитала и объясняющих низкую доходность гособлигаций</li> <li>• не произошло ни значительного увеличения капиталоемкости, ни снижения предельного продукта капитала</li> <li>• резкое сокращение национальных сбережений и чистых инвестиций в послевоенный период обусловлено снижением нормы сбережения домохозяйств, отражающим политику перераспределения доходов от молодым к старым</li> <li>• реальные ставки <math>\%</math> имеют небольшой нисходящий тренд с момента зарождения современных финансовых рынков – это <i>сверхвековой (suprasecular)</i> тренд</li> <li>• при определении реальной нейтральной ставки <math>\%</math> не учитывается премия за риск, при учете эта ставка = около 2 %</li> <li>• резкое падение реальной ставки <math>\%</math> после мирового экономического кризиса 2008 года носит временный характер</li> <li>• снижение темпов экономического роста было обусловлено временными явлениями, такими как медленное восстановление ипотечного рынка и сдерживающая фискальная политика</li> <li>• причиной кризиса стали ошибочные меры, приведшие к масштабному перераспределению доходов к богатым и увеличению неравенства, падению совокупного спроса, недостаточному бюджетному финансированию</li> <li>• существуют как минимум две различные, но связанные концепции вековой стагнации: провал долгосрочного тренда роста и постоянная ловушка ликвидности; для каждого случая есть меры, работавшие в прошлом; вековая стагнация если и наблюдается, то из-за ошибочных мер, а не неизбежности</li> </ul> |

Источник: составлено автором на основе обзора отечественной и зарубежной литературы по теме вековой стагнации.

\* Включены фамилии лишь некоторых авторов, внесших наибольший вклад в исследование феномена вековой стагнации, полный список исследователей на порядок выше.

Поскольку развитие концепции вековой стагнации носило неравномерный характер – появившись в 1930-х годах, основной период развития пришелся на второе и третье десятилетия текущего столетия, проведем периодизацию развития концепции (представлена в таблице 2).

Таблица 2 – Основные этапы развития концепции вековой стагнации

| Этап и исследователи  | Годы                                       | Содержание   |
|---|--|--|
| <b>1. Постулирование</b><br>Э. Хансен   | Конец<br>1930-х                            | Спрогнозировано грядущее резкое длительное замедление экономического роста США, вызванное исчерпанием свободной земли, снижением темпов роста населения и торможением технологического прогресса   |
| <b>2. Затухание</b>   | 1940-е<br>–<br>Конец<br>2000-х             | Закрепление крайне негативной оценки за концепцией, обусловленное демографическим и технологическим бумом в США 1930-х гг. «Золотой век капитализма» 1950–1960 гг.   |
| <b>3. Возрождение</b><br>Т. Коуэн, Р. Гордон, Л. Саммерс  | Конец<br>2000-х<br>–<br>Начало<br>2010-х   | Возвращение к идее вековой стагнации на фоне замедления темпов экономического роста после Великой рецессии 2008–2009 гг.   |
| <b>4. Обоснование актуальности</b><br>Б. Эйхенгрин, П. Кругман, Э. Глезер   | Начало<br>2010-х –<br>Середина<br>2010-х   | Теоретическое обоснование вековой стагнации  |
| <b>5. Дальнейшее развитие и критика</b><br><i>сторонники:</i> Д. Фурсери, А. Пескатори, Р. Кабальеро, Э. Фархи, Г. Эггертссон, Н. Мерхотра, Р. Ку, Г. Вольф, Л. Шен, У. Мальмендье, Х. Химено, Ф. Мпеца, Дж. Янгоу, М. Вольф, М. Сандбу, Д. Асемоглу, К. Байер, Б. Борн, Р. Люттике<br><i>противники:</i> Дж. Стиглиц, К. Рогофф, П. Шмельцинг, Б. Росси, Н. Крафтс, Дж. Мокир, А. Ауэрбах, Б. Бернанке, Л. Котликофф, Дж. Гамильтон, А. Филд | Середина<br>2010-х<br>– Настоящее<br>время | <i>сторонники:</i> поиск эмпирических доказательств вековой стагнации. Прикладные исследования, отражающие влияние различных причин на длительное устойчивое замедление экономического роста<br><i>противники:</i> Опровержение существования вековой стагнации, поиск альтернативных объяснений застойных явлений |

*Источник:* составлено автором на основе обзора отечественной и зарубежной литературы по теме вековой стагнации.

\* Как и в таблице 1 список авторов не является исчерпывающим.

### 1.3. Взаимосвязь вековой стагнации и фаз экономического цикла

Основной посыл концепции вековой стагнации заключается в её противопоставлении различным теориям экономических циклов и кризисов. Сторонники вековой стагнации говорят о новой экономической реальности со сниженными темпами экономического роста, а не об очередном этапе временного снижения экономической динамики, после которого ожидается этап подъема.

В арсенале современного макроэкономического анализа насчитывается порядка 1 500 типов цикличности, из которых основными считаются:

- Циклы Кондратьева (К-циклы или К-волны) — 45–60 лет;
- Циклы (ритмы) Кузнеца — 15–25 лет;
- Циклы Жюгляра — 7–11 лет;
- Циклы Китчина — 3–4 года.

Анализ и сопоставление теорий циклов и кризисов можно встретить в работах как зарубежных, так и отечественных исследователей. Например, в работах Д.В. Манушина, В.А. Богомолова и А.В. Богомолловой, К.Ю. Курилова и А.А. Куриловой.<sup>64</sup>

**Теория реального делового цикла.** Одной из возможных трактовок современного экономического кризиса является анализ циклической экономической динамики с помощью теории реального делового цикла (РДЦ, англ. – Real Business-cycle, RBC).<sup>65</sup>

Теория РДЦ возникла в связи с кризисом раннего кейнсианства, вызванного стагфляцией 1970-х гг. в США и других развитых странах. Зачинателями теории

<sup>64</sup> Богомолов В.А., Богомоллова А.В. Антикризисное регулирование экономики. – Теория и практика: учеб. пособие для вузов. – М.: ЮНИТИ-ДАНА. – 2003. – 271 с. Курилов К.Ю., Курилова А.А. Концепция возникновения экономических циклов // Вектор науки Тольяттинского государственного университета. Сер.: Экономика и управление. – 2013. - № 1. – с. 81-85. 59. Манушин Д.В. Обзор, обобщение и оценка теорий экономических циклов и кризисов. Выделение и сопоставление новых теорий: политико-экономического условного цикла и бесконечного кризиса // Финансы и кредит. – 2016. - № 2. – с. 9-26.

<sup>65</sup> Romer D. Real-Business-Cycle Theory // In Advanced Macroeconomics. – New York: McGraw-Hill Education. – 2011. – p. 189-237. Cooley T.F. Frontiers of Business Cycle Research. – Princeton: Princeton University Press. – 1995. – 419 p. Stadler G.W. Real Business Cycles // Journal of Economics Literature. – 1994. – Vol. XXXII. – p. 1750-1783. – p. 1769.

РДЦ являются лауреаты Нобелевской премии норвежец Финн Эрлинг Кюдланд (F.E. Kydland) и американец Эдвард Прескотт (E.C. Prescott).<sup>66</sup>

Важные основания теории РДЦ были разработаны в начале 1970-х гг. американскими экономистами, лауреатами Нобелевской премии Милтоном Фридманом (M. Friedman, 1912–2006) и Робертом Эмерсоном Лукасом (R.E. Lucas, 1937–2023), сторонниками экономической теории монетаризма.

Они полагали, что фактором, влияющим на решения людей, является неправильное восприятие заработной платы: бумы и спады происходят, когда рабочие воспринимают заработную плату выше или ниже, чем она есть на самом деле, а значит работают и потребляют больше или меньше, чем обычно. В мире совершенной информации не было бы ни бумов, ни спадов.

В соответствии с представлениями новых классиков, изменения в экономике происходят на стороне предложения и, главное, – технологий. В то же время, в их теории нет отклонения фактического ВВП от потенциального, соответственно отсутствует цикл, а движение заключается в экономическом росте; т.е. колеблется потенциальный ВВП. Это связано с заложенными в модель рациональными ожиданиями.

Центральный банк и правительство проводят прозрачную политику, а решения объявляются заблаговременно. Таким образом, экономические агенты закладывают рациональные ожидания будущей экономической динамики и делают оптимальный выбор. В экономике отсутствует отклонение фактического ВВП от потенциального, являющееся характерной чертой вековой стагнации.

В теории РДЦ потенциальный ВВП может изменяться, например, вследствие технологических изменений на стороне предложения, но изменение носит временный характер. Сначала потенциальный ВВП растет быстро, а потом происходит замедление экономического роста, поскольку заканчивается действие импульса временных технологических изменений.

---

<sup>66</sup> *Kydland F.E., Prescott E.C. Time to Build and Aggregate Fluctuations // Econometrica. – Vol. 50. - Is. 6. – 1982. – p. 1345-1370.*

Американские экономисты Лоуренс Генри Саммерс и Николас Грегори Мэнкью (N.G. Mankiw) отмечают неправдоподобность ряда допущений теории РДЦ.<sup>67</sup> Реальности не соответствует то, что, во-первых, колебания деловой активности вызваны экзогенными изменениями (шоками) производительности. Во-вторых, что безработица является следствием добровольного отказа от работы, т.к. ставки зарплаты оказываются недостаточно высокими. В-третьих, что монетарная политика бесполезна для сглаживания колебаний, т.к. цены являются гибкими и мгновенно меняются в ответ на шок. В-четвертых, что допускается совершенная конкуренция.

Теория РДЦ является теоретическим фундаментом для динамических стохастических моделей общего равновесия (Dynamic Stochastic General Equilibrium, DSGE-моделей), разработанных в рамках новой классической теории. DSGE-модели наибольшей популярностью пользуются у новых кейнсианцев, объясняющих с их помощью динамику экономического роста.

Помимо факторов предложения, DSGE-модели также содержат факторы на стороне спроса. В соответствии с позицией новых кейнсианцев, шок, вызванный действиями центрального банка, влияет на экономический рост: вначале происходит ускорение, а затем замедление роста. В их моделях анализируются импульсы, влияющие на параметры экономического роста.

По нашему мнению, концепция РДЦ, являясь в большей степени технократической, не позволяет в полной мере решить поставленные перед нами задачи, поскольку причинами цикла в рассматриваемой концепции являются технологические шоки, как постоянные, так и временные. Также в ней есть проблема с определением отрицательного экономического шока.

**Теория технологических укладов.** Российский академик С.Ю. Глазьев разработал теорию экономических циклов Н.Д. Кондратьева, разработав теорию долгосрочных технико-экономических укладов.

---

<sup>67</sup> Cencini A. Macroeconomic Foundations of Macroeconomics. – Routledge. – 2005. – 380 p. – p. 40.

С.Ю. Глазьев определяет *технологический уклад* развития как «целостное и устойчивое образование, в котором повторяется замкнутый цикл». <sup>68</sup> Цикл стартует с добывания факторов производства и завершается изготовлением результатов производства, отвечающих сложившему на данный момент типу общественного потребительского спроса. С.Ю. Глазьев и Д.С. Львов предложили термин технологический уклад (ТУ) еще в 1986 г., т.е. около 40 лет назад. Наряду с Глазьевым, ярким исследователем теории технологических укладов является британо-венесуэльский исследователь Карлота Перес (С. Perez).

Ю.В. Яковец упростил определение ТУ. Под технологическим укладом, по Яковцу, понимается «несколько взаимосвязанных последовательно сменяющих друг друга поколений техники, эволюционно реализующих общий технологический принцип». <sup>69</sup>

К. Перес ввела термин, альтернативный ТУ, однако близкий по своей сути и содержанию, а именно *технико-экономическая парадигма*, под которой понимается «сфера производства и экономических отношений со всеми присущими ей явлениями (распределением доходов, технологиями, организационными и управленческими методами)». <sup>70</sup>

И Глазьев, и Перес сходятся в понимании ключевых факторов, под которыми понимаются технологические инновации, формирующие ядро технико-экономического уклада. Ядро ТУ формируется из совокупности технологически взаимосвязанных производств.

Переход от одного ТУ к другому обусловлен внедрением инновационных, прорывных технологий, свойственных конкретному ТУ и приходящих на замену сложившимся устаревшим способам создания материальных благ. Одновременно

---

<sup>68</sup> Глазьев С.Ю., Митяев Д.А., Толкачев С.А., Айрапетян М.С., Арефьев П.В., Перминова Е.А., Попов А.К., Тепляков А.Ю., Ткачук С.П. Циклические закономерности развития технологических и мирохозяйственных укладов: монография / под ред. С.Ю. Глазьева, Д.А. Митяева, С.А. Толкачева. – М.: КноРус. – 2023. – 280 с.

<sup>69</sup> Яковец Ю.В., Кузык Б.Н., Кушлин В.И. Прогноз инновационного развития России на период до 2050 года с учетом мировых тенденций. Часть 1 // Инновации. – 2005. - № 1(78). – 432 с.

<sup>70</sup> Перес К. Технологические революции и финансовый капитал. Динамика пузырей и периодов процветания / пер. с англ. – М.: Дело. – 2013. – 232 с. Perez С. Technological revolutions and techno-economic paradigms // Cambridge Journal of Economics. – 2010. - № 34(1). – p. 185-202.

с этим трансформируется международная система разделения труда, и как следствие, изменяется национальная конкурентоспособность.

С помощью теории технологических укладов Глазьев объясняет наблюдаемую сейчас волатильность мирового экономического роста, обусловленную глубоким кризисом структуры экономики. Он вызван замещением преобладающих ТУ. Ядро самого нового, шестого ТУ составляет комплекс нано-, биоинженерных и аддитивных (создающих трехмерные объекты с помощью так называемых 3D-принтеров) технологий. Замещение устаревших способов производства вызывает трансформацию процессов в мировой экономике и порождает технологические пути нового долгосрочного этапа экономического развития.<sup>71</sup>

НТР, сопряженная со сменой текущего ТУ, радикально увеличивает эффективность ключевых направлений национальной экономики, а свершающаяся параллельно с НТР революция способов ведения народного хозяйства свидетельствует переход от «имперского к интегральному мирохозяйственному укладу», детерминируя переход цикла накопления капитала от США к странам Азии.<sup>72</sup>

Сложившиеся в США практики управления национальной экономикой, обеспечивавшие прежде высокие темпы экономического роста, в настоящий момент не стимулируют развитие способов производства. В то время как новая институциональная система азиатского типа (появившаяся, к слову, на периферии имперского уклада мировой экономики с центром в США), напротив, создает предпосылки для гармонизации разновекторных национальных интересов и с их помощью содействует достижению всеобщего благосостояния.

К этим выводам Глазьеву позволяет прийти осмысление наблюдаемых кардинальных технико-институциональных трансформаций с позиций теории циклов Кондратьева: технологические сдвиги – с точки зрения концепции

---

<sup>71</sup> Глазьев С.Ю. Глобальная трансформация через призму смены технологических и мирохозяйственных укладов // *AlterEconomics*. – 2022. – Т. 19. - № 1. – с. 93-115.

<sup>72</sup> Там же.

длинных волн и основанных на них ТУ; институциональные изменения – с точки зрения циклов накопления капитала и основанных на них укладов мировой экономики (мирохозяйственных укладов).

**Борьба за мировую гегемонию как фактор цикличности.** Необходимо упомянуть и теорию циклов итальянского экономиста и социолога Джованни Арриги (G. Arrighi) – одного из крупнейших представителей мир-системного анализа, наряду с американским экономистом и социологом Иммануилом Морисом Валлерстайном (I.M. Wallerstein; 1930–2019).

Арриги работал над своей теорией с 1979 по 1994 гг., т.е. около 15 лет и в результате сформулировал концепцию циклов накопления капитала, связанных с экономической и военной гегемонией той или иной страны.

В работе «Долгий двадцатый век: Деньги, власть и истоки нашего времени» он рассматривает вопрос взаимозависимости власти, как проявления силы, и капитала, единство которых является сущностью капиталистической формации. Арриги озвучивает предположение, заключающееся в том, что имманентная природа капитализма обуславливает не поощрение конкуренции, а напротив – ее ограничение для достижения высокой нормы прибыли.<sup>73</sup>

Он разделяет цикл накопления капитала на два этапа: 1) «территориализм» (он бывает как внутренний, так и внешний) и 2) капитализация (она может быть как национальной, так и космополитической). Арриги наглядно показывает с помощью каких инструментов все известные на сегодняшний день «мировые центры накопления капитала» (МЦНК) – Генуя (Венеция), Нидерланды, Великобритания и США – создавали для самих себя комфортные условия ведения бизнеса на мировой арене и так обеспечивали необходимую нормы прибыли.<sup>74</sup>

Для объяснения возникновения и существования двух фаз цикла накопления («территориализма» и капитализации) Арриги вводит представление

---

<sup>73</sup> Арриги Дж. Долгий двадцатый век: Деньги, власть и истоки нашего времени. – М.: Территория будущего. – 2006. – 307 с.

<sup>74</sup> Там же.

о наличии у реального и финансового секторов экономики самостоятельных циклов развития, вступающих в противоречие друг с другом.

Арриги построил хронологию четырех циклов накопления. Она включает следующие режимы:

- Генуэзский (220 лет);
- Голландский (180);
- Британский (130);
- Американский (100).<sup>75</sup>

По длительности выделенных циклов заметна одна их ключевых характеристик капитализма, наблюдаемая в ходе его эволюции: накопление капитала с каждым последующим циклом ускоряется и, как следствие, сам цикл сокращается. Даже в таком приближении напрашивается вывод о том, что капиталистическая система становится все менее стабильным способом ведения хозяйственной деятельности человека. В целом, видны перспективы последующих циклов накопления, в этом и состоит одно из ключевых преимуществ теории Арриги.

Арриги полагает, что потеря своих позиций текущим центром накопления капитала (американским) происходит на фоне стремительного укрепления позиций перспективного китайского МЦНК. Уже сейчас заметны признаки происходящей замены новым МЦНК старого.

Интересной в контексте смешанного неравномерного развития и проблемы гегемонов также представляется работа канадского экономиста Радика Десаи (R. Desai). В ее книге «Геополитическая экономия: после американской гегемонии, глобализации и империи» современное мировое хозяйство анализируется с позиций политической экономии. Кроме того, инструментом в ее методологическом аппарате служит анализ геополитического фактора в международных экономических отношениях. Она подвергает существенной критике распространенные в современных исследованиях представления о том,

---

<sup>75</sup> Там же, с. 284.

что роль суверенных государств в мировой хозяйственной системе снижается на фоне тенденций глобализации.

Кроме того, Десаи не принимает тезис и о мировом доминировании американского хозяйства – и речь идет не только о современном этапе развития национальных экономик, но и о прошлых этапах развития. Дело в том, что в своей книге автор развивает концепцию «смешанного неравномерного развития». В рамках этой концепции показано, что имманентные противоречия капитализма детерминируют недостижимость глобальной гегемонии даже для крупнейших государств, а также обуславливают одновременное убыстрение развития той или иной страны.

Отдельно Десаи останавливается на проблеме доллара в качестве мировой валюты и попыткам американцев определять движение глобальных потоков капитала так, чтобы сохранить и упрочить такую роль доллара. Автор делает вывод, что США больше не способны контролировать будущее доллара, поскольку в настоящее время он зависит от сторонних не управляемых обстоятельств.

На наших глазах разворачивается битва за роль мирового гегемона капиталистической системы. На фоне системного кризиса, связанного с циклом накопления капитала в США, за роль гегемона борется Китай, вступая в противостояние с ведущими странами мировой капиталистической системы. Китай добился впечатляющих успехов, прежде всего в обрабатывающей промышленности, и намеревается создать инфраструктуру, способную контролировать регионы Европы, Латинской Америки и Африки.<sup>76</sup>

Нынешний облик экономики Китая был сформирован как результат его индустриального развития как части системы мирового капитализма, а точнее его полу-периферии (в соответствии с его торговым статусом на основании мир-системного анализа). Имеются различные оценки перспектив КНР в данной

---

<sup>76</sup> *Абдулов Р.Э., Комолов О.О., Степанова Т.Д.* Кризис американского цикла накопления и перспективы Китая в борьбе за место нового гегемона // Вопросы политической экономии. – 2021. - № 1(25). – с. 78–102.

борьбе, и, по одной из версий, успех будет зависеть от вектора, избранного политическим руководством этой страны.

Полезно проследить процесс угасания гегемонов предшествующих эпох: Великобритании, Нидерландов, Испании. Эти державы в разное время претендовали на мировое господство. Великобритания, страна – мировой кредитор, контролировавшая в 1870 г. 40% экспорта промышленной продукции (для сравнения доля Китая в 2018 г. – 13%), утратила контроль над мировыми финансами и экспортными рынками.<sup>77</sup> Впоследствии роль глобального финансового центра отошла к США.

До Великобритании знамя гегемона несли Нидерланды, также выступавшие банковским центром Европы. Страна изобрела капитализм в принятом сейчас понимании. Также здесь открылась первая фондовая биржа (1602 г.), появилась первая публичная компания (Голландская Ост-Индская компания). Первой резервной валютой, наряду с серебром и золотом, стал нидерландский гульден.<sup>78</sup> Однако затем Голландия проиграла в конкурентной борьбе Англии из-за роста внешних долгов и ослабления военной мощи.

Одним из первых гегемонов явилась Испания, контролировавшая до Голландии Германию, Италию и Испанию и разбогатевшая в эпоху географических открытий. Однако из-за ослабления военной мощи, быстрого ухудшения финансового состояния страны и роста внутреннего напряжения из-за неравенства страна потеряла контроль над миром. К 1550 г. Голландия стала достаточно сильной, чтобы освободиться от контроля Испании и выступить в роли нового гегемона.

**Теория политико-экономического условного цикла и бесконечного кризиса.** Существует мнение, что при всех преимуществах каждой конкретной теории, ни одна из них не способна объяснить процессы, происходящие в мировой экономике в последние сто лет, поскольку во всех теориях основная

---

<sup>77</sup> Two Hundred Years of Muddling Through — the end of British hegemony. Электронный ресурс: URL: [ft.com/content/44e32280-97b5-4425-b1d2-10811188076a](https://ft.com/content/44e32280-97b5-4425-b1d2-10811188076a), дата обращения: 29.03.2023.

<sup>78</sup> Далио Р. Принципы изменения мирового порядка. Почему одни нации побеждают, а другие терпят поражение / пер. с англ. – М.: МИФ. – 2021. – 706 с.

предпосылка заключается во внешнем характере факторов, обуславливающих кризисные явления.<sup>79</sup> В то время как имеющиеся сведения говорят об их преднамеренном характере.

В этой связи, интересными представляются предлагаемые некоторыми авторами современные теории. В частности, это теории политико-экономического условного цикла и бесконечного кризиса.<sup>80</sup>

Политико-экономический условный цикл характеризуют наличие в мировой экономике страны и ее союзников, стремящихся к господству и предпринимаемые ими меры по созданию явного кризиса. Речь идет, конечно же о политике, проводимой США и ее сателлитами, которые в настоящее время сосредоточили совершенно выдающихся масштабов ресурсы на ведение информационных войн по всему миру, а как показывают последние события, «гегемон» открыто воюют с рядом стран, в том числе с нашей отчизной, с целью свержения правительств, реализующих негодный им курс развития.

**Концепция развития общества, антагонистичная идее экономического роста.** В статье М.Д. Миловидова рассматривается смена акцентов в политических программах наиболее популярных среди массового электората партий, которые также во все большей степени защищают снижающиеся темпы экономического роста. Смена ценностей оказывается дополнительным фактором, который в долгосрочной перспективе обуславливает замедление темпов экономического роста. Роль концепции устойчивого развития ESG (ecology, social, governance) оказывается отрицательной для дальнейшего прогресса. Снижение темпов экономического роста одновременно с активным продвижением задачи энергетического перехода способствуют образованию диспропорций в инвестиционно-финансовой сфере, в долгосрочной перспективе способных привести к надуванию финансовых пузырей.

---

<sup>79</sup> Манушин Д.В. Обзор, обобщение и оценка теорий экономических циклов и кризисов. Выделение и сопоставление новых теорий: политико-экономического условного цикла и бесконечного кризиса // Финансы и кредит. – 2016. - № 2. – с. 9-26.

<sup>80</sup> Там же.

**Выводы.** Вековая стагнация противопоставляется любой из существующих концепций цикличности и является долгосрочным понятием в рамках теории экономического роста, а не цикла.

В термине «вековая стагнация» слово «вековая» отвечает за различие нормального делового цикла и долгосрочной хронической стагнации. Долгосрочное замедление экономики на протяжении десятилетий можно рассматривать как наложение на обычный деловой цикл, отражающее скорее *тенденцию*, а не цикл.

США пережили одну из самых продолжительных фаз экономического роста в истории своих деловых циклов, но восходящий тренд был крайне неустойчивым, обусловленным, главным образом, адаптивной денежно-кредитной и фискальной политикой, а также эффектом растущего фондового рынка. Даже при наличии этих движущих сил показатели экономики США остаются намного ниже показателей предыдущих стадий «бума».

#### **1.4. Система факторов вековой стагнации национальной экономики**

Систематизируем факторы, обуславливающие состояние вековой стагнации национальной экономики. Всю совокупность факторов можно представить как четырёхуровневую иерархическую систему. Мы применяем следующие принципы построения классификации: полноценное покрытие (рассмотрены все оказывающие влияние факторы) и взаимоисключение элементов (факторы не смешиваются и не дублируются на разных уровнях).

На первом её уровне выделим факторы, присущие национальной экономике (эндогенные) и внешние по отношению к экономической системе факторы (экзогенные). Внешние факторы безусловно связаны с экономической системой, на которую они влияют, но внешними они являются, поскольку определяются экзогенно, т.е. вне экономической системы.

К эндогенным причинам относятся факторы на стороне реального сектора (включая факторы спроса и предложения и технологические изменения) и на стороне финансового сектора. В числе экзогенных причин заметную роль играют

вооруженные конфликты и торговые и санкционные войны. Регионализация и деглобализация разнонаправленно влияют на экономический рост.

На втором уровне выделим факторы экономической системы на стороне реального сектора и на стороне финансового сектора. В числе причин на стороне финансового сектора выделяются неуклонно снижающиеся равновесные процентные ставки, сохраняющаяся задолженность, прежде всего, частного сектора; финансовые пузыри, ухудшающиеся условия финансирования и финансиализация.

На третьем уровне среди факторов реального сектора выделим факторы предложения и факторы спроса, а также технологические изменения. Компоненты инвестиционного и потребительского спроса в функции совокупного спроса являются определяющими факторами замедления темпов экономического роста (динамику этих компонент в значительной мере определяют технологические факторы).

**Факторы на стороне спроса.** Большая часть факторов этой группы определяет сокращение инвестиционного спроса. Существенное накопление резервов, постоянное растущее неравенство, падающий спрос на помещения в торговых и офисных помещениях; уменьшение спроса на средства производства и их удешевление в сравнении с другими факторами производства, в частности с информационными технологиями, для которой характерна низкая потребность в капитале.

Сильное влияние оказывают и технологические факторы: развитие электронной коммерции, технологий облачного хранения и обработки информации, появление сервисов найма жилья (например, Airbnb) и вызова такси (например, Uber), перспективы распространения беспилотных автомобилей. Со стороны потребительского спроса, также оказывавшего влияние на проявления вековой стагнации, выступают осознанное потребление и совместное потребление (sharing economy).

В отдельную группу факторов, определяющих состояние вековой стагнации, относятся: неуклонное снижение реальных процентных ставок

(и связанное с этим увеличение разрыва инвестиций и сбережений), ухудшающиеся условия финансирования, торговые войны и санкционные ограничения.

Кроме того, фиксируем рост доли нематериальных активов, связанный с инновациями, изменяющими структуру современной экономики. Инновации, с одной стороны, способствуют экономическому росту, с другой стороны, вызывают стагнацию и «финансовые пузыри». Дисбалансы на финансовых рынках, выражающиеся в финансовых пузырях (например, на рынке высокотехнологичных компаний, рынке недвижимости), порождаются в периоды устойчивого экономического роста.

Забегая чуть вперед (как мы увидим в результате анализа проявлений вековой стагнации в европейской экономике (см. параграф 2.1), большая роль отводится таким факторам как неопределенность динамики естественных процентных ставок, сохраняющийся высокий уровень задолженности частного сектора, неопределенность темпов роста ВВП после окончания пандемии, высокая степень взаимозависимости стран и высокие инфляционные риски. Остановимся на каждом из упомянутых факторов подробнее.

**Неопределенность долгосрочного влияния текущего кризиса на уровень естественных процентных ставок.** В контексте наблюдавшегося во время пандемии сокращения экономической активности, коллапса торговли и резкого увеличения уровня безработицы необходимо понимать долгосрочный эффект для естественных процентных ставок. В работе О. Жорды (Ò. Jordà) на исторических данных о 15 крупнейших европейских пандемиях с 15-го века (с минимальным количеством смертей > 100 000 человек) показано, что уровень естественной процентной ставки может упасть почти на 1,5 процентных пункта в течение следующих после пандемии 20 лет – снижение, аналогичное тому, которое наблюдалось с 1980-х годов.<sup>81</sup>

---

<sup>81</sup> Jordà Ò., Singh S.R., Taylor A.M. The Longer-run Economic Consequences of Pandemics. – Federal Reserve Bank of San Francisco Working Paper. – 2020. - № 2020-09. – DOI: <https://doi.org/10.24148/wp2020-09>.

В своем исследовании влияния пандемий на естественный уровень процентной ставки О. Жорда выводит естественный уровень ставки как скрытую переменную (под скрытыми переменными понимаются переменные, не наблюдаемые в явном виде), используя необработанные данные по доходности. Необработанные данные по доходности и оценка естественной ставки показаны на рисунке 4. Как известно, естественная процентная ставка в Европе снижалась на протяжении веков.

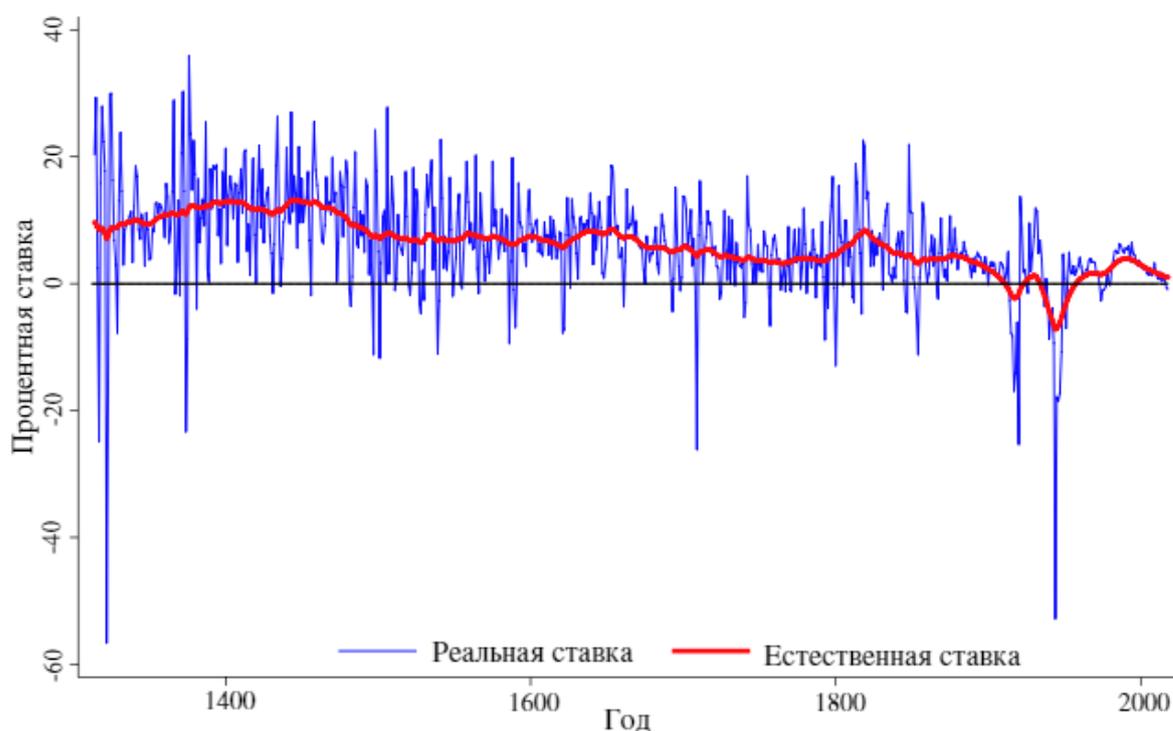


Рис. 4. Естественная процентная ставка в Европе, 1315–2018 гг.

*Источник:* составлено автором на основе статьи Жорды и соавторов.<sup>82</sup>

Основываясь на полученной оценке естественной процентной ставки, оценена ее реакция на пандемию, в интервале от 1 до 40 лет после окончания пандемии. Показано, что пандемии имеют последствия, которые длятся десятилетиями.

После пандемии естественная процентная ставка снизилась почти на 1,5 процентного пункта примерно через 20 лет, что сравнимо со снижением естественной процентной ставки с середины 1980-х годов до наших дней.

<sup>82</sup> Там же.

Снижение естественного уровня, вызванного пандемией, со временем нивелируется, так что примерно через четыре десятилетия естественная процентная ставка возвращается к тому уровню, который можно было бы ожидать, если бы не случилось пандемии.

Полученные результаты говорят о крупных экономических последствиях, которые пандемии оказывали на протяжении веков. История показывает, что после серьезных спадов, вызванных финансовыми кризисами, естественные процентные ставки могут быть снижены в течение 5–10 лет, но последствия пандемий демонстрируют куда более выраженный и продолжительный характер.

Рассмотрим также влияние кризиса на снижение естественной процентной ставки через призму событий, происходящих на европейском рынке суверенного долга. Закрывание экономик во время пандемии создало условия, в которых спрос частного сектора неограниченно падал, а сбережения на черный день увеличивались.<sup>83</sup>

Теперь мы можем с уверенностью сказать, что высокая неопределенность и строгие меры по блокированию сказались на экономике, что привело к росту частных сбережений в краткосрочной перспективе. Падение совокупного спроса, по крайней мере частично, компенсировалось повышением государственных расходов, поскольку правительства оказывали существенные меры фискальной поддержки. В краткосрочной перспективе изменения в государственных сбережениях можно рассматривать как зеркальное отражение частных сбережений, однако влияние пандемии на совокупные сбережения в будущем менее очевидно.

С учётом, что пандемический кризис стал временным шоком, не повлиявшим на склонность к сбережению в долгосрочной перспективе, отложенный спрос привёл к повышению естественной процентной ставки после того, как экономика перешла на фазу восстановления (учитывая, что равновесная

---

<sup>83</sup> Goy G., End J.W. van den. The Impact of the COVID-19 Crisis on the Equilibrium Interest Rate. – VOX CEPR Policy Portal. – 2020. Электронный ресурс: URL: [voxeu.org/article/impact-covid-19-crisis-equilibrium-interest-rate](https://voxeu.org/article/impact-covid-19-crisis-equilibrium-interest-rate), дата обращения: 10.05.2020.

процентная ставка является относительной ценой будущих товаров по сравнению с сегодняшними товарами).

Тем не менее, учитывая бюджетные ограничения, бюджетное сальдо необходимо сбалансировать, так что предусмотренные меры фискальной поддержки были временными. Это уменьшает потенциал для долгосрочного сокращения государственных сбережений.

В случае если бы пандемия затянулась и ограничения потребовалось поддерживать дольше, рецессия могла стать более продолжительной, в отличие от V-образного восстановления. При этом предельная склонность к потреблению могла снизиться, так как более высокий риск безработицы может еще больше увеличить склонность к сбережениям на черный день.

В этом контексте в работе О. Джорды показано, что переход к сбережениям на черный день является типичной чертой периодов пандемии.<sup>84</sup> Такое увеличение неприятия риска – аналогичное тому, которое наблюдалось после мирового экономического кризиса 2008 года – может еще больше снизить равновесную процентную ставку. В результате экономика будет стремиться к новому равновесию с большей неопределенностью и более низкими темпами экономического роста.

**Негативные последствия сохраняющейся задолженности частного сектора.** Также необходимо заметить, что текущий кризис происходит на фоне сохраняющейся высокой задолженности частного сектора. Ни компании, ни домохозяйства существенно не сократили уровень долгового бремени после мирового экономического кризиса 2008 года и европейского кризиса суверенного долга.<sup>85</sup> Низкие процентные ставки, используемые в денежной-кредитной политике, и небольшая процентная маржа привели к снижению обеспокоенности по поводу растущего уровня задолженности.

---

<sup>84</sup> Jordà Ò., Schularick M., Taylor A.M. When Credit Bites Back // Journal of Money, Credit and Banking. – 2013. – Vol. 45. - Is. s2. – p. 3-28. – DOI: <https://doi.org/10.1111/jmcb.12069>.

<sup>85</sup> Graham J.R., Leary M.T., Roberts M.R. A Century of Capital Structure: The Leveraging of Corporate America // Journal of Financial Economics. – 2015. – Vol. 118. - Is. 3. – p. 658–683. DOI: <http://dx.doi.org/10.1016/j.jfineco.2014.08.005>.

Большая долговая нагрузка может задержать восстановление экономики, поскольку фирмы, испытывающие проблемы, связанные с высокой долговой нагрузкой, как правило, сокращают рабочую силу, продают активы, сокращают инвестиции и масштабы своего бизнеса, а также являются малопривлекательными для инвесторов. Кроме того, банки и другие кредиторы, балансы которых перегружены некачественными кредитами, могут ограничивать кредитование и перенаправлять его «компаниям-зомби».<sup>86</sup> Если кризисные явления проявляются в одной фирме, ее клиенты, поставщики и сотрудники в свою очередь также могут быть затронуты. Все это может превратить временный экономический шок в долгосрочные диспропорции в балансах компаний.

**Неопределенность темпов роста ВВП после окончания пандемии.** Также необходимо заметить, что текущая проблема не была бы такой острой, если бы можно было рассчитывать на возвращение потерянного сейчас ВВП в будущем. Тогда сейчас было бы достаточно реализации мер по предоставлению доступного кредитования под будущий выпуск. Оценки, произведенные в работе Дж. Кохрейна (J. Cochrane), показывают, что потерянный сейчас ВВП не вернется в будущих периодах.<sup>87</sup> Таким образом, средства, необходимые сейчас, не могут быть заимствованы под будущие доходы, даже если банки их предоставят.

**Высокая степень экономической взаимозависимости европейских стран.** Также текущий кризис усугубляется для европейской экономики тем, что страны, входящие в ее контур, формируют наиболее интегрированную экономическую систему в мире. Так, в соответствии с KOF Globalisation Index, в 2019 г. более половины из 50 наблюдаемых в индексе стран являлись европейскими государствами.<sup>88</sup> Взаимозависимость европейских экономик друг от друга создает риск развития рецессии по сценарию падающего домино.

---

<sup>86</sup> Caballero R.J., Hoshi T., Kashyap A.K. Zombie Lending and Depressed Restructuring in Japan // American Economic Review. – 2008. – Vol. 98. - № 5. – p. 1943-77. – DOI: <https://doi.org/10.1257/aer.98.5.1943>.

<sup>87</sup> Cochrane J.H. Coronavirus Monetary Policy. In: Baldwin R., Weder di Mauro B. (eds.). Economics in the Time of COVID-19. – VOX CEPR Policy Portal. – 2020. Электронный ресурс: URL: [cepr.org/voxeu/columns/economics-time-covid-19-new-ebook](https://cepr.org/voxeu/columns/economics-time-covid-19-new-ebook), дата обращения: 13.03.2020.

<sup>88</sup> Duffin E. Top 50 Countries in the Globalization Index 2019. – Statista. Электронный ресурс: URL: [statista.com/statistics/268168/globalization-index-by-country](https://www-statista-com.translate.goog/statistics/268168/globalization-index-by-country), дата обращения: 22.04.2020.

Проявлением высокой взаимозависимости европейских экономик является тот факт, что экономику Швеции, ограничительные меры которой по сдерживанию распространения пандемии были менее жесткими чем в других странах Европейского союза, также ожидает худшая рецессия со времен Второй мировой войны. Восстановление экономики Швеции будет сдерживаться рецессией на остальной части континента, учитывая ее зависимость от внешнего спроса. Около половины ВВП Швеции приходится на экспорт, и некоторые из ее самых известных компаний, такие как Volvo Cars и Electrolux, были вынуждены сократить тысячи рабочих мест по мере сокращения спроса.

**Высокие инфляционные риски.** В краткосрочном периоде негативные инфляционные последствия шоков спроса и предложения в европейской экономике в некоторой степени компенсировались обвалом цен на непродовольственные товары, в первую очередь цен на нефть. Но когда ограничения карантинных мер были сняты и началось экономическое восстановление после периода масштабных экспансий в бюджетно-налоговой и денежно-кредитной политике ожидаемо случился всплеск инфляции, который, для европейской экономики, по оценкам Ч. Гутхарта (C. Goodhart),<sup>89</sup> должен был составить до 10% в 2021 году (фактическая инфляция в 2021 г. составила 2,5%, а вот в 2022 г. – 8,4%, однако здесь к эффекту пандемии прибавляется эффект событий на Украине). Таким образом, мы можем сделать вывод, что чем больше бы занял процесс сдерживания распространения вируса, тем слабее был бы последующий рост деловой активности и инфляции.

Тем не менее, предупреждения об инфляции были также озвучены, когда было начато количественное смягчение после Финансового кризиса 2007–08 гг. Те опасения не были реализованы, поэтому встает уместный вопрос: почему они должны быть более реальными сейчас? Различия в характере текущего кризиса и мирового экономического кризиса 2008 года, обуславливающие повышенные

---

<sup>89</sup> Goodhart Ch., Pradhan M. Future Imperfect after Coronavirus. – VOX CEPR Policy Portal. – 2020. Электронный ресурс: URL: [cepr.org/voxeu/columns/future-imperfect-after-coronavirus](https://cepr.org/voxeu/columns/future-imperfect-after-coronavirus), дата обращения: 31.03.2020.

инфляционные риски для европейской экономики, можно сформулировать следующим образом.

Во-первых, механизм количественного смягчения предполагал, что большая часть финансовых инъекций оставалась в банковской системе в виде избыточных резервов. Они не могли просочиться в более широкие денежные агрегаты, которые влияют на уровень инфляции. Пандемические же меры политики предполагали финансовые инъекции, которые непосредственно повышали объем более широких денежных агрегатов. Во-вторых, чем выше была бы скорость экономического восстановления, тем в большей степени эти инъекции несли проциклический характер. В-третьих, в современной мировой экономике роль Китая трансформировалась из экспортера дефляции в экспортера инфляции, что через цепочки поставок также будет нести проинфляционные риски для европейской экономики.

В то же время, поскольку корзина товаров и услуг, которую регулярно покупают потребители, так внезапно изменилась до неузнаваемости, после пандемии стало практически невозможно собирать статистически значимые данные для ИПЦ или любого другого показателя инфляции.<sup>90</sup> Так, для подсчета данных по инфляции за апрель 2020 г. использовались данные о покупках в Интернете и данные, полученные со сканеров. Тем не менее, данные о ценах для 26% корзины товаров и услуг отсутствовали, поэтому для подсчета ИПЦ были использованы методы аппроксимации.

**Нестабильность глобальной инфляции.** В статье группы исследователей из Всемирного банка Джонгрима Ха (J. Ha), Айхана Косе (A. Kose) и Франциски Лизелотты Онсорге (F.L. Ohnsorge), рассматриваются движущие силы колебаний глобальной инфляции, определяемой как общий фактор ежемесячной инфляции

---

<sup>90</sup> Там же.

индекса потребительских цен (ИПЦ) в странах Большой семерки, за период 1970–2022 гг.<sup>91</sup>

Они оценивают модель векторной авторегрессии с расширенными факторами, характеризующуюся широким диапазоном шоков, включая шоки глобального спроса, предложения, цен на нефть и шоки процентных ставок.<sup>92</sup> Результаты их исследования показали, что, во-первых, большую часть колебаний мировой инфляции объясняют шоки цен на нефть, за которыми следуют шоки глобального спроса. Во-вторых, вклад шоков глобального спроса и цен на нефть со временем увеличился с 56 % в период 1970–1985 гг. до 65 % в период 2001–2022 гг., в то время как важность глобальных шоков предложения снизилась.

После пандемии шоки мирового спроса и цен на нефть стали причиной большей части колебаний глобальной инфляции. Эти результаты устойчивы к различным тестам на чувствительность, включая альтернативные определения глобальных переменных, различные выборки стран и дополнительные описательные ограничения.

**Влияние на потребительский спрос в долгосрочной перспективе.** Экономические кризисы имеют длительные последствия для поведения потребителей, выходящие за рамки стандартных экономических переменных. Можно сказать, что экономические спады в долгосрочной перспективе «травмируют» потребителей. Так, в работе У. Мальмендье показано, что потребители, которые пережили периоды высокой безработицы, становятся пессимистичны в ожиданиях будущего финансового положения, снижают расходы в будущие годы и более склонны к сбережениям.<sup>93</sup> В эмпирической части нашей работы мы проиллюстрируем взаимосвязь между финансовыми потрясениями и потреблением во время Великой рецессии.

---

<sup>91</sup> *Ha J., Kose A., Ohnsorge F.L.* What Explains Global Inflation. – World Bank Group. – 2023. – Policy Research working paper. - № 10648. Электронный ресурс: URL: [documents.worldbank.org/curated/en/099417212182324899/IDU04d2b00-a8052e30403409fc1033a96b1c81ac](https://documents.worldbank.org/curated/en/099417212182324899/IDU04d2b00-a8052e30403409fc1033a96b1c81ac), дата обращения: 14.04.2024.

<sup>92</sup> Диапазон шоков идентифицируется с помощью описательных ограничений знаков, определяемых прогнозами простой динамической модели общего равновесия (DSGE-модели).

<sup>93</sup> *Malmendier U., Shen L.S.* Scarred Consumption. – International Finance Discussion Papers 1259. – 2019. - № 10. – p. 1-96.

**Факторы на стороне предложения.** На следующем шаге нашего анализа следует выделить ряд ключевых факторов со стороны предложения, определяющих устойчиво низкие темпы экономического роста. Среди них:

*на уровне фирм:*

- перенос в сферу аутсорсинга интернализированных функций фирмы;
- уменьшение эффекта экономии на масштабе (из-за распространения лимитированного производства).

*на уровне экономики:*

- постоянно растущая доля услуг в структуре экономики;
- цифровизация, ускорившаяся с четвертой промышленной революцией;
- рост доли IT-компаний в структуре экономики (услуги ноу-хау в IT-сфере дороже чем в производстве).

**Влияние регионализации на экономический рост.** Рассмотрим влияние регионализации на экономический рост. Несмотря на ожидания скорой тотальной глобализации мирового хозяйства, начавшейся в 80-х гг., уже в начале 21 столетия стало понятно, что глобальное мировое хозяйство не решает всех потребностей национальных хозяйств, зачастую вредит им.<sup>94</sup>

С одной стороны, регионализация имеет свои возможности и перспективы экономической модели интеграции на евразийском (постсоветском) пространстве. Так, например, в статье В.Т. Рязанова на опыте Европейского Союза обосновываются достоинства и преимущества интеграции в период общего экономического подъема, а ее ограничения и недостатки становятся значимыми в период кризисных потрясений. Развитие интеграции на евразийском (постсоветском) пространстве выступает важным средством объединения усилий стран по выходу из кризиса и укрепления их позиций на мировом рынке. Приняв

---

<sup>94</sup> Шишков Ю.В. Регионализация и глобализация мировой экономики: альтернатива или взаимодополнение? // Мировая экономика и международные отношения. – 2008. - № 8. – с. 3-20.

во внимание опыт ЕС, В.Т. Рязанов предпринимает попытку проанализировать проблемы и направления развития евразийского интеграционного процесса.<sup>95</sup>

С другой стороны, из-за регионализации и расщепления единого мирового хозяйства на региональные интеграционные блоки, создаются барьеры на пути движения капитала. Рост цен на товары и услуги, произведенные и реализованные в рамках глобальной системы производства и торговли вынуждает страны мировой экономики объединяться друг с другом. Правда если речь о сотрудничестве с дружественными странами, далеко не всегда такие страны являются соседями. Тем не менее, благодаря равноправному сотрудничеству, конечный продукт может быть конкурентоспособнее продукта, произведенного недружественными странами в рамках глобальной экономики. Систематизируем факторы, обуславливающие регионализацию торговли:

- военные действия, вызывающие сбои в поставках и дефицит;
- торговые войны и связанные с ними ограничения, барьеры на импорт;
- санкции, вызывающие структурные изменения на рынках;
- ограничения экспорта, приводящие к дефициту;
- экологический протекционизм (вслед за ЕС, США вводит *СВАМ*<sup>96</sup>).

**Кластерный подход к исследованию экономического роста.** Работа отечественных исследователей Л. М. Григорьева и М.-Я. Я. Майхрови нацелена на изучение институциональных подходов к теориям экономического роста и затрагивает влияние социокультурных кодов на развитие мировой экономики. В их исследовании сравниваются темпы экономического роста и прироста при учете различных классификаций стран по А. Мэддисону, Р. Инглхарту и на основе кластерного подхода.<sup>97</sup>

Предлагается перейти от дихотомии и изучения «развитых— развивающихся стран» на больших временных периодах, используемых в работах

---

<sup>95</sup> Рязанов В.Т. Регионализация мировой экономики и перспективы евразийской интеграции // Проблемы современной экономики. – 2019. - № 3(71). – с. 11-15.

<sup>96</sup> СВАМ (Carbon Border Adjustment Mechanism) – механизм пограничной углеродной корректировки, является одной из мер климатического протекционизма.

<sup>97</sup> Григорьев Л.М., Майхрович М.-Я.Я. Теории роста и реалии последних десятилетий // Вопросы экономики. – 2023. - № 2. – с. 18-42.

Мэддисона, к исследованию подгрупп государств с учетом кластерного анализа на более коротком периоде – 1992-2019 гг.<sup>98</sup> С помощью кластеризации авторами получен вывод, что группа наиболее развитых стран сохраняет преимущество в уровне развития, но не демонстрирует темпы роста выше «догоняющих» групп. Таким образом, конвергенции уровней развития стран фактически не происходит. В их работе показано, что дезагрегированный анализ роста по кластерам создает новые возможности для дальнейшей разработки исследования.

Таким образом, проведенная систематизация факторов позволяет понять природу вековой стагнации. Ее необходимо учитывать при разработке комплекса мер, которые могут поспособствовать смягчению последствий вековой стагнации национальной экономики.

**Выводы.** Всю совокупность факторов, обуславливающих состояние вековой стагнации национальной экономики, можно представить как четырёхуровневую иерархическую систему.

На первом её уровне выделим факторы экономической системы и внешние по отношению к экономической системе факторы. Внешние факторы безусловно связаны с экономической системой, на которую они влияют, но внешними они являются, поскольку определяются экзогенно, т.е. вне экономической системы. В числе внешних причин заметную роль играют вооруженные конфликты и торговые и санкционные войны. Регионализация и деглобализация разнонаправленно влияют на экономический рост.

На втором уровне выделим факторы экономической системы на стороне реального сектора и на стороне финансового сектора. В числе причин на стороне финансового сектора выделяются неуклонно снижающиеся равновесные процентные ставки, сохраняющаяся задолженность, прежде всего, частного сектора; «финансовые пузыри», ухудшающиеся условия финансирования и финансиализация.

---

<sup>98</sup> Maddison A. *Contours of the World Economy 1-2030 AD.* – New York: Oxford University Press. – 2007. – 448 p.

На третьем уровне среди факторов реального сектора выделим факторы предложения и факторы спроса, а также технологические изменения. Компоненты инвестиционного и потребительского спроса в функции совокупного спроса являются определяющими факторами замедления темпов экономического роста. При этом, динамику этих компонент в значительной мере определяют технологические факторы.

На четвертом уровне факторы спроса определяются компонентами инвестиционного и потребительского спроса, а факторы предложения – структурными изменениями в экономике, изменениями на уровне фирм и изменениями на рынке труда. Карта факторов вековой стагнации представлена в таблице 3.

Перечисленные в ней факторы в разные периоды и с разной степенью проявляются в национальной экономике, отражая признаки вековой стагнации.

Таблица 3 – Карта факторов вековой стагнации

| Группа                        | Факторы  |  |
|-------------------------------|--|--|
| Факторы экономической системы | <p><i>На стороне предложения</i></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• структурные изменения в экономике:               <ul style="list-style-type: none"> <li>- ↑ доли услуг;</li> <li>- ↑ доли ИТ-компаний, для которых услуги ноу-хау дороже чем в производстве;</li> <li>- ↑ доли нематериальных активов, вызывающих финансовые пузыри</li> </ul> </li> <li>• на уровне фирм:               <ul style="list-style-type: none"> <li>- уменьшение спроса на средства производства и их удешевление по сравнению с другими факторами производства, в частности с ИТ (у которого низкая потребность в капитале);</li> <li>- балансовая рецессия (рецессия балансовых счетов) – снижение спроса фирм на кредиты из-за падения цен на активы;</li> <li>- уменьшение эффекта экономии на масштабе из-за распространения лимитированного производства;</li> <li>- перенос в сферу аутсорсинга ранее интернализованных функций фирмы</li> </ul> </li> <li>• рынок труда:               <ul style="list-style-type: none"> <li>- демография (снижение темпов роста населения и рост продолжительности жизни);</li> <li>- образование (исчерпание потенциала повышения среднего уровня образования);</li> <li>- гистерезис рынка труда (невозвращение безработицы к докризисному уровню)</li> <li>- формирование нового типа креативного человека</li> </ul> </li> </ul> | <p><i>На стороне спроса</i></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• компонента инвестиционного спроса:               <ul style="list-style-type: none"> <li>- устойчивый рост неравенства, лишение роста доходов среднего класса из-за роста доходов 10% самых богатых;</li> <li>- существенное накопление резервов;</li> <li>- снижение спроса на торговые и офисные помещения</li> </ul> </li> <li>• компонента потребительского спроса:               <ul style="list-style-type: none"> <li>- снижение потребления после кризиса (пессимизм в отношении будущих доходов);</li> <li>- увеличение требуемого уровня сбережений;</li> <li>- совместное потребление (sharing economy);</li> <li>- осознанное потребление</li> </ul> </li> </ul> |
|                               | <p><i>Технологические изменения:</i></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- цифровизация, ускорившаяся с четвертой промышленной революцией;</li> <li>- электронная коммерция;</li> <li>- технологии облачного хранения и обработки информации;</li> <li>- появление сервисов аренды квартир и отпускного жилья (Airbnb, Циан и т.д.);</li> <li>- онлайн-поиск, вызов и оплата такси и личных водителей (Uber, Яндекс Go и т.д.) и будущее распространение беспилотных автомобилей;</li> </ul>  |  |
| Финансовый сектор             | <ul style="list-style-type: none"> <li>- устойчивое снижение естественной ставки % (ставка на уровне потенциального ВВП в отсутствие временных шоков спроса и предложения);</li> <li>- необходимость удержания номинальной ставки % около 0 и реальной &lt; 0 (в настоящее время менее актуально, но вероятно возвращение проблемы);</li> <li>- финансовые пузыри, выражающие дисбалансы на финансовых рынках, вызванные ставкой % около 0 и спекулятивной ценой нематериальных активов;</li> <li>- финансиализация как экономический процесс, влияющий на темпы экономического роста;</li> <li>- чрезмерная долговая нагрузка частного сектора и госсектора;</li> <li>- инфляционные процессы и проинфляционные риски;</li> <li>- ухудшающиеся условия финансирования;</li> <li>- финансовая нестабильность</li> </ul>  |  |
| Внешние факторы               | <ul style="list-style-type: none"> <li>- реализация концепции устойчивого развития – ESG, политика в области охраны окружающей среды;</li> <li>- тенденции регионализации, кластеризации и деглобализации при высокой взаимозависимости стран;</li> <li>- региональные вооруженные конфликты;</li> <li>- санкционные и торговые войны</li> </ul>   |  |

Источник: составлено автором на основе обзора отечественной и зарубежной литературы по теме причин вековой стагнации.

Необходимо раскрыть содержание ряда факторов вековой стагнации. Касательно процесса роста доли нематериальных активов, связанного с инновациями, отметим, что, инновации имеют противоречивый характер: с одной стороны, инновации способствуют росту, с другой стороны, вызывают стагнацию и финансовые пузыри, изменяя структуру экономики.

Балансовая рецессия или, как ее еще называют – рецессия балансовых счетов – сигнализирует о снижении готовности предприятий наращивать свой производственный потенциал за счет долга. Ухудшающиеся балансы компаний при лопании финансовых пузырей (например, на рынках недвижимости и высокотехнологичных компаний) и обесценивания активов приводят к стойкому отсутствию совокупного спроса.

В части осознанного потребления выявляются такие тенденции как рост доли ответственных потребителей от общего числа потребителей; большое изменение потребительских привычек, расширение перечня продуктов и услуг, проявляющих ответственное отношение к окружающей среде и к которым потребитель предъявляет соответствующие требования (так, в 2021 г. в тренде была сортировка отходов, в 2023 г. – электрокары, а в 2025-м потребители предпочтут приобретать «зеленую» недвижимость).

Сниженные процентные ставки побуждают потребителей переносить свои будущие доходы на текущий период (благодаря доступному кредитованию). Если дефицит спроса носит временный характер, то снижение процентных ставок является очень эффективным способом выхода из рецессии. Если же наблюдается постоянный дефицит спроса, то при повышении ставок инвестиционная активность затормаживается, и экономика начинает скатываться в рецессию, что и наблюдается в 2023 г. после перехода центральных банков по всему миру к жесткой монетарной политике в борьбе с бушующей инфляцией.

В финансовом секторе последние 30 лет реальные процентные ставки неуклонно снижались. Период устойчивого роста всегда порождает дисбалансы на финансовых рынках, выражающиеся в финансовых пузырях.

## Глава 2. Проявления вековой стагнации в национальной экономике<sup>99</sup>

### 2.1. Эмпирические свидетельства вековой стагнации экономики

Одним из проявлений вековой или, иначе говоря, долгосрочной стагнации в экономиках развитых стран (и, в частности, Большой семерки, G7) является снижение их доли в мировом ВВП по ППС на протяжении последних более чем 40 лет. На графике динамики доли ВВП по ППС по группам стран, по данным МВФ за период с 1980 по 2028 гг., тенденция вполне очевидна (рисунок 5).

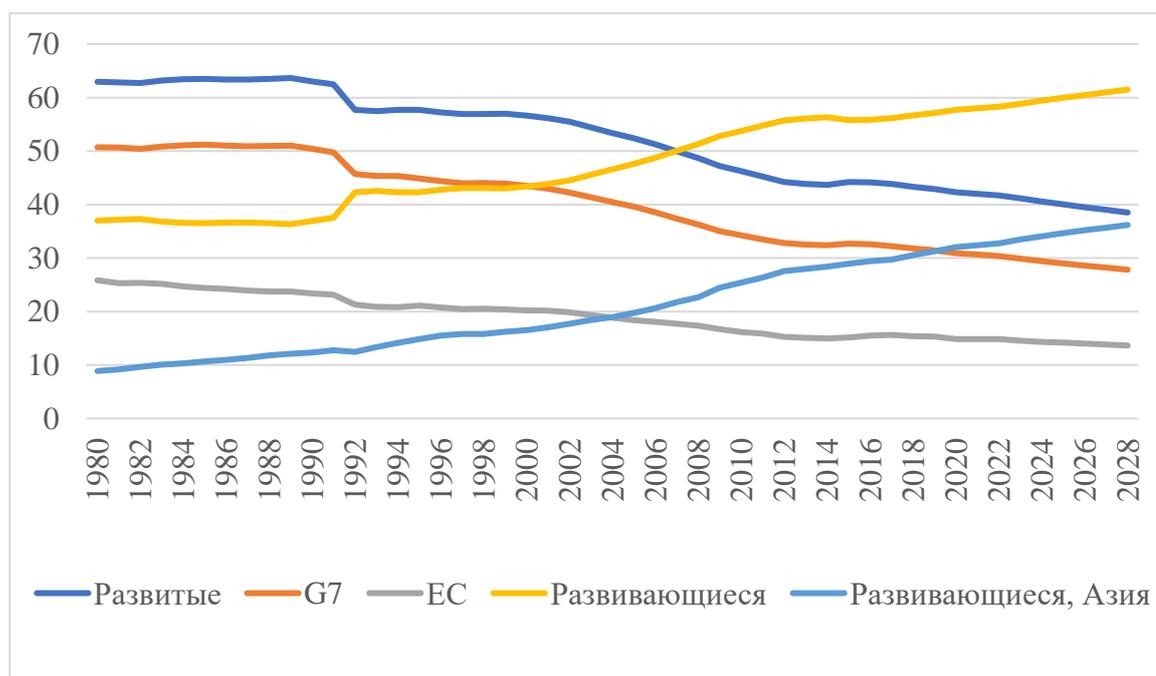


Рис. 5. Динамика доли ВВП по ППС по группам стран в мировом ВВП

Источник: составлено по: Международный валютный фонд.

[imf.org](https://www.imf.org) (дата обращения: 20.04.2024).<sup>100</sup>

Как видно из графика, в 2024-28 гг. прогнозируется дальнейшее увеличение доли развивающихся стран в мировом ВВП по ППС, в частности развивающихся

<sup>99</sup> В данной главе использованы материалы, опубликованные в статьях: Власкин П.Г., Теняков И.М. Сравнительный анализ влияния финансовализации на экономический рост в развитых странах (на примере США и Великобритании) и России // Проблемы современной экономики. – 2023. – № 2. – с. 54-57; Власкин П.Г., Теняков И.М. Влияние финансовализации на экономический рост в развитых и развивающихся странах // Проблемы современной экономики. – 2023. – № 3. – с. 94-99; Власкин П.Г., Теняков И.М. Влияние финансовализации на экономический рост (на примере США и России) // США & Канада: экономика, политика, культура. – 2023. – № 11. – с. 103-114.

<sup>100</sup> Выбран показатель Gross Domestic Product based on Purchasing-Power-Parity (PPP) Share of World Total. Электронный ресурс: URL: [imf.org/en/Publications/WEO/weo-database/2023/October/select-aggr-data](https://www.imf.org/en/Publications/WEO/weo-database/2023/October/select-aggr-data), дата обращения: 20.04.2024.

стран Азии, и снижение доли развитых стран, в частности крупнейших стран с развитой экономикой (G7) и стран Евросоюза.

Также обратим внимание на тот факт, что на графике динамики темпов экономического роста по отдельным рассматриваемым странам (США, ФРГ, Великобритании, Франции, Японии, КНР и России), представленном ниже, наглядно виден процесс замедления темпов роста (рисунок 6).

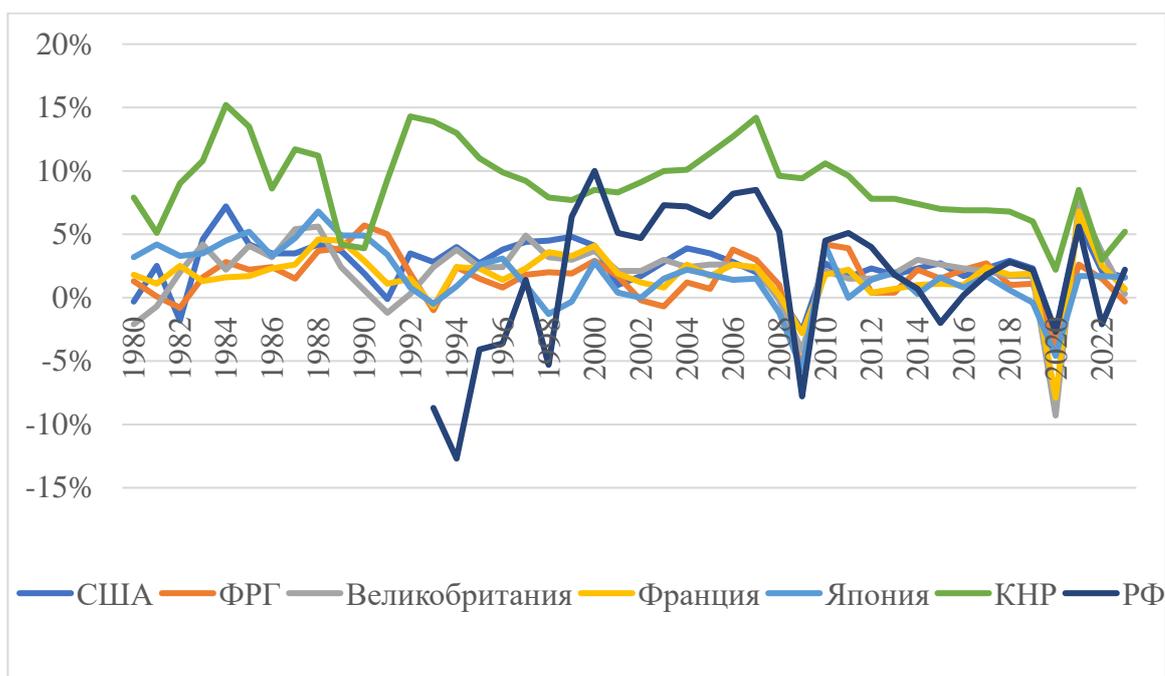


Рис. 6. Динамика темпов экономического роста в рассматриваемых странах (США, ФРГ, Великобритания, Франция, Япония, КНР и РФ)

Источник: составлено по: Международный валютный фонд.  
[imf.org](https://www.imf.org) (дата обращения: 29.03.2024).

В главе 1 мы привели исследование Р. Гордона, в котором отражены причины снижения экономической активности в США: старение населения и спад экономической активности из-за низких экономических возможностей.

На рисунке 7 показано, что проблемы экономической активности, подобные механизму храповика, менее характерны для Европы, чем для США. Во Франции уровень занятости после мирового экономического кризиса 2008 года снизился гораздо меньше, чем в США. Кроме того, для США характерно стремительное падение занятости после кризиса. Резкий рост занятости после пандемии обусловлен значительными фискальными инъекциями в экономику и возвращением сотрудников на рабочие места после снятия ограничений.

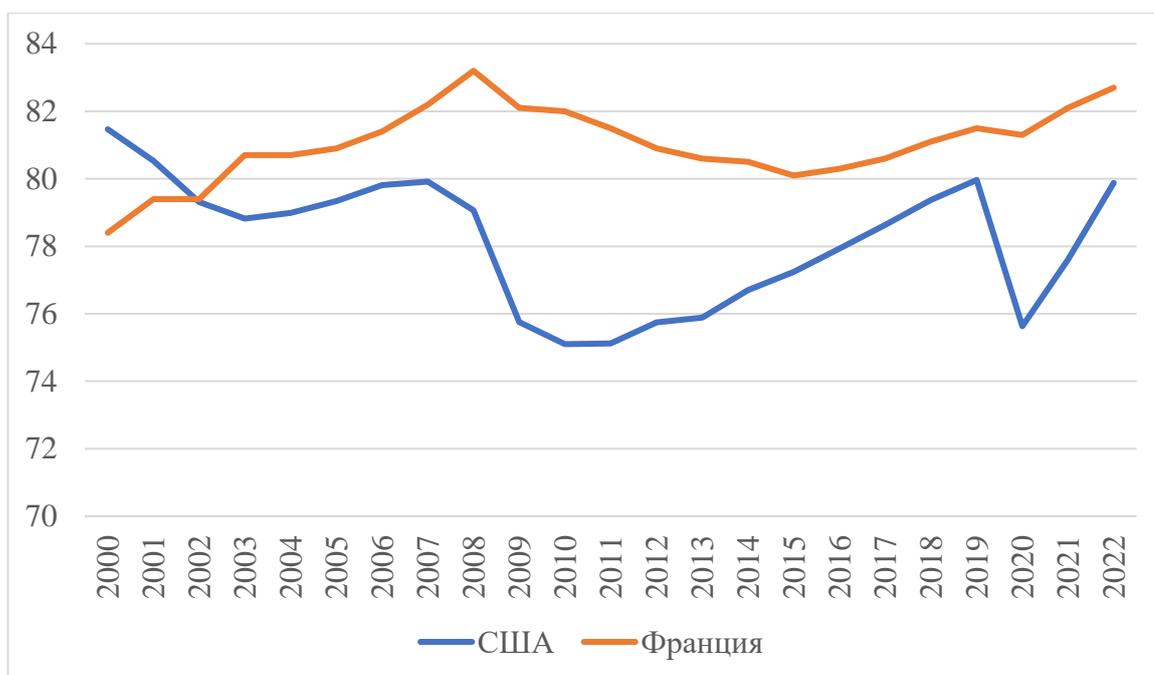


Рис. 7. Уровень занятости в США и Франции в возрасте от 25 до 54 лет.

Источник: База данных FRED.<sup>101</sup>

На рисунке 8 видно, что США выделяются на фоне остальных трех крупнейших мировых экономик (Китая, Японии и Германии) и на фоне Еврозоны. На рисунке наблюдается явный долгосрочный спад в экономике США, при том, что уровень экономической активности в США в настоящее время и так является самым низким среди уже упомянутых четырех крупнейших мировых экономик; в то же время он соизмерим со средним показателем по Еврозоне. Из рисунка видно, что каждый пятый американец мужского пола в возрасте от 15 до 64 лет является экономически неактивным. Видно и значимое снижение экономической активности в КНР.

<sup>101</sup> Employment Rate: Aged 25-54: All Persons for United States (series LREM25TTUSM156S). Электронный ресурс: URL: [fred.stlouisfed.org/series/LREM25TTUSM156S](https://fred.stlouisfed.org/series/LREM25TTUSM156S), дата обращения: 18.02.2024; Employment Rate: Aged 25-54: All Persons for France (series LREM25TTFRQ156N). Электронный ресурс: URL: [fred.stlouisfed.org/series/LREM25TTFRQ156N](https://fred.stlouisfed.org/series/LREM25TTFRQ156N), дата обращения: 19.02.2024.

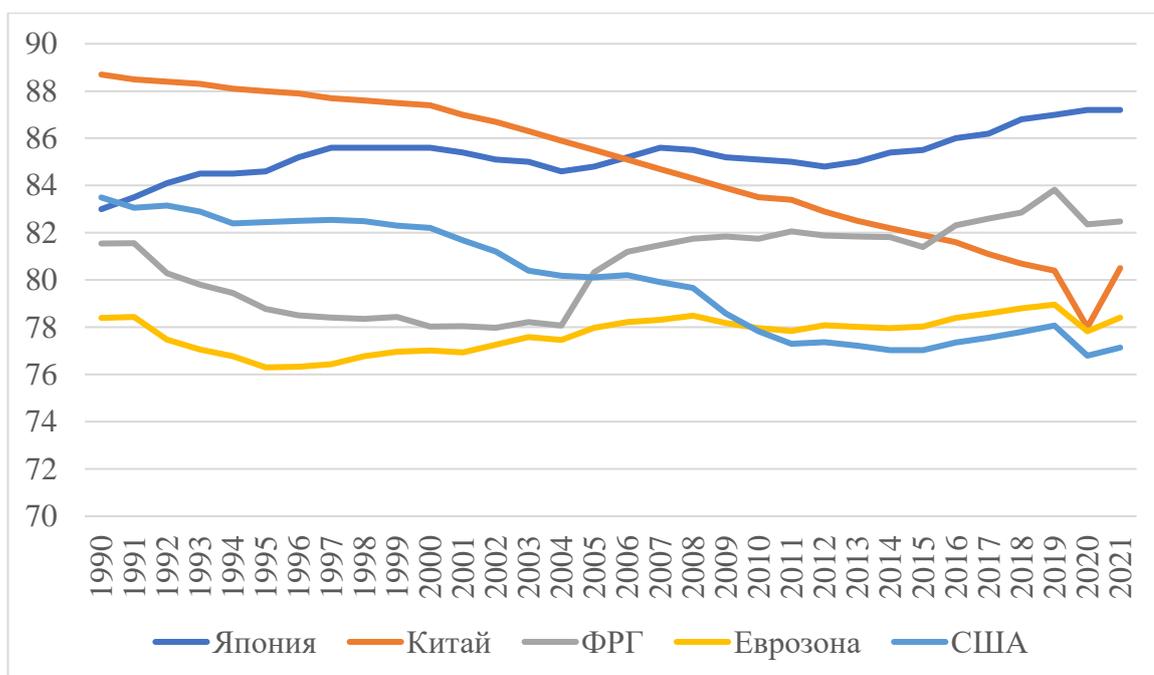


Рис. 8. Уровень экономической активности мужчин в возрасте 15-64 лет, 1990-2021 гг., Япония, Китай, ФРГ, Еврозона и США

*Источник:* База данных Всемирного банка.<sup>102</sup>

На рисунке 9 отражены данные по уровню занятости для европейских экономик, наиболее пострадавших от кризиса. На рисунке снова не наблюдается эффект храповика в Евросоюзе как в США, за исключением, возможно, только Италии.

Ирландия, Греция, Португалия и Испания столкнулись со спадом рабочей силы, связанным с экономическим спадом, но он не так заметен, как в рецессию начала 1990-х годов; в то же время наибольший уровень безработицы наблюдается в Испании и Греции. С учетом значимости уровня безработицы в рассуждениях о вековой стагнации, эта бросающаяся в глаза разница в уровне занятости между ЕС и США, конечно же, обращает на себя внимание и будет нами исследована далее.

<sup>102</sup> Labor force participation rate, male: % of male population ages 15-64: modeled ILO estimate (series SL.TLF.ACTI.M-A.ZS). Электронный ресурс: URL: [data.worldbank.org/indicator/SL.TLF.ACTI.MA.ZS](https://data.worldbank.org/indicator/SL.TLF.ACTI.MA.ZS), дата обращения: 20.02.2024. Для избежания проблем, отражающих происходящие в обществе изменений в отношении того, кто в семье должен ухаживать за детьми, и того, кто должен получать образование и выходить на пенсию, наибольшее значение уделяется мужчинам в среднем возрасте.

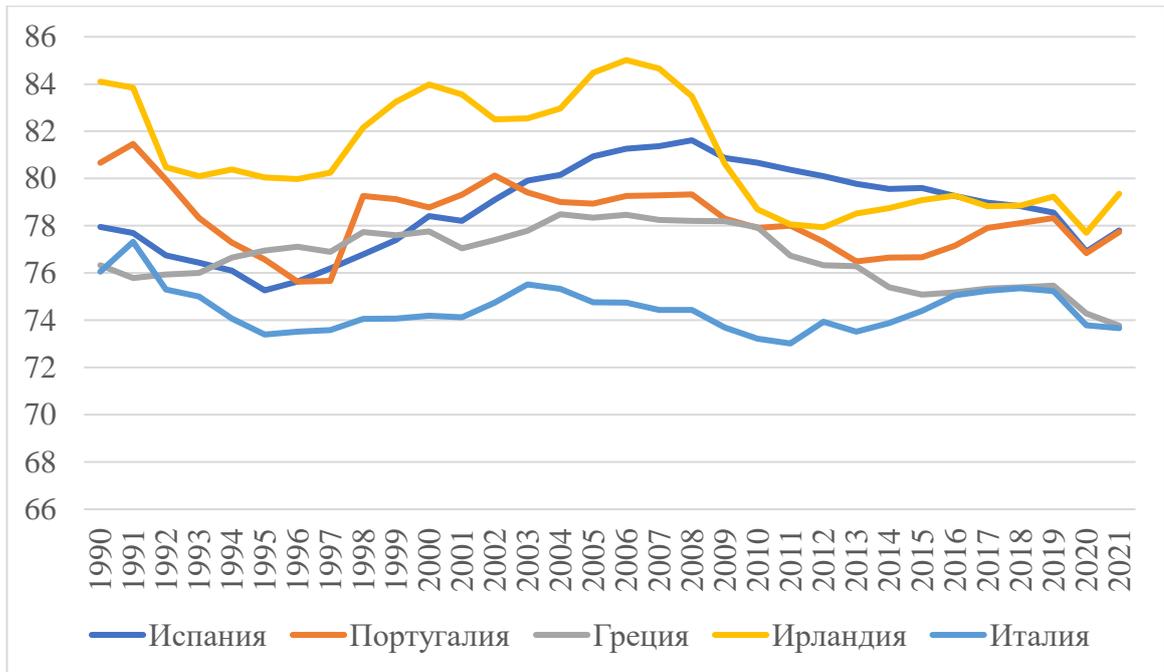


Рис. 9. Уровень экономической активности мужчин в возрасте 15-64 лет, в 1990-2021 гг. в Испании, Португалии, Греции, Ирландии и Италии  
 Источник: База данных Всемирного банка.<sup>103</sup>

**Низкая реальная ставка процента: её значение и почему наблюдается её падение.** П. Кругман, анализируя уровень реальной ставки процента в США в период с 1980-х по 2000-е гг. показывает, что ее средний уровень за период времени от дна до пика деловой активности снизился более чем в два раза с 5% в 1980-х годах до 2% в 1990-х годах, а в 2000-х и вовсе составил лишь 1%. После падения Lehman Brothers, реальная ставка процента, в среднем, составляла около 1%. На рисунках 10 и 11 отражено падение реальной ставки в США и ее падение Еврозоне, в связи с уровнем инфляции.

<sup>103</sup> Labor force participation rate, male: % of male population ages 15-64: modeled ILO estimate (series SL.TLF.ACTI.M-A.ZS). Электронный ресурс: URL: [data.worldbank.org/indicator/SL.TLF.ACTI.MA.ZS](https://data.worldbank.org/indicator/SL.TLF.ACTI.MA.ZS), дата обращения: 22.02.2024.

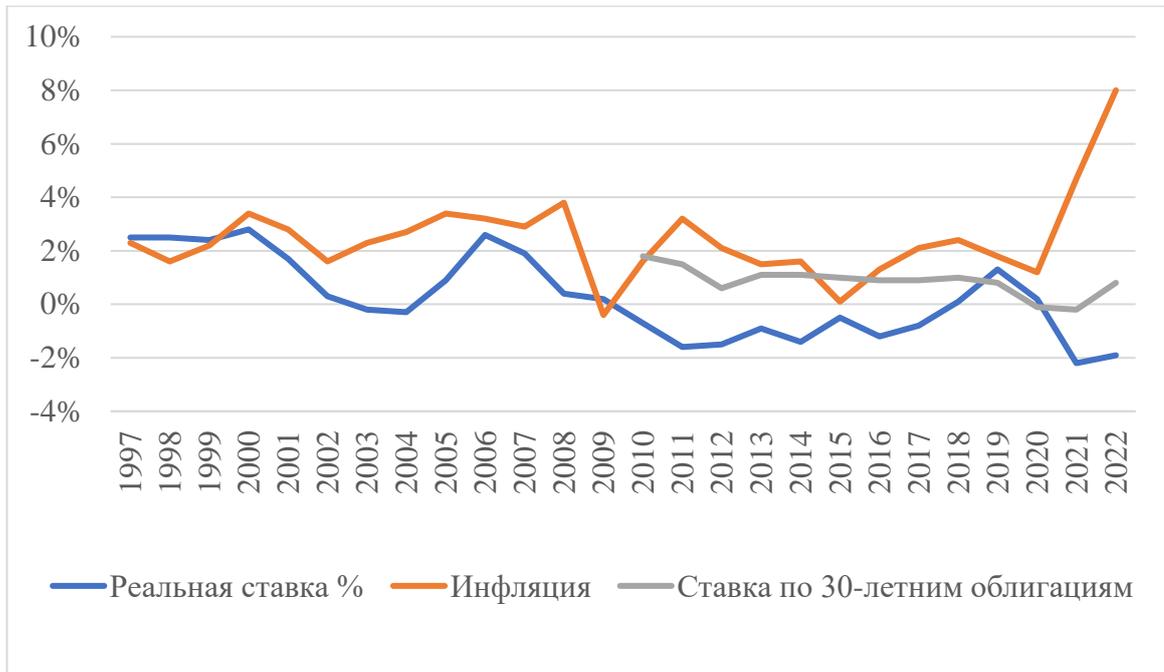


Рис. 10. Реальная ставка %, инфляция и ставка по гособлигациям в США.

Источник: Базы данных FRED и Всемирного банка.<sup>104</sup>

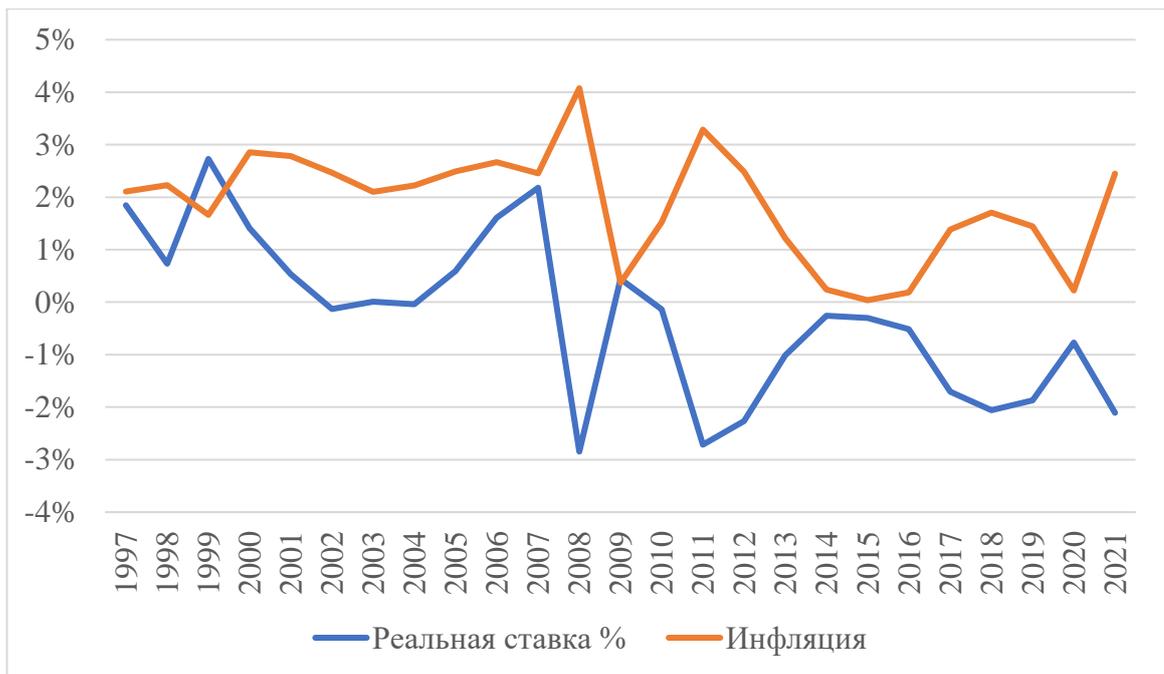


Рис. 11. Реальные процентные ставки в Еврозоне.

Источник: Базы данных FRED и Всемирного банка.<sup>105</sup>

<sup>104</sup> 1) 1-Year Real Interest Rate (series REAINTRATREARAT1YE). Электронный ресурс: URL: [fred.stlouisfed.org/series/REAINTRATREARAT1YE#0](https://fred.stlouisfed.org/series/REAINTRATREARAT1YE#0), дата обращения: 23.02.2024; 2) Inflation, consumer prices (annual %) - United States. – The World Bank Group. Электронный ресурс: URL: [data.worldbank.org/indicator/FP.CPI.TOTL.ZG?locations=US](https://data.worldbank.org/indicator/FP.CPI.TOTL.ZG?locations=US), дата обращения: 23.02.2024; 3) Market Yield on U.S. Treasury Securities at 30-Year Constant Maturity, Quoted on an Investment Basis, Inflation-Indexed (series DFII30#0). Электронный ресурс: URL: [fred.stlouisfed.org/series/DFII30#0](https://fred.stlouisfed.org/series/DFII30#0), дата обращения: 23.02.2024. На рисунке также представлена ставка по 30-летним облигациям, привязанным к уровню инфляции.

### Влияние демографических факторов на необходимые сбережения.

В таблице 4 отражено влияние изменения демографических факторов на необходимый уровень запаса сбережений для выравнивания потребления в течение жизни индивида, по данным четырех крупнейших экономик.<sup>106</sup>

Таблица 4 – Влияние демографии на необходимый уровень сбережений

| Страна | Доля в мировом ВВП по<br>обменному курсу на<br>конец 2010 г. (%) | Ожидаемая<br>продолжительность<br>жизни (лет) |       |       | Требуемый уровень<br>сбережений (доля от<br>ВВП) |       |      |
|--------|--|---|-------|-------|--|-------|------|
|        |  | 2010  | 1970  | 1990  | 2010   | 1970  | 1990 |
| США    | 23,37  | 70,90   | 75,30 | 78,60 | -2,28  | -0,20 | 0,52 |
| Китай  | 9,26   | 62,90   | 69,50 | 74,90 | -0,40  | -0,48 | 0,86 |
| Япония | 8,58   | 72,00   | 78,90 | 82,90 | -1,76  | -0,27 | 1,19 |
| ФРГ    | 5,17   | 70,60   | 75,30 | 80,50 | 1,89   | 2,49  | 3,25 |

Источник: МВФ, ОЭСР. Уровень сбережений оценен автором.<sup>107</sup>

Данные из таблицы показывают, что демографические изменения увеличили необходимый уровень сбережений за последние 40 лет во всех четырех экономиках. Так, в Германии уровень необходимых сбережений вырос с примерно 2% от ВВП в 1970 г. до 3% в 2010 г. Этому способствовали три фактора: увеличение ожидаемой продолжительности жизни, более низкий возраст выхода на пенсию и снижающиеся темпы роста населения.

Увеличение срока обучения – единственный фактор, толкающий целевой показатель в обратном направлении. Последний факт объясняет наблюдаемый в США самый значительный рост уровня необходимых сбережений несмотря на то, что демографические факторы в данной стране изменились меньше всего. К 1970 г. революция в образовании в США практически закончилась, а в других странах уровень охвата образования новыми когортами населения с 1970 г. существенно вырос.

<sup>105</sup> Interest Rates: 3-Month or 90-Day Rates and Yields: Interbank Rates: Total for Euro Area (19 Countries) (series IR3TIB01EZA156N). Электронный ресурс: URL: [fred.stlouisfed.org/series/IR3TIB01EZA156N](http://fred.stlouisfed.org/series/IR3TIB01EZA156N), дата обращения: 25.02.2024; Inflation, consumer prices (annual %) - Euro area. – The World Bank Group. Электронный ресурс: URL: [data.worldbank.org/indicator/FP.CPI.TOTL.ZG?locations=XC](http://data.worldbank.org/indicator/FP.CPI.TOTL.ZG?locations=XC), дата обращения: 25.02.2024. Реальная процентная ставка для ЕС рассчитывается как разница между ставкой *overnight* и уровнем инфляции. На рисунке также представлена ставка по 30-летним облигациям, привязанным к уровню инфляции.

<sup>106</sup> При условии, что не осуществлялись распределительные переводы между поколениями.

<sup>107</sup> Расчет уровня необходимых сбережений предполагает полное выравнивание потребления индивида от возраста десяти лет до ожидаемой смерти с использованием ожидаемой продолжительности жизни. В расчет берутся годы обучения индивида до выхода на рынок труда и возраст его выхода на пенсию. Также учитываются темпы прироста населения.

Кроме того, наши расчеты показывают, что между 1970 и 2010 гг. наблюдались значительные колебания уровня необходимых сбережений для выравнивания потребления в течение жизни индивида. Учитывая долю перечисленных стран в мировом ВВП (40%) и тот факт, что другие страны Европы в целом похожи на Германию, а некоторые развивающиеся страны – на Китай, кажется явным, что увеличение сбережений являлось глобальным явлением.

**Как пессимизм в отношении будущего снижает потребление.** В работе У. Мальмендье и соавторов показано, что потребители, пережившие периоды высокой безработицы, остаются пессимистичными в отношении будущего финансового положения, тратят меньше в будущие годы и накапливают больше сбережений.<sup>108</sup>

Люди, пережившие худшие времена, считают свое финансовое будущее менее радужным, а время в целом плохим для расходов на товары длительного пользования, учитывая все исторические данные. Также прошлый опыт безработицы оказывает сильное влияние на представления о будущем и на потребительские расходы.

Если потребители станут более бережливыми в своих расходах после негативного прошлого опыта, даже если у них не снижается доход, можно ожидать, что их сбережения и, в итоге, их благосостояние увеличатся.

**Оценка влияния демографических изменений на замедление экономического роста.** По оценкам главного экономиста Совета управляющих Федеральной резервной системы Каллума Джонса (C. Jones),<sup>109</sup> к концу 2019 г. объем производства на душу населения в США был на 14% ниже уровня, прогнозируемого линейным трендом по тенденции до 2008 г. Для понимания причин такого отклонения Джонс разработал и оценил экономическую модель США с демографическими, реальными и монетарными шоками, а в некоторых

---

<sup>108</sup> Malmendier U., Shen L.S. Scarred Consumption. – International Finance Discussion Papers 1259. – 2019. – № 10. – p. 1-96.

<sup>109</sup> Jones C. Aging, Secular Stagnation and the Business Cycle // The Review of Economics and Statistics. – 2023. – p. 1-16.

случаях – с обязательной привязкой к нулевой нижней границе (zero lower bound, ZLB) номинальных ставок.<sup>110</sup> В работе показано, что демографические шоки (изменения) вызывают медленно изменяющиеся тенденции в динамике реальных процентных ставках, занятости и производительности.

По его оценке, одни только демографические данные могут объяснить около 40% разрыва между логарифмом производства на душу населения и его линейной тенденцией к 2019 году. Демографические изменения, сопровождаемые снижением процентных ставок, привели к тому, что после Великой рецессии нулевая нижняя граница стала фиксированной, что способствовало медленному восстановлению экономики.

**Развивающийся фискальный кризис в ведущих капиталистических экономиках.** В статье Минци Ли (M. Li) из Университет Юты (США) прогнозируется возможное развитие фискального кризиса в США и Китае, двух крупнейших экономиках мира. Используя прогнозы будущего экономического роста и правдоподобные предположения о первичном государственном дефиците и реальных процентных ставках, Ли устанавливает будущие траектории отношения госдолга к ВВП.<sup>111</sup>

Согласно «базовому сценарию», соотношение государственного долга США к ВВП, по прогнозам, вырастет до 222 процентов, что означает соотношение государственного дефицита к ВВП на уровне 12–16 процентов. По прогнозам, соотношение государственного долга Китая к ВВП достигнет 139 процентов к 2050 году в соответствии с «базовым сценарием» и, вероятно, останется на неустойчивой траектории после 2050 года. Неспособность разрешить фискальный кризис в ведущих капиталистических странах может быть одним из симптомов, указывающих на то, что существующая социальная система приближается к своему историческому пределу.

---

<sup>110</sup> Эффективная нижняя граница (Effective lower bound, ELB) или нулевая нижняя граница (Zero lower bound, ZLB) – крайне низкий уровень ставок в экономике, при достижении которого эффективность традиционных инструментов денежно-кредитной политики ослабевает и дальнейшее снижение ставок может даже дестимулировать экономику.

<sup>111</sup> Li M. Secular Stagnation and Fiscal Crisis in the United States and China // Japanese Economy, Taylor & Francis Journals. – 2023. – Vol. 49. – Issue 1. – p. 35-63.

**Тенденции в динамике экономического роста в странах Европы.** По состоянию на март 2024 г. экономика ряда стран Еврорезоны вступила в техническую рецессию. Слабая экономика Германии тянет за собой в рецессию страны Евросоюза. Так, ВВП Ирландии упал на 4,8% в 2023 г. по сравнению с 2022 г., а ВВП Румынии сократился на 0,4% в IV квартале 2023 г. по сравнению с предыдущим кварталом. В Венгрии и Польше также наблюдается стагнация из-за снижения промышленного производства.

Значение Германии как промышленной сверхдержавы и флагмана Европейского союза снижается из-за конкуренции со стороны США, а также из-за снижения интереса к немецким товарам в Китае и энергетического кризиса без поставок российского газа.

Кроме того, причинами снижения выступают затрудненное принятие важных политических решений из-за необходимости достижения внутреннего консенсуса (а зачастую и с зарубежными партнерами). Кроме того, внутренние проблемы ФРГ – устаревающая инфраструктура, старение рабочей силы и бюрократизм вносят дополнительный вклад в снижение экономической динамики.

Текущие уровни годовой и ежемесячной инфляции в Германии не превышают средний по еврозоне, а уровень безработицы в 3% трудоспособного населения – самый низкий в еврозоне. Тем не менее, разрыв многих экономических связей Германии с Россией и отказ от дешевого российского газа сильно бьют по конкурентоспособности многих отраслей экономики Германии.

Немецкая социально-экономическая модель во многом зависела от российского сырья. На протяжении 1990-х и 2000-х годов экономические связи России и Германии становились все теснее, и данный фактор стал одной из детерминант экономического роста Германии.

Наблюдается сокращение спроса и повышение себестоимости продукции, выпускаемой в стране. Кроме того, в области производства электромобилей, смартфонов и микросхем, применяемых сегодня практически во всех отраслях мировой экономики, Германия отстает от Китая, Южной Кореи и США, которые

удерживают низкие или сравнительно низкие цены на свою продукцию. Вдобавок эти страны вошли на перечисленные рынки гораздо раньше европейских компаний.

Необычно высокая инфляция в стране, во многом спровоцированная ростом стоимости импорта энергоносителей, привела к увеличению процентных ставок, и этот фактор оказал серьезное давление как на бизнес, так и на потребителей. Рост потребительских цен спровоцировал почти двухлетнее снижение покупательной способности потребителей.

Высокие издержки привели к стагнации промышленного производства и деиндустриализации экономики, когда предприятия, особенно в энергоемких отраслях, стали либо закрываться, либо уходить в другие страны (в частности, в США). Нарушенные еще вследствие пандемии глобальные цепочки поставок обнажили свои слабые места, а поскольку Германия было существенно интегрирована в эти цепочки, здесь обнаружился ряд проблем для внешней торговли страны, которая длительное время была основой экономического роста.

Ранее экономика Германии была экспортоориентированной: в «лучшие» годы экспортировалось до 50% производимого в стране ВВП. Однако, например, в 2023 году на самом важном для Германии экспортном рынке, США, также наблюдались признаки замедления экономической динамики.

Германии сегодня нужна серьезная трансформация модели социально-экономического развития, где ключевая роль будет отведена государственным инвестициям. Однако ключевая проблема, которую необходимо сегодня решать – нейтрализация уязвимости к шокам на энергетических рынках и налаживание поставок энергоносителей.

Поскольку экспорт перестал быть основой экономического роста, возможно, придется сделать больший акцент на стимулирование внутреннего потребления. Пока же спрос внутри страны, так же, как и на внешних рынках, сильно ослаблен.

В пользу этого говорит и то, что согласно некоторым оценкам, падение ВВП Германии в 2023 году было незначительным лишь потому, что удалось

восстановить частное потребление (высокие процентные ставки стабилизировали инфляцию). С учетом тех вызовов, которые в настоящее время испытывает международная торговля, охваченная многими протекционистскими мерами, такой подход вполне оправдан.

**Анализ экономики Великобритании.** Помимо стран Евросоюза стагнация грозит и Великобритании, уже вступившей в 2024 г. в техническую рецессию, поскольку темп роста ВВП этой страны показывает отрицательные значения уже два квартала кряду (что служит критерием для признания технической рецессии экономики). Отмечается снижение ВВП в трёх секторах экономики (в секторе услуг на 0,2%, в производственном секторе – на 1% и на 1,3% в строительстве).

Отметим, что стагнация экономики и высокая инфляция наблюдается в Великобритании уже около двух лет. Домохозяйства ощущают на себе экономическое давление в условиях кризиса стоимости жизни.

Конечно, описываемые события можно (и многие пытаются) связать с событиями, происходящими из-за столкновения России и Украины, и действий западных стран в ответ на эти события. Мы лишь отметим, что экономический спад британской экономики уже ожидался до известных событий, более того строились ожидания десятилетия слабого экономического роста из-за снижения производительности.

Великобритания, как и другие европейские страны, столкнулась с трудностями в связи с резким повышением цен на энергоресурсы, существенно увеличившим издержки как домохозяйств, так и бизнеса. Также негативными факторами для экономики Великобритании являются неполное восстановление рынка труда после пандемии COVID-19 и стагнация инвестиций после Brexit.

Уже сейчас в Великобритании отмечается стагфляция – всплеск инфляции при экономическом спаде, снижении производительности и инвестиций бизнеса и ее ждет потерянное десятилетие, если не будут приняты меры, стимулирующие рост производительности труда.

Таким образом, в контексте кризиса пандемии в Европе и эффектов от геополитической напряженности, связанной с проведением антироссийской

политики, особое внимание автора исследования обращено на такое проявление вековой стагнации как снижение уровня естественной процентной ставки и вызванных этим последствий для европейской экономики. Также неполное восстановление рынка труда после пандемического кризиса и стагнаций инвестиций обуславливают долгосрочные тенденции замедления экономического роста.

**Анализ экономики Японии.** Теперь обратимся к результатам анализа проявлений вековой стагнации в экономике Японии. Несмотря на постоянный дефицит государственного бюджета и полную занятость, страна по-прежнему сталкивается с низкой заработной платой и временными и неполными контрактами для многих граждан (особенно женщин). С 2007 года реальное потребление домашних хозяйств росло всего на 0,4% в год, что меньше, чем в два раза раньше.

Долгосрочная стагнация или, иначе – застойные проявления в экономике Японии – наблюдаются с конца 1980-х гг. Вот уже более чем 30 лет темпы ежегодного экономического роста едва превышают 1%. 1990-е гг. даже нарекли «потерянным десятилетием». Однако ни в 2000-е, ни в 2010-е гг. ситуация с темпами экономического роста существенно не изменилась. Таким образом «потерянное десятилетие» трансформировалось в «потерянное тридцатилетие». Такое положение дел в экономике Японии обусловлен целым рядом причин.

Продолжительное время Банк Японии в целях стимулирования экономического роста удерживал заниженные процентные ставки банковского кредитования. Инвесторы, получая заемные финансы под низкий процент, так же, как и частные инвесторы с собственными сбережениями активно делали вложения на рынках ценных бумаг и недвижимости. Спекулировала буквально вся страна.

В итоге, в 1980-е гг. цены на эти активы росли фантастическими темпами: так, к концу 1989 г. земля в элитных токийских районах оценивалась в 350 раз дороже, чем в районе Манхэттен в Нью-Йорке. Таким образом, сформировался финансовый пузырь, который в определенный момент неизбежно лопнет.

Вскоре так и случилось. Финансовый пузырь лопнул, когда для противодействия спекулятивным операциям на финансовых рынках Банк Японии ужесточил денежно-кредитную политику. Владельцы ценных бумаг и недвижимости начали избавляться от них, началось падение цен. И так, в 2004 г. самая дорогая земля в Токио стоила лишь 1% от уровня 1989 г. Пузырь схлопнулся в 100 раз. Япония вступила в этап затяжного финансового кризиса.

На фоне финансового кризиса обострились и специфичные для японской экономики проблемы. Известно, что из-за географических факторов, промышленность страны закупает зарубежом 99% сырья, используемого в производстве. Происходивший рост цен на первичные ресурсы, в первую очередь на нефть, вызывал рост производственных издержек, и, как следствие, рост цен на готовую продукцию.

Свою отрицательную роль сыграла и национальная японская валюта – иена. В середине 1990-х гг. курс доллара по отношению к ней снизился, что сделало японские товары более дорогими, и, как следствие, менее конкурентоспособными на американском и мировом рынках.

Для снижения производственных издержек японские компании начали осуществлять перевод производства в Китай, а также в страны Юго-Восточной Азии. Возникший рост безработицы внутри страны обусловил снижение покупательского спроса. В японской экономике наступил известный период длительной дефляции. Это детерминировало снижение прибыли компаний, и, как следствие, уменьшение объёма производства (дальнейший экономический спад).

Другой причиной долгосрочного застоя в Японии являются негативные для рынка труда демографические тенденции, а именно изменение возрастной структуры населения, проявляющееся в снижении доли трудоспособного населения (в возрасте от 15 до 64 лет) и росте доли пенсионеров.

В продолжение анализа причин, усугубляющих скатывание экономики в состояние вековой стагнации, мы бы хотели затронуть один особенный аспект, а именно распространение кризисных явлений по цепочкам поставок.

На примере экономических последствий землетрясения в Японии в 2011 году авторы работы Хироясу Иноуэ (H. Inoue) и Ясуюки Тодо (Y. Todo) демонстрируют,<sup>112</sup> что при снижении производства в конкретном регионе или отрасли из-за шока спроса или предложения, поставщики фирм, непосредственно пострадавших от этого шока, сокращают свое производство из-за отсутствия спроса, а их клиенты сокращают производство из-за нехватки материалов, деталей или компонентов.

В результате распространения по цепочкам поставок шок, специфичный для региона или отрасли, оказывает существенное косвенное влияние на экономику всей страны, зачастую более существенное, чем прямое воздействие самого шока.

Так, для японской экономики оценка потерь производства из-за косвенного влияния шока через цепочки поставок составила 2,3% ВВП, в то время как потери из-за прямого воздействия на производственные мощности фирмы составили только 0,02%. Другими словами, косвенное воздействие землетрясения на экономику страны было в 100 раз больше, чем его прямое воздействие.

**Риски вековой стагнации в развивающихся экономиках.** Вековая стагнация также может стать косвенным вызовом для развивающихся экономик. Наблюдавшиеся до роста геополитической напряженности устойчиво низкие процентные ставки в странах с развитой экономикой подпитывали проциклические потоки капитала на развивающихся рынках.

Низкие процентные ставки обуславливали поиск доходности. В то время как низкие процентные ставки могут смягчить некоторое давление на заемщиков с высокой долговой нагрузкой, они восприимчивы к другим шокам, таким как замедление экономического роста или обострение во взаимоотношениях между двумя крупнейшими мировыми экономиками: США и Китаем.

Если такой шок произойдет, мы можем вновь стать свидетелями бегства в безопасные активы, которое делает заемщиков на развивающихся рынках

---

<sup>112</sup> Inoue H., Todo Y. Firm-Level Propagation of Shocks through Supply-Chain Networks // Nature Sustainability. – 2019. - № 2. – p. 841-847. – DOI: <https://doi.org/10.1038/s41893-019-0351-x>.

уязвимыми к «внезапным остановкам» притока капитала, которые в сочетании с обесценивающимися обменными курсами разрушат экономику.

**Анализ экономики России.** Россия в настоящий момент не ориентируется на какую-либо существующую экономическую модель роста, и на избранном пути экономического развития не задан определенный темп экономического роста как целевой. Модель экономического развития выбирается не сама собой, она predetermined выбором и осуществлением политической стратегии.

Имеющиеся геополитические вызовы ставят перед нашей страной особенно трудный выбор между самостоятельностью и изоляцией. К счастью, у России в мире есть выбор среди партнеров, поэтому задача скорее формулируется как определение наиболее выгодного формата сотрудничества, кооперации и разделения труда с дружественными странами.

Современная модель российской экономики имеет свои особенности:

- 1) Российская модель не подразумевает экспортноориентированного роста (кроме сырья), как, например, в Германии, Японии, Китае и у «азиатских тигров». Не наблюдается заимствования технологий: данные механизмы блокируются и фактически, и юридически;
- 2) Нынешняя модель базируется на высокой роли частной собственности, нет признаков автаркического социалистического планового роста, наблюдаемого в СССР в 1920-30-е гг. и 1950-60-е гг. и перспектив перехода к данной модели нет без изъятия частной собственности;
- 3) Негативные эффекты от санкционной политики и вооруженный конфликт требуют перестройки экономики на военные рельсы, перестраивания экономических цепочек с опорой на отечественных и дружественных поставщиков, перенаправления имеющихся ресурсов на военные нужды («Всё для победы»).

По имеющимся данным, можно заключить, что реально эффективным источником роста экономики за последние 30 лет являлся доход от нефтегазовой отрасли. Национальная экономика стагнирует, если случается спад производства, падают доходы и отсутствуют существенные конъюнктурные изменения.

При этом ускорение экономического роста не является ключевым показателем эффективности проводимой государственной политики. Росту предпочитают стабильность, желание избежать экономических рисков, способных иметь негативные социальные последствия. Основная задача проводимой политики – минимизация макроэкономических рисков как потенциального источника общей дестабилизации.

Данная политика имеет «рациональное зерно», однако, выбор стабильности в качестве приоритета говорит об отсутствии должной системы долгосрочного планирования. Так, в случае увеличения горизонта планирования со среднесрочного пятилетнего периода принятия решения, начинает появляться опасность дестабилизации, а в случае с десятилетним сроком, социальные и экономические риски начинают выходить на первый план.

Соответственно, внешняя конкурентоспособность России, привлекательность для успешных предпринимателей, квалифицированных работников и инвесторов резко снизится. К тому же есть высокая вероятность падения спроса на нефть, а значит, это отразится на ее цене.

Таким образом, правильным решением становится сочетание стабильности с развитием, то есть, разработка сбалансированного подхода. Более того, существует еще одно препятствие для появления спроса на экономический рост в более серьезном виде – попытка найти простые меры (дополнительные деньги на государственные инвестиции, приоритетные проекты, смягчение денежной политики, «проектные подходы») не несущих никаких рисков.

Поскольку достижение экономического роста – важная цель государства, такие меры принесут некоторую небольшую пользу, но сочетаемую с серьезными рисками. Кроме того, такой подход не решает проблему отсутствия работающих в долгосрочном периоде механизмов роста. Некоторые меры, которые пытается проводить наше государство, были опробованы ранее, но зачастую не были реализованы.

Стоящие перед национальной экономикой задачи можно сформулировать следующим образом:

- 1) Обоснование долгосрочных рисков стагнации;
- 2) Невозможности выхода из стагнации лишь «технократическими» мерами;
- 3) Поиск реальных мер, способствующих ускорению экономического роста, имеющих минимальные социальные риски и политические издержки;
- 4) Обеспечение технологического суверенитета;
- 5) Создание и развитие устойчивой системы финансов, способной отвечать быстроменяющимся вызовам нового порядка (заморозка наших внешних резервов, отключение от международных платежных систем и т.п.).

Для возобновления экономического роста в России необходимо обратиться к опыту программ, разработанных ранее в нашей стране: «Программа социально-экономического развития Российской Федерации на период 2000–2010», «Концепция долгосрочного развития 2020», «Стратегия–2020», майские указы 2012, 2018 и 2024 гг.

Отметим важные предложения из этих стратегических документов:

- 1) Построение открытой и конкурентной экономики;
- 2) Построение конкурентной финансовой системы;
- 3) Защита прав собственности;
- 4) Развитие несырьевого экспорта и привлечения иностранных инвестиций;
- 5) Поддержка высокого уровня развития образования и здравоохранения.

Международный опыт говорит, что данные реформы могут помочь России создать дополнительные рычаги экономического роста. Несмотря на новую геополитическую ситуацию, новые цели и задачи, стоящие перед нашим государством в 2024 г, некоторые из этих мер не теряют своей актуальности. Многие страны уже перешли от низкого уровня дохода к среднему без построения политических институтов.

Большая редкость – переход от среднего уровня дохода к высокому. Такое исключение – Сингапур и ближневосточные нефтяные монархии. Премьер-министр Сингапура Ли Куан Ю, применял следующие меры как основные: вел серьезную борьбу с коррупцией и делал ставку на привлечение иностранных инвестиций. Успех экономического роста ближневосточных монархий

обусловлен гораздо более высоким показателем нефти на душу населения по сравнению с Россией.

Необходимо отметить, что несмотря на санкции и сложную геополитическую ситуацию, представляющих основной риск для будущего экономического роста, новые тенденции динамики экономического роста в России показывают его умеренный рост за счет более сильной динамики инвестиций, в том числе бюджетных и из средств ФНБ.

Также поддерживающее значение имеют растущие доходы населения и потребительский спрос. Ускорение может быть и более существенным: у экономики есть потенциал для роста на 3,5–4% уже в ближайшие годы, при условии поддержки делового климата, а также смягчения монетарной политики. Конкретные меры, способные смягчить последствия застойных проявлений в российской экономике мы рассмотрим подробнее в Главе 3.

Таким образом, без значительных институциональных изменений, скорее всего, экономический рост в России не будет претерпевать какие-либо значительные изменения. Во многом, мы имеем дело со сложившейся инерционной моделью экономики. Эффекты вековой стагнации также воспринимаются национальной экономикой и поэтому мы вынуждены довольствоваться низкими темпами экономического роста. Возможно, при изменении экономической модели российская экономика сможет выскочить из этой ловушки.

**Выводы.** Вековая стагнация в национальных экономиках проявляется с разной степенью как устойчивое снижение равновесной процентной ставки, неизменный разрыв ВВП и замедленный экономический рост. Вековая стагнация в настоящий момент наиболее характерно проявляется в экономике США. Для ЕС характерно такое проявление вековой стагнации как снижение уровня равновесной процентной ставки. По-прежнему, с проявлениями вековой стагнации сталкивается и Япония, несмотря на стимулирование полной занятости за счет финансирования из постоянно дефицитного госбюджета. Для

развивающихся экономик, в том числе и для России, вековая стагнация может стать косвенным вызовом.

Одним из ключевых моментов в анализе вековой стагнации является тот факт, что она представляет разную степень угрозы для национальных экономик. Имеющиеся различия в экономиках США и Европы определяют ситуацию, при которой вековая стагнация в большей степени угрожает европейской экономике, чем американской, поскольку разрушительные последствия замедленного экономического роста будут ощущаться острее именно в Европе.

В результате анализа проявлений вековой стагнации в европейской экономике большая роль отведена таким факторам как неопределенность динамики естественных процентных ставок, сохраняющийся высокий уровень задолженности частного сектора, высокая степень взаимозависимости стран и высокие инфляционные риски.

К причинам снижения экономической активности в США относятся старение населения и снижение экономической активности вследствие низких экономических возможностей. Проблемы экономической активности, подобные механизму храповика, не характерны для Европы, в отличие от США (во Франции уровень занятости после мирового экономического кризиса 2008 года повысился, в то время как в США понизился).

США выделяются на фоне остальных трех крупнейших мировых экономик (Китая, Японии и Германии) и в целом на фоне Еврозоны – в экономике США наблюдается явный долгосрочный спад, при том, что уровень экономической активности в США в настоящее время и так является самым низким среди упомянутых четырех крупнейших мировых экономик. В то же время он соизмерим со средним показателем по Евроне.

По оценкам, рост потенциального ВВП для стран с развитой экономикой на 2000–2010 гг. находился на уровне 2,2%, на 2011–2021 гг. — на 1,4% и на 2022–2024 гг. — на 1,2%, а для стран с формирующейся рыночной экономикой и развивающихся стран — на 6,0%, 5,0% и 4,0% соответственно. Фактические данные роста потенциального ВВП в странах с формирующимся рынком и

развивающейся экономикой в 2000–2010 гг. на уровне 6%, в 2011–2021 гг. – 4,4% и в 2022–2024 гг. – 3,6%.<sup>113</sup>

Одним из проявлений вековой стагнации является развивающийся фискальный кризис в крупнейших экономиках мира – США и Китае. По прогнозам, к 2050 г. соотношение государственного долга США к ВВП вырастет до 222%, а соотношение государственного дефицита к ВВП ожидается на уровне 12–16%.<sup>114</sup> Соотношение государственного долга Китая к ВВП достигнет 139%. Неспособность ведущих капиталистических стран разрешить этот кризис может быть одним из симптомов, указывающих на то, что существующая социальная система приближается к своему историческому пределу.

Вековая стагнация также может стать косвенным вызовом и для развивающихся экономик. Устойчиво более низкие процентные ставки в странах с развитой экономикой могут подпитывать проциклические потоки капитала на развивающихся рынках. До геополитического кризиса 2022 г. низкие процентные ставки смягчали некоторое давление на заемщиков с высокой долговой нагрузкой, однако известные события показали, насколько они восприимчивы к экзогенным шокам.

В результате мы вновь стали свидетелями бегства в безопасные активы, которое делает заемщиков на развивающихся рынках уязвимыми к «внезапным остановкам» притока капитала, которые в сочетании с обесценивающимися обменными курсами разрушают их экономику. Однако последнее может быть очень дискуссионным, на фоне заморозки активов России и Ирана и надвигающегося кризиса доверия к доллару в роли ключевой резервной мировой валюты.

Применительно к России возможно соотношение тенденций вековой стагнации со сложившейся инерционной моделью экономики. Эффекты вековой стагнации также воспринимаются российской экономикой, и мы вынуждены

---

<sup>113</sup> Kose A.M., Ohnsorge F. *Falling Long-Term Growth Prospects: Trends, Expectations and Policies*. – Washington: World Bank Group. – 2023. – 564 p.

<sup>114</sup> Li M. *Secular Stagnation and Fiscal Crisis in the United States and China // The Japanese Political Economy*. – 2023. – Vol. 49. - № 1. – p. 35-63. <https://doi.org/10.1080/2329194X.2023.2209889>

довольствоваться низкими темпами экономического роста. Возможно, при изменении экономической модели Россия сможет выскочить из этой ловушки.

Необходимо отметить, что несмотря на санкции и сложную геополитическую ситуацию, представляющих основной риск для будущей динамики экономического роста в России, новые тенденции показывают умеренный рост ВВП за счет позитивной динамики инвестиций, в том числе бюджетных и из средств ФНБ.

Поддерживающее значение также имеют растущие доходы населения и потребительский спрос. Ускорение экономического роста может быть и более существенным: у экономики есть потенциал для роста на 3,5–4% уже в ближайшие годы, при условии поддержки делового климата, а также смягчения монетарной политики.

В сводной таблице 5 представлены формы проявлений вековой стагнации по рассматриваемым странам.

Таблица 5 – Проявления вековой стагнации по странам

| Страна   | Формы проявлений вековой стагнации   |
|----------|--|
| США      | <ul style="list-style-type: none"> <li>- снижение экономической активности вследствие низких экономических возможностей;</li> <li>- развивающийся фискальный кризис (устойчиво растущее соотношение государственного долга и дефицита к ВВП);</li> <li>- проблемы деловой активности, подобные механизму храповика</li> </ul>  |
| Евросоюз | <ul style="list-style-type: none"> <li>- неопределенность динамики естественных процентных ставок;</li> <li>- сохраняющийся высокий уровень задолженности частного сектора;</li> <li>- высокие инфляционные риски;</li> <li>- высокая степень взаимозависимости стран</li> </ul>   |
| Япония   | <ul style="list-style-type: none"> <li>- неспособность стимулирования экономического роста, несмотря на постоянный дефицит государственного бюджета и полную занятость;</li> <li>- временные и неполные контракты для многих граждан (особенно женщин);</li> <li>- замедление роста реального потребления домашних хозяйств;</li> <li>- низкая заработная плата</li> </ul> |

## Окончание таблицы 5

| Страна | Формы проявлений вековой стагнации   |
|--------|--|
| Россия | - тенденции вековой стагнации соотносятся со сложившейся инерционной моделью экономики;<br>- негативные эффекты санкционного воздействия и геополитической напряжённости |

*Источник:* составлено автором на основе анализа эмпирических данных и тематической литературы.

## 2.2. Финансиализация как фактор вековой стагнации экономики

Косвенным фактором экономического роста являются финансы. Для понимания их роли в динамике экономического роста необходимо систематизировать существующие подходы к оценке их влияния. Финансиализация, как современный этап развития финансов, является одним из аспектов вековой стагнации – препятствий на пути долгосрочного экономического роста.

Под финансиализацией понимается приобретение финансовым сектором чрезмерной роли в экономике по сравнению с реальным сектором и переток финансовых и трудовых ресурсов из реальной экономики в финансовую сферу.<sup>115</sup> Влияние финансового капитала расширяется, а денежный сектор экономики приобретает ярко выраженный приоритет перед реальным производством благ.

Решения об использовании привлекаемых в финансовый сектор (ФС) ресурсов обуславливаются спекулятивными мотивами, поэтому регулярно вызывают риски надувания финансовых и экономических пузырей и провоцируют перманентную экономическую нестабильность или, как отмечают некоторые авторы, вводят экономику в состояние «постоянно пузырящейся».<sup>116</sup>

<sup>115</sup> Hein E. Financialisation and Stagnation: A Macroeconomic Regime Perspective: Working Paper / – Berlin: Institute for International Political Economy. – 2020. - № 149/2020. – 23 p.

<sup>116</sup> Буквич Р.М., Райнович Л.Д. Управление предприятием и интерес акционеров: концепция максимизации рыночной стоимости // Большая Евразия: развитие, безопасность, сотрудничество. – 2020. - № 3–1. – с. 283-290.  
Родина Г.А. Современная финансиализация как новое качество экономики // Социально-политические исследования. – 2019. - № 3(4). – с. 45-58.

Из-за стабильного превышения потока направляемых на денежный рынок финансовых средств над потоком инвестиций в основной капитал происходит все большее «оседание» денег в ценных бумагах, вместо расширения воспроизводства благ.<sup>117</sup>

Исследование влияния финансиализации на экономический рост в развитых странах в данной работе сфокусировано на экономиках США (страна-родоначальник феномена финансиализации) и Великобритании, так как феномен финансиализации наиболее характерен для этих стран.<sup>118</sup> В качестве представителя развивающихся стран выбрана Россия, поскольку анализ российской экономики полезен широкому кругу отечественных исследователей.

Некоторые исследователи под финансиализацией также подразумевают «финансовый капитализм», «капитализм с доминированием финансов» или «капитализм, основанный на финансах».<sup>119</sup> Состояние стагнации в экономике, вызванной использованием финансов не по назначению (ради извлечения выгоды в периметре финансового сектора, а не для поддержки реального сектора экономики), даже именуют как «финансовое проклятие», по аналогии с ресурсным проклятием, так хорошо знакомым странам богатым природными ресурсами, но переживающим более низкие темпы экономического роста чем в странах, в которых нет больших запасов природных ресурсов.<sup>120</sup>

Необходимо заметить, что роль финансового сектора в экономике исследуется в двух концептуальных направлениях. Когда речь идет о финансовом развитии, то подразумевается положительное влияние финансов на экономику за

---

<sup>117</sup> Салихова И.С. Дисфункции монетарно-либеральной модели экономики в условиях нарастания сложностей хозяйственных отношений / Устойчивое развитие: исследования, инновации, трансформация. Материалы XVIII Международного конгресса с элементами научной школы для молодых ученых. – Том 1. – М.: Издательство: Московский университет им. С.Ю. Витте. – 2022. – 1546 с.

<sup>118</sup> Маццукато М. Ценность всех вещей: Создание и изъятие в мировой экономике / пер. с англ. – М.: Изд. дом Высшей школы экономики. – 2021. – 408 с.

<sup>119</sup> Moosa I.A. Financialisation. Measurement, Driving Forces and Consequences. – Cheltenham: Edward Elgar Publishing. – 2023. – 250 p. Tsaliki P., Tsoulfidis L. Financialization Historically Contemplated. – MPRA Paper. - № 113634. – 2022. – 31 p.

<sup>120</sup> Дудник Е.М. К вопросу о «проклятии финансового изобилия» / Е.М. Дудник, Р.В. Кодачигов // Устойчивое развитие российских регионов: экономическая политика в условиях внешних и внутренних шоков : сборник материалов XII международной научно-практической конференции, г. Екатеринбург, 17-18 апреля 2015 г. – Екатеринбург: УрФУ, 2015. – с. 1229-1235. Moosa I.A. Financialisation. Measurement, Driving Forces and Consequences. – Cheltenham: Edward Elgar Publishing. – 2023. – 250 p.

счет стимулирования экономической активности и сокращения бедности, а когда исследуется феномен финансиализации, то, как правило, имеется в виду деструктивная роль финансов, замедляющая экономический рост. Таким образом, можно сказать, что финансы имеют свои «героическую» и «злодейскую» стороны.<sup>121</sup>

Существенная часть исследований по финансиализации сфокусирована на выявлении возникающих диспропорций в экономике и оценке долгосрочных негативных последствий для экономического роста, в первую очередь из-за снижения потока инвестиций, направляемых на развитие компаний. Другой пласт исследований направлен на поиски доказательств положительного влияния финансового развития на экономический рост и представлен во второй части обзора литературы. В заключительной части обзора представлена современная литература по финансиализации, а также проанализированы работы отечественных исследователей и их оценки влияния финансиализации на экономический рост в России.

Экономисты из США Гарри Мэгдоф (1913–2006) и Пол Суизи (1910–2004) – одни из первых исследователей, обративших внимание на феномен финансиализации, что неслучайно, поскольку именно в США впервые проявились те тенденции в экономике, которые впоследствии нарекли финансиализацией. Так, в их работе 1987 г. начало процесса финансиализации датировалось 1970-ми гг. и рассматривалось через призму нарастания роли финансового капитала в экономическом развитии и предоставления преференций («привилегированных правил») компаниям финансового сектора.<sup>122</sup> Возникновение финансиализации в 1970-х гг. отмечено и в работе Г. Криппнер (G. Krippner),<sup>123</sup> также встречается

---

<sup>121</sup> *Moosa I.A.* Financialisation. Measurement, Driving Forces and Consequences. – Cheltenham: Edward Elgar Publishing. – 2023. – 250 p.

<sup>122</sup> *Magdoff H., Sweezy P.* Stagnation and the Financial Explosion. – New York: Monthly Review Press. – 1987. – 208 p.

<sup>123</sup> *Krippner G.R.* The Financialization of the American Economy // *Socio-Economic Review*. – 2005. - № 3(2). – p. 173-208.

датирование 1980–1990 гг.<sup>124</sup> Используемый в данной работе показатель финансиализации – доля финансового сектора в ВВП – по нашим расчетам, начал расти в конце 1940-х гг. и продолжает расти по сей день (на фоне снижения доли обрабатывающей промышленности).

В классической работе профессора Университета Массачусетса в Амхерсте Джеральда Эпштейна (G. Epstein) по финансиализации, посвященной исследованию политики таргетирования инфляции, проводимой центральными банками (Дж. Эпштейн определяет политику таргетирования инфляции как аспект финансиализации), под финансиализацией понимается процесс «возрастающего значения финансовых рынков, финансовых мотивов, финансовых институтов и финансовой элиты в функционировании экономики и ее правительственных органов, как на национальном, так и на международном уровнях».<sup>125</sup>

Дж. Эпштейн акцентирует внимание на том, что финансиализация в США привела к более тесному взаимодействию промышленных и финансовых фирм, что в итоге повлияло на установление в качестве цели денежно-кредитной политики цели повышения стоимости финансовых активов. Также в работе были сформулированы противоречия и ограничения следования такой цели в качестве основы для устойчивой стимулирующей денежно-кредитной политики, отвечающей интересам роста.

В работе еще одного американского экономиста Томаса Пэлли 2013 г. установлено как финансиализация влияет на экономику: «Изменяется структура и операции, проводимые на финансовых рынках; меняется поведение нефинансовых корпораций; изменяется экономическая политика».<sup>126</sup> Т. Пэлли подчеркивает, что помимо США, где наиболее развита финансиализация, она также затронула все развитые страны. Он делает такой вывод, анализируя

---

<sup>124</sup> Hein E. Financialisation and Stagnation: A Macroeconomic Regime Perspective: Working Paper / – Berlin: Institute for International Political Economy. – 2020. - № 149/2020. – 23 p. Zwan N. van der. Making sense of financialization // Socio-Economic Review. – 2014. – Vol. 12. - № 1. – p. 99-129.

<sup>125</sup> Epstein G. Financialization, Rentier Interests, and Central Bank Policy: manuscript / – Amherst, MA, University of Massachusetts. – 2001. - 43 p.

<sup>126</sup> Palley T.I. Financialization: What It Is and Why It Matters: chapter In Financialization: The Economics of Finance Capital Domination. – London: Palgrave MacMillan. – 2013. – 234 p. – p. 17-40.

динамику доли доходов рантье, увеличившейся по мере развития финансового сектора.

Необходимо отметить, что проблема отрыва финансового капитала от реального капитала исследовалась еще в начале XX в. в работах Владимира Ильича Ленина (1870–1924), Рудольфа Гильфердинга (1877–1941) и Розы Люксембург (1871–1919).<sup>127</sup> В их работах подчеркивались фиктивность финансового капитала и, как следствие, создание препятствий на пути реализации финансовым капиталом своего истинного предназначения.

Американский экономист и лауреат Нобелевской премии Роберт Эмерсон Лукас (1937–2023) и вовсе исключал финансы из факторов экономического роста, подчеркивая, что основная роль финансов заключается в обеспечении потребностей реального сектора и что важность финансового развития для экономического роста преувеличивается.<sup>128</sup>

Английский экономист Джоан Вайолет Робинсон (1903–1983) утверждала, что финансовое развитие может быть следствием экономического роста, как результат возросшего спроса на фин. услуги.<sup>129</sup>

В работе корейских экономистов Хёнсу Занга (H. Zang) и Янга Чула Кима (Y.C. Kim)<sup>130</sup> с помощью эконометрической оценки подтвердилось отсутствие прямой причинно-следственной связи между финансовым развитием и ростом, что соответствует выводам Р. Лукаса и Дж. Робинсон.

Отметим, что в работе Х. Занга и Я. Ч. Кима<sup>131</sup> оценка проведена на тех же панельных данных, что и в работе коллектива авторов: американского экономиста Росса Левина (R. Levine) и исследователей из Всемирного банка Нормана Лоайзы

<sup>127</sup> Гильфердинг Р. Финансовый капитал / пер. с нем. – М.: Соцэргиз. – 1959. – С. 446. Залетный А.А. Финансовый капитал: взгляд изнутри. – М.: ТЕИС. – 2014. – 230 с. Люксембург Р. Накопление капитала / пер. с нем. – М.: Соцэргиз. – 1934. – 477 с.

<sup>128</sup> Lucas R.E. On the Mechanics of Economic Development // Journal of Monetary Economics. – 1988. - № 22. – p. 3-42.

<sup>129</sup> Robinson J. The Generalization of the General Theory and other Essays. – London: MacMillan. – 1952. – 170 p.

<sup>130</sup> Zang H., Kim Y.C. Does Financial Development Precede Growth? Robinson and Lucas might be right // Applied Economics Letters. – 2007. – Vol. 14. - № 1. – p. 15-19.

<sup>131</sup> Там же.

(N. Loayza) и Торстена Бека (T. Beck),<sup>132</sup> однако в последней упомянутой работе авторы пришли к выводу, что финансовые посредники и финансовые рынки имеют значение. Их положительное влияние на экономический рост, по мнению Р. Левина, заключается в ослаблении внешних финансовых ограничений для компаний за счет финансового развития.

В другой своей работе Р. Левин, проведя обширное исследование литературы о факторах экономического роста, обратил внимание, что во многих теоретических и эмпирических работах функционирование финансовой системы отсутствует среди ключевых детерминант роста.<sup>133</sup>

Одной из первых работ, где говорится о возможном положительном влиянии развития финансового сектора на темпы экономического роста, считается «Теория экономического развития» австрийского и американского экономиста Йозефа Шумпетера (1883–1950).<sup>134</sup> По мнению Й. Шумпетера, «надлежащее распределение капитала и рисков в экономике» (в этом заключаются услуги финансового сектора) служит важным катализатором экономического роста. Однако он также писал о негативной роли процента для экономического развития, хотя и считал это необходимым злом.

Тем не менее Й. Шумпетер, также как британский экономист Уолтер Баджот (1826–1877) и американские экономисты Джон Г. Герли (1920–2020), Эдвард С. Шоу (1908–1994) и Рональд С. Маккиннон (1935–2014) достаточно сдержанно оценивал роль финансов в экономическом росте. В первую очередь, отстаивалась идея о том, что игнорирование роли финансов в экономическом развитии ограничивает понимание последнего.<sup>135</sup>

---

<sup>132</sup> *Levine R., Loayza N., Beck T.* Financial Intermediation and Growth: Causality and causes // *Journal of Monetary Economics*. – 2000. – Vol. 46. – № 1. – p. 31-77.

<sup>133</sup> *Levine R.* Finance and Growth: Theory and Evidence. – NBER Working Paper. – 2004. – № 10766. – 118 p.

<sup>134</sup> *Schumpeter J.A.* A Theory of Economic Development. – Cambridge, MA: Harvard University Press. – 1911. – 266 p.

<sup>135</sup> *Bagehot W.* Lombard Street: A Description of the Money Market. – Homewood, IL: Richard D. Irwin. – 1962. – 192 p. *Gurley J.G., Shaw E.S.* Financial Aspects of Economic Development // *American Economic Review*. – 1955. – № 45. – p. 515-538. *McKinnon R.I.* Money and Capital in Economic Development. – Washington, DC: Brookings Institution Press. – 1973. – 184 p. *Schumpeter J.A.* A Theory of Economic Development. – Cambridge, MA: Harvard University Press. – 1911. – 266 p. *Shaw E.S.* Financial Deepening in Economic Development. – New York: Oxford University Press. – 1973. – 260 p.

Действительно, в некоторых работах можно найти аргументацию за положительное влияние развития финансового сектора на экономику и получение выгод от повышения значимости финансовой сферы в экономике. Например, в работе американского экономиста, лауреата Нобелевской премии Мертона Говарда Миллера (M.H. Miller, 1923–2000) однозначно утверждается, что финансовый сектор способствует росту.<sup>136</sup>

Подтверждения положительности влияния финансового сектора на экономическое развитие также искались в ряде эмпирических работ. Например, в работе американского экономиста Реймонда Уильяма Голдсмита (R.W. Goldsmith, 1904–1988) на основе данных по 35 странам за период 1860–1963 гг. была выявлена связь между финансовым развитием и экономическим ростом на горизонте нескольких десятилетий; в некоторых странах в периоды, когда темпы финансового развития были выше среднего, темпы экономического роста также были выше (хотя были и исключения).<sup>137</sup>

Для более глубокого понимания проблемы финансиализации и ознакомления с опытом количественной оценки этого феномена необходимо обратиться к современной литературе, представленной, как правило, эмпирическими исследованиями влияния финансиализации на рост.

В работе индийского экономиста Рагхурама Раджана (R. Rajan) приведены свидетельства устойчивой связи между финансиализацией и ЭР и показано, что вплоть до начала XXI в. финансовый сектор способствовал развитию наукоемких отраслей в развитых странах.<sup>138</sup>

Тем не менее, произошедшие впоследствии процессы бурного роста доходности в финансовой сфере и разработки высокодоходных финансовых инструментов, а также появление финансовых холдингов, сопровождавшиеся дерегулированием финансовых рынков, повлияли на изменение характера

---

<sup>136</sup> Miller M.H. Financial Markets and Economic Growth // Journal of Applied Corporate Finance. – 1998. - № 11. – p. 8-14.

<sup>137</sup> Goldsmith R.W. Financial Structure and Development / – New Haven, CT: Yale University Press. – 1969. – 561 p.

<sup>138</sup> Rajan R., Zingales L. Financial Dependence and Growth // American Economic Review. – 1998. – Vol. 88. - № 3. – p. 559-586.

влияния финансовализации – финансовализация стала провоцировать регулярные финансовые кризисы и снижать темпы роста реального сектора экономики на долгосрочной основе.

Американские экономисты из Университета Массачусетса в Амхерсте Дональд Томаскович-Деви (D. Tomaskovic-Devey) и Натан Мейерс (N. Meyers), а также Кен-Хоу Лин (К.-Н. Lin) из Университета Техаса в Остине развивают идеи Дж. Эпштейна, исследуя влияние увеличения финансовых инвестиций нефинансовых фирм на их совокупный доход.<sup>139</sup>

Хорошо известно, что после 1980 г. компании реального сектора экономики увеличили инвестиции в финансовые инструменты. Авторы показали, что финансовализация реального сектора экономики привела к снижению экономического роста, а также что проигравшими оказались государство и работники, а выигравшими – кредиторы и акционеры.

В исследовании иранского экономиста Сейеда Рохолла Ахмади Хаджиабади (S.R.A. Hajiabadi) посредством оценки двусторонней взаимосвязи между финансовым развитием и экономическим ростом в США в период 1961–2012 гг. показано, что финансовое развитие оказало значимое негативное влияние на экономический рост, в то время как экономический рост не значимо, но положительно повлиял на финансовое развитие. Также показано, что финансовализация существенно повлияла на финансовое развитие за счет повышения эффективности.<sup>140</sup>

В работе немецкого исследователя Экхарда Хайна (E. Hein) показано как финансовализация сделала глобальную экономическую систему крайне хрупкой, имеющей серьезные проблемы в формировании совокупного спроса и склонной к хронической стагнации, вызванной низким уровнем инвестиций в основной

---

<sup>139</sup> Tomaskovic-Devey D., Lin K.-H., Meyers N. Did Financialization Reduce Economic Growth? // Socio-Economic Review. – 2015. – Vol. 13. - № 3. – p. 2-25.

<sup>140</sup> Hajiabadi S.R.A. Investigating Finance-Growth Relationship by Considering Financialization Phenomenon: The Case of USA // International Economic Studies. – 2016. – Vol. 46. - № 2. – p. 51-68.

капитал и высокой степенью неравенства.<sup>141</sup> Э. Хайном также рассмотрены главные каналы передачи (трансмиссии) финансиализации: распределение, инвестиции в основной капитал, потребление, а в части платежного баланса – счета текущих операций и операций с капиталом.

Наташа ван дер Цван (N. van der Zwan) из Амстердамского университета систематизировала существующие подходы к исследованию финансиализации. Она выделила три основных подхода: появление нового режима накопления капитала (наибольший доход приносит финансовая деятельность, а не производство и торговля), следование компаниями цели максимизации акционерной стоимости и финансиализация повседневной жизни (рост роли граждан в качестве инвестора).<sup>142</sup>

Её исследование помогает лучше понять группы интересов, политику государства всеобщего благосостояния и процессы институциональных изменений.

В работе турецкого исследователя Булента Ходжи (В. Носа) исследуется взаимосвязь нормы прибыли и финансиализации реального сектора экономики США.<sup>143</sup> Доказывается их долгосрочная негативная взаимосвязь, выходящая за рамки политических, правовых и институциональных изменений, произошедших в середине-конце 1970-х – начале 1980-х годов и олицетворяющих переход к неолиберализму.

В качестве меры финансиализации используется отношение финансовых активов к совокупным активам. Снижение нормы прибыли связано с повышением уровня финансиализации, т. к. реальный сектор, сталкиваясь с проблемой рентабельности, направляет свои ресурсы в ФС. Это приводит к росту прибыльности финансового сектора и увеличению доли национального дохода, получаемого держателями финансовых активов.

---

<sup>141</sup> Hein E. Financialisation and Stagnation: A Macroeconomic Regime Perspective: Working Paper / – Berlin: Institute for International Political Economy. – 2020. - № 149/2020. – 23 p.

<sup>142</sup> Zwan N. van der. Making sense of financialization // Socio-Economic Review. – 2014. – Vol. 12. - № 1. – p. 99-129.

<sup>143</sup> Носа В. A Novel Approach to the Financialization of Real Sector // Journal of Business, Economics and Finance. – 2021. - № 10(4). – p. 157-165.

Лефтерис Цульфидис (L. Tsoulfidis) из Университета Македонии и Персефони Цалики (P. Tsaliki) из Университета Аристотеля попытались оценить в какой степени финансиализация является новой фазой накопления капитала, характеризующейся своими собственными экономическими законами, к которым должен приспособливаться реальный сектор экономики.<sup>144</sup> Для проверки этой гипотезы он использовал данные о доле ФС в ВВП США как наиболее подходящем показателе для приблизительной оценки уровня финансиализации экономики. Результаты исследования показали, что явления финансиализации, наблюдаемые с 1982 г., сопоставимы с явлениями «ревущих 1920-х» (также «бурных двадцатых», англ. – *Roaring Twenties*), когда США достигли доминирования в сфере финансов и стали кредитором целого ряда европейских стран. Наблюдаемые различия, в основном количественные, не предполагают совершенно иную стадию финансового капитализма.

Тема финансиализации популярна и среди отечественных исследователей. Среди них выделяются С. Д. Агеева, А. В. Бузгалин, С. К. Дубинин, В. В. Иванов, Л. Л. Игоница, Г. А. Родина, И. М. Теняков.

Как и в зарубежной литературе есть критики и сторонники финансиализации, с точки зрения ее влияния на экономическое развитие. Так С. К. Дубинин оценивает финансиализацию экономики России как крайне ограниченную, близкую к «дефинансиализации»,<sup>145</sup> а в работе В. В. Иванова показаны противоречивость финансиализации и ее негативное влияние на восстановление экономического роста в нашей стране.<sup>146</sup>

В то же время В. В. Иванов и С. К. Дубинин соглашаются с зарубежными исследователями в оценке положительности влияния финансиализации на экономическое развитие в развитых странах, однако до тех пор, пока

---

<sup>144</sup> Tsaliki P., Tsoulfidis L. Financialization Historically Contemplated. – MPRA Paper. - № 113634. – 2022. – 31 p.

<sup>145</sup> Дубинин С.К. Финансиализация экономического роста и российская национальная финансовая система // Финансы: Теория и практика. 2017. – Том 21. – Выпуск 4. – с. 6-21.

<sup>146</sup> Иванов В.В. Финансиализация и экономический рост // Экономическое возрождение России. – 2018. - № 4(58). – с. 37-49.

финансиализация не изменилась качественно, а именно до тех пор, пока она способствовала развитию реального сектора экономики.

В работе И. М. Тенякова подчеркивается, что не всякое накопление капитала способствует экономическому росту, а происходящее в современных условиях накопление капитала в финансовой форме за счет образования финансовых пузырей и переоценки имущества и вовсе приводит лишь к перераспределению капитала и богатства от одних хозяйствующих субъектов к другим.<sup>147</sup>

В работе А. В. Бузгалина и А. И. Колганова показано, что процесс финансиализации является хорошо наблюдаемой и преимущественной негативной характерной чертой «постиндустриализма».<sup>148</sup> Последний, по мнению авторов, означает не развитие преимущественно сферы услуг, по Д. Беллу и соавторов, где главную роль играют спекулятивные финансовые сделки, посреднические операции и создание подобных симулякров.

Напротив, по А. В. Бузгалину, под *постиндустриализмом* понимается такое развитие производительных сил, которое приводит к возникновению возможности и даже необходимости повышения уровня массовой творческой (креативной) деятельности (образования, науки и инженерии, здравоохранения и культурной сферы, туризма и экологии).

Кроме того, данное развитие постиндустриальных технологических укладов позволяет кардинально повысить производительность труда и существенно сократить (до 20–30% занятых) количество работников, занятых материальным производством при сохранении количества и росте качества продуктов.

Условия или причины финансиализации, благодаря которым финансовому сектору удалось подчинить реальный сектор, анализируются в работе Г. А. Родиной.<sup>149</sup> Первой причиной называется чрезмерное накопление (в статье

---

<sup>147</sup> Теняков И.М. Современный экономический рост как особая форма процесса накопления капитала // Философия хозяйства. – 2016. - № 2. – с. 108-117.

<sup>148</sup> Бузгалин А.В., Колганов А.И. Глобальный капитал. – М.: ЛЕНАНД. – 2015. – 640 с.

<sup>149</sup> Родина Г.А. Современная финансиализация как новое качество экономики // Социально-политические исследования. – 2019. - № 3(4). – с. 45-58.

говорится о «перенакоплении») капитала в реальном секторе, ставшее хроническим в последнее время, который «ищет» доходность выше, чем в реальном секторе и, ожидаемо, находит её в финансовом секторе. Второй – движение капитала без препятствий по всему миру за счет глобализации и возможностей современных ИКТ (на фоне тенденции регионализации мировой экономики, наблюдаемой в настоящий момент, значение этого фактора снижается).

Подчеркивается переход от фиктивного капитала (титула собственности на реальные активы) – к виртуальному, при котором фиктивный капитал помимо представления реальных активов становится инструментом спекулятивной игры и оценивается с точки зрения того, насколько он подходит для биржевых спекуляций.

В работе Л. Л. Игониной показано, что финансовый сектор может быть как фактором экономического роста, так и причиной экономической турбулентности.<sup>150</sup> Автор формулирует наиболее существенные финансовые параметры экономического развития, включающие стимулирование развития финансового рынка, повышение доступности внутреннего финансирования, обеспечение трансформации мобилизованных инвестиционных ресурсов в производство; а также ключевые направления для развития финансового сектора России.

Кроме того, в работе представлен достаточно широкий обзор исследований о роли финансов в экономическом росте, в частности проанализирована позиция сторонников новой институциональной теории. Акцентируется внимание на коэволюции финансов и экономического роста: финансы и производство оказывают взаимное влияние друг на друга, и это необходимо учитывать при оценке вклада финансового сектора в рост.

Ю. А. Данилов в своей работе, посвященной опережающему развитию финансового сектора в мировой экономике, рассчитывает показатели развития

---

<sup>150</sup> Игонина Л.Л. Финансовое развитие и экономический рост // Финансы: теория и практика. – 2016. - № 1. – с. 111-120.

финансового сектора для 10 развитых и развивающихся стран и констатирует замедление процесса финансиализации в мировой экономике после кризиса 2008 г., опережающее по сравнению с экономикой развитие демонстрирует только банковский сегмент.<sup>151</sup> Также в исследовании делается вывод о U-образной зависимости финансиализации и экономического роста. В качестве показателя финансиализации берется соотношение финансовых активов и ВВП.

Автор определил, что после достижения уровня финансиализации, равного 90% ВВП, существует 50% вероятность того, что дальнейшее увеличение уровня финансиализации будет отрицательно влиять на экономический рост. При достижении уровня финансиализации, равного 110 % ВВП, такая вероятность превысит 75%.

Кроме того, в работах Ю. А. Данилова, Н. Н. Шаркова, М. В. Петрова и Д. Е. Плисецкого подчеркивается важность финансового сектора для экономического развития страны, прежде всего, за счет внутренних долгосрочных финансовых источников.<sup>152</sup> Это особенно актуально в современных условиях финансовых ограничений в России, и с этим подходом трудно не согласиться, однако необходимо подчеркнуть, что параллельно должны разрабатываться механизмы трансформации привлеченных средств в реальный капитал, т. е. финансовые ресурсы должны направляться именно на долгосрочные инвестиционные проекты.

**Систематизация подходов к оценке влияния финансов на экономический рост.** Все многообразие литературы по оценке финансов в качестве косвенного фактора экономического роста можно разделить на исследования, в которых обосновывается положительное влияние на экономический рост, отрицательное и двойственное влияние.

---

<sup>151</sup> Данилов Ю.А. Оценка опережающего развития финансового сектора // Российское предпринимательство. – 2017. - № 18(2). – с. 161-174.

<sup>152</sup> Данилов Ю.А. Современное состояние глобальной научной дискуссии в области финансового развития // Вопросы экономики. – 2019. - № 3. – с. 29-47. Петров М.В., Плисецкий Д.Е. Повышение роли финансового сектора в реформировании экономики России // Финансы и кредит. – 2010. - № 40 (424). – с. 44-56. Шарков Н.Н. Развитие финансовой инфраструктуры России как необходимое условие обеспечения экономического роста в условиях финансовой глобализации // Финансы и кредит. – 2015. - № 29. – с. 47-60.

Сторонники положительного влияния используют термин «финансовое развитие», обосновывают важность финансовых рынков в экономическом развитии (многообразие источников финансирования стимулирует экономическую активность, облегчает доступ к финансированию и сокращает бедность).

Согласно их позиции, считающейся экономическим мейнстримом о взаимосвязи финансов и экономического роста, финансовый сектор, увеличивая совокупные сбережения и предоставляя заблаговременную информацию о возможных инвестициях, направляет финансовые ресурсы в реальный сектор экономики, чтобы ускорить накопление физического капитала в результате экономического роста. Кроме того, финансовый сектор повышает конкуренцию фирм за финансирование, стимулируя инновации и повышение эффективности.

Сторонники отрицательного влияния говорят о наблюдаемом ими явлении финансиализации, под которым понимают приобретение ФС чрезмерной роли в экономике страны, а также о перетоке трудовых и финансовых ресурсов из реальной экономики в финансовый сектор, что сказывается на долгосрочном замедлении экономического роста.

Феномен финансиализации, в частности, проявляется в том, что руководители нефинансовых корпораций (НФК) предпочитают инвестировать финансовые ресурсы компании в финансовые рынки, а не в операционную деятельность. Это происходит по целому ряду причин, таких как: более высокая процентная ставка на финансовых рынках по сравнению с реальной экономикой, получение более высокой прибыли с низким риском в краткосрочной перспективе.

В итоге, принимаемые инвестиционные решения обуславливают развитие финансового сектора, так как финансовые ресурсы реальной экономики не вливаются в реальную экономику, а переводятся в финансовый сектор.<sup>153</sup>

---

<sup>153</sup> *Krippner G.R.* The Financialization of the American Economy // *Socio-Economic Review*. – 2005. - № 3(2). – p. 173-208. *Orhangazi Ö.* Financialization and Capital Accumulation in the Non-Financial Corporate Sector: A Theoretical and Empirical Investigation of the U.S. Economy: 1973-2003. – PERI Working Paper. - № 149. – 56 p. <https://doi.org/10.7275/1282799>.

Ряд исследователей подчеркивает важность рассмотрения финансов при анализе факторов экономического роста, однако не делает однозначного вывода о направленности влияния (сторонники двойственного влияния). Хотя финансовый сектор и должен обслуживать реальную экономику, в некоторых случаях часть финансовых ресурсов, предназначенных для инвестирования в реальный сектор, оседает на финансовых рынках.

Таким образом, финансовый сектор может развиваться в двух направлениях: обслуживать реальную экономику и, противоположно своей природе, «выкачивать» из нее ресурсы в результате феномена финансиализации. В таблице 6 отражены различные подходы к оценке влияния финансов на экономический рост.

Таблица 6 – Подходы к оценке влияния финансов на экономический рост

| Положительное влияние  | Отрицательное влияние   | Двойственное влияние  |
|--|---|---|
| <p><i>А. Льюис, Х. Патрик, М. Миллер, Дж. Гринвуд, Б. Йованович, С. Зервос, В. Бенсивенга, Б. Смит, Р. Голдсмит, Р. Левин, Н. Лоайза, Т. Бек, Р. Раджан</i></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• финансовые посредники и финансовые рынки имеют значение для ЭР, финансовое развитие положительно влияет на ЭР на горизонте нескольких десятилетий, финансиализация и ЭР имеют устойчивую положительную связь, вплоть до начала XXI в. ФС способствовал развитию наукоемких отраслей в развитых странах</li> <li>• последовательная двунаправленная причинно-следственная связь: на 1-м этапе экономического развития ФС создает новые инструменты для удовлетворения растущих потребностей фирм и домохозяйств (ЭР предоставляет средства для внедрения дорогостоящих финансовых структур, при этом ФС сам разрастается); на 2-м этапе ФС сам создает потребности реального сектора, которые можно удовлетворить только на финансовом рынке.</li> <li>• финансовое посредничество способствует ЭР за счет: <ol style="list-style-type: none"> <li>1) диверсификации источников финансирования и рыночной ликвидности</li> <li>2) ослабления внешних финансовых ограничений для компаний за счет финансового развития</li> <li>3) получения более высокой нормы прибыли на капитал</li> <li>4) более эффективной трансформации сбережений в инвестиции</li> <li>5) накопления капитала и повышения производительности</li> <li>6) снижения вредной для экономики ликвидации капитала</li> </ol> </li> <li>• также банковское кредитование частного сектора значимо влияет на ЭР</li> <li>• однако размер фондового рынка не связан с ЭР</li> </ul> | <p><i>В. И. Ленин, Р. Гильфердинг, Р. Люксембург, Р. Лукас, Г. Мэгдоф, П. Суизи, Дж. Эпштейн, Т. Пэлли, Д. Томаскович-Деви, Н. Мейерс, К. Лин, Э. Хайн, С. Хаджиабади, И. М. Теняков, Г. А. Родина</i></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• финансы не являются фактором ЭР, обеспечивают потребности реального сектора; финансовое развитие имеет значимое негативное влияние на ЭР</li> <li>• из-за финансиализации реального сектора: <ol style="list-style-type: none"> <li>1) работники и государство проигрывают, а кредиторы и акционеры выигрывают</li> <li>2) глобальная экономическая система становится хрупкой</li> <li>3) возникают проблемы с формированием совокупного спроса</li> <li>4) снижается уровень инвестиций в основной капитал</li> <li>5) растет неравенство</li> </ol> </li> <li>• возрастает значение финансовых рынков, мотивов, институтов и элиты в экономике и государственном строе на национальном и международном уровнях</li> <li>• меняются структура финансового рынка и проводимые на нем операции, изменяются поведение нефинансовых корпораций и экономическая политика</li> <li>• капитал накапливается в финансовой форме (за счет образования финансовых пузырей и переоценки имущества), богатство перераспределяется от одних собственников к другим, не способствуя ЭР</li> <li>• роль финансового капитала нарастает, компании ФС имеют преференции («привилегированные правила»)</li> <li>• финансовый капитал имеет фиктивный характер, существуют препятствия на пути реализации им своего предназначения (содействия ЭР)</li> <li>• происходит переход от фиктивного капитала (титула собственности на реальные активы) к виртуальному (не влияющему на ЭР)</li> </ul> | <p><i>Й. Шумпетер, У. Баджот, Дж. Герли, Э. Шоу, Р. Маккиннон, Дж. Робинсон, Г. Криппнер, О. Орхангази, Н. Цван, Л. Цульфидис, И. Муса, Х. Занг, Я. Ким, В. В. Иванов, С. К. Дубинин; Л. Л. Игонина</i></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• игнорирование финансов ограничивает понимание ЭР, но необходимо сдержанно оценивать их роль; они имеют свои «героическую» и «злодейскую» стороны</li> <li>• ФС может быть как фактором ЭР, так и причиной экономической турбулентности</li> <li>• нет прямой причинно-следственной связи между финансовым развитием и ЭР</li> <li>• финансиализация способствовала развитию реального сектора до тех пор, пока не изменилась качественно</li> <li>• финансовое развитие – следствие ЭР, результат возросшего спроса на финансовые услуги</li> <li>• «надлежащее распределение капитала и рисков в экономике» – важный катализатор ЭР; но процент играет негативную роль в ЭР</li> <li>• компании инвестируют в финансовые рынки, а не производство; в то же время благодаря этому растут доверие кредиторов и доступность финансов, что может увеличить реальные инвестиции</li> <li>• финансиализация сопоставима с явлениями «ревущих 1920-х» и не предполагает совершенно иную стадию финансового капитализма</li> <li>• необходимо исследовать группы интересов, возможности реализации политики государства всеобщего благосостояния и проведения институциональных изменений, способствующих ЭР</li> </ul> |

Источник: составлено автором на основе обзора отечественной и зарубежной литературы по теме взаимосвязи финансов и экономического роста.

### Эмпирические свидетельства финансиализации в мировой экономике.

Расцвет финансиализации, сопровождаемый усилением роли ФС и снижением роли промышленности, графически лучше всего изображается на так называемом «американском кресте», представленном на рисунке 12.

Так, за 75 лет доля обрабатывающей промышленности в ВВП США сократилась с 28,1% (максимальное значение – 1953 г.) до 10,6% (минимальное значение – 2020 г.). Доля ФС выросла с 10,3% в 1947 г. до 21,8% (максимальное значение – 2020 г.). Другими словами, если исключить ФС, то ВВП США в 2020 г. составил бы всего 16467,8 млрд долл. вместо 21060,5 млрд долл.

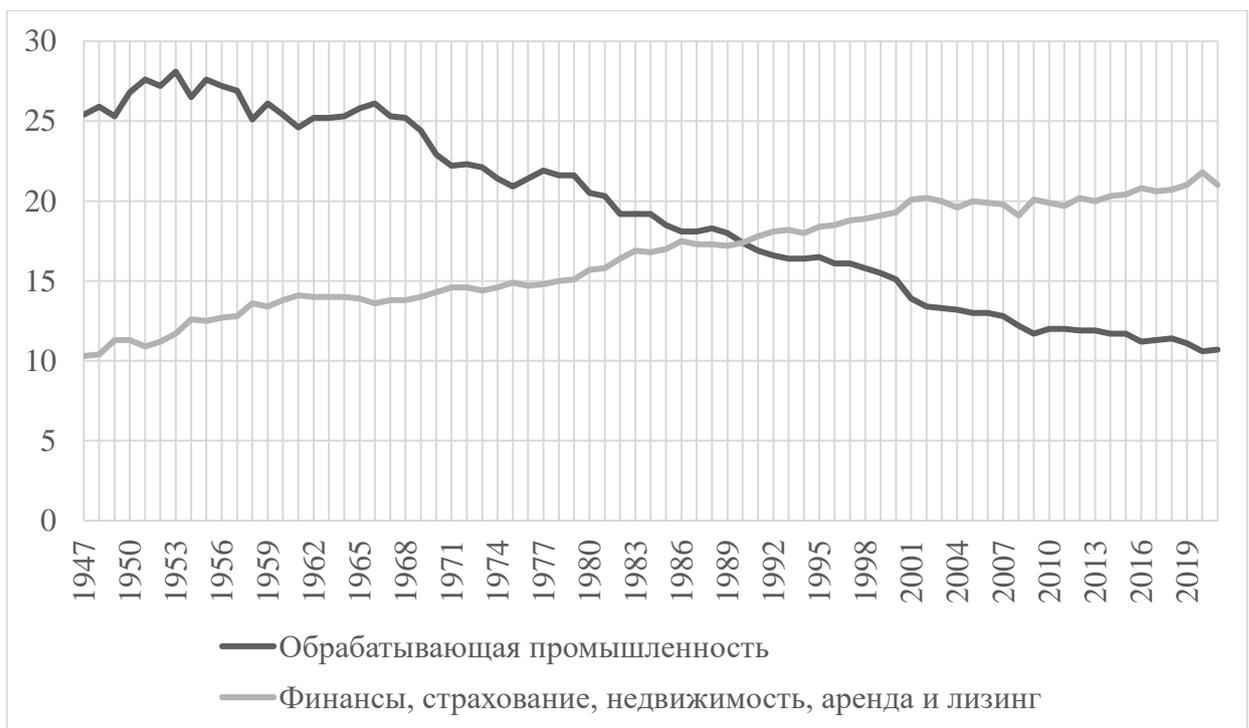


Рис. 12. Доля финансовых услуг (восходящая линия) и обрабатывающего производства (нисходящая) в ВВП США в 1947–2021 гг.

Источник: составлено по: Бюро экономического анализа.  
[bea.gov](http://bea.gov) (дата обращения: 29.04.2023).

Кроме создаваемых диспропорций и дезорганизации структуры экономики (по Р. Буквичу, финансовый капитал «трансформируется в фиктивный и виртуальный капитал» и отделяется от производственной сферы), финансиализация приводит к росту цен на активы, тем самым дополнительно разогревая проинфляционные ожидания и стимулируя спекуляции, ведущие к возникновению финансовых пузырей. Ярким подтверждением служат

периодически наблюдаемые признаки ипотечных пузырей как в развитых странах, так и в России.<sup>154</sup> Возникающие пузыри неизбежно лопаются, вызывая кризисные явления в экономике.

**Финансиализация в США и Великобритании.** Исследуя влияние финансиализации на экономику страны, необходимо определить ее ключевые аспекты, прямо или косвенно влияющие на экономический рост. К наиболее значимым проявлениям финансиализации можно отнести: максимизацию акционерной стоимости корпорации (в качестве основного инструмента используются финансовые сделки обратного выкупа акций), повышение долгового бремени компании, усиление неравенства и переток наиболее квалифицированных трудовых ресурсов в финансовую сферу.

Концепция максимизации ценности для акционеров подразумевает под собой нацеленность акционеров и топ-менеджеров компании на повышение биржевых котировок акций своей компании любыми способами.<sup>155</sup>

Максимизация ценности для акционеров стимулирует принятие решений, нацеленных на извлечение краткосрочных выгод, и сокращает долгосрочные инвестиции в инновации (в т. ч. в НИОКР) и реальные капитальные блага. В долгосрочной перспективе сдерживается рост производительности и, как следствие, ограничиваются перспективы повышения заработной платы работников. Далее сокращается внутренний спрос и стремление инвестировать в целом, вызывая замедление.<sup>156</sup>

Для многих корпораций основным способом краткосрочного повышения стоимости собственных акций является финансовая сделка обратного выкупа акций (ОВА) у инвесторов, осуществляемая в ущерб долгосрочному

<sup>154</sup> Буквич Р.М., Оцич Ч. Финансиализация и современные экономические кризисы // Вестник НГИЭИ. – 2013. - № 22–3. – с. 3-17. Колодко Г.В. «Дефицитфляция» 3.0: экономика военного времени – государственный социализм – кризис на фоне пандемии // Вопросы экономики. – 2021. - № 10. – с. 5-26.

<sup>155</sup> Салихова И.С. Дисфункции монетарно-либеральной модели экономики в условиях нарастания сложностей хозяйственных отношений // Устойчивое развитие: исследования, инновации, трансформация. Материалы XVIII Международного конгресса с элементами научной школы для молодых ученых. – Том 1. – М.: Издательство: Московский университет им. С.Ю. Витте. – 2022. – 1546 с.

<sup>156</sup> Маццукато М. Ценность всех вещей: Создание и изъятие в мировой экономике / пер. с англ. – М.: Изд. дом Высшей школы экономики. – 2021. – 408 с.

реинвестированию прибыли в производство. При этом инвесторам разъясняется, что практика обратного выкупа необходима для максимизации получаемого ими дохода, зависящего от биржевых котировок акций компании. На самом же деле, не секрет, что среди главных бенефициаров ОВА оказываются топ-менеджеры компаний, чей доход сильно зависит от льготных опционов, входящих в их совокупное вознаграждение.

Таким образом, ОВА является осознанным выбором «изымания» резервов денежных средств, которые могли бы пойти на инвестиции в долгосрочные проекты компании, тем самым подвергая опасности способность компании формировать долгосрочную доходность. Причем покупка собственных акций корпорации происходит в момент, когда биржевые котировки ее акций находятся на высоком уровне.

По результатам анализа распределения прибыли 449 компаний списка S&P 500 за период 2003–2012 гг., на капитальные инвестиции пошло лишь 9%. Оставшуюся прибыль компании израсходовали на выплату дивидендов и ОВА. В абсолютном выражении на обратный выкуп собственных акций было направлено 2,4 трлн долларов.<sup>157</sup> По подсчетам S&P Global, за последние 10 лет компании из списка S&P 500 потратили более 6,6 трлн долларов на ОВА, что примерно в 2,5 раза больше расходов на ОВА за предшествующее десятилетие.<sup>158</sup>

Кроме описанных выше негативных последствий финансиализации, в работе М. Маццукато на примере сфер домов престарелых и водоснабжения в Великобритании показано как максимизация акционерной стоимости повышает долговое бремя компании. При этом увеличиваются вознаграждения владельцев (это присуще и работе фондов прямых инвестиций), но снижаются доходы наемных работников, тем самым увеличивается неравенство.

В работах Буквича Р., Козырева В., Салиховой И. показано как увеличение неравенства замедляет экономическое развитие, прежде всего из-за снижения

---

<sup>157</sup> Там же.

<sup>158</sup> Press Release. S&P Dow Jones Indices. – 2023. Электронный ресурс: URL: [spglobal.com/spdji/en/documents/index-news-and-announcements/20230614-sp-500-buyback-q1-final-press-release.pdf](https://spglobal.com/spdji/en/documents/index-news-and-announcements/20230614-sp-500-buyback-q1-final-press-release.pdf), дата обращения: 11.09.2023.

потребительского спроса (более состоятельные люди менее склонны к расходам), а также из-за спада инвестиционного спроса.

Другим проявлением финансиализации является переток лучших трудовых ресурсов в финансовую сферу. Финансиализация за счет более высокого уровня доходов в ФС косвенно стимулирует переток наиболее квалифицированных специалистов из реального сектора экономики. Так, например, доля выпускников программы МВА Гарвардской школы бизнеса, трудоустроившихся в ФС по окончании программы, увеличилась с 11% в 1965 г. до 41% в 1985 г.<sup>159</sup> и в настоящий момент продолжает расти – каждый второй выпускник программы 2022 г. работает в финансовой индустрии.<sup>160</sup>

**Финансиализация в России.** Для российской экономики финансиализация не так характерна, как для рассмотренных выше экономик США и Великобритании. Более того, по оценкам С. К. Дубинина, масштаб финансиализации экономики оценивается как крайне ограниченный, близкий к «дефинансиализации». Отмечается низкая степень развития институтов отечественной экономики, отвечающих за преобразование инвестиций в долгосрочные производственные проекты. Кроме того, возможность привлечения зарубежного финансирования сильно ограничена из-за геополитической обстановки и политики санкций, направленных против экономики России. В этой связи необходима разработка и реализация мер, направленных на привлечение финансирования от инвесторов из дружественных стран.

Российской финансовой системе также присуща низкая степень развития коллективного инвестирования, посредством которого распределяются средства инвестиционных и пенсионных фондов. Учитывая низкий уровень развития

---

<sup>159</sup> Маццукато М. Ценность всех вещей: Создание и изъятие в мировой экономике / пер. с англ. – М.: Изд. дом Высшей школы экономики. – 2021. – 408 с.

<sup>160</sup> Review HBS Hiring Trends. Employment Data. – Harvard Business School. Электронный ресурс: URL: [hbs.edu/recruiting/employment-data/Pages/default.aspx](https://hbs.edu/recruiting/employment-data/Pages/default.aspx), дата обращения: 20.03.2023.

коллективных инвестиций, основой для формирования долгосрочных инвестиций в капитал российских компаний могут стать средства розничных инвесторов.<sup>161</sup>

Для трансформации так называемых длинных денег в долгосрочные инвестиции государством реализуется ряд программ. Во-первых, привлекаются частные инвестиции для производства приоритетных продуктов. Так, в ближайшие восемь лет, до конца 2030 г., в национальную экономику планируется привлечь 10 триллионов рублей частных инвестиций, из которых 2 триллиона – уже в текущем 2023 г. Для реализации этой цели запущена инвестиционная платформа, позволяющая осуществлять льготное долгосрочное кредитование.

Также расширена программа промышленной ипотеки, способствующая строительству, модернизации и реконструкции производственных помещений и программа госгарантий для поддержки отечественной промышленности. Ожидается, что это обеспечит капиталовложения в наиболее приоритетные задачи. Отдельно прорабатывается инициатива, позволяющая направить долгосрочные сбережения граждан в виде пенсионных накоплений в негосударственные пенсионные фонды, обеспечивающие коллективное инвестирование.<sup>162</sup>

Кроме того, процессу финансиализации в России сопутствует процесс огосударствления экономики.<sup>163</sup> Это связано с преобладанием государства в большинстве сегментов и процедур фондового рынка и банковской системы страны. Учитывая, что первоочередными целями государства являются создание общественных благ и развитие инфраструктуры, а не максимизация прибыли, снижается риск возникновения финансовых пузырей и раздувания акционерной стоимости компаний с государственным участием.

---

<sup>161</sup> Анкудинов А.Б., Батаева Б.С. Структура собственности и рыночная стоимость: эмпирический анализ российских публичных компаний. – Управленец. – 2021. – Том 12. - № 2. с. 35-45.

<sup>162</sup> Шукин П. В России захотели найти 10 триллионов рублей частных инвестиций. – Лента.ру. – 2023. Электронный ресурс: URL: [lenta.ru/news/2023/05/04/nado](https://lenta.ru/news/2023/05/04/nado), дата обращения: 04.05.2023.

<sup>163</sup> Агеева С.Д. Финансиализация и усиление влияния государства в России // ЭКО. – 2022. - № 3. – с. 108-129.

Вдобавок, за счет реализации национальных проектов достигается наиболее эффективная трансформация сбережений в инвестиции.<sup>164</sup> В то же время, учитывая относительно более благоприятные условия доступа государства к финансовым ресурсам, рынкам и технологиям, по сравнению с частными инвесторами, перед государством стоит гораздо большая ответственность за национальное развитие, а также за стимулирование инвестиций в развитие компаний, чья деятельность направлена на реализацию долгосрочных инфраструктурных и общественных проектов.

Отдельно стоит остановиться на дивидендной политике российских организаций. Прежде всего, нужно отметить различия в целях российских и западных компаний, отраженных в миссии компании. Если западные корпорации в качестве миссии чаще всего фиксируют максимизацию прибыли ее акционеров, то в российских компаниях чаще декларируются цели долгосрочного развития и модернизации производства.<sup>165</sup> В то же время в работе<sup>166</sup> отмечается недостаточность средств, выделяемых российскими компаниями на модернизацию производства с целью долгосрочной окупаемости инвестированных средств.

Особенностью выплаты дивидендов российскими компаниями, по сравнению с американскими, является зависимость от размера чистой прибыли. Корпорации США придерживаются политики стабильности уровня дивидендных выплат независимо от прибыли, что может объясняться степенью развитости финансового рынка и конкуренции. В целом, российские компании проводят более сдержанную политику дивидендов.<sup>167</sup>

---

<sup>164</sup> Седова Ю.М. Механизм трансформации в сбережения // Российское предпринимательство. – 2016. – Том 17. – № 4. – с. 555-572.

<sup>165</sup> Баранова Е.С., Казаченко Л.Д. Влияние дохода и прибыли на дивидендную политику компаний // Вестник ЗабГУ. – 2019. – Том 25. - № 2. – с. 114-126.

<sup>166</sup> Белемаева А.В., Калимуллин Д.М. Актуальные особенности распределения прибыли в российских организациях // Экономика и бизнес. – 2020. - № 1–1 (59). – с. 31-34.

<sup>167</sup> Баранова Е.С., Казаченко Л.Д. Влияние дохода и прибыли на дивидендную политику компаний // Вестник ЗабГУ. – 2019. – Том 25. - № 2. – с. 114-126.

В то же время российские компании традиционно демонстрируют один из самых высоких в мире уровень дивидендной доходности.<sup>168</sup> В связи с этим необходимо отметить, что стратегия компаний, подразумевающая увеличение доли чистой прибыли, направляемой на выплату дивидендов, может вызвать риски «проедания» капитализации.<sup>169</sup> Для стимулирования инвестиций обсуждается правительственная инициатива введения повышенного (до 25–30%) налога на дивиденды для компаний, выплачивавших дивиденды, превышавшие инвестиции в последние 5 лет.<sup>170</sup>

В текущих экономических условиях, связанных с обострением мировой геополитической ситуации и режимом множественных санкций, большинство российских публичных компаний, ранее регулярно выплачивавших дивиденды, делают выбор в пользу капитального инвестирования и поддержки ликвидности для адаптации к новым экономическим условиям. В связи с этим выплата ими дивидендов отменяется или переносится. На рисунке 13 представлены результаты анализа распределения прибыли российских организаций в 2013–2022 гг.

На графике видно, что за рассматриваемый промежуток времени доля прибыли, направленной на выплату дивидендов, имела понижающую динамику и, в среднем, составляла 29%. Оставшаяся часть прибыли, за исключением операций ОВА, шла на инвестиции в развитие компании.

---

<sup>168</sup> Гусева И.А., Петров А.В. Перспективы выплаты российскими публичными компаниями дивидендов в условиях экономических санкций // Инновации и инвестиции. – 2022. - № 5. – с. 95-100.

<sup>169</sup> Абрамов А.Е., Чернова М.И. Щедрые дивиденды в России: главные риски. – ЭЖОНС. – 2022. Электронный ресурс: URL: [econs.online/articles/finansy/shchedrye-dividendy-v-rossii-glavnye-riski](https://econs.online/articles/finansy/shchedrye-dividendy-v-rossii-glavnye-riski), дата обращения: 10.04.2023.

<sup>170</sup> Налог на дивиденды: кто должен платить, сроки, как рассчитать. – МИА «Россия сегодня». – 2022. Электронный ресурс: URL: [ria.ru/20220322/nalog-1779466757.html](https://ria.ru/20220322/nalog-1779466757.html), дата обращения: 04.04.2023.



Рис. 13. Чистая прибыль, дивидендные выплаты и доля прибыли российских компаний, направленной на дивиденды в 2013–2022 гг.

Источник: составлено по: Национальное рейтинговое агентство. [ra-national.ru](http://ra-national.ru). Росстат. [rosstat.gov.ru](http://rosstat.gov.ru). Минфин. [minfin.gov.ru](http://minfin.gov.ru) (дата обращения: 05.05.2023).

ОВА до недавних пор был редким явлением для российского рынка, значительно уступая в объемах странам с высокой степенью финансиализации. Так, если в США соотношение объема ОВА и дивидендов примерно равное, то в России объемы ОВА в десятки раз меньше объема дивидендов. Однако это может измениться в связи с последними событиями.

На фоне снижения котировок российских компаний из-за геополитики и санкций, компании, в том числе с государственным участием, планируют проведение масштабных программ ОВА.<sup>171</sup> За счет этого планируется повысить капитализацию компаний, однако в конечном счете это может отрицательно сказаться на объеме средств, направляемых на развитие.

<sup>171</sup> Аседова Н. «Бум» байбэков в России. Поможет ли это фондовому рынку? – Финанс. – 2022. Электронный ресурс: URL: [finam.ru/publications/item/bum-baiybekov-v-rossii-pomozhet-li-eto-fondovomu-rynku-20220502-130000](http://finam.ru/publications/item/bum-baiybekov-v-rossii-pomozhet-li-eto-fondovomu-rynku-20220502-130000), дата обращения: 23.04.2023.

**Выводы.** До 1960-х гг. финансовый сектор экономики отвечал задачам поддержки индустриального развития и экономического роста, будучи подчиненным реальному сектору экономики. Благодаря накоплению капитала и осуществлению инвестиций в производство, повышались производительность и уровень дохода работников, увеличивая платежеспособный спрос, за которым следовал рост выпуска товаров и услуг.

Со временем качественный характер влияния финансовой сферы на экономическое развитие изменился: в результате финансиализации финансовый сектор перешел от подчиненности реальному сектору экономики к диктату над ним, сформировав новый вид хозяйства: финансовое хозяйство. В новом типе хозяйства сформировались свои собственные законы производства и развития, и всему обществу были спущены новые правила игры.

Большое значение в понимании причин полярности взглядов на влияние финансов на экономический рост имеют изначальные концептуальные взгляды исследователей, а также конкретный этап развития финансов, потому что с течением времени их роль в обеспечении экономического роста изменялась.

В исследованиях, посвященных финансовому развитию, обосновывается положительное влияние финансового сектора на экономический рост за счет стимулирования экономической активности. В литературе, посвященной финансиализации, выявляется большое количество негативных последствий чрезмерного финансирования. Однако даже в этих исследованиях признается, что роль, которую играет дисциплинированный и отрегулированный финансовый сектор, имеет важное значение для роста.

В аналитической справке (Policy Note) № 27 Организации экономического сотрудничества и развития, ОЭСР (*Organisation for Economic Co-operation and Development, OECD*) от 2015 г., посвященной влиянию финансов на ЭР, авторы задаются вопросом: как добиться того, чтобы ФС вернулся к выполнению своей функции поддержки ЭР?

Отметим, что в ОЭСР оперируют понятием инклюзивного роста, подразумевающего ЭР, охватывающий широкие слои, что особенно актуально в

контексте финансиализации, усугубляющей проблему неравенства.<sup>172</sup> Там же отмечается, что финансы являются жизненно важным компонентом ЭР, но в настоящий момент объем их использования в экономике чрезмерен, и используются они не по назначению (не соответствует потребностям реального сектора).

В ОЭСР подмечают, что последние 50 лет объем кредитования домашних хозяйств и предприятий банками и другими учреждениями рос в три раза быстрее, чем экономическая активность. Дальнейшее увеличение объема кредитования на этом уровне, вероятно, замедлит долгосрочный ЭР и усилит неравенство.<sup>173</sup> Раздутый ФС и проблема финансиализации характерны для большинства развитых стран. ОЭСР подчеркивает, что ФС необходимо «вылечить», очевидно констатируя признаки его текущей «болезни».

Развитым странам, для которых характерна проблема замедления ЭР из-за финансиализации, рекомендуется проводить политику, направленную на стимулирование инвестиций в компании, чья деятельность сфокусирована на создании долгосрочной ценности за счет долгосрочных инвестиционных проектов, а не на максимизации биржевых котировок компании.

Компании, осуществляющие сложные инвестиции, повышающие уровень подготовки своих работников, внедряющие рискованные технологии и вкладывающиеся в НИОКР, при принятии инвесторами решений об инвестициях, должны быть предпочтительнее компаний, занимающихся непроизводительными финансовыми сделками. Вдобавок, корпоративные ценности таких компаний должны соответствовать ценностям общества.

Для экономики России характерен низкий уровень развития финансовой сферы, более того, степень финансиализации экономики оценивается вплоть до *дефинансиализации*. Потенциально, отечественная экономика могла бы воспользоваться все увеличивающимся объемом мирового финансового рынка, в

---

<sup>172</sup> Cournède B., Denk O., Hoeller P. Finance and Inclusive Growth. – OECD Publishing. – 2015. Электронный ресурс: URL: [oecd-ilibrary.org/economics/finance-and-inclusive-growth\\_5js06pbhf28s-en](https://oecd-ilibrary.org/economics/finance-and-inclusive-growth_5js06pbhf28s-en), дата обращения: 24.04.2023.

<sup>173</sup> Там же.

случае эффективно работающих институтов, преобразующих свободные денежные средства в финансовые потоки, обеспечивающие долгосрочные проекты.

Однако, инвесторам следует быть настороженными и осуществлять инвестиции в те компании и проекты, которые действительно направлены на создание новой ценности для общества, а не на спекулятивные краткосрочные цели. В качестве примера успешно работающего механизма трансформации свободных денежных средств в долгосрочные инвестиции, или, иными словами, эффективного использования финансиализации для обеспечения поступления зарубежных инвестиций следует изучить опыт Китая и Индии.

В качестве мер, направленных на развитие национального финансового рынка, реализуются инициативы, стимулирующие повышение уровня частных инвестиций и развитие коллективного инвестирования. Также необходимо поддерживать ограниченный масштаб финансовых сделок ОВА для сохранения сложившихся пропорций при распределении прибыли, в первую очередь доли прибыли, направляемой на инвестиции в развитие.

В целом, экономикам, в которых ярко проявляются признаки замедления роста, вызванные финансиализацией, необходимо сойти с пути чрезмерной финансиализации и перейти на путь подлинного создания ценности за счет долгосрочных проектов, требующих существенно больше инвестиций из резервов денежных средств.

### **2.3. Оценка влияния финансиализации на экономический рост**

Для оценки влияния финансиализации необходимо произвести эконометрическое моделирование. Для оценки специфики ее влияния на экономики развитых и развивающихся стран мы выбрали США, Великобританию, Китай и Россию.

Оценка воздействия финансиализации на экономическое развитие осуществляется с помощью различных статистических показателей. Наиболее значимыми среди них являются: доля ФС в ВВП, соотношение инвестиций в

финансовый и реальный сектора экономики, объем и количество сделок на финансовых рынках и долговое бремя корпораций и государства.<sup>174</sup>

Одним из наиболее общепринятых и доступных статических показателей влияния финансов на экономический рост является доля финансового сектора в ВВП. Кроме того, в ряде работ для оценки анализируется структура доходов и расходов НФК: в качестве показателя финансиализации используются доходы от финансовой деятельности и финансовые платежи, осуществляемые НФК, в процентах от их денежного потока.<sup>175</sup> Также встречается оценка соотношения прибыли в финансовом и реальном секторах.<sup>176</sup>

В нашей работе для оценки уровня финансиализации экономики используются данные о доле финансового сектора в ВВП, что соответствует одному из встречающихся в литературе подходов.<sup>177</sup> Для оценки влияния фактора финансиализации мы модифицируем модель экономического роста Р. Солоу, в качестве модификатора выступает финансовый сектор.

При оценке показателя финансиализации учитываются следующие финансовые услуги: финансы, страхование и операции с недвижимостью. В расчете каждой страны в показатель берется свой конкретный перечень финансовых услуг. Так, например, в США в показатель включаются: федеральные резервные банки, кредитное посредничество и сопутствующая деятельность; ценные бумаги, товарные контракты и другие финансовые вложения; страховые компании и связанная с ними деятельность; фонды, трасты и другие финансовые инструменты.<sup>178</sup>

---

<sup>174</sup> *Иванов В.В.* Особенности финансиализации экономики России и ее влияние на экономический рост. – Социально-экономическое развитие России и Китая глазами российских и китайских экономистов. Монография. – СПб.: Скифия-Принт. – 2019. – 368 с. – с. 73-90.

<sup>175</sup> *Krippner G.R.* The Financialization of the American Economy // *Socio-Economic Review*. – 2005. - № 3(2). – p. 173-208. *Orhangazi Ö.* Financialization and Capital Accumulation in the Non-Financial Corporate Sector: A Theoretical and Empirical Investigation of the U.S. Economy: 1973-2003. – PERI Working Paper. - № 149. – 56 p.

<sup>176</sup> *Hajibadi S.R.A.* Investigating Finance-Growth Relationship by Considering Financialization Phenomenon: The Case of USA // *International Economic Studies*. – 2016. – Vol. 46. - № 2. – p. 51-68.

<sup>177</sup> *Tsaliki P., Tsoulfidis L.* Financialization Historically Contemplated. – MPRA Paper. - № 113634. – 2022. – 31 p.

<sup>178</sup> Там же.

Очевидным является факт роста доли финансового сектора в экономике со временем. Кроме расширения финансового сектора, усилились финансовые мотивы и практики, пронизывающие экономику. Однако, несмотря на это, не произошло наступление качественно нового этапа в эволюции капиталистической системы с точки зрения производственных отношений.

Поскольку финансовый сектор не является независимым от остальной экономики и, так как экономика вступает в фазу спада длинного цикла экономической активности Кондратьева, вследствие падения нормы прибыли в сочетании с падением процентной ставки становится более выгодным направление сбережений на финансовые рынки, а не инвестирование в реальную экономику. В результате падение прибыли и процентных ставок, по отдельности и в сочетании, становятся материальными условиями для перетока сбережений из производства в сторону финансовых «инвестиций» и, тем самым, становятся топливом для подъема финансиализации.

В связи с вышеизложенными доводами, в нашей модели не вводятся качественные показатели влияния финансиализации на вековую стагнацию, а объясняющая переменная ограничивается долей финансового сектора в национальной экономике.

**Оценка влияния финансиализации на экономический рост США.** В Приложении 1 приведены данные, характеризующие темпы прироста реального ВВП, занятости, инвестиций в основной капитал и долю финансового сектора в ВВП США, рассчитанные по данным Бюро экономического анализа.

По данным Приложения 1 построена эконометрическая модель, в которой в качестве зависимой переменной выступают темпы прироста реального ВВП,  $g$ , измеренные как процент к предыдущему году. Использовались наблюдения за 1946–2021 гг. Базовыми факторами экономического роста были выбраны труд и капитал, а в качестве переменной интереса — доля финансового сектора в ВВП США.

В качестве переменной труда взяты темпы прироста занятых (в процентах). Для этого использовались данные по количеству занятых в США и на их основе посчитаны темпы прироста (потеря — 1 год наблюдений).

Капитал в модели представлен данными о темпах прироста инвестиций в основной капитал (как часть ВВП) в реальном выражении, т. е. в постоянных ценах. Также в качестве оценки капитала рассматривались данные по стоимости основных фондов в постоянных ценах (по ним планировалось посчитать темпы прироста для модели), однако эти данные не очень качественные.

Таким образом, регрессорами в модели выступают темп прироста занятых, темп прироста инвестиций в основной капитал и доля финансового сектора в ВВП. Эконометрическая модель здесь и далее построена методом наименьших квадратов (МНК) в программном пакете gretl 1.10.1. Результаты эконометрического моделирования представлены в табл. 7.

Иначе говоря, было получено следующее уравнение, описывающее взаимосвязь темпа прироста реального ВВП США и трех перечисленных выше факторов:

$$g = 3,03580 + 0,574813 \hat{L} + 0,108811 \left(\frac{\hat{I}}{P}\right) - 0,0765586 F. \quad (1)$$

Из уравнения (1) следует, что при прочих равных условиях прирост занятых на 1 п.п. увеличивает прирост реального ВВП на 0,574813 п.п., прирост инвестиций в основной капитал на 1 п.п. увеличивает прирост реального ВВП на 0,108811 п.п., а прирост доли финансового сектора в ВВП США на 1 п.п. приводит к снижению динамики экономического роста на 0,0765586 п.п.

Модель является достаточно качественной ( $R$ -квадрат равен 0,839772), при этом переменные «*темпы прироста занятых*» и «*темпы прироста инвестиций в основной капитал*» значимы на 1%-м уровне, а переменная «*доля финансового сектора в ВВП*» значима на 5%-м уровне. Таким образом, подтверждается обратная зависимость между финансиализацией и динамикой реального ВВП.

Таблица 7 – Модель 1: МНК, зависимая переменная  $g$ , наблюдения 1947–2021 гг.  
( $T = 75$ )

| Показатели                             | Коэффициент | Стандартная ошибка | $t$ -статистика                             | $P$ -значение | Уровень значимости |
|--|-------------|--------------------|---|---------------|--------------------|
| Const                                  | 3,03580     | 0,644467           | 4,711                                       | 0,0000119     | 1% (***)           |
| $\hat{L}$                              | 0,574813    | 0,0648842          | 8,859                                       | $4,28e - 013$ | 1% (***)           |
| $\left(\frac{\hat{I}}{\hat{P}}\right)$ | 0,108811    | 0,0141564          | 7,686                                       | $6,37e - 011$ | 1% (***)           |
| $F$                                    | -0,0765586  | 0,0372854          | -2,053                                      | 0,0437        | 5% (**)            |
| Среднее зависимой переменной           |             | 3,078667           | Стандартное отклонение зависимой переменной |               | 2,425110           |
| Сумма квадратов остатков               |             | 69,73226           | Стандартная ошибка модели                   |               | 0,991032           |
| $R$ -квадрат                           |             | 0,839772           | Исправленный $R$ -квадрат                   |               | 0,833002           |
| $F(3,71)$                              |             | 124,0393           | $P$ -значение ( $F$ )                       |               | $3,66e - 28$       |
| Логарифмическое правдоподобие          |             | -103,6894          | Критерий Акаике                             |               | 215,3789           |
| Критерий Шварца                        |             | 224,6488           | Критерий Хеннана-Куинна                     |               | 219,0803           |
| Параметр $\rho$                        |             | 0,255466           | Статистика Дарбина-Уотсона                  |               | 1,337892           |

*Источник:* статистика модели, рассчитанная в gretl 1.10.1.

Как показывает анализ модели 1, наиболее значимыми факторами роста экономики США являются прямые экономические факторы – динамика занятых и инвестиций в основной капитал. Доля финансового сектора в ВВП, оценивающая степень финансовализации экономики, является косвенным фактором замедления экономического роста, однако влияние этого фактора меньше (коэффициент в уравнении (1) ниже).

**Оценка влияния финансовализации на экономический рост Великобритании.** Великобритания является одной из стран, для которых наиболее характерен феномен финансовализации (наряду с США).<sup>179</sup> Этим обусловлен выбор данной страны для анализа влияния финансов на экономический рост в развитых странах. В Приложении 2 приведены данные, характеризующие темпы прироста реального ВВП, занятости, инвестиций в основной капитал и долю финансового сектора в ВВП Великобритании, рассчитанные по данным Национальной статистической службы Великобритании

<sup>179</sup> Маццукато М. Ценность всех вещей: Создание и изъятие в мировой экономике / пер. с англ. – М.: Изд. дом Высшей школы экономики. – 2021. – 408 с.

и Организации экономического сотрудничества и развития, ОЭСР (Organisation for Economic Co-operation and Development, OECD).

По данным Приложения 2 построена эконометрическая модель, в которой в качестве зависимой переменной выступают темпы прироста реального ВВП,  $g$ , измеренные как процент к предыдущему году. Базовыми факторами экономического роста были выбраны труд и капитал, а в качестве переменной интереса — доля финансового сектора в ВВП Великобритании.

Использовались наблюдения за 1992–2019 гг. Статистика по ВВП и капиталу доступна за период с 1949 г., по труду с 1960 г., однако по отраслевой структуре ВВП — только с 1992 г, чем и обусловлен выбранный диапазон наблюдений.

В качестве переменной труда взяты темпы прироста занятых (в процентах). Для этого использовались данные по количеству занятых в Великобритании и на их основе посчитаны темпы прироста. Капитал в модели представлен данными о темпах прироста инвестиций в основной капитал (как часть ВВП) в реальном выражении, т. е. в постоянных ценах.

Таким образом, регрессорами в модели выступают темп прироста занятых, темп прироста инвестиций в основной капитал и доля финансового сектора в ВВП. Результаты моделирования представлены в таблице 8.

Иначе говоря, было получено следующее уравнение, описывающее взаимосвязь темпа прироста реального ВВП Великобритании и трех перечисленных выше факторов:

$$g = 6,25701 + 0,352821 \hat{L} + 0,240080 \left( \frac{\hat{I}}{P} \right) - 0,578624 F. \quad (2)$$

Из уравнения (2) следует, что при прочих равных условиях прирост занятых на 1 п.п. увеличивает прирост реального ВВП на 0,352821 п.п., прирост инвестиций в основной капитал на 1 п.п. увеличивает прирост реального ВВП на 0,240080 п.п., а прирост доли финансового сектора в ВВП Великобритании на 1 п.п. приводит к снижению ЭР на 0,578624 п.п.

Модель является вполне качественной ( $R$ -квадрат равен 0,78), при этом переменные «*темпы прироста инвестиций в основной капитал*» и «*доля финансового сектора в ВВП*» значимы на 1%-м уровне, а переменная «*темпы*

прироста занятых» значима на 5%-м уровне. Таким образом, подтверждается обратная зависимость между финансиализацией и реальным ВВП.

Таблица 8 – Модель 2: МНК, зависимая переменная  $g$ , наблюдения 1992–2019 гг. ( $T = 28$ )

| Показатели                             | Коэффициент | Стандартная ошибка | $t$ -статистика                             | $P$ -значение | Уровень значимости |
|--|-------------|--------------------|---|---------------|--------------------|
| Const                                  | 6,25701     | 1,35404            | 4,621                                       | 0,0001        | 1% (***)           |
| $\hat{L}$                              | 0,352821    | 0,135450           | 2,605                                       | 0,0155        | 5% (**)            |
| $\left(\frac{\hat{I}}{\hat{P}}\right)$ | 0,240080    | 0,0495562          | 4,845                                       | < 0,0001      | 1% (***)           |
| $F$                                    | -0,578624   | 0,157730           | -3,668                                      | 0,0012        | 1% (***)           |
| Среднее зависимой переменной           |             | 2,029475           | Стандартное отклонение зависимой переменной |               | 1,632076           |
| Сумма квадратов остатков               |             | 15,51837           | Стандартная ошибка модели                   |               | 0,804114           |
| $R$ -квадрат                           |             | 0,784225           | Исправленный $R$ -квадрат                   |               | 0,757253           |
| $F(3,24)$                              |             | 29,07563           | $P$ -значение ( $F$ )                       |               | 3,67e – 08         |
| Логарифмическое правдоподобие          |             | -31,46776          | Критерий Акаике                             |               | 70,93551           |
| Критерий Шварца                        |             | 76,26433           | Критерий Хеннана-Куинна                     |               | 72,56458           |
| Параметр $\rho$                        |             | -0,231440          | Статистика Дарбина-Уотсона                  |               | 2,448119           |

Источник: статистика модели, рассчитанная в gretl 1.10.1.

Как показывает анализ модели 2, значимыми факторами роста экономики Великобритании являются как прямые экономические факторы – динамика инвестиций в основной капитал и динамика занятых (значимость последнего меньше), так и косвенный фактор замедления экономического роста – доля финансового сектора в ВВП, оценивающая степень финансиализации экономики, причем влияние этого фактора больше (коэффициент в уравнении (1) выше).

**Оценка влияния финансиализации на экономический рост Китая.** В Приложении 3 приведены данные, характеризующие темпы прироста реального ВВП, инвестиций в основной капитал и долю финансового сектора в ВВП Китая, рассчитанные по данным МВФ и Национального бюро статистики Китая.

Отметим, что данные о занятости, приводимые Национальным бюро статистики Китая, являются несколько противоречивыми, что отражается на результатах эконометрического моделирования (переменная «темпы роста занятости» оказывается незначима). Поэтому модель для Китая строилась без учета указанной переменной, что, безусловно, снижает ее качество, однако, не

меняет общего вывода о влиянии на темпы роста реального ВВП остальных переменных (динамики реальных инвестиций и доли финансового сектора).

По данным Приложения 3 построена эконометрическая модель, в которой в качестве зависимой переменной выступают темпы прироста реального ВВП,  $g$ , измеренные как процент к предыдущему году. Базовым фактором экономического роста выбран капитал (переменная – темп прироста реальных инвестиций в основной капитал), а в качестве переменной интереса — доля финансового сектора в ВВП Китая. Использовались наблюдения за 1982–2022 гг. Результаты эконометрического моделирования представлены в таблице 9.

Иначе говоря, было получено следующее уравнение, описывающее взаимосвязь темпа прироста реального ВВП Китая и двух перечисленных выше факторов:

$$g = 8,9822 + 0,162856 \left( \frac{\hat{I}}{P} \right) - 0,261593 F. \quad (3)$$

Из уравнения (3) следует, что при прочих равных условиях прирост инвестиций в основной капитал на 1 п.п. увеличивает прирост реального ВВП на 0,162856 п.п., а прирост доли финансового сектора в ВВП Китая на 1 п.п. приводит к снижению динамики экономического роста на 0,261593 п.п. При этом переменная «*темпы прироста инвестиций в основной капитал*» значима на 1%-м уровне, а переменная «*доля финансового сектора в ВВП*» – значима на 5% уровне. Таким образом, подтверждается обратная зависимость между финансовализацией и динамикой реального ВВП Китая.

Таблица 9 – Модель 3: МНК, зависимая переменная  $g$ , наблюдения 1982–2022 гг. ( $T = 41$ )

| Показатели                         | Коэффициент | Стандартная ошибка | $t$ -статистика                             | $P$ -значение | Уровень значимости |
|------------------------------------|-------------|--------------------|---|---------------|--------------------|
| Const                              | 8,98220     | 1,38469            | 6,487                                       | <0,0001       | 1% (***)           |
| $\left( \frac{\hat{I}}{P} \right)$ | 0,162856    | 0,0252661          | 6,446                                       | <0,0001       | 1% (***)           |
| $F$                                | -0,261593   | 0,106476           | -2,457                                      | 0,0187        | 5% (**)            |
| Среднее зависимой переменной       |             | 9,220439           | Стандартное отклонение зависимой переменной |               | 3,021300           |
| Сумма квадратов остатков           |             | 115,9825           | Стандартная ошибка модели                   |               | 1,747046           |
| $R$ -квадрат                       |             | 0,682353           | Исправленный $R$ -квадрат                   |               | 0,665635           |

## Окончание таблицы 9

|                               |           |                            |          |
|-------------------------------|-----------|----------------------------|----------|
| $F(2,38)$                     | 40,81483  | $P$ -значение ( $F$ )      | 3,44e-10 |
| Логарифмическое правдоподобие | -79,49375 | Критерий Акаике            | 164,9875 |
| Критерий Шварца               | 170,1282  | Критерий Хеннана-Куинна    | 166,8595 |
| Параметр $\rho$               | 0,014616  | Статистика Дарбина-Уотсона | 1,792510 |

*Источник:* статистика по эконометрической модели, рассчитанная средствами программы gretl 1.10.1.

Как показывает анализ модели 3, для Китая также подтверждается негативное влияние финансиализации на экономический рост.

### Оценка влияния финансиализации на экономический рост России.

Проведем также эконометрическую проверку влияния финансиализации на экономический рост в России за период 2002–2022 гг. (за более ранний период возникает проблема сопоставимости данных, в частности, по доле финансового сектора в ВВП). Исходные данные для модели представлены в Приложении 4.

По данным Приложения 4 построена эконометрическая модель, в которой в качестве зависимой переменной выступают темпы прироста реального ВВП,  $g$ , измеренные в процентах к предыдущему году. Использовались наблюдения за 2002–22 гг. Базовыми факторами экономического роста выбраны труд и капитал, а в качестве переменной интереса — доля финансового сектора в ВВП России.

В качестве переменной труда взяты темпы прироста занятых (в процентах). Капитал в модели представлен данными о темпах прироста инвестиций в основной капитал в реальном выражении.

Таким образом, регрессорами в модели выступают темп прироста занятых, темп прироста инвестиций в основной капитал и доля ФС в ВВП. Результаты эконометрического моделирования представлены в таблице 10.

Таблица 10 – Модель 4: МНК, зависимая переменная  $g$ , наблюдения 2002–2022 гг. ( $T = 21$ )

| Показатели                             | Коэффициент | Стандартная ошибка | $t$ -статистика | $P$ -значение | Уровень значимости |
|--|-------------|--------------------|-----------------|---------------|--------------------|
| Const                                  | 12,5847     | 4,88730            | 2,575           | 0,0197        | 5%(**)             |
| $\hat{L}$                              | 0,963851    | 0,392201           | 2,458           | 0,0250        | 5%(**)             |
| $\left(\frac{\hat{I}}{\hat{P}}\right)$ | 0,330289    | 0,0466671          | 7,078           | <0,0001       | 1%(***)            |
| $F$                                    | -0,899372   | 0,365094           | -2,463          | 0,0247        | 5%(**)             |

Окончание таблицы 10

|                               |           |   |          |
|-------------------------------|-----------|---|----------|
| Среднее зависимой переменной  | 2,901578  | Стандартное отклонение зависимой переменной | 4,124399 |
| Сумма квадратов остатков      | 37,33876  | Стандартная ошибка модели                   | 1,482025 |
| $R$ -квадрат                  | 0,890249  | Исправленный $R$ -квадрат                   | 0,870881 |
| $F(3,17)$                     | 45,96535  | $P$ -значение ( $F$ )                       | 2,27e-08 |
| Логарифмическое правдоподобие | -35,84056 | Критерий Акаике                             | 79,68112 |
| Критерий Шварца               | 83,85921  | Критерий Хеннана-Куинна                     | 80,58787 |
| Параметр $\rho$               | -0,530142 | Статистика Дарбина-Уотсона                  | 2,252478 |

*Источник:* статистика по эконометрической модели, рассчитанная средствами программы gretl 1.10.1.

Иначе говоря, было получено следующее уравнение, описывающее взаимосвязь темпа прироста реального ВВП России и трех перечисленных выше факторов:

$$g = 12,5847 + 0,963851 \hat{L} + 0,330289 \left(\frac{\hat{I}}{P}\right) - 0,899372 F. \quad (4)$$

Из уравнения (4) следует, что при прочих равных условиях прирост занятых на 1 п.п. увеличивает прирост реального ВВП на 0,963851 п.п., прирост реальных инвестиций в основной капитал на 1 п.п. увеличивает прирост реального ВВП на 0,330289 п.п., а прирост доли финансового сектора в ВВП России на 1 п.п. приводит к снижению реального ВВП на 0,899372 п.п.

Модель является достаточно качественной ( $R$ -квадрат равен 0,890249), при этом переменная «*темпа прироста инвестиций в основной капитал*» значима на 1%-м уровне, а переменные «*темпа прироста занятых*» и «*доля финансового сектора в ВВП*» значимы на 5%-м уровне. Таким образом, подтверждается обратная зависимость между финансиализацией и динамикой реального ВВП. При этом, судя по коэффициентам модели, в России негативное влияние финансиализации на экономический рост оказывается сильнее, чем в США.

**Сравнение влияния финансиализации в США, Великобритании, КНР и России.** Для наглядности сопоставления влияния финансиализации на экономический рост в рассматриваемых странах, результаты эконометрического моделирования представлены в сводной таблице 11.

Таблица 11 – Модель: МНК, зависимая переменная  $g$ 

| Страна, период   | Показатели        | Коэффициент | Стандартная ошибка        | P-значение    | Уровень значимости |
|--|-------------------|-------------|---------------------------|---------------|--------------------|
| С Ш А,<br>1947–2021<br>( $T = 75$ )  | Const             | 3,03580     | 0,644467                  | 0,0000119     | 1% (***)           |
|  | $\hat{L}$         | 0,574813    | 0,0648842                 | $4,28e - 013$ | 1% (***)           |
|  | $(\widehat{I/P})$ | 0,108811    | 0,0141564                 | $6,37e - 011$ | 1% (***)           |
|  | $F$               | -0,0765586  | 0,0372854                 | 0,0437        | 5% (**)            |
|  | $R$ -квадрат      | 0,839772    | Исправленный $R$ -квадрат |               | 0,833002           |
| В е л и к о -<br>б р и т а н и я ,<br>1992–2019<br>( $T = 28$ ) <sup>180</sup> | Const             | 6,25701     | 1,35404                   | 0,0001        | 1% (***)           |
|  | $\hat{L}$         | 0,352821    | 0,135450                  | 0,0155        | 5% (**)            |
|  | $(\widehat{I/P})$ | 0,240080    | 0,0495562                 | < 0,0001      | 1% (***)           |
|  | $F$               | -0,578624   | 0,157730                  | 0,0012        | 1% (***)           |
|  | $R$ -квадрат      | 0,784225    | Исправленный $R$ -квадрат |               | 0,757253           |
| К и т а й ,<br>1982–2022<br>( $T = 41$ )                                       | Const             | 8,98220     | 1,38469                   | <0,0001       | 1% (***)           |
|  | $(\widehat{I/P})$ | 0,162856    | 0,0252661                 | <0,0001       | 1% (***)           |
|  | $F$               | -0,261593   | 0,106476                  | 0,0187        | 5% (**)            |
|  | $R$ -квадрат      | 0,682353    | Исправленный $R$ -квадрат |               | 0,665635           |
| Россия,<br>2002–2022<br>( $T = 21$ ) <sup>181</sup>                            | Const             | 12,5847     | 4,88730                   | 0,0197        | 5% (**)            |
|  | $\hat{L}$         | 0,963851    | 0,392201                  | 0,0250        | 5% (**)            |
|  | $(\widehat{I/P})$ | 0,330289    | 0,0466671                 | <0,0001       | 1% (***)           |
|  | $F$               | -0,899372   | 0,365094                  | 0,0247        | 5% (**)            |
|  | $R$ -квадрат      | 0,890249    | Исправленный $R$ -квадрат |               | 0,870881           |

Источник: статистика по эконометрической модели, рассчитанная средствами программы gretl 1.10.1.

Как показывает анализ модели для всех рассматриваемых стран подтверждается обратная зависимость между финансиализацией и динамикой реального ВВП. Для всех рассмотренных стран модель является достаточно качественной ( $R^2 > 0,5$ ).

**Выводы.** Финансиализация является одним из значимых факторов замедления экономического роста. Благодаря проведенному эконометрическому моделированию удалось количественно оценить степень отрицательного влияния финансиализации на экономический рост в экономиках развитых и развивающихся стран.

<sup>180</sup> Статистика по ВВП и капиталу для Великобритании доступна за период с 1949 г., по труду с 1960 г., однако по отраслевой структуре ВВП – только с 1992 г, чем и обусловлен выбранный диапазон наблюдений.

<sup>181</sup> Выбран период 2002–2022 гг., поскольку за более ранний период возникает проблема сопоставимости данных, в частности, по доле финансового сектора в ВВП.

Полученные эмпирические выводы совпадают с выводами исследователей одного из направлений в оценке влияния финансов на экономический рост, а именно с критиками финансиализации как явления, отражающего увеличение роли финансов в функционировании реальной экономики, а зачастую переноса стимула экономической деятельности с производства востребованных обществом товаров и услуг на извлечение экономической выгоды путем спекуляций и финансовых игр.

Также благодаря выводам, полученным в результате эконометрического моделирования, можно констатировать, что, планируя проведение политики экономического роста, наибольшее внимание необходимо уделять факторам, определяющим динамику занятых и инвестиций. Значимость динамики финансиализации как фактора замедления экономического роста США в целом подтверждают выводы Маццукато М., Буквича Р., Козырева В., Салиховой И. и других исследователей – сторонников дефинансиализации.

Необходимо вернуть главную роль реальному сектору экономики (сектору, где создается реальная ценность) и понизить значимость финансового сектора (сектора, где спекулятивно создается фиктивная стоимость).<sup>182</sup> Также необходимо поощрять трансформацию ресурсов, обращающихся в финансовой сфере, в ресурсы, направляемые на инвестиционные проекты, создающие долгосрочную ценность.

Для того, чтобы финансы способствовали экономическому росту, необходима качественное изменение их роли в экономической деятельности. Финансы должны служить целям и потребностям производства, то есть реального сектора экономики. Данный вывод подтверждается как для развитых, так и развивающихся стран. Это особенно актуально для российской экономики, не

---

<sup>182</sup> Буквич Р.М., Райнович Л.Д. Управление предприятием и интерес акционеров: концепция максимизации рыночной стоимости // Большая Евразия: развитие, безопасность, сотрудничество. – 2020. - № 3–1. – с. 283-290. Маццукато М. Ценность всех вещей: Создание и изъятие в мировой экономике / пер. с англ. – М.: Изд. дом Высшей школы экономики. – 2021. – 408 с. Салихова И.С. Дисфункции монетарно-либеральной модели экономики в условиях нарастания сложностей хозяйственных отношений / Устойчивое развитие: исследования, инновации, трансформация. Материалы XVIII Международного конгресса с элементами научной школы для молодых ученых. – Том 1. – М.: Издательство: Московский университет им. С.Ю. Витте. – 2022. – 1546 с.

имеющей за плечами такого богатого практического опыта функционирования финансовой системы, как в развитых странах. Россия имеет возможность построить финансовый рынок, отвечающий интересам реальной экономики, опираясь на зарубежный опыт финансового развития.

### Глава 3. Пути смягчения последствий вековой стагнации<sup>183</sup>

#### 3.1. Система мер, содействующих экономическому росту

Классический, но не единственный набор экономических мер, содействующих экономическому росту, включает меры денежно-кредитной и бюджетно-налоговой политики. Однако, прежде чем рассматривать этот комплекс мер, необходимо осветить аспекты стратегического планирования и управления и роли экономических отношений, а также меры демографической, структурной и промышленной политики.

**Стратегическое планирование и управление.** Меры стратегического планирования и управления являются одним из направлений смягчения последствий вековой стагнации, поскольку стратегический подход при планировании мер госполитики позволяет учесть несовершенства рыночной экономики и компенсировать их.<sup>184</sup>

Необходимость стратегического планирования обусловлена тем, что рыночный механизм не способен самостоятельно решать ряд задач. В странах с развитой и развивающейся экономикой планирование используется первоочередно для трансформации национальной экономики, ее перестройки в определенный срок и перехода из состояния отставания в положение лидера в технологическом и социальном-экономическом направлениях.

Опыт стран, применявших индикативное планирование в различные периоды своего экономического развития,<sup>185</sup> доказывает долгосрочную

---

<sup>183</sup> В данной главе использованы материалы, опубликованные в статье: *Власкин П.Г., Чичекина Е.М.* Сравнительный анализ мер по преодолению стагнации в развитых странах на примере США, Евросоюза и Японии // *Инновации и инвестиции.* – 2020. – № 9. – с. 46-49.

<sup>184</sup> *Аганбегян А.Г.* О необходимости планирования в новой России // *Планирование в рыночной экономике: воспоминания о будущем* / СПб.: ИНИР им. С.Ю. Витте: Центркаталог. – 2021. – с. 19-39. *Бодрунов С.Д.* Современная стратегия развития требует поворота к планированию // *Планирование в рыночной экономике: воспоминания о будущем* / СПб.: ИНИР им. С.Ю. Витте: Центркаталог. – 2021. – с. 9-18. *Диденко Д.В.* Опыт государственного стратегического планирования в СССР в теоретических и эмпирических исследованиях // *Экономические и социальные перемены: факты, тенденции, прогноз.* – 2019. – Т. 12. – № 5. – с. 211-228. *Клейнер Г.Б., Рыбачук М.А., Карпинская В.А.* Стратегическое планирование и системная оптимизация национальной экономики // *Проблемы прогнозирования.* – 2022. – № 3. – с. 6-15.

<sup>185</sup> К странам, имеющим опыт индикативного планирования, традиционно относят Францию, Японию, Южную Корею, Турцию, Индию, Китай и ряд других стран.

эффективность стратегического планирования в решении задачи стимулирования экономического роста.

В российской экономике применение системы стратегического планирования и управления требуется для снижения воспроизводственных дисбалансов, обусловленных, в частности, сырьевой направленностью национальной экономики. Первоочередно это относится к социальной сфере. Кроме того, применительно к комплексу задач по внедрению самых передовых технологий в производственные системы.

В относительно незрелой отечественной рыночной системе нет «двигателя», способного толкать вверх экономику. Это обусловлено несколькими причинами. Во-первых, к настоящему моменту нет сформировавшегося, с необходимой глубиной, рынка капитала. Во-вторых, во многих наиболее важных отраслях национального хозяйства нет эффективной конкурентной среды. В этом плане экономика России разительно отличается от других стран с рыночной экономикой, где этот фактор имманентно стимулирует экономический рост.

Кроме того, важно, чтобы стратегическое планирование и управление было ориентировано на перестройку текущей национальной экономической модели, с чрезмерной сырьевой составляющей, и отходу от нее к модели с более высоким эндогенным уровнем технологического прогресса, в первую очередь во вторичном и третичном секторах экономики.

Стратегическое планирование и управление, под предводительством сильного устойчивого государства, способно качественно трансформировать, улучшить и развить социально-экономическую систему, сделать ее более справедливой и равной. Таким образом, необходимо создание механизмов устойчивого экономического роста, один из которых – стратегическое планирование народного хозяйства, а другой, не менее мощный – рыночный «двигатель» экономики.

**Роль экономических отношений.** На долгосрочную экономическую динамику также воздействует и тип экономических отношений. Он может как тормозить, так и ускорять экономическую динамику. В современном ключе мы

наблюдаем усиление креативной деятельности и рост креатосферы (сферы творчества), развитие личности. По мнению ряда исследователей, преобладание творческой деятельности в различных отраслях экономики должно определять пострыночный способ координации экономики.<sup>186</sup>

Это новое для экономических отношений обстоятельство обусловлено возрастанием роли творчества, с потенциалом занятия им доминирующего положения в трудовой деятельности человека. Исследователи этого феномена при анализе нового характера экономических отношений выдвигают гипотезу о том, что постепенный переход от «репродуктивного, разделенного труда» человека к его творческой деятельности является закономерным. Соответственно, эта нарождающаяся структура общества имманентно будет креатосферой.<sup>187</sup>

В этой системе экономических отношений доминирование творчества в трудовой деятельности будет характеризовать степень развития производительной силы человека. Для того, чтобы содействовать цели экономического роста, важно, чтобы пострыночный способ координации в национальной экономике соответствовал распределению творческой деятельности по «отраслям» креатосферы. Важно, чтобы человек в такой системе был связан с культурными благами в качестве «средств производства» процесса со-творчества. Ценности человека и его мотивации будут определять возможности самореализации его потенциала и личностного развития.

Несмотря на естественный характер наблюдаемой трансформации, исследователи формулируют следующие ключевые предпосылки, определяющие переход общества к качественно новому типу экономических отношений: 1) повышение производительности труда, рост материального богатства, прогресс способов производства, формирующие базу для «социального освобождения»;

---

<sup>186</sup> Бугалин А.В., Колганов А.И. Глобальный капитал. – М.: ЛЕНАНД, – 2015. – 640 с. Лемешонок О.Б. К вопросу о концепции креатосферы А. В. Бугалина // Проблемы современной экономики. – 2015. - № 2 (54). – с. 61-63. Трубицын О.К. Развитие креатосферы в информационном обществе // Философия и гуманитарные науки в информационном обществе. – 2019. - № 2 (24). – с. 29-49. Флорида Р. Креативный класс: люди, которые меняют будущее / пер. с англ. – М.: Классика-XXI. – 2007. – 421 с.

<sup>187</sup> Бугалин А.В., Колганов А.И. Глобальный капитал. – М.: ЛЕНАНД, – 2015. – 640 с.

2) устойчивый долгосрочный прогресс креатосферы, являющийся импульсом для роста производительности труда и прогресса способов производства, в результате – личностного развития человека, и ведущий к превращению творчества в трудовой деятельности в ключевой фактор экономического развития.<sup>188</sup>

Таким образом, нарастает трансформация производственных отношений капитала и наемного труда, эксплуатации и воспроизводства, проходя длинный путь от сверхприбыли капиталиста, присущей монополистическому (империалистическому) этапу развития капитализма, к качественно новым экономическим отношениям, связанным с эксплуатацией творческого труда.

Природа этих новых экономических отношений демонстрирует, что эксплуатация креативного работника есть отчуждение капиталистом не столько созданной этим работником прибавочной стоимости, сколько определенной доли труда, основанного на творчестве, всего человечества, «всеобщего культурного богатства». У этого результата труда, отчуждаемого корпорацией как субъекта интеллектуальной собственности, нет стоимости, а есть определенная цена, позволяющая владельцу корпорации, осуществляющей творческую деятельность, получать «интеллектуальную ренту».<sup>189</sup>

Развитие креатосферы в национальной экономике, а также стимулирование трансформации экономических взаимоотношений к преобладанию творческой деятельности может способствовать смягчению последствий вековой стагнации и служить нестандартной мерой государственной политики.

**Меры демографической политики.** Замедление роста количества рабочей силы в национальной экономике, иначе говоря, людей трудоспособного возраста, является явным и прямым способом наблюдаемого негативного воздействия демографических тенденций на экономический рост.

Однако тенденции в динамике количества людей трудоспособного возраста влияют на страны совершенно по-разному. В странах, которые продвинулись в

---

<sup>188</sup> Бузгалин А.В., Колганов А.И. Глобальный капитал. – М.: ЛЕНАНД. – 2015. – 640 с.

<sup>189</sup> Там же.

своем демографическом переходе (в снижении рождаемости и смертности), наблюдается резкое, причем абсолютное, снижение темпов роста рабочей силы. Основные факторы демографического перехода включают ожидаемую продолжительность жизни, рождаемость и миграцию. В других странах, находящихся на ранней стадии демографического перехода, наблюдается резкий рост численности рабочей силы.

Необходимым основанием демографической политики является финансовая устойчивость организаций сферы здравоохранения и пенсионного обеспечения.

Роль стимулов и выверенных политических решений, таких как использование технологий для повышения производительности, повышение пенсионного возраста, открытость для иммиграции и увеличение участия женщин и пожилых работников в рабочей силе также имеют важное значение при планировании демографической политики.

Также для содействия экономическому росту за счет проведения демографической политики необходимо учитывать три основных способа изменения темпов роста производства с течением времени из-за изменения демографии.<sup>190</sup>

Во-первых, индивиды могут отработать больше часов, что повлияет как на объем производства, так и на совокупное предложение труда.

Во-вторых, происходят изменения в физическом капитале, поскольку люди сберегают и потребляют накопленные сбережения после выхода на пенсию. Мотивы сглаживания потребления гарантируют, что уровень сбережений изменяется темпами, отличными от темпов предложения рабочей силы.

В-третьих, возможно изменение качества труда. В частности, изменения в распределении работников, вызванные демографическими изменениями, изменяют средний уровень квалификации рабочей силы, что проявляется в раскладывании роста производительности труда на колебания средней производительности труда.

---

<sup>190</sup> Jones C. Aging, Secular Stagnation and the Business Cycle. – IMF. – 2018. – 45 p.

Соответственно, меры экономической политики демографического характера, направленные на стимулирование экономического роста в условиях вековой стагнации должны стимулировать действия экономических агентов и содействовать совершенствованию рынка труда таким образом, чтобы росла производительность труда.

Кроме того, возможным решением может стать проведение смелых структурных реформ, таких как увеличение годового рабочего времени и повышение пенсионного возраста, для решения проблемы высокой удельной стоимости рабочей силы в странах с дефицитом государственного бюджета.

В странах, проводящих реформы, которые открывают новые профессии и ведут к созданию новых отраслей, эти меры имеют первостепенное значение для содействия росту. Введение минимальной заработной платы является более рискованной политической мерой, но поддержка государственного сектора и установление в нем минимальной заработной платы могут быть частью стимулирующих мер.

**Меры структурной и промышленной политики.** Структурные реформы должны быть направлены на выявленные провалы рынка. Опыт стран Еврзоны предоставляет важные доказательства того, что структурная политика, которая позволяет направлять капитал в эффективное использование и, как следствие, стимулирует появление инноваций и новых изобретений, – имеет решающее значение.

Европейский опыт подчеркивает важность структурных реформ, которые обеспечивают перспективные возможности для бизнеса и инноваций. Потoki капитала способствуют устойчивому росту только в том случае, если они попадают в среду, в которой они могут стимулировать инвестиции, что отмечал ещё Э. Хансен.

Из современных исследователей этого направления стимулирования экономического роста также придерживается Р. Гордон, поскольку, по его мнению, структурный спад в экономике связан с нехваткой инноваций и замедлением роста производительности, а также демографическими факторами.

Соответственно, необходимо развитие систем регулирования и надзора, стимулирующих «правильные» инвестиции. Страна должна быть в состоянии создать лучшие инвестиционные возможности, чтобы преодолеть застой. Для этого ключевое значение имеют реформы, уменьшающие административную нагрузку, улучшающие систему образования и условия для НИОКР.

Японский опыт показывает еще одно не менее важное направление политики: улучшение инвестиционных условий, создание новых возможностей для бизнеса, усиление конкуренции в экономике и углубление торговой интеграции.

Кроме того, новые технологии в сочетании с более свободной международной торговлей (сейчас этот фактор, скорее, теряет свое значение) и инвестициями могут позволить передать на аутсорсинг, по разным оценкам, от 22% до 29% рабочих мест (оценка применительно к американской экономике), что позволит создать более эффективное, но в то же время весьма разрушительное международное разделение труда.

Технооптимисты утверждают, что такие медицинские достижения, как генная инженерия, микрохирургия и лечение рака с помощью иммунотерапии, могут повысить качество жизни и продолжительность жизни, что также может повлиять со стороны демографических факторов.

### **3.2. Комплекс мер монетарной и фискальной политики**

Традиционные подходы к проведению государственной политики в сфере налогообложения, стимулирования экономического роста мерами монетарного характера, а также поддержания финансовой устойчивости требуют учета специфики развития национальных экономик на современном этапе.

**Поддержание качества активов на финансовых рынках.** Для того, чтобы лучше понять, о чем речь, необходимо взглянуть на портфели европейских ESG-фондов. За последнее десятилетие произошел резкий всплеск спроса на так называемое ответственное инвестирование, и индустрия управления активами позиционирует себя как устойчивую, чтобы привлечь инвесторов.

В исследовании профессоров бизнес-школы EDHEC Джанпаоло Паризе (G. Parise) и Мирко Рубина (M. Rubin) рассматриваются эмпирические данные, которые показывают, что управляющие фондами могут использовать раскрытие информации регулирующими органами, чтобы замаскировать себя как устойчивые, в то же время включая более доходные, но рискованные активы в свои портфели. Результаты подчеркивают важность контроля и регулирования, чтобы отделить истинную устойчивость от «зеленого отмывания» (англ. – *greenwashing*).<sup>191</sup>

**Развитие финансового сектора, содействующее экономическому росту.** Рассмотрим также меры, необходимые для создания финансового сектора, содействующего экономическому росту. Развитым странам, для которых характерна проблема замедления экономического роста из-за финансиализации, рекомендуется проводить политику, направленную на стимулирование инвестиций в компании, чья деятельность сфокусирована на создании долгосрочной ценности за счет долгосрочных инвестиционных проектов, а не на максимизации биржевых котировок компании.

Компании, осуществляющие сложные инвестиции, повышающие уровень подготовки своих работников, внедряющие рискованные технологии и вкладывающиеся в НИОКР, при принятии инвесторами решений об инвестициях, должны быть предпочтительнее компаний, занимающихся непроизводительными финансовыми сделками. Вдобавок, корпоративные ценности таких компаний должны соответствовать ценностям всего общества.

Отечественная экономика могла бы воспользоваться все увеличивающимся объемом мирового финансового рынка, в случае эффективно работающих институтов, преобразующих свободные денежные средства в финансовые потоки, обеспечивающие долгосрочные проекты.

---

<sup>191</sup> Parise G., Rubin M. Smoke and Mirrors: A Look Inside ESG Fund Portfolios. 2023. Электронный ресурс: URL: [cepr.org/voxeu/columns/smoke-and-mirrors-look-inside-esg-fund-portfolios](https://cepr.org/voxeu/columns/smoke-and-mirrors-look-inside-esg-fund-portfolios), дата обращения: 18.10.2023.

Однако, инвесторам следует быть настороженными и осуществлять инвестиции в те компании и проекты, которые действительно направлены на создание новой ценности для общества, а не на спекулятивные краткосрочные цели. В качестве примера успешно работающего механизма трансформации свободных денежных средств в долгосрочные инвестиции, или, иными словами, эффективного использования финансиализации для обеспечения поступления зарубежных инвестиций следует изучить опыт Китая и Индии.

В качестве мер, направленных на развитие национального финансового рынка, реализуются инициативы, стимулирующие повышение уровня частных инвестиций и развитие коллективного инвестирования. Также необходимо поддерживать ограниченный масштаб финансовых сделок обратного выкупа акций для сохранения сложившихся пропорций при распределении прибыли, в первую очередь доли прибыли, направляемой на инвестиции в развитие компании.

В целом, экономикам, в которых ярко проявляются признаки замедления роста, вызванные финансиализацией, необходимо сойти с пути чрезмерной финансиализации и перейти на путь подлинного создания ценности за счет долгосрочных проектов, требующих существенно больше инвестиций из резервов денежных средств.

Также благодаря выводам, полученным в результате эконометрического моделирования, можно констатировать, что, планируя проведение политики экономического роста, наибольшее внимание необходимо уделять факторам, определяющим динамику занятых и инвестиций. Необходимо вернуть главную роль реальному сектору экономики (сектору, где создается реальная ценность) и понизить значимость финансового сектора (сектора, где спекулятивно создается фиктивная стоимость).

Для того, чтобы финансы способствовали экономическому росту, необходимо качественное изменение их роли в экономической деятельности. Финансы должны служить целям и потребностям производства, то есть реального сектора экономики. Данный вывод подтверждается как для развитых, так и

развивающихся стран. Это особенно актуально для российской экономики, не имеющей за плечами такого богатого практического опыта функционирования финансовой системы, как в развитых странах. Россия имеет возможность построить финансовый рынок, отвечающий интересам реальной экономики, опираясь на зарубежный опыт финансового развития.

**Меры бюджетно-налоговой политики.** Как и после мирового экономического кризиса 2008 года, жестким ограничением для смягчения последствий замедления темпов экономического роста национальной экономики может стать неспособность национальных правительств нарастить госдолг. Так, например, возможности государств-членов ЕС в этом вопросе не равны.

За время разворачивания пандемического кризиса в Европе процентные ставки по 10-летним суверенным облигациям снизились в Германии и оставались стабильными на отрицательном уровне во Франции, но выросли в Италии и Испании. Можно предположить, что такое расхождение является логическим результатом различной степени устойчивости суверенного долга этих стран.

Однако Германия или Франция не заинтересованы в том, чтобы Италия или Испания ограничивали расходы, связанные со смягчением последствий эпидемии, поскольку это может повлиять на них в виде последующих волн заражения и слабой экономической активности в этих странах. И наоборот, дорогостоящие меры по сдерживанию создадут положительные побочные эффекты для других стран и, следовательно, должны финансироваться на общеевропейском уровне.

На наш взгляд, необходим всеобъемлющий пакет действий при наступлении чрезвычайных ситуаций на общеевропейском уровне, благодаря которому ЕС будет нести ответственность за значительную долю общих усилий. Для этого потребуется освобождение десятков миллиардов евро из ресурсов ЕС, несмотря на существующие ограничения на использование бюджета ЕС.

**Возможные источники финансирования мер поддержки.** *Существующие фонды ЕС*, в том числе Европейский фонд солидарности и Европейский фонд

адаптации к глобализации, бюджет которых был значительно расширен в связи с пандемией<sup>192</sup>. Наряду с возможностью финансирования сферы общественного здравоохранения, средствами последнего может быть оказана помощь работникам в поиске и смене работы, а также организовано целенаправленное обучение.

*Перераспределение в рамках бюджета ЕС.* Большое значение имеет предоставление помощи всем государствам-членам, независимо от их доли или распределения стран с точки зрения их бюджетного положения. Возможным решением могло бы стать перераспределение в бюджете ЕС конкретных бюджетных статей на целевой фонд помощи при наступлении чрезвычайной ситуации.

*Сотрудничество между государствами-членами вне рамок бюджета ЕС.* Возможно, целесообразным является организация добровольного сотрудничества таким же образом, как это было сделано при создании Европейского фонда финансовой стабильности.

Отдельно необходимо заметить, что, хотя считается, что недавний пандемический кризис носил временный характер, финансовые рынки не являются дальновидными: они не взвешивают будущую прибыль или налоговые поступления, которые следуют из-за низкого уровня процентных ставок. Следовательно, есть вероятность достижения множественных равновесий, поэтому на допущение о стабильных финансовых рынках полагаться не следует.

Что произойдет в случае внезапного повышения процентных ставок в некоторых государствах-членах, что, в свою очередь, затруднит обслуживание их долгов? В таких обстоятельствах единственным решением будет запуск программы финансовой помощи ESM или активация ЕЦБ программы прямых рыночных операций ОМТ, которая предусматривает неограниченные покупки долга конкретного государства-члена в условиях кризиса. Программу бюджетной

---

<sup>192</sup> COVID-19 – EU Solidarity Fund. – European Commission. – 2020. Электронный ресурс: URL: [ec.europa.eu/regional\\_policy/en/funding/solidarity-fund/covid-19](https://ec.europa.eu/regional_policy/en/funding/solidarity-fund/covid-19), дата обращения: 24.05.2020.

консолидации будет необходимо перенести на посткризисный период с учетом имеющихся проблем управления.

**Меры по повышению естественной процентной ставки.** Центральные банки в странах с развитой экономикой снизили процентные ставки до или ниже нуля и осуществили крупномасштабные покупки активов в ожидании финансовых последствий ограничений в масштабах всей экономики. Продолжительный период низких реальных процентных ставок, скорее всего, предоставит правительствам благоприятные финансовые условия для смягчения последствий введенных мер по борьбе с пандемией.

Рассмотрим, как политика увеличения государственных расходов может повлиять на динамику естественной процентной ставки. Дополнительные государственные расходы в связи с текущим кризисом будут в целом финансироваться за счет увеличения государственного долга.

Например, Германия в начале кризиса объявила об увеличении выпуска долговых обязательств на 156 млрд евро в качестве мер поддержки населения и бизнеса в этом году (примерно 4% от ее ВВП), однако сейчас оценки планируемого увеличения долговых обязательств увеличилась в три раза – по оценкам Минфина Германии, стоимость пакетов помощи составит 453,4 млрд евро<sup>193</sup>. Увеличение предложения на рынке государственных облигаций приводит к росту их доходности, что уже наблюдается в некоторых европейских странах на фоне реализуемых фискальных мер.

Увеличение предложения государственных облигаций может оказать положительное влияние на равновесную процентную ставку в той степени, в которой эти облигации будут считаться надежным активом. Причина в том, что надежные активы имеют так называемый доход от удобства, что снижает их доходность.

---

<sup>193</sup> Chazan G. Germany faces €82bn tax receipts shortfall because of coronavirus. – The Financial Times. Электронный ресурс: URL: [ft.com/content/da7ceb86-3034-46d0-8adc-41ff0cdacf77](https://www.ft.com/content/da7ceb86-3034-46d0-8adc-41ff0cdacf77), дата обращения: 23.05.2020.

Поясним, что под доходом от удобства принято понимать выгоду, связанную с владением базовым продуктом или физическим товаром, а не связанными с ним производными ценными бумагами или контрактами. Приведем в качестве примера покупку физических запасов пшеницы, а не фьючерсных контрактов на нее. Если наступит внезапная засуха и потребность в пшенице возрастет, разница между ценой покупки пшеницы до и после шока и будет доходом от удобства. Таким образом, чем больше предложение надежных активов, тем ниже доход от удобства и, следовательно, выше равновесная процентная ставка.

На фоне резкого падения совокупного спроса и увеличения сбережений на черный день надежные государственные облигации обеспечивают частному сектору инструмент для сохранения возросших сбережений. В результате увеличение выпуска долговых обязательств препятствует падению равновесной процентной ставки. В условиях нынешнего кризиса скоординированная эмиссия государственного долга в Европе в форме так называемых коронабондов или в форме эмиссии ESM может способствовать удовлетворению спроса частного сектора на надежные активы.

Однако следует отметить, что меры фискальной политики могут только предотвратить дальнейшее снижение уровня равновесия, но не повысить потенциальный рост выше уровней, наблюдаемых до пандемии коронавируса COVID-19. Причина заключается в том, что текущее бюджетное стимулирование вряд ли изменит тенденцию к снижению инвестиционного спроса, если оно будет направлено на поддержку существующей экономической деятельности, а не на стимулирование новых инвестиций, НИОКР или структурных реформ.

Возможным решением является увеличение государственных инвестиций, финансируемых за счет постоянного дефицита. Такой механизм не является проблемой при условии устойчивости долга, которое заключается в том, что процентные ставки должны оставаться ниже номинальных темпов роста.

**Меры по урегулированию проблемы высокой задолженности.** В свете реализации пакетов мер для поддержки домохозяйств и предприятий, а также

неопределенности темпов роста ВВП после окончания пандемии следует как можно скорее создать условия для будущей реструктуризации долга. Во многих странах, в том числе в Германии, Франции, Швеции и Дании, увеличивается безработица и временные пособия по безработице. Президент Франции Эммануэль Макрон заявил, что ни одна компания, независимо от ее размера, не столкнется с риском банкротства. Другие европейские страны действуют аналогично.

ЕЦБ использует различные меры стимулирования, чтобы побудить банки предоставлять кредиты пострадавшим фирмам, обеспечивая рынок ликвидностью капитала или расширенными возможностями для покупки государственного и корпоративного долга. К ним относятся целевые долгосрочные операции рефинансирования ЕЦБ (TLTRO) и Программа экстренного выкупа во время пандемии (PEPP). Большая часть этих пакетов экстренной помощи для компаний предоставляется в форме кредита или кредитных гарантий. Это имеет смысл по двум причинам.

Во-первых, многие государства-члены ЕС вступили в текущую рецессию с высоким уровнем государственного долга, в основном из-за политики, принятой в ответ на мировой экономический кризис 2008 года. Спреды по суверенным облигациям в Еврозоне, в частности, для Италии, уже расширяются, что указывает на то, что впереди может возникнуть больше проблем с платежеспособностью государств-заёмщиков. Последним теперь необходимо сохранить свои финансовые ресурсы, а субсидии потребуют больше издержек для экономики, чем кредиты и гарантии.

Во-вторых, экономические последствия пандемии очень различны в разных секторах. Большая неопределенность в отношении дальнейшего хода кризиса в области здравоохранения и последствий введения карантина, необходимость разумного использования государственных ресурсов и безусловная необходимость реагирования – все эти факторы оказывают влияние в пользу кредитов для поддержки фирм.

Также, чтобы справиться с проблемами, связанными с растущим бременем корпоративной задолженности и вероятной нестабильной ситуацией с государственными финансами, необходимо повышенное внимание к следующим областям экономической политики.

Во-первых, государственные кредитные пакеты, такие как программы гарантирования кредитов, должны быть разработаны с учетом надвигающейся проблемы чрезмерной задолженности и будущей необходимости реструктуризации задолженности. Программы также должны гарантировать, что средства спасения используются по назначению для обеспечения непрерывности бизнеса, а не в интересах существующих держателей долгов или акционеров.

Государственная политика также должна быть готова к возможным будущим кризисам. Одним из важных различий между ответом на кризис, вызванный пандемией коронавируса, и спасением банков после мирового экономического кризиса 2008 года является пониженная степень морального риска (риска недобросовестного поведения). Принятие банковских рисков не спровоцировало кризис, т.к. опасения по поводу морального риска спали.

В то же время некоторые ученые предполагают, что рост ВВП и производительность могут резко возрасти после пандемии. В этой связи интересен опыт «ревущих двадцатых» – десятилетия (приблизительно 1921–29 гг.) растущего процветания, подпитываемого отсроченными расходами, бумом строительства и быстрым распространением товаров народного потребления.<sup>194</sup> Эти факторы материализовались на фоне разрушений Первой мировой войны и, что особенно важно, пандемии «испанского гриппа». На рисунке 14 показан реальный ВВП на душу населения в отдельных странах.

---

<sup>194</sup> Terzi A. The 'Roaring Twenties': Revisiting the Evidence for Europe. – voxEU CERP. – 2021. - № 4. – p. 4.

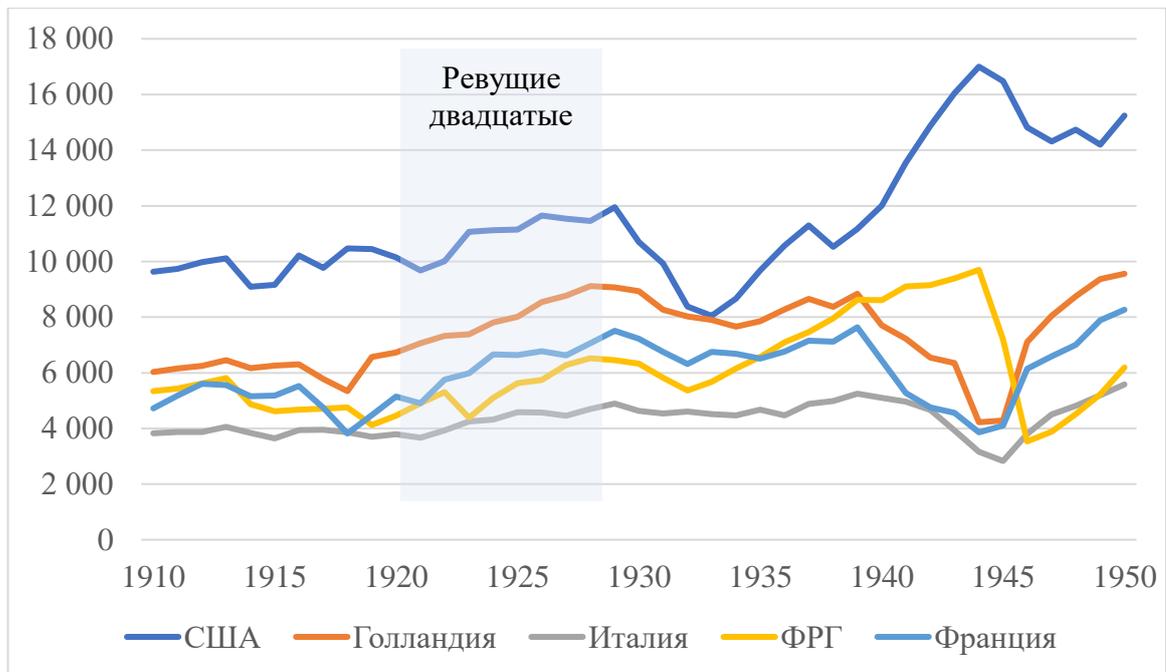


Рис. 14. Реальный ВВП на душу населения в США, Голландия, Италии, ФРГ и Франции в 1910–50-х гг., в постоянных долларах США 2011 г.

*Источник:* База данных Maddison.

Следует отметить, что независимо от общей тенденции в западных странах, очевидно, что «ревущие двадцатые» материализовались в разной степени в разных странах. Для всех проблема заключалась в том, чтобы перейти от централизованной экономики военного времени к экономической структуре мирного времени.

**Государственный долг США.** Особое внимание необходимо обратить на ситуацию с государственным долгом в США, поскольку фискальная политика этой страны на современном этапе имеет колоссальные последствия для всей мировой экономики.<sup>195</sup> Процент долга США от ВВП неуклонно растет, о чем свидетельствует рисунок 15.

<sup>195</sup> Aizenman J., Ito H. Post-Covid-19 Exit Strategies and Economic Challenges for Emerging Markets. – voxEU CERP. – 2020. - № 10. – pp. 1-5.

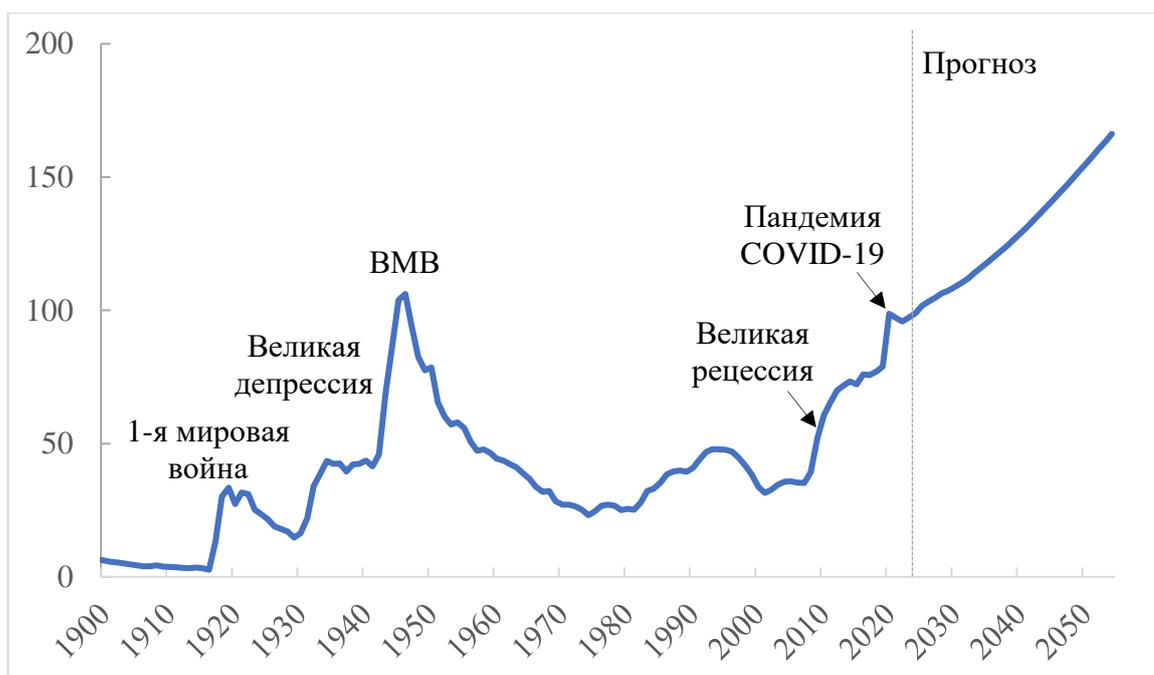


Рис. 15. Госдолг США в процентах от ВВП в 1900–2054 гг.

*Источник: Congressional Budget Office.<sup>196</sup>*

Пандемия коронавируса внесла свой вклад в увеличение госдолга США, однако его рост наблюдается с мирового экономического кризиса 2008 года. Менее чем за 20 лет показатель госдолга к ВВП увеличился (с 35 до 100 %).

Видятся две различные стратегии выхода США из долгового навеса. Стратегия продолжения мягкой фискальной политики и адаптации монетарной политики может стимулировать краткосрочный рост, но также повысит риски более глубокого кризиса в будущем. В качестве альтернативы США могли бы принять двоякий подход: сместить фискальные приоритеты в сторону расходов с высокими социальными выплатами, а затем проводить фискальные корректировки, направленные на первичный профицит бюджета (сальдо без учёта стоимости обслуживания долга) и долговую устойчивость.

Путь, по которому пойдут США, будет иметь всеобъемлющие последствия для мировой экономики, учитывая размер и ключевую роль доллара США как якоря мировой финансовой системы.

<sup>196</sup> The Long-Term Budget Outlook: 2024 to 2054. – Congressional Budget Office. – 2024. Электронный ресурс. URL: [cbo.gov/system/files/2024-03/59711-Data.xlsx](https://cbo.gov/system/files/2024-03/59711-Data.xlsx) (Figure 1-1).

Меры поддержки должны содержать положения, которые ограничивают сферу, в которой получатели могут их использовать.

**Законодательные основания.** Европейские системы урегулирования банкротств в суде не способны защитить жизнеспособные предприятия с нестабильной структурой капитала. Предприятия слишком часто ликвидируются, что приводит к низким выплатам по заявлениям о банкротстве, и процессы могут быть медленными. Эти неэффективные судебные разбирательства сдерживают развитие кредитного рынка даже в период экономического подъема.

В условиях рецессии это замедляет возврат производственных активов в экономику и может разрушить ценные предприятия. Следует рассмотреть любые реформы, которые могут упростить и ускорить судебные процессы. Такие реформы должны быть исключительно быстрыми, чтобы повлиять на краткосрочные события, но одновременно они смогут помочь поддержать экономический рост.

Учитывая неэффективность контролируемых судом процедур банкротства, государственные органы должны быть готовы стать основным действующим лицом в реструктуризации задолженности компаний, которые получают помощь. Они должны отдавать приоритет внесудебным пересмотрам, когда это возможно. Это может включать временную национализацию, где это необходимо, с жесткими условиями для существующих акционеров, чтобы избежать рыночные искажения. Государственные учреждения, такие как государственные банки развития, отвечающие за гарантии по кредитам, могут оказаться не в лучшем положении для контроля за реструктуризацией долга, поскольку их балансовые отчеты могут быть искажены из-за конфликта интересов.

Как было сказано в параграфе 2.1, вековая стагнация также может стать косвенным вызовом и для развивающихся экономик. Устойчиво низкие процентные ставки в странах с развитой экономикой могут подпитывать проциклические потоки капитала на развивающихся рынках. Низкие процентные ставки, а также признаки того, что Федеральная резервная система не будет

повышать процентные ставки в ближайшем будущем, указывают на продолжение поиска доходности.

В то время как низкие процентные ставки могут смягчить некоторое давление на заемщиков с высокой долговой нагрузкой, они восприимчивы к другим шокам, таким как замедление экономического роста или срыв торговых переговоров между США и Китаем.

Если такой шок произойдет, мы можем вновь стать свидетелями бегства в безопасные активы, которое делает заемщиков на развивающихся рынках уязвимыми к «внезапным остановкам» притока капитала, которые в сочетании с обесценивающимися обменными курсами разрушат их экономику. Такие события конечно же вынудят монетарные власти национальной экономики искать новый инструментарий для стимулирования экономики. Необходимый инструментарий описан в параграфе 3.2.

Таким образом, рассмотренные меры бюджетно-налоговой и денежно-кредитной политики могут поспособствовать снижению ущерба мировой экономике из-за распространения текущего кризиса, а также явиться тем самым комплексом мер для предотвращения скатывания экономики в состояние вековой стагнации. Скорость выхода из текущей рецессии будет зависеть от возможности интегрировать в программу поддержки меры по минимизации негативного влияния рассмотренных специфических факторов, обуславливающих проявления вековой стагнации.

**Выводы.** Доступность стабильных источников финансирования мер денежно-кредитной и бюджетно-налоговой политики является критичной, поскольку для выхода экономики из состояния вековой стагнации необходима реализация мер для урегулирования высокой задолженности, прежде всего, в корпоративном секторе.

Политика увеличения государственных расходов может повлиять на устранение разрыва между инвестициями и сбережениями. Необходимо развитие механизма трансформации свободных денежных средств в долгосрочные инвестиции и поддержание качества активов на фин. рынках.

В нашей работе акцент сделан на реальном аспекте вековой стагнации (замедление темпов экономического роста, неустойчивость и турбулентность динамики). Но из-за двойственности в понимании вековой стагнации<sup>197</sup> смягчение её последствий требует мер госполитики, применимых как к реальному росту, так и к финансовому сектору (таблица 12).

Таблица 12 – Система мер по смягчению последствий вековой стагнации

| Направление госполитики                                   | Рекомендуемые меры  |
|---|---|
| Фискальная политика                                       | <ul style="list-style-type: none"> <li>• повышение совокупного спроса за счет государственных инвестиций в привязке к инновационным проектам;</li> <li>• более широкое использование бюджетного дефицита;</li> <li>• расширение долгосрочного предложения;</li> <li>• увеличение предложения гособлигаций</li> </ul>  |
| Монетарная политика, в т.ч. поддержка финансового сектора | <ul style="list-style-type: none"> <li>• макропруденциальное регулирование;</li> <li>• координация с бюджетным стимулированием;</li> <li>• снижение долговой нагрузки, особо актуальное в контексте растущих процентных ставок;</li> <li>• развитие механизма трансформации свободных денежных средств в долгосрочные инвестиции для устранения спекуляций;</li> <li>• поддержание качества рыночных активов для предотвращения образования финансовых пузырей</li> </ul> |
| Демографическая политика и поддержка рынка труда          | <ul style="list-style-type: none"> <li>• финансово устойчивая политика в сфере здравоохранения и пенсионного обеспечения</li> <li>• стимулирование формирования человеческого капитала</li> <li>• повышение экономической активности</li> </ul>   |
| Структурная и промышленная политика                       | <ul style="list-style-type: none"> <li>• стимулирование появлений новых изобретений</li> <li>• развитие систем регулирования и надзора, стимулирующих «правильные» инвестиции</li> </ul>  |
| Институциональные меры                                    | <ul style="list-style-type: none"> <li>• проведение изменений в антимонопольном, трудовом законодательстве и законодательстве об интеллектуальной собственности, способствующих сокращению неравенства</li> </ul>   |

<sup>197</sup> Двойственность вековой стагнации проявляется в ее финансовом и реальном аспектах. Так, для устранения разрыва между инвестициями и сбережениями требуется повышение естественной (равновесной) ставки %. Но с точки зрения экономического роста, чем ниже ставки, тем лучше, т.к. кредиты дешевле. Т.е. преодоление стагнации «процентных ставок» — требует одних мер (повышения ставки %), но они могут противоречить мерам по стимулированию реального ЭР (для ЭР низкая ставка % — это хорошо).

## Окончание таблицы 12

| Направление госполитики                  | Рекомендуемые меры  |
|--|---|
| Стратегическое управление и планирование | <ul style="list-style-type: none"> <li>• решение задач внедрения передовых технологий</li> <li>• снижение воспроизводственных дисбалансов</li> </ul>                      |
| Роль экономических отношений             | <ul style="list-style-type: none"> <li>• стимулирование роста производительности труда и материального богатства, прогресса производительных сил и креатосферы</li> </ul> |

*Источник:* составлено автором на основе критического анализа мер по смягчению последствий вековой стагнации, предлагаемых в отечественной и зарубежной литературе.

Дадим некоторые пояснения для предлагаемых мер. Для решения проблемы разрыва между сбережениями и инвестициями может понадобиться увеличение предложения гособлигаций и государственных инвестиций, которое может оказать положительное влияние в той степени, в которой эти облигации будут считаться надежным активом. Такой механизм не станет проблемой при условии устойчивости долга.

Необходимо также использовать имеющийся потенциал для более широкого использования бюджетного дефицита (и бюджетно-налоговой политики в целом). Активная фискальная политика также важна в контексте борьбы с эффектом гистерезиса.

Меры по урегулированию проблемы высокой задолженности в ЕС будут также оказывать определяющее значение для выхода из стагнации. Однако особое внимание необходимо обратить на ситуацию с государственным долгом в США, поскольку экономическая политика этой страны в эпоху после пандемии будет иметь колоссальные последствия для всей мировой экономики. Процент долга США от ВВП неуклонно растет.

Видятся две различные стратегии выхода США из долгового навеса, связанного с завершившейся в этом году пандемией. Стратегия продолжения мягкой фискальной политики и адаптации денежно-кредитной политики может стимулировать краткосрочный рост, но также повысит риски более глубокого кризиса в будущем. В качестве альтернативы США могли бы принять двойкий подход: сместить фискальные приоритеты в сторону расходов с высокими

социальными выплатами, а затем продвигать фискальные корректировки, направленные на первичный профицит и устойчивость к долгам.

Путь, по которому пойдут США, будет иметь всеобъемлющие последствия для мировой экономики, учитывая размер и ключевую роль доллара США как якоря мировой финансовой системы. Однако в новом геополитическом раскладе мы видим изменения в сторону повышения роли китайского юаня в качестве новой резервной валюты, претендующей на мировое господство в международных расчетах.

Изменения в антимонопольном, трудовом законодательстве и законодательстве об интеллектуальной собственности могут помочь в борьбе с таким фактором вековой стагнации как неравенство доходов.

Таким образом, рассмотренные меры бюджетно-налоговой и денежно-кредитной политики могут явиться тем самым комплексом мер для предотвращения скатывания экономики в состояние вековой стагнации. Скорость выхода из текущей рецессии будет зависеть от возможности интегрировать в программу поддержки меры по минимизации негативного влияния рассмотренных специфических факторов, обуславливающих проявления вековой стагнации.

### **3.3. Стимулирование экономического роста в России**

Анализ мер, необходимых для стимулирования долгосрочного экономического роста российской экономики, необходимо начать с рассмотрения специфики национальной экономической модели, а также ее влияния на динамику экономического роста и других макропеременных в российской экономике.

В современных условиях, при которых отечественная экономика сталкивается с устойчивыми проблемами достижения и сохранения устойчивой,

положительной и качественной макродинамики, вопрос о параметрах национальной модели экономического роста приобретает особую актуальность.<sup>198</sup>

Современной модели роста российской экономики присущи «деформированность, неэффективность и неперспективность», а также неустойчивость макродинамики и низкое качество роста.<sup>199</sup>

Отметим также и следующую особенность национальной экономической модели, обусловленную произошедшей в России сменой социалистической системы на капиталистическую. В результате российской специфики трансформационных событий переходного этапа в национальной экономике сформировалась своеобразная социально-экономическая система «государственно-олигархического типа с незрелой рыночной экономикой и неразвитой частной собственностью», не имеющая встроенного механизма обеспечения долгосрочного социально-экономического роста.<sup>200</sup>

На следующем этапе нашего анализа рассмотрим угрозы национальной экономической модели. Одним из важнейших демографических факторов, в части роста численности населения, в особенности трудовых ресурсов, является уровень рождаемости. По имеющимся оценкам, фактическое значение этого показателя в России отстает от безопасного уровня почти на 25%.

Демографическая безопасность имеет критическое значение для России, с учетом ее уникальных территориальных параметров и сложившегося геополитического положения. Она детерминирована необходимостью достижения следующих важных целей: роста человеческого потенциала, обустройства национального хозяйства, а также защиты крупнейшей государственной территории в мире от потенциальных соперников.

Перед отечественной экономикой на современном этапе ее развития остро стоит вопрос необходимости перехода к новой модели экономического роста. Эта

---

<sup>198</sup> Кульков В.М., Кайманаков С.В., Теняков И.М. Экономический рост в России: национальная модель, качество и безопасность // Национальные интересы: приоритеты и безопасность. – 2014. - № 38(275). – с. 9-19.

<sup>199</sup> Там же.

<sup>200</sup> Там же.

модель должна быть способна решать приоритетные задачи национального развития и отвечать на актуальные вызовы инновационного развития, проведения форсированной индустриализации и модернизации экономики, в соответствии со сложившейся в мировой экономике технико-экономической парадигмой, обеспечивать экономическую безопасность национальной экономики. Важно, чтобы эта модель имела такие характеристики как высокое качество и безопасность траектории экономического роста.

Далее сформулируем конкретные меры экономической политики, применимые к отечественной экономике, учитывающие особенности национальной экономической модели и способные оказать содействие экономическому росту.

Во-первых, для ускорения экономического роста необходимо повышение кооперации национальной экономики с более развитыми, прежде всего в технологическом плане странами. Есть специфичные для российской экономики санкционные ограничения, однако с Россией готов сотрудничать целый ряд дружественных стран, с которыми можно и нужно выстраивать равноправные взаимовыгодные экономические отношения.

Имитирование разработок аналогичных передовым мировым технологиям является тупиковым путем. В современной глобальной экономической системе достижение полноценного, эффективно работающего, национального технологического контура невозможно без привлечения иностранных специалистов-практиков, интегрирования в мировой процесс научного и образовательного развития, применения долгосрочного иностранного капитала. Эти факторы обеспечивают рост общественного благосостояния в странах с быстрыми темпами роста.

Во-вторых, вслед за экономистами, американцем Полом Майклом Ромером (P.M. Romer) и французом Филиппом Марио Агьоном (P.M. Aghion), отметим важность обеспечения следующих факторов: «свободной конкуренции,

мобильности труда и свободного участия фирм на рынке» для стимулирования экономического роста.<sup>201</sup>

Производительность растет благодаря инвестированию предприятий в новые технологии. Создаваемые технологии получают распространение по всей экономике, обеспечивая рост производительности.

В-третьих, необходимо создание устойчивой финансовой системы, способной отвечать быстроменяющимся вызовам совершенно нового характера (заморозка внешних резервов России, отключение от международных платежных систем и т.п.) и поддерживать макрофинансовую стабильность.

Как было выявлено в нашем исследовании, повышение качества образования является одним из наиболее действенных способов смягчения последствий вековой стагнации. По этой причине необходимо выстраивать национальное образование так, чтобы оно наилучшим образом соответствовало спросу рынка на текущем этапе его развития. Обучение передовым технологиям, преимущественно в цифровой сфере – вот необходимый фокус современного образования для содействия цели роста производительности.

Также, как показывают в рамках новой политической экономии сторонники институциональной теории – американец Дарон Асемоглу (D. Acemoglu), британо-американец Саймон Джонсон (S. Johnson) и британец Джеймс Алан Робинсон (J.A. Robinson), для достижения стабильно высокого экономического роста необходимо строительство «правильных» политических институтов. Вслед за ними отметим, что для ускорения экономического роста требуются «масштабные инвестиции, которые невозможны без эффективной бюрократии и надежной защиты прав собственности». Для поддержания построения и сохранения эффективности таких институтов необходимо создание конкурентной политической системы с «выстроенной системой сдержек и противовесов, гарантирующей соблюдение закона».<sup>202</sup>

---

<sup>201</sup> Замулин О.А. Экономический рост: Нобелевская премия 2018 года и уроки для России // Вопросы экономики. – 2019. - № 1. – с. 11-36.

<sup>202</sup> Там же.

Наконец, как подчеркивает американский экономист Уильям Нордхаус (W.D. Nordhaus), для устойчивого долгосрочного экономического роста необходимо осознанное отношение к природе. Ее загрязнение не только ухудшает благосостояние населения, но и негативно воздействует на экономический рост, снижая человеческий капитал.

В контексте новых целей и задач нашей страны, в русле послания президента от 2024 г. особо выделяются следующие меры, содействующие росту экономики:

- 1) Нацпроект технологического лидерства – в основе собственные технологии, которые должны поддержать экономику предложения (станкостроение, микроэлектроника, беспилотники);
- 2) Нацпроект туризма – создание пяти круглогодичных морских курортов, всесторонняя поддержка туризма;
- 3) Государственное содействие финансовой системы по предоставлению экономике требуемых инвестиций;
- 4) Поддержка регионов – списание задолженности при условии, что регионы будут направлять средства на поддержку инфраструктуры;
- 5) Стимулирование повышения производительности труда (использование резервов для повышения производительности труда в секторе госуправления, в том числе в социальной сфере).

Кроме того, активизировать рост ВВП может снижение ключевой ставки, расширение поддержки ведущих банков и институтов развития, создание эффективной системы международных платежей вне доллара и евро, но всем перечисленным мерам должен сопутствовать пристальный контроль за инфляцией.

Ориентация лишь на макрофинансовую стабильность снижает потенциал экономического роста, особенно с учетом потенциальных новых внешних шоков.

Россия может стать одним из «центров силы» в ближайшие в течение 10-15 лет, в частности используя свое географическое положение и возможности

Евразийского экономического пространства. Преимущества России как центра будущего суперэкономического объединения заключаются в наличии первичных ресурсов, продовольствии, логистических услугах, критических технологий в сфере безопасности и обеспечения жизнедеятельности, цифровых решений.

Негативные демографические тенденции придают особую остроту политике сбережения российского населения. Ключевую роль в решении этой задачи будет играть борьба с избыточной смертностью, стимулирование рождаемости и управление миграцией.

Последствия роста демографической нагрузки на занятое население со стороны неработающих граждан могут быть компенсированы за счет роста производительности труда, что предъявляет повышенные требования к поддержке модернизации ключевых секторов экономики и эффективности проводимой научно-технологической политики.

В результате санкций возникли предпосылки для активизации инвестиционной деятельности внутри страны и возрождению собственной научно-технологической деятельности. Наращивание отечественным бизнесом контроля над внутренним рынком должно стать бесспорным приоритетом в сравнении с замещением западного импорта восточным.

Для реализации имеющегося экономического потенциала России необходима модель, направленная на комплексное сбалансированное развитие, соединяющее развитие технологий, сбережение народа и природы с социальной справедливостью и свободой.

Экономическая теория, мировой опыт и учет текущих российских реалий показывают, что в России возможны темпы роста 3% в год и со временем страна может догнать развитые страны. Российский опыт по сдерживанию негативных эффектов санкционного давления также способен обеспечить страну запасом устойчивости при все новых вызовах внешнего мира.

## Заключение

В ходе решения поставленных в настоящем исследовании задач были получены следующие *выводы*.

1. Сторонники вековой стагнации в современной мировой экономике понимают под ней такое ее состояние, при котором практически невозможно одновременное достижение таких экономических целей как стабильно высокие темпы экономического роста, эффективное использование производственного потенциала и финансовая стабильность. Противники концепции вековой стагнации отрицают существование такого явления в экономике, поскольку не обнаруживают ни значительного увеличения капиталоемкости, ни снижения предельного продукта капитала. Гипотезу вековой стагнации впервые выдвинули в 1930-е годы, но термин вековая стагнация еще не вошел в мейнстрим экономической теории. Современные зарубежные исследователи активно операционализируют понятие вековой стагнации. Отечественные исследователи также проявляют интерес к вековой стагнации, в большей степени применительно к развитым странам.

2. Причины вековой стагнации систематизированы на основе разделения на присущие экономической системе и экзогенные по отношению к ней. Эндогенные факторы экономической системы включают факторы на стороне реального сектора (включая факторы спроса и предложения и технологические изменения) и на стороне финансового сектора. Компоненты инвестиционного и потребительского спроса в функции совокупного спроса являются определяющими факторами замедления темпов экономического роста. При этом, динамику этих компонент в значительной мере определяют технологические факторы. В числе причин на стороне финансового сектора выделяются сохраняющаяся задолженность, прежде всего, частного сектора; «финансовые пузыри», ухудшающиеся условия финансирования и финансиализация. В числе внешних причин заметную роль играют вооруженные конфликты и торговые и санкционные войны. Регионализация и деглобализация разнонаправленно влияют на экономический рост.

3. Вековая стагнация в национальных экономиках проявляется с разной степенью как хронический дисбаланс между инвестициями и сбережениями, неизменный разрыв ВВП и замедленный экономический рост. Вековая стагнация в настоящий момент наиболее характерно проявляется в экономике США. Для ЕС характерно такое проявление вековой стагнации как снижение уровня равновесной процентной ставки. По-прежнему, с проявлениями вековой стагнации сталкивается и Япония, несмотря на стимулирование полной занятости за счет финансирования из постоянно дефицитного госбюджета. Для развивающихся экономик, в том числе и для России, вековая стагнация может стать косвенным вызовом в будущем, однако в настоящий момент в страны Азии, наоборот, перемещаются центры роста.

4. Существуют различные подходы к оценке влияния финансов на экономический рост. По критерию качественной оценки «знака» влияния выделяются: сторонники положительного и отрицательного влияния, а также исследователи, выступающие за двойственное влияние. Сторонники положительного влияния финансового развития на экономический рост объясняют это стимулированием экономической активности и сокращением бедности. Сторонники отрицательного влияния говорят о деструктивной роли финансов, заключающейся в замедлении экономического роста, и выдвигают концепцию финансиализации. Под финансиализацией понимается расширение влияния финансового капитала и ярко выраженный приоритет денежного сектора экономики перед реальным производством благ.

5. Результаты эконометрического моделирования взаимосвязи финансиализации (как фактора вековой стагнации) и замедления экономического роста на примере США, Великобритании, КНР и России подтверждают обратную зависимость между финансиализацией и динамикой реального ВВП для всех рассматриваемых стран. Доказанная значимость динамики финансиализации как фактора замедления экономического роста в целом подтверждает выводы ведущих исследователей – сторонников дефинансиализации. В России негативное

влияние финансиализации на экономический рост сильнее, чем в других рассматриваемых странах.

6. Доступность стабильных источников финансирования мер денежно-кредитной и бюджетно-налоговой политики является критичной, поскольку для выхода экономики из состояния вековой стагнации необходима реализация мер для урегулирования высокой задолженности, прежде всего, в корпоративном секторе. Политика увеличения государственных расходов может повлиять на устранение разрыва между инвестициями и сбережениями. Необходимо развитие механизма трансформации свободных денежных средств в долгосрочные инвестиции и поддержание качества активов на финансовых рынках. Планируя проведение политики экономического роста, наибольшее внимание необходимо уделять факторам, определяющим динамику занятых и инвестиций.

*Перспективы* дальнейшего исследования могут быть представлены по следующим направлениям:

1. Использование международного опыта мер поддержки экономики в условиях вековой стагнации для реализации необходимых мер госполитики в условиях развивающейся экономики, в частности в России.

2. Выявление особенностей проявлений вековой стагнации в развивающихся экономиках и определение приоритета данной проблемы среди проблем национальной экономики.

## Литература

1. Абдулов Р.Э., Комолов О.О., Степанова Т.Д. Кризис американского цикла накопления и перспективы Китая в борьбе за место нового гегемона // Вопросы политической экономии. – 2021. - № 1(25). – с. 78-102.
2. Абрамов А.Е., Чернова М.И. Щедрые дивиденды в России: главные риски. – ЭКОНС. – 2022. Электронный ресурс: URL: [econs.online/articles/finansy/shchedrye-dividendy-v-rossii-glavnye-riski](https://econs.online/articles/finansy/shchedrye-dividendy-v-rossii-glavnye-riski).
3. Аганбегян А.Г. О необходимости планирования в новой России // Планирование в рыночной экономике: воспоминания о будущем / СПб.: ИНИР им. С.Ю. Витте: Центркаталог. – 2021. – с. 19-39.
4. Аганбегян А.Г. Размышления над страницами аналитического доклада «Застой–2: последствия, риски и альтернативы для российской экономики» // Экономическая политика. – 2021. – Том 16. - № 4. – с. 198-215.
5. Агеева С.Д. Финансиализация и усиление влияния государства в России // ЭКО. – 2022. - № 3. – с. 108-129.
6. Акаев А.А. От эпохи Великой дивергенции к эпохе Великой конвергенции. Математическое моделирование и прогнозирование долгосрочного технологического и экономического развития мировой экономики / – М.: Ленанд. – 2015. – 352 с.
7. Амбросио Дж., Ферреро А., Йокивуолле Э., Ристолайнен К. Оптимальная цель по инфляции: мнение 600 экономистов. – ЭКОНС. – 2022. Электронный ресурс: URL: [econs.online/articles/opinions/optimalnaya-tsel-po-inflyatsii-mnenie-600-ekonomistov](https://econs.online/articles/opinions/optimalnaya-tsel-po-inflyatsii-mnenie-600-ekonomistov).
8. Анкудинов А.Б., Батаева Б.С. Структура собственности и рыночная стоимость: эмпирический анализ российских публичных компаний. – Управленец. – 2021. – Том 12. - № 2. с. 35-45.
9. Арриги Дж. Долгий двадцатый век: Деньги, власть и истоки нашего времени. – М.: Территория будущего. – 2006. – 307 с.
10. Афонцев С.А. Мировая экономика в поисках новой модели роста // Мировая экономика и международные отношения. – 2014. - № 2. – с. 3-12.

11. Балацкий Е.В. Концепция циклов накопления капитала Дж. Арриги и ее приложения // Terra Economicus. – 2018. – Том 16. - № 1. – с. 37-55.
12. Баранова Е.С., Казаченко Л.Д. Влияние дохода и прибыли на дивидендную политику компаний // Вестник ЗабГУ. – 2019. – Том 25. - № 2. – с. 114-126.
13. Белемаева А.В., Калимуллин Д.М. Актуальные особенности распределения прибыли в российских организациях // Экономика и бизнес. – 2020. - № 1–1 (59). – с. 31-34.
14. Блюмин И.Г. Критика буржуазной политической экономии / М.: Академия наук СССР, 1962. – Т. 2. – 380 с.
15. Бодрунов С.Д. Современная стратегия развития требует поворота к планированию // Планирование в рыночной экономике: воспоминания о будущем / СПб.: ИНИР им. С.Ю. Витте: Центркаталог. – 2021. – с. 9-18.
16. Богомолов В.А., Богомолова А.В. Антикризисное регулирование экономики. – Теория и практика: учеб. пособие для вузов. – М.: ЮНИТИ-ДАНА. – 2003. – 271 с.
17. Бузгалин А.В., Колганов А.И. Глобальный капитал. – М.: ЛЕНАНД. – 2015. – 640 с.
18. Буквич Р.М., Ощич Ч. Финансиализация и современные экономические кризисы // Вестник НГИЭИ. – 2013. - № 22–3. – с. 3-17.
19. Буквич Р.М., Райнович Л.Д. Управление предприятием и интерес акционеров: концепция максимизации рыночной стоимости // Большая Евразия: развитие, безопасность, сотрудничество. – 2020. - № 3–1. – с. 283-290.
20. Буклемишев О.В., Вьюгин О.В., Гимпельсон В.Е., Гурвич Е.Т., Ениколопов Р.С., Орлова Н.В. Застой–2: Последствия, риски и альтернативы для российской экономики. – М.: Либеральная миссия. – 2021. – 80 с.
21. Буклемишев О.В., Данилов Ю.А. Экономическое лидерство и «лидерская рента» // Мировая экономика и международные отношения. – 2015. - № 10. – с. 5-17.

22. Варга Е.С. Современный капитализм и экономические кризисы / М.: Академия наук СССР. – 1962. – 504 с.
23. Власкин П.Г. Роль развития финансовых технологий в преодолении вековой стагнации // Инновации и инвестиции. – 2020. - № 12. – с. 31-36.
24. Власкин П.Г., Чичекина Е.М. Сравнительный анализ мер по преодолению стагнации в развитых странах на примере США, Евросоюза и Японии // Инновации и инвестиции. – 2020. - № 9. – с. 46-49.
25. Власкин П.Г., Теняков И.М. Влияние финансиализации на экономический рост в развитых и развивающихся странах // Проблемы современной экономики. – 2023. - № 3. – с. 94-99.
26. Власкин П.Г., Теняков И.М. Влияние финансиализации на экономический рост (на примере США и России) // США & Канада: экономика, политика, культура. – 2023. - № 11. – с. 103-114.
27. Власкин П.Г., Теняков И.М. Сравнительный анализ влияния финансиализации на экономический рост в развитых странах (на примере США и Великобритании) и России // Проблемы современной экономики. – 2023. - №2. – с. 54-57.
28. «Вековая стагнация» развитых стран и будущий экономический рост. – 2020. Электронный ресурс: URL: [forbes.kz/life/opinion/istoricheskie\\_protsentnyie\\_stavki\\_i\\_buduschiy\\_ekonomicheskii\\_rost](https://forbes.kz/life/opinion/istoricheskie_protsentnyie_stavki_i_buduschiy_ekonomicheskii_rost).
29. Гильфердинг Р. Финансовый капитал / пер. с нем. – М.: Соцэкгиз. – 1959. – С. 446.
30. Гичиев Н.С. Гистерезис экономического роста: теоретико-методологические основы исследования (обзор литературы) // Региональные проблемы преобразования экономики. – 2022. - № 9. – с. 13-19.
31. Глазьев С.Ю. Глобальная трансформация через призму смены технологических и мирохозяйственных укладов // AlterEconomics. – 2022. – Т. 19. - № 1. – с. 93-115.
32. Глазьев С.Ю., Митяев Д.А., Толкачев С.А., Айрапетян М.С., Арефьев П.В., Перминова Е.А., Попов А.К., Тепляков А.Ю., Ткачук С.П. Циклические

закономерности развития технологических и мирохозяйственных укладов: монография / под ред. С.Ю. Глазьева, Д.А. Митяева, С.А. Толкачева. – М.: КноРус. – 2023. – 280 с.

33. Горбачева Т.А. Теоретические аспекты определения ставки процента в трансформации денежно-кредитной политики // Азимут научных исследований: экономика и управление. – 2021. – Т. 10. - № 1(34). – с. 133-136.

34. Григорьев Л.М., Майхрович М.-Я.Я. Теории роста и реалии последних десятилетий // Вопросы экономики. – 2023. - № 2. – с. 18-42.

35. Гринин Л.Е., Коротаев А.В. Циклы, кризисы, ловушки современной Мир-Системы. Исследование кондратьевских, жюглярских и вековых циклов, глобальных кризисов, мальтузианских и постмальтузианских ловушек / Отв. ред. С. Ю. Малков. – М.: Издательство ЛКИ. – 2012. – 480 с.

36. Гусева И.А., Петров А.В. Перспективы выплаты российскими публичными компаниями дивидендов в условиях экономических санкций // Инновации и инвестиции. – 2022. - № 5. – с. 95-100.

37. Далио Р. Принципы изменения мирового порядка. Почему одни нации побеждают, а другие терпят поражение / пер. с англ. – М.: МИФ. – 2021. – 706 с.

38. Данилов Ю.А. Оценка опережающего развития финансового сектора // Российское предпринимательство. – 2017. - № 18(2). – с. 161-174.

39. Данилов Ю.А. Современное состояние глобальной научной дискуссии в области финансового развития // Вопросы экономики. – 2019. - № 3. – с. 29-47.

40. Десаи Р. Геополитическая экономия: после американской гегемонии, глобализации и империи / пер. с англ. – М.: ИНИР им. С.Ю. Витте. – 2020. – 328 с.

41. Дзарасов С.С. Куда Кейнс зовет Россию? – М.: Алгоритм. – 2012. – 304 с.

42. Диденко Д.В. Опыт государственного стратегического планирования в СССР в теоретических и эмпирических исследованиях // Экономические и социальные перемены: факты, тенденции, прогноз. – 2019. – Т. 12. - № 5. – с. 211-228.

43. Дубинин С.К. Финансализация экономического роста и российская национальная финансовая система // Финансы: Теория и практика. 2017. – Том 21. – Выпуск 4. – с. 6-21.
44. Ельмеев В.Я. Потребительная сила общества // Инженерные технологии и системы, Гуманитарные науки – Экономика. – 1997. – с. 47-50.
45. Залетный А.А. Финансовый капитал: взгляд изнутри. – М.: ТЕИС. – 2014. – 230 с.
46. Замулин О.А. Экономический рост: Нобелевская премия 2018 года и уроки для России // Вопросы экономики. – 2019. - № 1. – с. 11-36.
47. Иванов В.В. Особенности финансиализации экономики России и ее влияние на экономический рост. – Социально-экономическое развитие России и Китая глазами российских и китайских экономистов. Монография. – СПб.: Скифия-Принт. – 2019. – 368 с. – с. 73-90.
48. Иванов В.В. Финансализация и экономический рост // Экономическое возрождение России. – 2018. - № 4(58). – с. 37-49.
49. Игоница Л.Л. Финансовое развитие и экономический рост // Финансы: теория и практика. – 2016. - № 1. – с. 111-120.
50. Идрисов Г.И., Синельников-Мурылев С.Г. Формирование предпосылок долгосрочного роста: как их понимать? // Вопросы экономики. – 2014. - № 3. – с. 4-20.
51. Капелюшников Р.И. Идея «вековой стагнации»: три версии // Вопросы экономики. – 2015. - № 5. – с. 104-133.
52. Клейнер Г.Б., Рыбачук М.А., Карпинская В.А. Стратегическое планирование и системная оптимизация национальной экономики // Проблемы прогнозирования. – 2022. - № 3. – с. 6-15.
53. Клинов В.Г. Великая перестройка мировой экономики // Вопросы экономики. – 2015. - № 11. – с. 144-155.
54. Козырев В.М. Экономический рост и цикличность развития капиталистической рыночной экономики // Экономика туризма. – 2015. - № 2. – с. 43-61.

55. Колодко Г.В. «Дефицитфляция» 3.0: экономика военного времени – государственный социализм – кризис на фоне пандемии // Вопросы экономики. – 2021. - № 10. – с. 5-26.
56. Комолов О.О. Кризисы капитализма в советской политэкономической парадигме и современность // Вестник МФЮА. – 2017. - № 4. – с. 25-36.
57. Ку Р. Священный Грааль макроэкономики. Уроки великой рецессии в Японии. – М.: Мысль. – 2014. – 440 с.
58. Кудина М.В., Касымов А.Ш. Венчурный капитал и креативный труд: дилемма выбора модели экономического роста // Государственное управление. Электронный вестник. – 2021. - № 85. – с. 296-315.
59. Кудина М.В., Сухарева М.А. Теория человеческого капитала: систематизация подходов на основе критериев взаимосвязи его развития со структурными изменениями в мировой экономике // Интеллект. Инновации. Инвестиции. – 2020. - № 5. – с. 59-71.
60. Кудрин А.Л., Гурвич Е.Т. Новая модель роста для российской экономики // Вопросы экономики. – 2014. - № 12. – с. 4-36.
61. Кульков В.М., Кайманаков С.В., Теняков И.М. Экономический рост в России: национальная модель, качество и безопасность // Национальные интересы: приоритеты и безопасность. – 2014. - № 38(275). – с. 9-19.
62. Курилов К.Ю., Курилова А.А. Концепция возникновения экономических циклов // Вектор науки Тольяттинского государственного университета. Сер.: Экономика и управление. – 2013. - № 1. – с. 81-85.
63. Лемешонок О.Б. К вопросу о концепции креатосферы А. В. Бузгалина // Проблемы современной экономики. – 2015. - № 2(54). – с. 61-63.
64. Ленин В.И. Империализм, как высшая стадия капитализма. Популярный очерк. Петроград: Парус. – 1917.
65. Люксембург Р. Накопление капитала / пер. с нем. – М.: Соцэкгиз. – 1934. – 477 с.

66. Лякин А.Н. Ловушка среднего дохода и российская стагнация // Азиатско-Тихоокеанский регион: экономика, политика, право. – 2019. - № 2. – с. 60-75.

67. Мальтус Т.Р. Опыт о законе народонаселения. – Санкт-Петербург: К.Т. Солдатенков. – 1868. – 479 с.

68. Манушин Д.В. Обзор, обобщение и оценка теорий экономических циклов и кризисов. Выделение и сопоставление новых теорий: политико-экономического условного цикла и бесконечного кризиса // Финансы и кредит. – 2016. - № 2. – с. 9-26.

69. Маркс К., Энгельс Ф. Сочинения. – Москва. – 1961. – Т. 25. – Ч. 1.

70. Маццукато М. Ценность всех вещей: Создание и изъятие в мировой экономике / пер. с англ. – М.: Изд. дом Высшей школы экономики. – 2021. – 408 с.

71. Медведев И.Д., Кривенко Г.И. Оценка влияния прямых иностранных инвестиций на вероятность макрофинансового перегрева // Проблемы прогнозирования. – 2024. - № 1. – с. 157-167.

72. Мендельсон Л.А. Теория и история экономических кризисов и циклов / М.: Соцэкгиз. – 1959. – Т. 1. – 693 с.

73. Миловидов В.Д. «Зловещая долина» устойчивости: продолжит ли мировая экономика расти? // Мировая экономика и международные отношения. – 2023. – Том 67. - № 5. – с. 5-15.

74. Налог на дивиденды: кто должен платить, сроки, как рассчитать. – МИА «Россия сегодня». – 2022. Электронный ресурс: URL: [ria.ru/20220322/nalog-1779466757.html](http://ria.ru/20220322/nalog-1779466757.html).

75. Нариманова О.В. Неравномерность мирового экономического развития на современном историческом этапе // Сборник научных трудов кафедр гуманитарных дисциплин. Том 17. – Рязань: Рязанский государственный медицинский университет им. академика И. П. Павлова. – 2016. – 218 с.

76. Нестерова К.В. Особенности денежно-кредитной политики в условиях низких ставок // Экономика и управление. – 2020. - № 2(82). – с. 50-64.

77. Никифоров А.А., Антипина О.Н., Миклашевская Н.А. Макроэкономика: научные школы, концепции, экономическая политика: учебник. 2-е изд. – М.: Дело и Сервис. – 2010. – 624 с.

78. Патрон П.А. Перспективы рецессии в экономике США и проблемы макроэкономической политики // США & Канада: экономика, политика, культура. – 2019. - № 49(6). – с. 22-36.

79. Перес К. Технологические революции и финансовый капитал. Динамика пузырей и периодов процветания / пер. с англ. – М.: Дело. – 2013. – 232 с.

80. Петров М.В., Плисецкий Д.Е. Повышение роли финансового сектора в реформировании экономики России // Финансы и кредит. – 2010. - № 40(424). – с. 44-56.

81. Полтерович В.М. Гипотеза об инновационной паузе и стратегия модернизации // Вопросы экономики. – 2009. - № 6. – с. 4-23.

82. Полтерович В.М. О формировании системы национального планирования в России // Журнал НЭА. – 2018. - № 3(39). – с. 146-154.

83. Развивающиеся страны рискуют влезть в долги. 2020. Электронный ресурс: URL: [forbes.kz/life/opinion/razvivayuschiesya\\_stranyi\\_riskuyut\\_vlezt\\_v\\_dolgi](https://forbes.kz/life/opinion/razvivayuschiesya_stranyi_riskuyut_vlezt_v_dolgi).

84. Рикардо Д. Начала политической экономии и налогового обложения / пер. с англ. – 2023. – М.: АСТ. – 576 с.

85. Родина Г.А. Современная финансиализация как новое качество экономики // Социально-политические исследования. – 2019. - № 3(4). – с. 45-58.

86. Рязанов В.Т. Кейнсианская экономическая теория и политика: возможности и ограничения на современном этапе // Вестник Санкт-Петербургского университета. Экономика. – 2016. - № 5(2). – с. 3-26.

87. Рязанов В.Т. Регионализация мировой экономики и перспективы евразийской интеграции // Проблемы современной экономики. – 2019. - № 3(71). – с. 11-15.

88. Салихова И.С. Дисфункции монетарно-либеральной модели экономики в условиях нарастания сложностей хозяйственных отношений. – Устойчивое развитие: исследования, инновации, трансформация. Материалы XVIII

Международного конгресса с элементами научной школы для молодых ученых.  
– Том 1. – М.: Московский университет им. С. Ю. Витте. – 2022. – 1546 с.

89. Седова Ю.М. Механизм трансформации в сбережения // Российское предпринимательство. – 2016. – Том 17. - № 4. – с. 555-572.

90. Смит А. Исследование о природе и причинах богатства народов / пер. с англ. – 2016. – М.: Эксмо. – 1056 с.

91. Стиглиц Дж. Цена неравенства. Чем расслоение общества грозит нашему будущему. – М.: Эксмо. – 2015. – 512 с.

92. Сухарев О.С. Экономическая теория кризисов: ретроспектива и современность // Журнал экономической теории. – 2014. - № 3. – с. 32-44.

93. Теняков И.М. Современный экономический рост как особая форма процесса накопления капитала // Философия хозяйства. – 2016. - № 2. – с. 108-117.

94. Толкачев С.А., Тепляков А.Ю. Технологические и регуляторные циклы в мирохозяйственном развитии: историко-экономическая ретроспектива // Terra Economicus. – 2022. – Т.20. - № 3 – с. 72-86.

95. Толкачев С.А., Тепляков А.Ю. Российская Федерация в геэкономической дуэли XXI века // Экономические стратегии. – 2023. - № 6.

96. Толкачев С.А., Тепляков А.Ю. Технологический мегацикл и технологические прогнозы // Экономические стратегии. – 2022. – Т. 24. - № 6(186). – с. 66-75.

97. Трахтенберг И.А. Денежное обращение и кредит при капитализме / М.: Академия наук СССР. – 1962. – 779 с.

98. Трахтенберг И.А. Капиталистическое воспроизводство и экономические кризисы (очерк теории) / М.: Государственное издательство политической, литературы. – 1954. – 198 с.

99. Трубицын О.К. Развитие креатосферы в информационном обществе // Философия и гуманитарные науки в информационном обществе. – 2019. - № 2(24). – с. 29-49.

100. Флорида Р. Креативный класс: люди, которые меняют будущее / пер. с англ. – М.: Классика-XXI. – 2007. – 421 с.

101. Хансен Э.Х. Экономические циклы и национальный доход // Классики кейнсианства / сост. А. Г. Худокормов. – М.: Экономика. – 1997. – с. 196-414.
102. Цаголов Н.А. Курс политической экономии. – М.: Экономика. – 1973. – Т. 2. – 670 с.
103. Цветков В.А. Циклы и кризисы: теоретико-методологический аспект: монография. – М., СПб.: Институт проблем рынка; СПб.: Нестор-История. – 2013. – 504 с.
104. Чибриков Г.Г. Норма прибыли: происходит ли ее понижение // Вестник Московского университета, серия 6 «Экономика». – 2008. - № 4. – 20-33 с.
105. Шарков Н.Н. Развитие финансовой инфраструктуры России как необходимое условие обеспечения экономического роста в условиях финансовой глобализации // Финансы и кредит. – 2015. - № 29. – с. 47-60.
106. Шишков Ю.В. Регионализация и глобализация мировой экономики: альтернатива или взаимодополнение? // Мировая экономика и международные отношения. – 2008. - № 8. – с. 3-20.
107. Щукин П. В России захотели найти 10 триллионов рублей частных инвестиций. – Лента.ру. – 2023. Электронный ресурс: URL: [lenta.ru/news/2023/05/04/nado](https://lenta.ru/news/2023/05/04/nado).
108. Юрченко К.П., Савельева И.Н. Траектории макроэкономической политики в условиях ловушки среднего дохода // Journal of new economy. – 2019. – Т. 20. - № 5. – с. 23-41.
109. Яковец Ю.В., Кузык Б.Н., Кушлин В.И. Прогноз инновационного развития России на период до 2050 года с учетом мировых тенденций. Часть 1 // Инновации. – 2005. - № 1(78). – 432 с.
110. Яковец Ю.В. Экономика России: перемены и перспективы. – Москва. – 1996. – 280 с.

#### **Источники на иностранном языке**

111. Aizenman J., Ito H. Post-Covid-19 Exit Strategies and Economic Challenges for Emerging Markets. – voxEU CERP. – 2020. - № 10. – p. 1-5.

112. Auerbach A., Kotlikoff L. The US Capital Glut and other Myths. – 2023. Электронный ресурс: URL: [cepr.org/voxeu/columns/us-capital-glut-and-other-myths](https://cepr.org/voxeu/columns/us-capital-glut-and-other-myths).
113. Bagehot W. Lombard Street: A Description of the Money Market. – Homewood, IL: Richard D. Irwin. – 1962. – 192 p.
114. Baily M., Manyika J., Gupta S. U.S. Productivity Growth: An Optimistic Perspective // International Productivity Monitor. – 2013. – Vol. 25. - № 1. – p. 3-12.
115. Ball L.M. Long-Term Damage from the Great Recession in OECD Countries. – NBER Working Paper Series 20185. – 2014. - № 5. – p. 1-25.
116. Ball L.M. The Case for Four Percent Inflation. Central Bank Review. – 2013. - № 13. – p.17-31.
117. Becker B., Hege U., Mella-Barral P. Corporate Debt Burdens Threaten Economic Recovery after COVID-19: Planning for Debt Restructuring should Start Now. – voxEU CERP. – 2020. - № 5. – p. 3-7.
118. Beckworth D., Ponnuru R. Stagnant Economics: The Case Against "Secular Stagnation". – National Review. – 2014. – p. 34-36.
119. Bei J. Study on the 'High-Quality Development' Economics // China Political Economy. – 2020. - № 2. – p. 13-180.
120. Bernanke B.S. Why are Interest Rates so Low, Part 2: Secular stagnation. – Brookings Institution Press. – 2015. Электронный ресурс: URL: [brookings.edu/articles/why-are-interest-rates-so-low-part-2-secular-stagnation](https://brookings.edu/articles/why-are-interest-rates-so-low-part-2-secular-stagnation).
121. Blanchard O.J. Public Debt and Low Interest Rates // American Economic Review. – 2019. – Vol. 109. - № 4. – p. 1197-1229.
122. Blanchard O.J., Summers L.H. Hysteresis and the European Unemployment Problem / In NBER Macroeconomics Annual 1986, Volume 1, ed. Fischer S. – MIT Press. – 1986. – p. 15-90.
123. Botta A., Tippet B. Secular Stagnation and Core-Periphery Uneven Development in Post-Crisis Eurozone // Competition and Change. – 2021. - № 3. – p. 1-26.

124. Brynjolfsson E., McAfee A. The Second Machine Age: Work, progress, and prosperity in a time of brilliant technologies. – N. Y.: W. W. Norton & Company. – 2014.

125. Byrne D.M., Oliner S.D., Sichel D.E. Is the Information Technology Revolution Over? // International Productivity Monitor. – 2013. – Vol. 25. – p. 20-36.

126. Caballero R.J., Farhi E. The Safety Trap // Review of Economic Studies. – 2018. - № 85(1). – p. 223-274.

127. Caballero R.J., Hoshi T., Kashyap A.K. Zombie Lending and Depressed Restructuring in Japan // American Economic Review. – 2008. – Vol. 98. - № 5. – p. 1943-77.

128. Campbell D.L. Relative Prices and Hysteresis: Evidence from US Manufacturing. – NES Working Paper Series 263. – 2014. - № 4. – p. 1-101.

129. Cencini A. Macroeconomic Foundations of Macroeconomics. – Routledge. – 2005. – 380 p. – p. 40.

130. Clark G. A Farewell to Alms: A Brief Economic History of the World. – 2007. – Princeton University Press. – 432 p.

131. Cochrane J.H. Coronavirus Monetary Policy. In: Baldwin R., Weder di Mauro B. (eds.). Economics in the Time of COVID-19. – VOX CEPR Policy Portal. – 2020. Электронный ресурс: URL: [cepr.org/voxeu/columns/economics-time-covid-19-new-ebook](https://cepr.org/voxeu/columns/economics-time-covid-19-new-ebook).

132. Cooley T.F. Frontiers of Business Cycle Research. – Princeton: Princeton University Press. – 1995. – 419 p.

133. Costello D., Koopman G., McMorrow K., Mourre G., Székely I., Hobza A. Impact of the Current Economic and Financial Crisis on Potential Output. – Occasional Papers 49. – 2009. - № 6. – p. 1-87.

134. Cournède B., Denk O., Hoeller P. Finance and Inclusive Growth. – OECD Publishing. – 2015. Электронный ресурс: URL: [oecd-ilibrary.org/economics/finance-and-inclusive-growth\\_5js06pbhf28s-en](https://oecd-ilibrary.org/economics/finance-and-inclusive-growth_5js06pbhf28s-en).

135. COVID-19: Council adopts temporary support to mitigate unemployment risks in an emergency (SURE). – Council of the EU. – 2020. Электронный ресурс:

URL: [consilium.europa.eu/en/press/press-releases/2020/05/19/covid-19-council-reaches-political-agreement-on-temporary-support-to-mitigate-unemployment-risks-in-an-emergency-sure](https://consilium.europa.eu/en/press/press-releases/2020/05/19/covid-19-council-reaches-political-agreement-on-temporary-support-to-mitigate-unemployment-risks-in-an-emergency-sure).

136. COVID-19 – EU Solidarity Fund. – European Commission. – 2020. Электронный ресурс: URL: [ec.europa.eu/regional\\_policy/en/funding/solidarity-fund/covid-19](https://ec.europa.eu/regional_policy/en/funding/solidarity-fund/covid-19)

137. Cowen T. The Great stagnation: How America ate all the Low-Hanging Fruit of Modern History, Got Sick, and Will (Eventually) Feel Better. – N. Y.: Penguin Group. – 2011.

138. Cowen T. Are Real Rates of Return Negative? Is the "Natural" Real Rate of Return Negative? – Marginal Revolution. 2013. Электронный ресурс: URL: [marginalrevolution.com/marginalrevolution/2013/11/are-real-rates-of-return-negative-is-the-natural-real-rate-of-return-negative.html](https://marginalrevolution.com/marginalrevolution/2013/11/are-real-rates-of-return-negative-is-the-natural-real-rate-of-return-negative.html).

139. Cui W., Sterk V. Quantitative Easing. – CEPR Discussion Paper. – 2018. - № DP13322. – 50 p.

140. Cullenberg S. The Falling Rate of Profit: Recasting the Marxian Debate. – London: Pluto Press. – 1994. – 153 p.

141. Del Negro M., Giannone D., Giannoni M. P., Tambalotti A. Safety, Liquidity, and the Natural Rate of Interest. – Brookings Papers on Economic Activity. – 2017. - № 812. – p. 1-81.

142. Duffin E. Top 50 Countries in the Globalization Index 2019. – Statista. Электронный ресурс: URL: [statista.com/statistics/268168/globalization-index-by-country](https://statista.com/statistics/268168/globalization-index-by-country).

143. Dufrénot G., Rhouzlane M. Secular Stagnation: New Challenges for the Industrialized Countries in the 21st Century. – HAL open science. – 2018. – 41 p.

144. Duprat M.H. COVID-19 and Secular Stagnation. RISK&OPPORTUNITIES. – Société Générale Economics & Sector Studies. – 2021. - № 14. – p. 1-27.

145. Eggertsson G.B., Juelsrud R., Summers L.H., Wold E.G. Negative Nominal Interest Rates and the Bank Lending Channel. NBER Working Paper. – 2019. - № 25416.

146. Eggertsson G.B., Mehrotra N.R., Robbins J.A. A Model of Secular Stagnation: Theory and Quantitative Evaluation // American Economic Journal: Macroeconomics. – 2019. – Vol. 11. - № 1. – p. 1-48.

147. Eichengreen B. Secular stagnation: A Review of the Issues. In: C. Teulings, R. Baldwin (eds.). Secular stagnation: Facts, causes, and cures. – London: CEPR Press. – 2014.

148. Eichengreen B. Secular stagnation: The long view. – NBER Working Paper. – 2015. - № 20836. – 17 p.

149. Epstein G. Financialization, Rentier Interests, and Central Bank Policy: manuscript / – Amherst, MA, University of Massachusetts. – 2001. – 43 p.

150. Fatás A., Summers L.H. The Permanent Effects of Fiscal Consolidations. – NBER Working Paper Series. – 2016. - № 22374(6). – p. 1-35.

151. Fernald J.G. Productivity and Potential Output before, during, and after the Great Recession. – Federal Reserve Bank of San Francisco Working Paper Series. – 2014. - № 15.– 51 p.

152. Field A.J. The most technologically progressive decade of the century // American Economic Review. – 2003. – Vol. 93. - № 4. – p. 1399-1413.

153. Fuentes N.M., Moder I. The Scarring Effects of COVID-19 on the Global Economy. – ECB Economic Bulletin. – 2020. - № 8. – p. 7-14.

154. Furceri D., Pescatori A., Blanchard O.J. A Prolonged Period of Low Real Interest Rates? – VOX CEPR Policy Portal. – 2014. Электронный ресурс: URL: [cepr.org/voxeu/columns/prolonged-period-low-real-interest-rates](https://cepr.org/voxeu/columns/prolonged-period-low-real-interest-rates).

155. Galor O. From Stagnation to Growth: Unified Growth Theory. Handbook of Economic Growth. – 2005. – Vol. 1. – Elsevier. – p. 171-293.

156. Glaeser E. Secular Joblessness. In: C. Teulings, R. Baldwin (eds.). Secular stagnation: Facts, causes, and cures. – London: CEPR Press. – 2014.

157. Goldin C., Katz L.F. The Race between Education and Technology. – Cambridge, MA: Belknap Press. – 2008.

158. Goldsmith R.W. Financial Structure and Development / – New Haven, CT: Yale University Press. – 1969. – 561 p.

159. Goodhart Ch., Pradhan M. Future imperfect after coronavirus. – VOX CEPR Policy Portal. – 2020. Электронный ресурс: URL: [voxeu.org/article/future-imperfect-after-coronavirus](https://voxeu.org/article/future-imperfect-after-coronavirus).

160. Gordon R.J. Is U.S. Economic Growth Over? Faltering Innovation Confronts the Six Headwinds. – NBER Working Paper. – 2012. - № 18315. – 25 p.

161. Gordon R.J. Secular Stagnation: A Supply-Side View // American Economic Review. – 2015. – Vol. 105. - № 5. – p. 54-59.

162. Graham J.R., Leary M.T., Roberts M.R. A Century of Capital Structure: The Leveraging of Corporate America // Journal of Financial Economics. – 2015. – Vol. 118. - Is. 3. – p. 658-683.

163. Groll S., Orzech Z.B. From Marx to the Okishio Theorem: A Genealogy // History of Political Economy. – Vol. 21. - № 2. – 1989. – p. 253-272.

164. Gurley J.G., Shaw E.S. Financial Aspects of Economic Development // American Economic Review. – 1955. - № 45. – p. 515-538.

165. Ha J., Kose M.A., Ohnsorge F.L. What Explains Global Inflation. – World Bank Group. – 2023. – Policy Research Working Paper. - № 10648. Электронный ресурс: URL: [documents.worldbank.org/curated/en/099417212182324899/IDU04d2b00a8052e30403409fc1033a96b1c81ac](https://documents.worldbank.org/curated/en/099417212182324899/IDU04d2b00a8052e30403409fc1033a96b1c81ac).

166. Hajiabadi S.R.A. Investigating Finance-Growth Relationship by Considering Financialization Phenomenon: The Case of USA // International Economic Studies. – 2016. – Vol. 46. - № 2. – p. 51-68.

167. Hamilton J.D., Harris E.S., Hatzius J., West K. The Equilibrium Real Funds Rate: Past, Present and Future. – University of California San Diego. – 2015. – 59 p.

168. Hansen A.H. Economic Progress and Declining Population Growth // American Economic Review. – 1939. – Vol. 29. - № 1. – p. 1-15.

169. Hein E. Financialisation and Stagnation: A Macroeconomic Regime Perspective: Working Paper / – Berlin: Institute for International Political Economy. – 2020. - № 149/2020. – 23 p.

170. Hoca B. A Novel Approach to the Financialization of Real Sector // Journal of Business, Economics and Finance. – 2021. - № 10(4). – p. 157-165.

171. Jackson T. The Post-Growth Challenge: Secular Stagnation, Inequality and the Limits to Growth. – Guildford: University of Surrey. CUSP Working Paper. – 2018. - № 12.

172. Jones C. Aging, Secular Stagnation and the Business Cycle // The Review of Economics and Statistics. – 2023. – p. 1-16.

173. Jones Ch.I. Sources of the U.S. Economic Growth in a World of Ideas // American Economic Review. – 2002. – Vol. 92. - № 1. – p. 220-239.

174. Jordà Ò., Schularick M., Taylor A.M. When Credit Bites Back // Journal of Money, Credit and Banking. – 2013. – Vol. 45. - Is. s2. – p. 3-28.

175. Jordà Ò., Singh S.R., Taylor A.M. The Longer-Run Economic Consequences of Pandemics. – Federal Reserve Bank of San Francisco Working Paper. – 2020. - № 9. – p. 1-22.

176. Inoue H., Todo Y. Firm-Level Propagation of Shocks through Supply-Chain Networks // Nature Sustainability. – 2019. - № 2. – p. 841-847.

177. Kling A. Secular stagnation? Seriously? – Askblog. – 2013. Электронный ресурс: URL: [arnoldkling.com/blog/secular-stagnation-seriously](http://arnoldkling.com/blog/secular-stagnation-seriously).

178. Kydland F.E., Prescott E.C. Time to Build and Aggregate Fluctuations // Econometrica. – Vol. 50. – Is. 6. – 1982. – p. 1345-1370.

179. Kose M.A., Ohnsorge F.L. Falling Long-Term Growth Prospects: Trends, Expectations and Policies. – Washington: World Bank Group. – 2023. – 564 p.

180. Krippner G.R. The Financialization of the American Economy // Socio-Economic Review. – 2005. - № 3(2). – p. 173-208.

181. Krugman P. Four observations on secular stagnation. – voxEU CERP. – 2014. Электронный ресурс: URL: <https://cepr.org/voxeu/columns/four-observations-secular-stagnation>

182. Levine R. Finance and Growth: Theory and Evidence. – NBER Working Paper. – 2004. - № 10766. – 118 p.

183. Levine R., Loayza N., Beck T. Financial Intermediation and Growth: Causality and causes // Journal of Monetary Economics. – 2000. – Vol. 46. - № 1. – p. 31-77.

184. Li M. Secular Stagnation and Fiscal Crisis in the United States and China // Japanese Economy, Taylor & Francis Journals. – 2023. – Vol. 49. – Issue 1. – p. 35-63.

185. Lindbeck A., Snower D.J. Wage Setting, Unemployment and Insider-Outsider Relations // American Economic Review. – 1986. – Vol. 76. - № 2. – p. 235-239.

186. Lindsey B. Why Growth is Getting Harder // Cato Institute Policy Analysis. – 2013. - № 737.

187. Lippi G., Plebani M. The Novel Coronavirus (2019-nCoV) Outbreak: Think the Unthinkable and Be Prepared to Face the Challenge. – 2020. Электронный ресурс: URL: [pubmed.ncbi.nlm.nih.gov/32083831](https://pubmed.ncbi.nlm.nih.gov/32083831).

188. Lucas R.E. On the Mechanics of Economic Development // Journal of Monetary Economics. – 1988. - № 22. – p. 3-42.

189. Maddison A. Contours of the World Economy 1-2030 AD. – New York: Oxford University Press. – 2007. – 448 p.

190. Magdoff H., Sweezy P. Stagnation and the Financial Explosion. – New York: Monthly Review Press. – 1987. – 208 p.

191. Malmendier U., Shen L.S. Scarred consumption. – International Finance Discussion Papers 1259. – 2019. - № 10. – p. 1-96.

192. Marglin S., Schor J. The Golden Age of Capitalism Reinterpreting the Postwar Experience. – Oxford: Clarendon Press. – 1990.

193. McKinnon R.I. Money and Capital in Economic Development. – Washington, DC: Brookings Institution Press. – 1973. – 184 p.

194. Mill J.S. Principles of Political Economy with some of their Applications to Social Philosophy / ed. William James Ashley. – London: Longmans, Green and Co. – 1909. – 450 p.

195. Miller M.H. Financial Markets and Economic Growth // Journal of Applied Corporate Finance. – 1998. - № 11, – p. 8-14.
196. Mokyr J. Secular Stagnation? Not in Your Life. In: C. Teulings, R. Baldwin (eds.). Secular Stagnation: Facts, Causes, and Cures. – London: CEPR Press. – 2014.
197. Mokyr J. The Next Age of Invention: Technology's Future is Brighter than Pessimists Allow. – City Journal. – 2014. – Vol. 24. - № 1. – p. 12-20.
198. Moosa I.A. Financialisation. Measurement, Driving Forces and Consequences. – Cheltenham: Edward Elgar Publishing. – 2023. – 250 p.
199. Okishio N. Technical Change and the Rate of Profit // Kobe University Economic Review. – 1961. № 7. – p. 88-95.
200. Orhangazi Ö. Financialization and Capital Accumulation in the Non-Financial Corporate Sector: A Theoretical and Empirical Investigation of the U.S. Economy: 1973-2003. – PERI Working Paper. - № 149. – 56 p.
201. Palley T.I. Financialization: What It Is and Why It Matters: chapter In Financialization: The Economics of Finance Capital Domination. – London: Palgrave MacMillan. – 2013. – 234 p. – p. 17-40.
202. Perez C. Technological revolutions and techno-economic paradigms // Cambridge Journal of Economics. – 2010. - № 34(1). – p. 185-202.
203. Phelps E.S. Inflation Policy and Unemployment Theory: The Cost-Benefit Approach to Monetary Planning. – London: MacMillan. – 1972. – 322 p.
204. Platzer J., Tietz R., Lindé J. Natural Versus Neutral Rate of Interest: Parsing Disagreement about Future Short-Term Interest Rates. – VOX CEPR Policy Portal. – 2022. Электронный ресурс: URL: [cepr.org/voxeu/columns/natural-versus-neutral-rate-interest-parsing-disagreement-about-future-short-term](https://cepr.org/voxeu/columns/natural-versus-neutral-rate-interest-parsing-disagreement-about-future-short-term).
205. Prohorovs A. Public Debt and Economic Recovery Following the COVID-19 Pandemic. – Forbes (Latvian edition). – 2020. - № 13. – p. 6-10.
206. Rajan R., Zingales L. Financial Dependence and Growth // American Economic Review. – 1998. – Vol. 88. - № 3. – p. 559-586.
207. Raposo Ê.G. Secular Stagnation and the Future of Economic Stabilisation. – European Macroeconomics & Governance. – 2019. - № 4. – p. 1-3.

208. Review HBS Hiring Trends. Employment Data. – Harvard Business School. Электронный ресурс: URL: [hbs.edu/recruiting/employment-data/Pages/default.aspx](https://hbs.edu/recruiting/employment-data/Pages/default.aspx).
209. Robinson J. The Generalization of the General Theory and other Essays. – London: MacMillan. – 1952. – 170 p.
210. Rogoff K.S. Higher Interest Rates Are Here to Stay. – 2023. Электронный ресурс: URL: [project-syndicate.org/commentary/era-of-low-interest-rates-has-come-to-an-end-by-kenneth-rogoff-2023-12](https://project-syndicate.org/commentary/era-of-low-interest-rates-has-come-to-an-end-by-kenneth-rogoff-2023-12).
211. Rogoff K.S. The Case for Deeply Negative Interest Rates. – Project Syndicate. – 2020. Электронный ресурс: URL: [project-syndicate.org/commentary/advanced-economies-need-deeply-negative-interest-rates-by-kenneth-rogoff-2020-05](https://project-syndicate.org/commentary/advanced-economies-need-deeply-negative-interest-rates-by-kenneth-rogoff-2020-05).
212. Rogoff K.S., Rossi B., Schmelzing P. Forthcoming. Long-Run Trends in Long-Maturity Real Rates 1311-2022 // American Economic Review. – 2024.
213. Romer D. Real-Business-Cycle Theory // In Advanced Macroeconomics. – New York: McGraw-Hill Education. – 2011. – p. 189-237.
214. B. Rossi, Schmelzing P., Rogoff K.S. Was the Post-Global Financial Crisis Collapse in Real Interest Rates Secular? – 2022. [cepr.org/voxeu/columns/was-post-global-financial-crisis-collapse-real-interest-rates-secular](https://cepr.org/voxeu/columns/was-post-global-financial-crisis-collapse-real-interest-rates-secular).
215. Roubini N. The Coming Greater Depression of the 2020s. – Project Syndicate. – 2020. Электронный ресурс: URL: [project-syndicate.org/commentary/greater-depression-covid19-headwinds-by-nouriel-roubini-2020-04](https://project-syndicate.org/commentary/greater-depression-covid19-headwinds-by-nouriel-roubini-2020-04).
216. Sachs J.D. High Unemployment in Europe: Diagnosis and Policy Implications. – Cambridge, MA: NBER Working Paper Series. – 1986. - № 1830.
217. Schmelzing P. Eight Centuries of Global Real Interest Rates, R-G, and the ‘Suprasecular’ Decline, 1311–2018. – Bank of England Staff Working Paper. – 2020. - № 845. – 110 p.
218. Schumpeter J.A. A Theory of Economic Development. – Cambridge, MA: Harvard University Press. – 1911. – 266 p.
219. Schwartz H.M. Global Secular Stagnation and the Rise of Intellectual Property Monopoly // Review of International Political Economy. – 2022. – Vol. 29. – Issue 5. – p. 1448-1476.

220. Sergeev A.M. Post-Pandemic World and Russia: New Reality? The World of Transformations. – 2020. - № 2. – p. 9-24.

221. Shaw E.S. Financial Deepening in Economic Development. – New York: Oxford University Press. – 1973. – 260 p.

222. Smets F., Yiangou J., Jimeno J.F. Secular stagnation: A View from the Eurozone. – 2014. Электронный ресурс: URL: [cepr.org/voxeu/columns/secular-stagnation-view-eurozone](https://cepr.org/voxeu/columns/secular-stagnation-view-eurozone).

223. Sraffa P. Production of Commodities by Means of Commodities: Prelude to a Critique of Economic Theory. – Cambridge: Cambridge University Press. – 1960. – 101 p.

224. Stadler G.W. Real Business Cycles // Journal of Economics Literature. – 1994. – Vol. XXXII. – p. 1750-1783.

225. Stiglitz J., Rashid H. How to Prevent the Looming Sovereign Debt Crisis. – voxEU CERP. – 2020. - № 8. – p. 3-8.

226. Storm S. The New Normal: Demand, Secular Stagnation, and the Vanishing Middle Class // International Journal of Political Economy. – 2017. - № 46(4). – p. 169-210.

227. Summers L.H. Why Stagnation Might Prove to be the New Normal. – The Financial Times. – 2013. Электронный ресурс: URL: [ft.com/content/87cb15ea-5d1a-11e3-a558-00144fea bdc0](https://ft.com/content/87cb15ea-5d1a-11e3-a558-00144fea bdc0).

228. Summers L.H. Reflections on the "New secular stagnation hypothesis". In: C. Teulings, R. Baldwin (eds.). Secular stagnation: Facts, causes, and cures. – London: CEPR Press. – 2014. – 179 p. – p. 27-38.

229. Summers L.H. U.S. Economic Prospects: Secular Stagnation, Hysteresis, and the Zero Lower Bound // Business Economics. – 2014. - № 49(2). – p. 65-73.

230. Summers L.H., Rachel Ł. On Falling Neutral Real Rates, Fiscal Policy, and the Risk of Secular Stagnation. – Brookings Papers on Economic Activity. – 2019. - № 1. – p. 65-73.

231. Syverson C. Will History Repeat Itself? Comments on "Is the Information Technology Revolution Over"? – International Productivity Monitor. – 2013. – Vol. 25. - № 1. – p. 37-40.

232. Taylor J.B. The Problem is Policy Not a Secular Decline in the Real Interest Rate. – Economics One. – 2013. Электронный ресурс: URL: [economicsone.com/2013/11/18/the-problem-is-policy-not-a-secular-decline-in-the-real-interest-rate](http://economicsone.com/2013/11/18/the-problem-is-policy-not-a-secular-decline-in-the-real-interest-rate).

233. Terzi A. The ‘Roaring Twenties’: Revisiting the evidence for Europe. – voxEU CERP. – 2021. - № 4. – p. 1-8.

234. Tomaskovic-Devey D., Lin K.-H., Meyers N. Did Financialization Reduce Economic Growth? // Socio-Economic Review. – 2015. – Vol. 13. - № 3. – p. 2-25.

235. Tsaliki P., Tsoulfidis L. Financialization Historically Contemplated. – MPRA Paper. - № 113634. – 2022. – 31 p.

236. Voda L. The New Bankruptcy Law – Stepping up to Challenges in a Post-Pandemic Economy. – Chambers and Partners. – 2020. - № 9. – p. 1-4.

237. Wicksell K. Interest and Prices (translation of 1898 edition by R.F. Kahn). – MacMillan. – 1936. – 274 p.

238. Wohlrabe K. Short-Time Work Reaches Almost All Sectors in Germany. – Ifo Institute. – 2020. Электронный ресурс: URL: [ifo.de/en/press-release/2020-05-05/ifo-institute-short-time-work-reaches-almost-all-sectors-germany](http://ifo.de/en/press-release/2020-05-05/ifo-institute-short-time-work-reaches-almost-all-sectors-germany).

239. Zang H., Kim Y.C. Does Financial Development Precede Growth? Robinson and Lucas might be right // Applied Economics Letters. – 2007. – Vol. 14. - № 1. – p. 15-19.

240. Zwan N. van der. Making sense of financialization // Socio-Economic Review. – 2014. – Vol. 12. - № 1. – p. 99-129.

**Приложение 1. Доля финансового сектора в ВВП и основные факторы  
экономического роста США**

| Год  | Темп прироста<br>реального ВВП, %<br>к предыдущему<br>году* | Количество<br>занятых в<br>эквиваленте<br>полной занятости,<br>млн* | Темп прироста<br>занятых в эквиваленте<br>полной занятости, % к<br>предыдущему году** | Темп прироста<br>инвестиций в<br>основной капитал в<br>реальном<br>выражении* | Доля<br>ФС в<br>ВВП,<br>%* |
|------|---|---|---|---|----------------------------|
| $t$  | $g$   | $L$   | $\hat{L}$   | $\frac{\hat{I}}{\bar{P}}$   | $F$                        |
| 1947 | -1,1  | 49,936  | 0,1   | -3,7  | 10,3                       |
| 1948 | 4,1   | 51,332  | 2,1   | 26  | 10,4                       |
| 1949 | -0,6  | 50,358  | -2,6  | -22,7   | 11,3                       |
| 1950 | 8,7   | 52,424  | 3,8   | 39,3  | 11,3                       |
| 1951 | 8,0   | 56,415  | 8,3   | 0,2   | 10,9                       |
| 1952 | 4,1   | 57,702  | 2,2   | -8,2  | 11,2                       |
| 1953 | 4,7   | 58,918  | 1,7   | 5,6   | 11,7                       |
| 1954 | -0,6  | 57,387  | -3,4  | -3,9  | 12,6                       |
| 1955 | 7,1   | 59,08   | 2,3   | 23,1  | 12,5                       |
| 1956 | 2,1   | 60,845  | 2,4   | -0,3  | 12,7                       |
| 1957 | 2,1   | 61,308  | 0,8   | -3,7  | 12,8                       |
| 1958 | -0,7  | 59,839  | -3,2  | -7,2  | 13,6                       |
| 1959 | 6,9   | 61,587  | 3,1   | 19,2  | 13,4                       |
| 1960 | 2,6   | 62,68   | 1,8   | 0,4   | 13,8                       |
| 1961 | 2,6   | 62,881  | -0,2  | 0,3   | 14,1                       |
| 1962 | 6,1   | 64,573  | 2,8   | 11,9  | 14,0                       |
| 1963 | 4,4   | 65,619  | 1,5   | 6,8   | 14,0                       |
| 1964 | 5,8   | 67,275  | 2,2   | 7,9   | 14,0                       |
| 1965 | 6,5   | 69,692  | 4,0   | 13,8  | 13,9                       |
| 1966 | 6,6   | 73,516  | 5,5   | 9   | 13,6                       |
| 1967 | 2,7   | 75,442  | 2,9   | -3,5  | 13,8                       |
| 1968 | 4,9   | 77,602  | 2,7   | 6   | 13,8                       |
| 1969 | 3,1   | 79,85   | 2,7   | 5,6   | 14,0                       |
| 1970 | 0,2   | 79,75   | -0,7  | -6,1  | 14,3                       |
| 1971 | 3,3   | 79,554  | -0,5  | 10,3  | 14,6                       |
| 1972 | 5,3   | 81,583  | 2,6   | 11,3  | 14,6                       |
| 1973 | 5,6   | 85,202  | 4,6   | 10,9  | 14,4                       |
| 1974 | -0,5  | 86,573  | 1,5   | -6,6  | 14,6                       |
| 1975 | -0,2  | 85,044  | -2,3  | -16,2   | 14,9                       |
| 1976 | 5,4   | 87,402  | 3,1   | 19,1  | 14,7                       |
| 1977 | 4,6   | 90,421  | 3,5   | 14,3  | 14,8                       |
| 1978 | 5,5   | 94,777  | 5,1   | 11,6  | 15,0                       |
| 1979 | 3,2   | 98,017  | 3,3   | 3,5   | 15,1                       |
| 1980 | -0,3  | 98,37   | -0,1  | -10,1   | 15,7                       |
| 1981 | 2,5   | 99,225  | 0,9   | 8,8   | 15,8                       |
| 1982 | -1,8  | 97,305  | -2,5  | -12,6   | 16,4                       |
| 1983 | 4,6   | 98,041  | 0,6   | 9,3   | 16,9                       |
| 1984 | 7,2   | 102,458   | 5,0   | 27,3  | 16,8                       |
| 1985 | 4,2   | 104,987   | 2,6   | -0,1  | 17,0                       |
| 1986 | 3,5   | 106,873   | 1,8   | 0,2   | 17,5                       |
| 1987 | 3,5   | 109,754   | 2,8   | 2,8   | 17,3                       |

| Год  | Темп прироста реального ВВП, % к предыдущему году* | Количество занятых в эквиваленте полной занятости, млн* | Темп прироста занятых в эквиваленте полной занятости, % к предыдущему году** | Темп прироста инвестиций в основной капитал в реальном выражении* | Доля ФС в ВВП, %* |
|------|--|---|--|---|-------------------|
| $t$  | $g$  | $L$   | $\hat{L}$  | $\frac{\hat{I}}{\bar{P}}$   | $F$               |
| 1988 | 4,2  | 112,864   | 2,9  | 2,5   | 17,3              |
| 1989 | 3,7  | 115,501   | 2,6  | 4   | 17,2              |
| 1990 | 1,9  | 116,964   | 1,1  | -2,6  | 17,4              |
| 1991 | -0,1   | 115,525   | -1,4   | -6,6  | 17,8              |
| 1992 | 3,5  | 115,968   | 0,1  | 7,3   | 18,1              |
| 1993 | 2,8  | 117,604   | 1,5  | 8   | 18,2              |
| 1994 | 4,0  | 120,379   | 2,7  | 11,8  | 18,0              |
| 1995 | 2,7  | 123,236   | 2,8  | 3,2   | 18,4              |
| 1996 | 3,8  | 125,461   | 1,9  | 8,7   | 18,5              |
| 1997 | 4,4  | 128,316   | 2,5  | 11,4  | 18,8              |
| 1998 | 4,5  | 131,563   | 2,6  | 9,5   | 18,9              |
| 1999 | 4,8  | 134,35  | 2,2  | 8,5   | 19,1              |
| 2000 | 4,1  | 137,228   | 2,2  | 6,7   | 19,3              |
| 2001 | 1,0  | 136,872   | 0,2  | -5,6  | 20,1              |
| 2002 | 1,7  | 135,84  | -1,0   | -0,9  | 20,2              |
| 2003 | 2,8  | 135,473   | -0,5   | 4,3   | 20,0              |
| 2004 | 3,9  | 136,851   | 0,9  | 9,3   | 19,6              |
| 2005 | 3,5  | 138,756   | 1,8  | 6,7   | 20,0              |
| 2006 | 2,8  | 141,153   | 1,8  | 3,1   | 19,9              |
| 2007 | 2,0  | 142,596   | 1,0  | -2,5  | 19,8              |
| 2008 | 0,1  | 141,576   | -0,8   | -8,2  | 19,1              |
| 2009 | -2,6   | 135,574   | -5,1   | -21,2   | 20,1              |
| 2010 | 2,7  | 134,714   | -0,8   | 14,1  | 19,9              |
| 2011 | 1,5  | 136,258   | 1,2  | 6,6   | 19,7              |
| 2012 | 2,3  | 138,885   | 2,0  | 11  | 20,2              |
| 2013 | 1,8  | 141,103   | 1,6  | 6,9   | 20,0              |
| 2014 | 2,3  | 143,758   | 2,1  | 5,6   | 20,3              |
| 2015 | 2,7  | 146,634   | 2,2  | 5,5   | 20,4              |
| 2016 | 1,7  | 148,735   | 1,5  | -1  | 20,8              |
| 2017 | 2,2  | 150,654   | 1,6  | 4,1   | 20,6              |
| 2018 | 2,9  | 153,176   | 1,8  | 5,7   | 20,7              |
| 2019 | 2,3  | 155,324   | 1,6  | 2,8   | 21,0              |
| 2020 | -2,8   | 146,542   | -5,3   | -5,3  | 21,8              |
| 2021 | 5,9  | 150,74  | 3,0  | 9   | 21,0              |

\* По данным Бюро экономического анализа. URL: <https://www.bea.gov>.

\*\* Рассчитано по данным Бюро экономического анализа.

**Приложение 2. Доля финансового сектора в ВВП и основные факторы  
экономического роста Великобритании**

| Год  | Темп прироста<br>реального ВВП, %<br>к предыдущему<br>году* | Количество<br>занятых в<br>эквиваленте<br>полной<br>занятости, млн* | Темп прироста<br>занятых в<br>эквиваленте полной<br>занятости, % к<br>предыдущему году** | Темп прироста<br>инвестиций в<br>основной капитал<br>в реальном<br>выражении* | Доля ФС<br>в ВВП,<br>%*** |
|------|---|---|--|---|---------------------------|
| $t$  | $g$   | $L$   | $\hat{L}$  | $\frac{\hat{I}}{\bar{P}}$   | $F$                       |
| 1992 | 0,030395  | 19 581  | -3,73156   | -1,61215  | 7,780727                  |
| 1993 | 2,105208  | 19 202  | -1,93555   | 0,765575  | 8,094172                  |
| 1994 | 3,478542  | 19 265  | 0,328091   | 1,643811  | 7,630209                  |
| 1995 | 2,114848  | 19 460  | 1,012198   | -0,47334  | 7,204556                  |
| 1996 | 1,907716  | 19 501  | 0,210689   | 4,688015  | 7,149772                  |
| 1997 | 4,524067  | 19 856  | 1,820419   | -1,03801  | 7,201734                  |
| 1998 | 3,157287  | 20 074  | 1,097905   | 6,807409  | 7,414161                  |
| 1999 | 3,01407   | 20 343  | 1,340042   | 1,96813   | 7,191232                  |
| 2000 | 4,092653  | 20 517  | 0,855331   | 4,766043  | 6,97506                   |
| 2001 | 2,157428  | 20 724  | 1,008919   | 1,100652  | 7,282729                  |
| 2002 | 1,770765  | 20 830  | 0,511484   | 2,643718  | 7,650228                  |
| 2003 | 3,123053  | 20 949  | 0,571291   | 2,898988  | 7,725891                  |
| 2004 | 2,344971  | 21 178  | 1,093131   | 2,530781  | 8,347869                  |
| 2005 | 2,668338  | 21 556  | 1,784871   | 4,187205  | 8,142482                  |
| 2006 | 2,160405  | 21 740  | 0,853591   | 2,561913  | 9,29126                   |
| 2007 | 2,563461  | 21 930  | 0,873965   | 3,781739  | 10,32846                  |
| 2008 | -0,15434  | 22 084  | 0,702234   | -3,84491  | 9,490687                  |
| 2009 | -4,51049  | 21 496  | -2,66256   | -12,595   | 9,780495                  |
| 2010 | 2,430073  | 21 300  | -0,9118  | 4,605552  | 9,191129                  |
| 2011 | 1,067611  | 21 422  | 0,57277  | -0,44108  | 9,502173                  |
| 2012 | 1,448457  | 21 547  | 0,583512   | 0,76301   | 9,183384                  |
| 2013 | 1,819863  | 21 897  | 1,624356   | 3,423616  | 9,390591                  |
| 2014 | 3,199703  | 22 469  | 2,61223  | 6,642013  | 9,288856                  |
| 2015 | 2,393103  | 22 884  | 1,846989   | 6,530811  | 8,94575                   |
| 2016 | 2,165206  | 23 208  | 1,415836   | 4,891006  | 9,425461                  |
| 2017 | 2,44357   | 23 536  | 1,413306   | 3,509724  | 9,372024                  |
| 2018 | 1,705021  | 23 886  | 1,487084   | -0,23683  | 9,161686                  |
| 2019 | 1,604309  | 24 212  | 1,364816   | 1,868338  | 8,965137                  |

\* По данным Национальной статистической службы Великобритании. URL:

<https://www.ons.gov.uk/>.

\*\* Рассчитано по данным Национальной статистической службы Великобритании.

\*\*\* Рассчитано по данным ОЭСР. URL: <https://stats.oecd.org/>.

**Приложение 3. Доля финансового сектора в ВВП и темп роста инвестиций как факторы экономического роста Китая**

| Год  | Темп прироста реального ВВП, % к предыдущему году* | Темп прироста инвестиций в основной капитал в реальном выражении** | Доля ФС в ВВП, %** |
|------|--|--|--------------------|
| $t$  | $g$  | $\frac{\hat{I}}{\bar{P}}$  | $F$                |
| 1982 | 9  | 28,0000  | 5                  |
| 1983 | 10,8   | 16,2000  | 4,8                |
| 1984 | 15,2   | 28,2000  | 5,4                |
| 1985 | 13,501   | 38,8000  | 5,6                |
| 1986 | 8,9  | 22,7000  | 6,8                |
| 1987 | 11,7   | 21,5000  | 7,3                |
| 1988 | 11,2   | 25,4000  | 7,4                |
| 1989 | 4,2  | -7,2000  | 9,6                |
| 1990 | 3,888  | 2,4000   | 9,6                |
| 1991 | 8,996  | 23,9000  | 8,9                |
| 1992 | 14,277   | 44,4000  | 9,5                |
| 1993 | 13,879   | 61,8000  | 9,2                |
| 1994 | 13,029   | 30,4000  | 9,2                |
| 1995 | 10,969   | 17,5000  | 9                  |
| 1996 | 9,921  | 14,8000  | 8,8                |
| 1997 | 9,247  | 8,8000   | 8,9                |
| 1998 | 7,856  | 13,9000  | 9,1                |
| 1999 | 7,68   | 5,1000   | 9,1                |
| 2000 | 8,472  | 10,3000  | 8,9                |
| 2001 | 8,319  | 13,0000  | 8,9                |
| 2002 | 9,115  | 16,9000  | 9                  |
| 2003 | 10,021   | 23,8000  | 8,9                |
| 2004 | 10,114   | 23,0000  | 8,5                |
| 2005 | 11,389   | 22,3000  | 8,5                |
| 2006 | 12,71  | 20,5000  | 9,2                |
| 2007 | 14,247   | 21,3000  | 10,7               |
| 2008 | 9,592  | 22,2000  | 10,3               |
| 2009 | 9,446  | 25,7000  | 11,7               |
| 2010 | 10,611   | 20,4000  | 11,9               |
| 2011 | 9,551  | 20,1000  | 12                 |
| 2012 | 7,848  | 18,0000  | 12,2               |
| 2013 | 7,771  | 16,9000  | 13                 |
| 2014 | 7,391  | 13,5000  | 13,2               |
| 2015 | 7,018  | 8,6000   | 14,4               |
| 2016 | 6,851  | 7,0000   | 14,7               |
| 2017 | 6,947  | 6,2000   | 14,7               |
| 2018 | 6,751  | 5,9000   | 14,7               |
| 2019 | 5,951  | 5,1000   | 14,8               |
| 2020 | 2,242  | 2,7000   | 15,4               |
| 2021 | 8,45   | 4,9000   | 14,6               |
| 2022 | 2,988  | 4,9000   | 14,1               |

\* По данным МВФ: IMF World Economic Outlook Database. URL: <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/weo-database/2023/April>.

\*\* Рассчитано по данным National Bureau of Statistics of China. URL: <http://www.stats.gov.cn/english/>.

**Приложение 4. Доля финансового сектора в ВВП и основные факторы  
экономического роста России**

| Год  | Темп прироста<br>реального ВВП, %<br>к предыдущему<br>году* | Количество<br>занятых в<br>эквиваленте<br>полной<br>занятости, чел.* | Темп прироста<br>занятых, % к<br>предыдущему<br>году** | Темп прироста<br>инвестиций в<br>основной<br>капитал в<br>реальном<br>выражении* | Доля ФС в ВВП,<br>%**** |
|------|---|--|--|--|-------------------------|
| $t$  | $g$   | $L$  | $\hat{L}$  | $\frac{\hat{I}}{\bar{P}}$  | $F$                     |
| 2002 | 4,743782  | 65766  | 1,704194   | 2,9  | 12,003712               |
| 2003 | 7,295854  | 67152  | 2,107472   | 12,7   | 12,376829               |
| 2004 | 7,175949  | 67134  | -0,0268  | 16,8   | 11,053896               |
| 2005 | 6,376187  | 66683  | -0,67179   | 10,2   | 11,707365               |
| 2006 | 8,153432  | 67047  | 0,545866   | 17,8   | 12,128844               |
| 2007 | 8,53508   | 67922  | 1,305055   | 23,8   | 13,103515               |
| 2008 | 5,247954  | 68397  | 0,699332   | 9,5  | 13,317961               |
| 2009 | -7,82089  | 67418  | -1,43135   | -13,5  | 15,274880               |
| 2010 | 4,503726  | 67493  | 0,111246   | 6,3  | 14,414250               |
| 2011 | 4,264177  | 67644 (71900,8)<br>***   | 0,223727   | 10,8   | 13,339194               |
| 2012 | 4,024086  | 72197,8  | 0,413065   | 6,8  | 13,517603               |
| 2013 | 1,755422  | 72176,4  | -0,02961   | 0,8  | 13,501308               |
| 2014 | 0,736267  | 72080,6  | -0,13282   | -1,5   | 13,155328               |
| 2015 | -1,97272  | 72424,9  | 0,477732   | -10,1  | 12,315300               |
| 2016 | 0,193671  | 72065,2  | -0,49664   | -0,2   | 13,137686               |
| 2017 | 1,825809  | 72315,9  | 0,347854   | 4,8  | 12,940214               |
| 2018 | 2,806341  | 72531,6  | 0,298275   | 5,4  | 12,381091               |
| 2019 | 2,198076  | 71933,1  | -0,82516   | 2,1  | 12,667428               |
| 2020 | -2,65365  | 70601,4  | -1,8513  | -0,1   | 14,000974               |
| 2021 | 5,61429   | 71719,4  | 1,583538   | 8,6  | 14,204337               |
| 2022 | -2,06971  | 71973,6  | 0,354437   | 4,6  | 14,117767               |

\* По данным Росстата. URL: <https://www.gks.ru>

\*\* Рассчитано по данным Росстата.

\*\*\* В 2011 г. изменилась методика определения численности занятых, поэтому для данного года указаны два значения занятых (по старой и новой методике). Темп прироста занятых для 2011 г. указан, исходя из количества занятых 2011 г., рассчитанных по старой методике. Темп прироста занятых в 2012 г. рассчитан, исходя из количества занятых 2011 г., указанных по новой методике. Таким образом, нивелируется скачок в темпах занятости, который имел бы место без учета перехода на новую методику определения численности занятых.

\*\*\*\* Рассчитан как доля в ВВП суммы добавленной стоимости по видам деятельности «Финансовая деятельность» и «Операции с недвижимым имуществом, аренда и предоставление услуг».