

МОСКОВСКИЙ ГОСУДАРСТВЕННЫЙ УНИВЕРСИТЕТ  
имени М.В. ЛОМОНОСОВА

*На правах рукописи*

**Власкин Павел Геннадьевич**

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

Специальность 5.2.1. Экономическая теория

**АВТОРЕФЕРАТ**

диссертации на соискание ученой степени  
кандидата экономических наук

Москва – 2024

Работа выполнена на кафедре политической экономии Экономического факультета МГУ имени М.В. Ломоносова

**Научный руководитель** *Теняков Иван Михайлович* – доктор экономических наук, доцент

**Официальные оппоненты** *Дементьев Виктор Евгеньевич* – доктор экономических наук, профессор, член-корреспондент Российской академии наук, ФГБУН «Центральный экономико-математический институт Российской академии наук», лаборатория финансово-промышленной интеграции, главный научный сотрудник

*Тимофеева Галина Владимировна* – доктор экономических наук, профессор, ФГБОУ ВО «Российская академия народного хозяйства и государственной службы при Президенте Российской Федерации», Институт государственной службы и управления, кафедра экономики и финансов общественного сектора, профессор; факультет государственного управления экономикой, и.о. декана

*Толкачев Сергей Александрович* – доктор экономических наук, профессор, ФГБОУ ВО «Финансовый университет при правительстве Российской Федерации», кафедра экономической теории, профессор

Защита диссертации состоится «17» сентября 2024 г. в 15:40 на заседании диссертационного совета МГУ.052.2 Московского государственного университета имени М. В. Ломоносова по адресу: 119991, Москва, ГСП-1, Ленинские горы, д. 1, стр. 46, экономический факультет, ауд. П-4.

E-mail: [msu.052.2.econ@org.msu.ru](mailto:msu.052.2.econ@org.msu.ru)

С диссертацией можно ознакомиться в отделе диссертаций научной библиотеки МГУ имени М.В. Ломоносова (Ломоносовский просп., д. 27) и на портале <https://dissovet.msu.ru/dissertation/3049>.

Автореферат разослан «\_\_» \_\_\_\_\_ 2024 г.

Ученый секретарь  
диссертационного совета МГУ.052.2,  
доктор экономических наук



Т. В. Гудкова

## I. ОБЩАЯ ХАРАКТЕРИСТИКА РАБОТЫ

### 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. Koo), 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 все работы, упоминаемые в автореферате, приведены в основном тексте диссертации 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. Игониная, 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 ее 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 ее 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 ученых «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.

## ОСНОВНЫЕ ПОЛОЖЕНИЯ И ВЫВОДЫ РАБОТЫ

**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.**

Идею долгосрочной стагнации экономики формулировали и до появления концепции вековой стагнации, 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 по мере роста капитализма условия его существования, тем самым порождая периодическую или долгосрочную стагнацию.

Термин вековая стагнация, происходящий от английского *secular stagnation*, имеет две трактовки. С одной стороны, в проявлении стагнации учитывается фактор времени (вековая стагнация – это столетний период, для которого характерно состояние стагнации). С другой стороны, подразумевается затяжная стагнация без привязки к конкретному историческому периоду, здесь учитывается фактор длительности (вековая стагнация – это затяжной, 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.

Гипотеза вековой стагнации (англ. – *secular stagnation*) впервые была сформулирована американским экономистом Э. Хансеном в конце 1930-х годов.<sup>2</sup> Согласно подходу Хансена, вековая стагнация – это такое состояние рыночной экономики, при котором экономический рост незначителен или отсутствует, происходит его длительное резкое замедление. Причинами этому, по мнению Хансена, являются ограничение инвестиционных возможностей и привлечения трудовых ресурсов из-за закрытия границ.

Однако последовавший за Великой депрессией 1930-х гг. демографический и технологический бум американской экономики и «золотой век капитализма» 1950–60-х гг. сделали неактуальной концепцию вековой стагнации, несмотря на отдельные работы в русле указанной концепции.<sup>3</sup>

После осознания неспособности достижения стабильно высоких темпов роста в мировой экономике, прежде всего в развитых странах, в годы после мирового экономического кризиса 2008 года, концепция вековой стагнации вновь стала актуальной, и с ее помощью попытались объяснить происходящие в западных странах застойные явления.

Как и прежде, далеко не все исследователи согласились с объяснением вековой стагнацией наблюдавшегося замедления экономического роста, сформировав целое направление критики концепции вековой стагнации. В таблице 1 представлены подходы сторонников и противников концепции вековой стагнации и аргументация их позиции.

---

<sup>2</sup> Hansen A.H. Economic Progress and Declining Population Growth // American Economic Review. – 1939. – Vol. 29. – № 1. – p. 1-15.

<sup>3</sup> Magdoff H., Sweezy P. Stagnation and the Financial Explosion. – New York: Monthly Review Press. – 1987. – 208 p.

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

Сторонники концепции вековой стагнации	Противники концепции вековой стагнации
<ul style="list-style-type: none"> <li>• невозможность одновременного достижения желаемых темпов ЭР, 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> для балансировки сбережений-инвестиций при полной занятости</li> <li>• мер традиционной ДКП 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>	<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 перераспределение доходов к пенсионерам</li> <li>• реальные ставки <math>\%</math> имеют небольшой нисходящий тренд с момента зарождения современных фин. рынков – <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 г. 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 финансированию бюджета</li> <li>• существуют две связанные концепции ВС: провал долгосрочного тренда роста и постоянная ловушка ликвидности; для каждой есть меры, работавшие в прошлом; ВС если и наблюдается, то из-за ошибочных мер</li> </ul>

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

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> Э. Хансен	Конец 1930-х	Спрогнозировано грядущее резкое длительное замедление экономического роста США, вызванное истощением свободной земли, снижением темпов роста населения и торможением технологического прогресса
<b>2. Затухание</b>	1940-е – Конец 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> Т. Коуэн, Р. Гордон, Л. Саммерс	Конец 2000-х – Начало 2010-х	Возвращение к идее вековой стагнации на фоне замедления темпов экономического роста после мирового экономического кризиса 2008 года
<b>4. Обоснование актуальности</b> Б. Эйхенгрин, П. Кругман, Э. Глезер	Начало – Середина 2010-х	Теоретическое обоснование вековой стагнации
<b>5. Дальнейшее развитие и критика</b> <i>сторонники:</i> Д. Фурсери, А. Пескатор, Р. Кабальеро, Э. Фархи, Г. Эггертссон, Н. Мерхотра, Р. Ку, Г. Вольф, Л. Шен, У. Мальмендье, Х. Химено, Ф. Мпеца, Дж. Янгоу, М. Сандбу, Д. Асемоглу, К. Байер, Б. Борн, Р. Люгтик <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 2010-х – Настоящее время	<i>сторонники:</i> поиск эмпирических доказательств вековой стагнации. Прикладные исследования, отражающие влияние различных причин на длительное устойчивое замедление экономического роста <i>противники:</i> Опровержение существования вековой стагнации, поиск альтернативных объяснений застойных явлений

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

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

**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.**

При построении классификации факторов, обуславливающих состояние вековой стагнации, применяются следующие принципы: полноценное покрытие (рассмотрены все факторы) и взаимоисключение элементов (факторы не смешиваются и не дублируются на разных уровнях).

Карта факторов вековой стагнации представлена в таблице 3. Выявленные факторы в разные периоды и с разной степенью действуют в национальной экономике, влияя на формы проявления вековой стагнации.

Раскроем содержание ряда факторов, постулируемых в карте. 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 современной экономики.

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.

В настоящее время формируется новый тип гармоничного, креативного человека с потребностями всестороннего развития личности под влиянием современных технологических процессов. Социальные-экономические отношения, при которых ограничиваются процессы формирования креативного человека, могут оказывать сдерживающее воздействие на экономический рост, в частности, влиять на вековую стагнацию.

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 растущей инфляцией.

В финансовом секторе последние 30 лет реальные процентные ставки неуклонно снижались. Период устойчивого экономического роста всегда порождал дисбалансы на финансовых рынках, которые выражаются в финансовых пузырях (рынок недвижимости, рынок высокотехнологичных компаний).

Таблица 3 – Карта факторов вековой стагнации

Группа	Факторы	
Факторы экономической системы	Реальный сектор	<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 и 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 (где низкий спрос на капитал);</li> <li>- уменьшение эффекта экономии на масштабе из-за лимитированного производства;</li> <li>- балансовая рецессия (спад спроса фирм на кредит из-за снижения цен на активы);</li> <li>- перенос в сферу аутсорсинга ранее интернализированных 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>- существенное накопление резервов;</li> <li>- ↓ спроса на торгово-офисные помещения</li> </ul> </li> <li>• компонента потребительского 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>- снижение потребления после кризисов (пессимистичные ожидания по доходам);</li> <li>- увеличение уровня сбережений;</li> <li>- совместное (sharing economy) и осознанное потребление</li> </ul> </li> </ul>
	Фин. сектор	<p><i>Технологические изменения:</i></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- ускорившаяся с четвертой промышленной революцией цифровизация, e-commerce, облачные технологии;</li> <li>- развитие сервисов аренды недвижимости, такси, перспективное распространение беспилотных автомобилей</li> </ul> <ul style="list-style-type: none"> <li>- устойчивое снижение естественной ставки %, необходимость удержания номинальной ставки % около 0 и реальной &lt; 0;</li> <li>- финансовые пузыри, выражающие рыночные дисбалансы из-за ~0% ставки и спекуляций с нематериальными активами;</li> <li>- чрезмерная закредитованность, ухудшающиеся условия финансирования, финансовая нестабильность;</li> <li>- финансиализация как экономический процесс, влияющий на темпы роста;</li> <li>- инфляционные процессы и проинфляционные риски</li> </ul>
Внешние факторы	<ul style="list-style-type: none"> <li>- реализация концепции устойчивого развития (ESG), политика в области охраны окружающей среды, в частности декарбонизация;</li> <li>- тенденции регионализации, кластеризации и деглобализации при высокой взаимозависимости стран;</li> <li>- региональные вооруженные конфликты, санкционные и торговые войны</li> </ul>	

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

**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.**

Одним из ключевых моментов в анализе вековой стагнации является тот факт, что она представляется различным образом в разных национальных экономиках. Анализ вековой стагнации в большей степени распространяется на экономики развитых стран и в меньшей степени – развивающихся.

В случае Европы, США или Японии можно констатировать состояние вековой стагнации, поскольку темпы экономического роста последовательно десятилетиями падают. Развитым странам, достигшим высоких потребительских стандартов, не требуется гнаться за высокими темпами экономического роста, для них первично повышение качества товаров, изменение структуры спроса.

Замедление темпов роста экономики Китая, начиная с 2010-х гг., по сравнению с предыдущим периодом – с 10% в 1980-2000-х гг. до 8% в 2010-х и до 5% в 2020-х – не позволяет говорить о вековой стагнации в КНР в той же степени как в западных странах, поскольку они все равно выше темпов роста развитых экономик. Напротив, наблюдается тенденция перемещения центров роста в развивающиеся страны Азии. В развивающихся странах, в первую очередь

странах Африки, на первое место выходит проблема достижения продовольственной безопасности, в т.ч. отсутствия товаров первой необходимости.

Одним из проявлений вековой стагнации в экономиках развитых стран (в частности Большой семерки, G7) является снижение их доли в мировом ВВП по ППС на протяжении последних более чем четырех десятилетий. На графике динамики доли ВВП по ППС по группам стран, построенном по данным МВФ за период с 1980 по 2023 гг. и прогноза до 2028 г., тенденция вполне очевидна (рисунок 1).

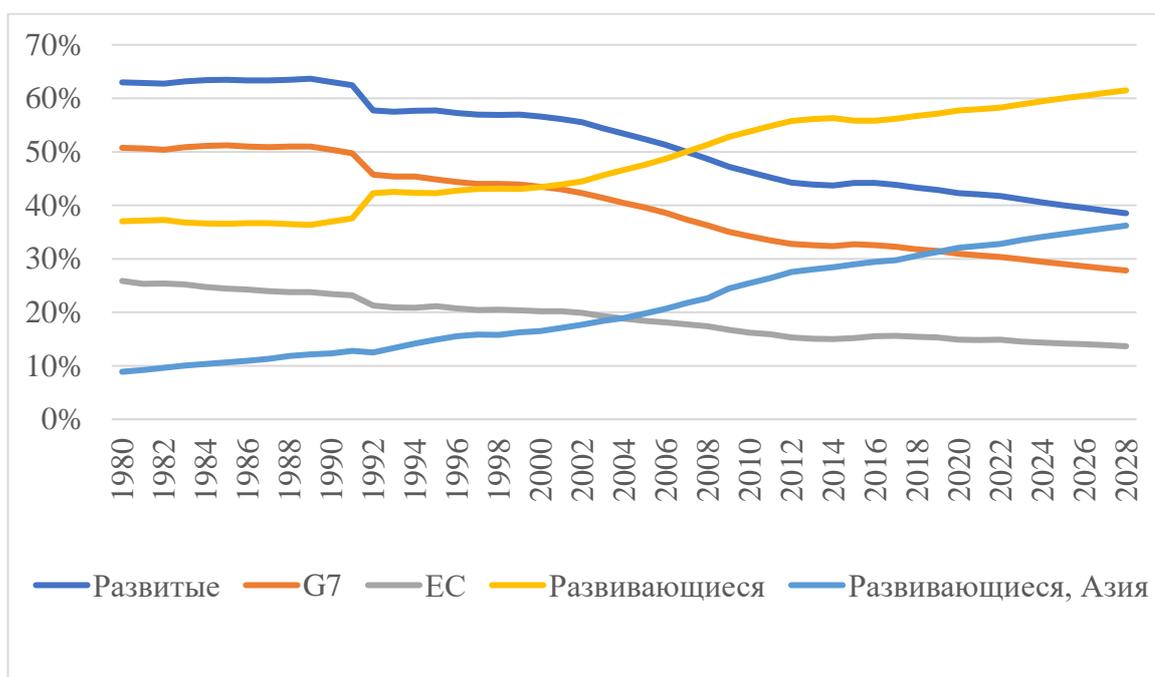


Рис 1. Динамика доли ВВП по ППС в мировом ВВП по группам стран

Источник: составлено по: Международный валютный фонд. <https://www.imf.org/> (дата обращения: 20.04.2024).<sup>4</sup>

Как видно из графика, в 2024-28 гг. прогнозируется дальнейшее увеличение доли развивающихся стран в мировом ВВП по ППС, в частности развивающихся стран Азии, и снижение доли развитых стран, в частности крупнейших стран с развитой экономикой (G7) и стран Евросоюза (ЕС).

На графике динамики темпов экономического роста по отдельным рассматриваемым странам (США, ФРГ, Великобритании, Франции, Японии, КНР

<sup>4</sup> 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)

и России), представленном ниже, наглядно виден процесс замедления темпов роста (рисунок 2).

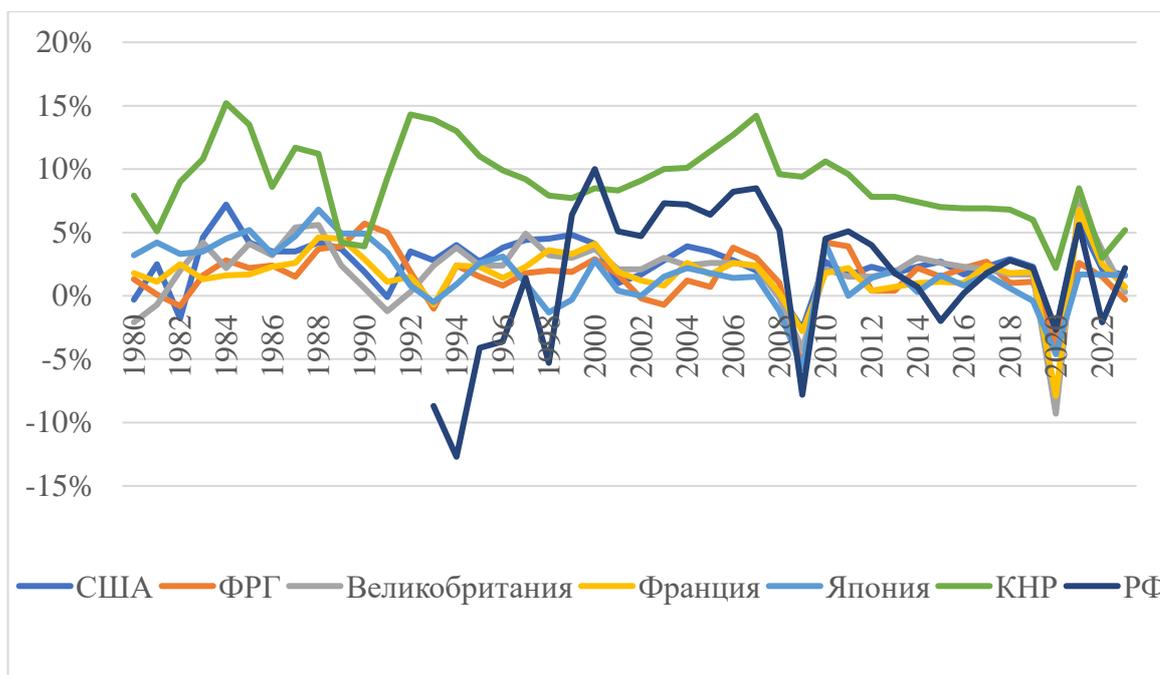


Рис. 2. Динамика темпов экономического роста в рассматриваемых странах (США, ФРГ, Великобритания, Франция, Япония, КНР и Россия)

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

США выделяются на фоне трех следующих крупнейших мировых экономик (Китая, Германии и Японии) и 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 Еврозоне.

По оценкам, рост потенциального ВВП в развитых странах в 2000-х гг. должен был составить 2,2%, в 2010-х гг. – 1,4% и в 2020-х гг. – 1,2%, а в развивающихся странах – 6,0%; 5,0% и 4,0% соответственно. Фактические данные роста потенциального ВВП в развивающихся странах в 2000-х гг. оказались на уровне 6%, в 2010-х гг. – 4,4% и в 2021–2023 гг. – 3,6%.<sup>5</sup>

<sup>5</sup> Kose A.M., Ohnsorge F. Falling Long-Term Growth Prospects: Trends, Expectations and Policies. – Washington: World Bank Group. – 2023.

Еще 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>6</sup> Соотношение государственного долга Китая к ВВП достигнет 139%. Неспособность ведущих капиталистических стран разрешить этот кризис является одним из рисков, способных подорвать устойчивость существующей социально-экономической системы.

Применительно к России возможно соотнесение тенденций вековой стагнации со сложившейся инерционной моделью экономики. Эффекты вековой стагнации воспринимаются российской экономикой, и национальная экономика вынуждена довольствоваться низкими темпами экономического роста. При изменении российской экономической модели может получиться 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. Также поддерживающее значение 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 4 представлены формы проявлений вековой стагнации национальной экономики по рассматриваемым странам.

---

<sup>6</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.

Таблица 4 – Проявления вековой стагнации экономики 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>- низкие темпы роста заработной платы</li> </ul>
Россия	<ul style="list-style-type: none"> <li>- тенденции вековой стагнации соотносятся со сложившейся инерционной моделью экономики;</li> <li>- негативные эффекты санкционного воздействия и геополитической напряженности</li> </ul>

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

**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 подразумевает под собой изменение качественного характера влияния финансовой сферы на экономическое развитие: финансовый сектор переходит от подчиненности реальному сектору экономики к диктату над ним, формируя новый вид хозяйства.**

Многообразие литературы по оценке влияния финансов на экономический рост представлено исследованиями, в которых обосновывается положительное, отрицательное и двойственное влияние.

Сторонники положительного влияния в своих работах используют такой термин как «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 мейнстримом экономической теории 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, тем самым стимулируя инновации и повышение эффективности.

Сторонники отрицательного влияния говорят о наблюдаемом ими явлении финансиализации, под которым понимают приобретение финансовым сектором чрезмерной роли в экономике страны, а также о перетоке трудовых и финансовых ресурсов из реальной экономики в финансовую сферу, что сказывается на долгосрочном замедлении экономического роста. Финансиализация является одним из аспектов вековой стагнации, т.е. препятствием на пути долгосрочного экономического роста.

Решения об использовании привлекаемых в финансовый сектор 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>7</sup> Из-за стабильного превышения потока направляемых на денежный рынок финансовых средств над потоком

---

<sup>7</sup> Родина Г.А. Современная финансиализация как новое качество экономики // Социально-политические исследования. – 2019. - № 3(4). – с. 45-58.

инвестиций в основной капитал происходит «оседание» денег в ценных бумагах, а не расширение воспроизводства благ.<sup>8</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. Также выявляется большое количество негативных последствий чрезмерной финансиализации реального сектора. Однако даже в этих исследованиях признается, что роль, которую играет дисциплинированный и отрегулированный финансовый сектор, имеет важное значение для экономического роста.

Ряд исследователей подчеркивает важность рассмотрения финансов при анализе факторов экономического роста, однако не делает однозначного вывода о направленности влияния (сторонники двойственного влияния). Хотя финансовому сектору и положено 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 5 представлены различные подходы к оценке влияния финансов на экономический рост.

---

<sup>8</sup> Буквич Р.М., Оцич Ч. Финансиализация и современные экономические кризисы // Вестник НГИЭИ. – 2013. - № 22–3. – с. 3-17.

Таблица 5 – Подходы к оценке влияния финансов на экономический рост

Положительное влияние	Отрицательное влияние	Двойственное влияние
<ul style="list-style-type: none"> <li>• финансовые посредники и финансовые рынки имеют значение для ЭР, финансовое развитие положительно влияет на ЭР, финансиализация и ЭР имеют устойчивую положительную связь, вплоть до начала XXI в. ФС способствовал развитию наукоемких отраслей в развитых странах</li> <li>• двунаправленная причинно-следственная связь: на 1-м этапе экономического развития ФС разрастается и создает новые инструменты удовлетворения растущих потребностей фирм и домохозяйств (ЭР предоставляет средства для внедрения дорогостоящих финансовых структур); на 2-м этапе ФС создает потребности реального сектора, удовлетворяемые только на фин. рынке</li> <li>• посредничество ФС способствует ЭР:               <ol style="list-style-type: none"> <li>1) диверсифицируются источники финансирования и рыночной ликвидности</li> <li>2) ослабляются внешние финансовые ограничения для фирм за счет фин. развития</li> <li>3) повышается норма прибыли на капитал</li> <li>4) сбережения эффективнее трансформируются в инвестиции</li> <li>5) накапливается капитал и повышается производительность</li> <li>6) снижается вредная для экономики ликвидация капитала</li> </ol> </li> <li>• банковское кредитование частного сектора значимо влияет на ЭР</li> <li>• размер фондового рынка не связан с ЭР</li> </ul>	<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 хрупка</li> <li>3) затрудненное формирование спроса</li> <li>4) ↓ 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 (образуются финансовые пузыри, имущество переоценивается), богатство движется между собственниками, не способствуя ЭР</li> <li>• роль финансового капитала нарастает, компании ФС имеют преференции</li> <li>• финансовый капитал имеет фиктивный характер, существуют препятствия на пути реализации предназначения (содействия ЭР)</li> <li>• происходит переход от фиктивного капитала (титула собственности на реальные активы) к виртуальному (не влияющему на ЭР)</li> </ul>	<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 роста спроса на фин. услуги</li> <li>• «надлежащее распределение капитала и рисков в экономике» – важный катализатор ЭР, но % негативен для 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 зарубежной и отечественной литературы по теме взаимосвязи финансов и ЭР.

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

Оценка воздействия финансовализации на экономический рост осуществляется с помощью различных статистических показателей. Одним из наиболее общепринятых и доступных статических показателей уровня финансовализации является доля финансового сектора в ВВП (в него включаются финансы, страхование и операции с недвижимостью). Мы воспользуемся им для оценки корреляции с экономическим ростом.

Кроме доли финансового сектора в ВВП используются также показатели соотношения инвестиций в финансовый и реальный сектора экономики, объема и количества сделок на финансовых рынках и долгового бремени корпораций и государства и другие показатели.<sup>9</sup>

Для эконометрического моделирования среди развитых стран выбраны экономики США и Великобритании, из развивающихся – Китай и Россия, поскольку США – страна-родоначальник феномена финансовализации; Великобритания – вторая страна, для которой наиболее характерен феномен финансовализации;<sup>10</sup> Китай – один из флагманов развивающихся стран, а также стратегический партнер и дружественная России страна.

Оценка построена на данных национальных статических служб, МВФ и ОЭСР, характеризующих темпы прироста реального ВВП, занятости, инвестиций в основной капитал и долю финансового сектора в ВВП.

---

<sup>9</sup> Иванов В.В. Финансализация и экономический рост // Экономическое возрождение России. – 2018. - № 4(58). – с. 37-49.

<sup>10</sup> Маццукато М. Ценность всех вещей: Создание и изъятие в мировой экономике / пер. с англ. – М.: Изд. дом Высшей школы экономики. – 2021. – 408 с.

В качестве зависимой переменной выступают темпы прироста реального ВВП,  $g$ , измеренные как процент к предыдущему году. Базовыми факторами экономического роста выбраны труд ( $\hat{L}$ ) и капитал –  $(\widehat{I/P})$ , а в качестве переменной интереса — доля финансового сектора в ВВП ( $F$ ).

В качестве переменной труда взяты темпы прироста занятых (в процентах). Для этого использовались данные по количеству занятых, и на их основе посчитаны темпы прироста. 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 финансового сектора в ВВП. Эконометрическая модель построена методом наименьших квадратов, МНК (представлена в таблице 6).

Таблица 6 – Модель: МНК, зависимая переменная  $g$

Страна, период	Показатели	Коэффициент	Стандартная ошибка	$P$ -значение	Уровень значимости
США, 1947–2021 ( $T = 75$ )	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
Велико- британия, 1992– 2019 ( $T = 28$ )	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
Китай, 1982–2022 ( $T = 41$ )	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, 2002–2022 ( $T = 21$ )	Const	12,5847	4,88730	0,0197
$\hat{L}$		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 в gretl 1.10.1.

Как показывает анализ модели, во всех рассматриваемых странах подтверждается тесная отрицательная корреляция финансиализации и динамики реального ВВП (модель достаточно качественна:  $R^2 > 0,5$ ).

**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.**

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>11</sup> смягчение ее последствий требует мер госполитики, применимых как к реальному росту, так и к финансовому сектору.

Система мер для обращения вспять замедления роста представлена в таблице 7. Поясним предлагаемые меры. В устранении разрыва между сбережениями и инвестициями может помочь увеличение предложения государственных облигаций и инвестиций. Положительность влияния зависит от надежности гособлигаций. Этот механизм требует устойчивости долга.

---

<sup>11</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 экономического роста (для которого низкая ставка % — это хорошо).

Таблица 7 – 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 инноваций и 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>
Стратегическое управление и планирование	<ul style="list-style-type: none"> <li>• решение задач внедрения передовых технологий в производство</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 анализа мер по смягчению последствий вековой стагнации, предлагаемых в отечественной и зарубежной литературе.

Необходимо расширение использования бюджетного дефицита, активная фискальная политика важна в борьбе с эффектом гистерезиса.

Меры по урегулированию проблемы высокой задолженности имеют высокое значение для выхода из стагнации. Особое внимание необходимо обратить на ситуацию с государственным долгом в США, поскольку их экономическая

политика имеет колоссальные последствия для мировой экономики. Процент долга США от ВВП неуклонно растет.

Видятся две 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 двойной подход: сместить фискальные приоритеты в сторону расходов с высокими социальными выплатами, затем проводить фискальные корректировки для первичного профицита бюджета и долговой устойчивости.

В борьбе с таким фактором вековой стагнации как неравенство доходов могут помочь изменения в антимонопольном, трудовом законодательстве и законодательстве об интеллектуальной собственности.

Для создания финансового сектора, содействующего экономическому росту, рекомендуется стимулировать инвестиции в компании, реализующие долгосрочные инвестиционные проекты.

Для развития национального финансового рынка необходимо стимулировать повышение уровня частных инвестиций и развитие коллективного инвестирования.

### **Список работ по теме диссертации**

Публикации в рецензируемых научных изданиях, рекомендованных для защиты в диссертационном совете МГУ имени М.В. Ломоносова по специальности и отрасли наук:

1. 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 (двухлетний импакт-фактор журнала по РИНЦ: 0,56) (0,48 п.л., авторский вклад – 0,36 п.л.).

2. Власкин П.Г. Роль развития финансовых технологий в преодолении вековой стагнации // Инновации и инвестиции. – 2020. – № 12. – С. 31–36 (двухлетний импакт-фактор журнала по РИНЦ: 0,56) (0,75 п.л.).

3. 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 (двухлетний импакт-фактор журнала по РИНЦ: 0,32) (0,49 п.л., авторский вклад – 0,37 п.л.).

4. Власкин П.Г., Теняков И.М. Влияние финансиализации на экономический рост в развитых и развивающихся странах // Проблемы современной экономики. – 2023. – № 3. – С. 94–99 (двухлетний импакт-фактор журнала по РИНЦ: 0,32) (0,67 п.л., авторский вклад – 0,53 п.л.).

5. 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 (двухлетний импакт-фактор журнала по РИНЦ: 0,62) (0,88 п.л., авторский вклад – 0,66 п.л.).