

Журнал индексируется базами данных

Scopus®

Russian Science  
Citation Index

ULRICHSWEB™  
GLOBAL SERIALS DIRECTORY

РОССИЙСКИЙ ИНДЕКС  
НАУЧНОГО ЦИТИРОВАНИЯ  
Science Index\*



ECONBIZ  
Find Economic Literature



Индекс в каталоге агентства «Роспечать» — 81184

Индекс в объединенном каталоге «Пресса России» — 45502

ISSN 1994-5124



9 771994 512008 >

ISSN 1994-5124

Российская академия народного хозяйства  
и государственной службы при Президенте РФ  
и Институт экономической политики им. Е. Т. Гайдара

## ЭКОНОМИЧЕСКАЯ ПОЛИТИКА

ЭКОНОМИЧЕСКАЯ ПОЛИТИКА

Т. 16 № 3 ИЮНЬ 2021

Том 16 № 3 ИЮНЬ  
2021

Оікономіа • Політика

ОΙΚΟΝΟΜΙΑ • ΠΟΛΙΤΙΚΑ

ISSN 1994-5124

Журнал входит в перечень рецензируемых научных изданий ВАК по специальностям 08.00.00 — Экономические науки 12.00.00 — Юридические науки

## ЭКОНОМИЧЕСКАЯ ПОЛИТИКА

Том 16 № 3 июнь 2021

### Главный редактор

Владимир МАУ, д. э. н., PhD (Econ.), профессор, ректор, Российская академия народного хозяйства и государственной службы при Президенте Российской Федерации (РАНХиГС) (Москва, Россия)

### Редакционная коллегия

Абел АГАНБЕГЯН, д. э. н., профессор, академик РАН, заведующий кафедрой экономической теории и политики, РАНХиГС (Москва, Россия)

Валерий АНАШВИЛИ, заместитель главного редактора, главный редактор, Издательский дом «Дело» (Москва, Россия)

Марек ДОМБРОВСКИЙ, PhD (Econ.), профессор, Центр социально-экономических исследований (Варшава, Польша)

Сергей ДРОБЫШЕВСКИЙ, д. э. н., доцент, директор по научной работе, Институт экономической политики им. Е. Т. Гайдара (Москва, Россия)

Лоуренс КОТЛИКОФФ, PhD (Econ.), профессор экономики, Бостонский университет (Бостон, США); Национальное бюро экономических исследований (Кембридж, США)

Энн КРЮГЕР, PhD (Econ.), профессор Школы международных исследований им. Пола Нитце, Университет Дж. Хопкинса (Вашингтон, США)

Юрий КУЗНЕЦОВ, к. э. н., ведущий научный сотрудник, Научно-исследовательский финансовый институт Министерства финансов РФ; заместитель главного редактора (Москва, Россия)

Александр РАДЫГИН, д. э. н., профессор, декан экономического факультета, РАНХиГС (Москва, Россия)

Джеффри САКС, PhD (Econ.), профессор, директор Института Земли, Колумбийский университет (Нью-Йорк, США)

Сергей СИНЕЛЬНИКОВ-МУРЫЛЕВ, д. э. н., профессор, ректор Всероссийской академии внешней торговли, Министерство экономического развития Российской Федерации; проректор, РАНХиГС; заместитель главного редактора (Москва, Россия)

Юрий ТИХОМИРОВ, д. ю. н., профессор, главный научный сотрудник Центра публично-правовых исследований, Институт законодательства и сравнительного правоведения при Правительстве Российской Федерации (Москва, Россия)

Дэниэл ТРЕЙЗМАН, PhD (Gov.), профессор, факультет политических наук, Калифорнийский университет (Лос-Анджелес, США)

Павел ТРУНИН, д.э.н., директор Центра изучения проблем центральных банков, РАНХиГС; руководитель научного направления «Макроэкономика и финансы», Институт экономической политики им. Е. Т. Гайдара (Москва, Россия)

Ксения ЮДАЕВА, PhD (Econ.), первый заместитель председателя, член Совета директоров, Центральный банк Российской Федерации (Москва, Россия)

**Российская академия народного хозяйства  
и государственной службы при Президенте Российской Федерации  
и Институт экономической политики им. Е. Т. Гайдара**

Оіковозна • Політика

ОΙΚΟΝΟΜΙΑ • POLİTİKA

## РЕДАКЦИОННЫЙ СОВЕТ

- Франсуа БУРГИНЬОН**, PhD (Econ.), профессор, Парижская школа экономики (Париж, Франция)
- Андрей ВОЛКОВ**, д. э. н., профессор, Московская школа управления «Сколково» (Москва, Россия)
- Евгений ГАВРИЛЕНКОВ**, д. э. н., профессор, НИУ «Высшая школа экономики» (Москва, Россия)
- Алан ГЕЛЬБ**, PhD (Econ.), старший научный сотрудник, Центр глобального развития (Вашингтон, США)
- Герман ГРЕФ**, к. э. н., президент, председатель правления, Сберегательный банк Российской Федерации (Москва, Россия)
- Владимир ДРЕБЕНЦОВ**, к. э. н., главный экономист, вице-президент по внешним связям, группа ВР по России и СНГ (Москва, Россия)
- Александр ДЫНКИН**, д. э. н., профессор, академик РАН, президент Института мировой экономики и международных отношений, РАН (Москва, Россия)
- Леонид ЕВЕНКО**, д. э. н., профессор, научный руководитель Высшей школы международного бизнеса, РАНХиГС (Москва, Россия)
- Александр ЖУКОВ**, к. э. н., первый заместитель председателя, Государственная дума Федерального собрания Российской Федерации (Москва, Россия)
- Михаил ЗАДОРНОВ**, к. э. н., председатель правления, ФК «Открытие» (Москва, Россия)
- Сергей КАРАГАНОВ**, д. э. н., профессор, декан факультета мировой экономики и мировой политики, НИУ «Высшая школа экономики» (Москва, Россия)
- Михаил КОПЕЙКИН**, д. э. н., профессор, член правления, заместитель председателя, Государственная корпорация «Банк развития и внешнеэкономической деятельности (Внешэкономбанк)» (Москва, Россия)
- Алексей КУДРИН**, д. э. н., председатель Счетной палаты Российской Федерации (Москва, Россия)
- Джон ЛИТВАК**, PhD (Econ.), ведущий экономист Всемирного банка в Китае, Всемирный банк (Вашингтон, США)
- Елена ЛОБАНОВА**, д. э. н., профессор, декан Высшей школы финансов и менеджмента, РАНХиГС (Москва, Россия)
- Аугусто ЛОПЕС-КЛАРОС**, PhD (Econ.), директор офиса по глобальным индикаторам и аналитике, Всемирный банк (Вашингтон, США)
- Прадип МИТРА**, PhD (Econ.), консультант в офисе главного экономиста, Всемирный банк (Вашингтон, США)
- Сергей МЯСОЕДОВ**, д. соц. н., профессор, директор Института бизнеса и делового администрирования, проректор, РАНХиГС (Москва, Россия)
- Вадим НОВИКОВ**, старший научный сотрудник, РАНХиГС (Москва, Россия)
- Руستم НУРЕЕВ**, д. э. н., профессор департамента прикладной экономики факультета экономических наук, НИУ «Высшая школа экономики»; руководитель департамента экономической теории, Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации (Москва, Россия)
- Александр РОМАНОВ**, д. м. н., профессор, член-корреспондент Российской академии медицинских наук, главный врач ФГУ «Центр реабилитации», Управление делами Президента Российской Федерации (Москва, Россия)
- Сергей СТЕПАШИН**, д. ю. н., профессор (Москва, Россия)
- Андрей ШАСТИТКО**, д. э. н., профессор, директор Центра исследований конкуренции и экономического регулирования, РАНХиГС; заместитель декана по научной работе, заведующий кафедрой конкурентной и промышленной политики экономического факультета, МГУ им. М. В. Ломоносова (Москва, Россия)
- Сергей ШАТАЛОВ**, д. э. н., действительный государственный советник Российской Федерации 1-го класса (Москва, Россия)
- Игорь ШУВАЛОВ**, к. ю. н., председатель, Государственная корпорация «Банк развития и внешнеэкономической деятельности (Внешэкономбанк)» (Москва, Россия)
- Револьд ЭНТОВ**, д. э. н., профессор, академик РАН, главный научный сотрудник, Институт экономической политики им. Е. Т. Гайдара (Москва, Россия)
- Евгений ЯСИН**, д. э. н., профессор, научный руководитель, НИУ «Высшая школа экономики» (Москва, Россия)

## ЭКОНОМИЧЕСКАЯ ПОЛИТИКА

**Издатель:** АНО «Редакция журнала “Экономическая политика”».

Журнал зарегистрирован в Федеральной службе по надзору в сфере связи, информационных технологий и массовых коммуникаций (РОСКОМНАДЗОР). Свидетельство ПИ № ФС77-25546.

**Индекс журнала** в каталоге агентства «Роспечать» — 81184.

**Индекс журнала** в Объединенном каталоге «Пресса России» — 45502.

### Редакция журнала:

<i>Исполнительный директор</i>	Татьяна Куликова
<i>Ответственный секретарь</i>	Елена Рыбакова
<i>Научные редакторы</i>	Евгения Антонова Валерий Кизилов
<i>Литературный редактор и корректор</i>	Алена Владыкина
<i>Технический редактор и верстальщик</i>	Александр Зайцев
<i>Редактор английских текстов</i>	Алена Нечаева

Позиция авторов представленных в номере статей не всегда совпадает с позицией издателей журнала.

Перепечатка, перевод, а также размещение материалов журнала «Экономическая политика» в Интернете только при согласовании с редакцией. При использовании материалов ссылка на журнал обязательна.

Публикуемые материалы прошли процедуру рецензирования и экспертного отбора.

## ЕКОНОМІЧЕСЬКА ПОЛІТИКА

ECONOMIC POLICY (Moscow, Russian Federation)

**Publisher:** ANO “Editorial Board of the Journal ‘Economic Policy’”.

The journal is registered by the Federal Service for Supervision of Communications, Information Technology, and Mass Media (ROSKOMNADZOR).

PI certificate number FS77-25546.

### Editorial staff:

<i>Executive director</i>	TATIANA KULIKOVA
<i>Executive secretary</i>	ELENA RYBAKOVA
<i>Scientific editors</i>	EVGENIA ANTONOVA VALERY KIZILOV
<i>Literary editor and proofreader</i>	ALENA VLADYKINA
<i>Layout editor and designer</i>	ALEXANDR ZAYTSEV
<i>English language editor</i>	ALENA NECHAEVA

The position of the authors represented in the papers does not always coincide with the position of the publishers of the journal. Reproduction, translation, and placement of the journal “Ekonomicheskaya Politika (Economic Policy)” on the Internet is allowed only in agreement with the publisher. A reference to the journal is required.

Published materials underwent the procedure of reviewing and expert selection.

ISSN 1994-5124

# **EKONOMICHESKAYA POLITIKA**

ECONOMIC POLICY (Moscow, Russian Federation)

**Vol. 16 No. 3 June 2021**

## **Editor-in-Chief**

Vladimir MAU, Dr. Sci. (Econ.), PhD (Econ.), Professor, Rector, Russian Presidential Academy of National Economy and Public Administration (RANEPA)  
(Moscow, Russian Federation)

## **Editorial Board**

- Abel AGANBEGYAN, Dr. Sci. (Econ.), Professor, Academician, RANEPA  
(Moscow, Russian Federation)
- Valery ANASHVILI, Deputy Editor-in-Chief, Editor-in-Chief,  
Gaidar Institute Publishing House (Moscow, Russian Federation)
- Marek DABROWSKI, PhD (Econ.), Professor, Center for Social and Economic Research  
(Warsaw, Poland)
- Sergey DROBYSHEVSKY, Dr. Sci. (Econ.), Assoc. Professor, Scientific Director,  
Gaidar Institute for Economic Policy (Moscow, Russian Federation)
- Laurence KOTLIKOFF, PhD (Econ.), William Fairfield Warren Professor,  
Professor of Economics, Boston University (Boston, USA);  
National Bureau of Economic Research (Cambridge, USA)
- Anne KRUEGER, PhD (Econ.), Professor, Paul H. Nitze School of Advanced International  
Studies, Johns Hopkins University (Washington, USA)
- Yuriy KUZNETSOV, Cand. Sci. (Econ.), Financial Research Institute  
of the Ministry of Finance of the Russian Federation; Deputy Editor-in-Chief  
(Moscow, Russian Federation)
- Alexander RADYGIN, Dr. Sci. (Econ.), Professor, Dean of the Faculty of Economics,  
RANEPA (Moscow, Russian Federation)
- Jeffrey SACHS, PhD (Econ.), Professor, Director of the Earth Institute,  
Columbia University (New York, USA)
- Sergey SINELNIKOV-MURYLEV, Dr. Sci. (Econ.), Professor, Rector, Russian Foreign  
Trade Academy of the Ministry of Economic Development; Vice-Rector, RANEPA;  
Deputy Editor-in-Chief (Moscow, Russian Federation)
- Yury TIHOMIROV, Dr. Sci. (Law), Professor, Chief Research Associate, Public Law  
Research Center, Institute of Legislation and Comparative Law under the Government  
of the Russian Federation (Moscow, Russian Federation)
- Daniel TREISMAN, PhD (Gov.), Professor, Department of Political Science,  
University of California (Los Angeles, USA)
- Pavel TRUNIN, Dr. Sci. (Econ.), Director of the Center for Central Banking Studies,  
RANEPA; Head of the Center for Macroeconomics and Finance, Gaidar Institute for  
Economic Policy (Moscow, Russian Federation)
- Ksenia YUDAEVA, PhD (Econ.), First Deputy Governor, Members of the Board of  
Directors, Central Bank of the Russian Federation (Moscow, Russian Federation)

**The Russian Presidential Academy of National Economy  
and Public Administration and The Gaidar Institute for Economic Policy**

Οικονομία • Πολιτικά

OIKONOMIA • POLITIKA

## EDITORIAL COUNCIL

- François BOURGUIGNON**, PhD (Econ.), Professor, Paris School of Economics (Paris, France)
- Vladimir DREBENTSOV**, Cand. Sci. (Econ.), Vice-President for Foreign Relations, Chief Economist for Russia and the CIS, BP Group (Moscow, Russian Federation)
- Alexander DYNKIN**, Dr. Sci. (Econ.), Academician, President, Institute of World Economy and International Relations (Moscow, Russian Federation)
- Revold ENTOV**, Dr. Sci. (Econ.), Professor, Academician, Principal Researcher, Gaidar Institute for Economic Policy (Moscow, Russian Federation)
- Leonid EVENKO**, Dr. Sci. (Econ.), Professor, Academic Advisor of the Higher School of International Business, RANEPA (Moscow, Russian Federation)
- Eugeny GAVRILENKOV**, Dr. Sci. (Econ.), Professor, National Research University Higher School of Economics (Moscow, Russian Federation)
- Alan GELB**, PhD (Econ.), Senior Fellow, Center for Global Development (Washington, USA)
- Herman GREF**, Cand. Sci. (Econ.), CEO, Chairman of the Executive Board, Sberbank of Russia (Moscow, Russian Federation)
- Sergey KARAGANOV**, Dr. Sci. (Econ.), Professor, Dean of the Faculty of World Economy and International Affairs, National Research University Higher School of Economics (Moscow, Russian Federation)
- Mikhail KOPEIKIN**, Dr. Sci. (Econ.), Professor, Chairman, Accounts Chamber of the Russian Federation National Research University Higher School of Economics; Deputy Chairman, State Corporation "Bank for Development and Foreign Economic Affairs (Vnesheconombank)" (Moscow, Russian Federation)
- Alexey KUDRIN**, Dr. Sci. (Econ.), Chairman, Accounts Chamber of the Russian Federation (Moscow, Russian Federation)
- John LITWACK**, PhD (Econ.), Lead Economist for China, World Bank (Washington, USA)
- Elena LOBANOVA**, Dr. Sci. (Econ.), Professor, Dean of the Higher School of Finance and Management, RANEPA (Moscow, Russian Federation)
- Augusto LOPEZ-CLAROS**, PhD (Econ.), Professor, Director of Global Indicators and Analysis, World Bank (Washington, USA)
- Pradeep MITRA**, PhD (Econ.), Consultant of the Chief Economist, Europe and Central Asia Region, World Bank (Washington, USA)
- Sergey MYASOEDOV**, Dr. Sci. (Sociol.), Professor, Director of the Institute of Business Studies, RANEPA (Moscow, Russian Federation)
- Vadim NOVIKOV**, Senior Researcher, RANEPA (Moscow, Russian Federation)
- Rustem NUREEV**, Dr. Sci. (Econ.), Professor of Department of Applied Economics, Faculty of Economic Sciences, National Research University Higher School of Economics; Head of Department of Economic Theory, Financial University under the Government of the Russian Federation (Moscow, Russian Federation)
- Alexander ROMANOV**, Dr. Sci. (Med.), Professor, Corresponding Member of the Russian Academy of Medical Sciences, Federal Rehabilitation Centre, Administrative Directorate of the President of the Russian Federation (Moscow, Russian Federation)
- Andrey SHASTITKO**, Dr. Sci. (Econ.), Professor, RANEPA; Deputy Dean for Scientific Work, Head of Department of Competition and Industrial Policy, Faculty of Economics, Lomonosov Moscow State University (Moscow, Russian Federation)
- Sergey SHATALOV**, Dr. Sci. (Econ.), Class 1 Active State Advisor of the Russian Federation (Moscow, Russian Federation)
- Igor SHUVALOV**, Cand. Sci. (Law), Chairman, State Corporation "Bank for Development and Foreign Economic Affairs (Vnesheconombank)" (Moscow, Russian Federation)
- Sergey STEPASHIN**, Dr. Sci. (Law), Professor (Moscow, Russian Federation)
- Andrey VOLKOV**, Dr. Sci. (Econ.), Professor, Moscow School of Management Skolkovo (Moscow, Russian Federation)
- Yevgeny YASIN**, Dr. Sci. (Econ.), Professor, Academic Supervisor, National Research University Higher School of Economics (Moscow, Russian Federation)
- Mikhail ZADORNOV**, Cand. Sci. (Econ.), President and Chairman of the Management Board, Otkritie FC Bank (Moscow, Russian Federation)
- Alexander ZHUKOV**, Cand. Sci. (Econ.), Deputy Chairman of the State Duma, Federal Assembly of the Russian Federation (Moscow, Russian Federation)

# СОДЕРЖАНИЕ

## Экономическая теория

Вадим ГРИЩЕНКО, Всеволод ОСТАПЕНКО,  
Василий ТКАЧЕВ, Виктор ТУНЁВ

Современная денежная теория (ММТ): новая парадигма  
или набор рекомендаций для макроэкономической политики? . . . . . **8**

## Макроэкономика

Мария ЕЛКИНА

Финансовая репрессия и эффективность  
финансового рынка в модели общего равновесия . . . . . **44**

## Измерение неравенства

Александр СУРИНОВ, Артур ЛУППОВ

Неравенство в России:  
регионы, стоимость жизни и эквивалентный доход . . . . . **82**

## Региональная политика

Ирина СТАРОДУБРОВСКАЯ, Константин КАЗЕНИН,  
Даниил СИТКЕВИЧ

Северный Кавказ: выбор стратегических ориентиров . . . . . **112**

## Корпоративные финансы

Елена ФЕДОРОВА, Надежда ЛАПШИНА,  
Михаил ЛАЗАРЕВ, Александр БОРОДИН

Влияние информации в пресс-релизах  
на финансовые показатели российских компаний . . . . . **138**

# **C O N T E N T S**

## **Economic Theory**

Vadim GRISHCHENKO, Vsevolod OSTAPENKO,  
Vasiliy TKACHEV, Victor TUNYOV

Modern Monetary Theory (MMT): New Paradigm  
or a Set of Recommendations for Macroeconomic Policy? . . . . . **8**

## **Macroeconomics**

Mariia ELKINA

Financial Repression and Financial Sector Efficiency  
in a General Equilibrium Model . . . . . **44**

## **Measurement of Inequality**

Alexander SURINOV, Artur LUPPOV

Inequality in Russia:  
Regions, Cost of Living and Equivalent Income . . . . . **82**

## **Regional Policy**

Irina STARODUBROVSKAYA, Konstantin KAZENIN,  
Daniil SITKEVICH

Northern Caucasus: Choosing Strategic Landmarks. . . . . **112**

## **Corporate Finance**

Elena FEDOROVA, Nadezhda LAPSHINA,  
Mikhail LAZAREV, Alex BORODIN

Impact of Information in Press Releases  
on the Financial Performance of Russian Companies. . . . . **138**

**Экономическая теория**

# Современная денежная теория (ММТ): новая парадигма или набор рекомендаций для макроэкономической политики?

**Вадим ГРИЩЕНКО, Всеволод ОСТАПЕНКО, Василий ТКАЧЕВ, Виктор ТУНЁВ**

Вадим Олегович Грищенко —  
консультант департамента исследований  
и прогнозирования, Банк России  
(107016, Москва, Неглинная ул., 12).  
E-mail: gvo@mail.cbr.ru

Всеволод Михайлович Остапенко —  
кандидат экономических наук,  
доцент кафедры экономической теории,  
Санкт-Петербургский государственный  
университет (199034, Санкт-Петербург,  
Университетская наб., 7–9).  
E-mail: v.ostapenko@spbu.ru

Василий Николаевич Ткачев —  
кандидат экономических наук,  
доцент кафедры международных финансов,  
МГИМО МИД России  
(119454, Москва, пр. Вернадского, 76).  
E-mail: tkachev\_mgimo@mail.ru

Виктор Дмитриевич Тунёв —  
управляющий директор,  
АО «Управляющая компания “Агидель”»  
(614000, Пермь, Петропавловская ул., 53),  
автор telegram-канала <https://t.me/truevalue>.  
E-mail: tunyov@agidel-am.ru

## Аннотация

Авторы затрагивают ряд вопросов, ключевых для понимания теоретических основ так называемой современной денежной теории (Modern Monetary Theory, ММТ), анализа ее прикладных рекомендаций и причин постепенной демаргинализации. Рассматриваются фундаментальные положения ММТ, связанные с особенностями функционирования современных фиатных денежных систем, методом секторальных балансов и ролью государственного и частного секторов в создании совокупного спроса. Подчеркивается необходимость разграничения между методологией и идеологией ММТ, ее теоретическими предпосылками и макроэкономическими рецептами. Отмечается, что из в целом корректного описания функционирования современной фиатной денежной системы не обязательно следуют рекомендации ММТ в области экономической политики. Особое внимание уделено применимости этой концепции к экономикам с формирующимися рынками, в том числе к российской. Многие страны с формирующимися рынками не обладают денежным суверенитетом. Они сталкиваются с инфляционными ограничениями (масштабный эффект переноса колебаний курса на цены) и могут испытывать затруднения с обслуживанием внешней задолженности (в иностранной валюте). Чтобы наиболее известные макроэкономические рецепты ММТ стали применимыми в этих странах, нужно приложить дополнительные усилия — прежде всего уменьшить зависимость от внешней торговли и потоков капитала. Варианты стимулирования экономического роста и достижения «истинной» полной занятости, выдвигаемые сторонниками ММТ, являются в настоящее время предметом острой полемики. В статье разбираются основные критические аргументы, получившие отражение в российской экономической литературе. Показано, что существующей критики для «опровержения» ММТ недостаточно, при этом она обходит стороной ряд спорных положений концепции.

**Ключевые слова:** современная денежная теория, ММТ, макроэкономическая политика, фискальная политика, секторальные балансы, монетарно суверенное государство.

**JEL:** B52, E12, E60, E62.

---

В. О. Грищенко принял участие исключительно в анализе теоретических аспектов ММТ. Мнение автора может не совпадать с официальной позицией Банка России. Автор выражает благодарность Яну Крегелю и Ольге Яцк за плодотворное обсуждение.

Статья обобщает результаты дискуссии, состоявшейся в рамках международного семинара Центра исследований экономической культуры СПбГУ «Современная денежная теория и альтернативные валютные системы» 1 ноября 2019 года.

## Введение

Глобальный пандемический шок 2020 года, приведший к резкому торможению экономической активности и последующему погружению большинства стран в полномасштабную рецессию, вынес на повестку дня вопрос о том, какие меры макроэкономической политики следует использовать в сложившихся обстоятельствах. Вызванный локдауном обвал как совокупного предложения, так и совокупного спроса заставил центральные банки и правительства по всему миру провести переоценку всего арсенала стандартных и нестандартных антикризисных инструментов, испытанных в ходе предыдущего мирового кризиса (2007–2009 годов). Блокирование тяжелейших экономических и социальных последствий пандемии потребовало задействования всех возможных рычагов для поддержки сектора здравоохранения, пострадавших граждан и компаний в огромном количестве сфер экономики. На первый план вышли меры бюджетной экспансии, позволившие смягчить масштабы шока в реальном секторе, напрямую компенсировать стремительное сжатие доходов населения и бизнеса.

По состоянию на декабрь 2020 года общий размер фискальной поддержки в мировой экономике составил 13,8 трлн долл. (около 16% глобального ВВП в 2020 году)<sup>1</sup>. Конкретные параметры и структура стимулирующих пакетов различаются в страновом разрезе, но можно утверждать, что во многих экономиках размер бюджетного ответа на коронакризис на порядок превысил величину дискреционных мер периода Великой рецессии десятилетней давности. К примеру, в США масштаб бюджетного стимула составил 19% ВВП (около 4 трлн долл.), что в пять раз превышает размер антикризисного плана 2009 года.

Массивная фискальная экспансия как минимум временно отодвинула на второй план вопросы о том, как и когда правительства будут оплачивать такой «аттракцион бюджетной щедрости». Более того, фискальное стимулирование уже рассматривается не только в привычном узком контексте краткосрочной стабилизации. Так, в последнем мониторинге налогово-бюджетной политики МВФ целая глава посвящена обоснованию желательности долгосрочного поддержания бюджетных расходов на повышенном уровне. Подчеркивается критическая роль государственных инвестиций, которые преподнесены как инструмент обеспечения структурной трансформации в различных отраслях и повышения совокупной

---

<sup>1</sup> Здесь и далее в этом абзаце используется статистическая информация из специальной базы данных МВФ о мерах фискального характера в ответ на шок, вызванный COVID-19. <https://www.imf.org/en/Topics/imf-and-covid19/Fiscal-Policies-Database-in-Response-to-COVID-19>.

факторной производительности. В частности, отмечаются потенциально высокие мультипликативные эффекты от бюджетного инвестирования в исследования и разработки, новые технологии «зеленой» экономики, развитие сектора здравоохранения, расширение транспортной и цифровой инфраструктуры<sup>2</sup>. Вероятно, инструментарий фискальной политики постепенно меняет свой статус, выходя из разряда экстренных мер антициклического характера, используемых только в сложных кризисных ситуациях, и превращаясь в фактор системного стимулирования экономического развития на более долгосрочных временных горизонтах. Для бюджетных властей во многих странах потенциальный выигрыш от устойчиво экспансионистской политики в текущих условиях доминирует над опасениями увеличения дефицитного финансирования и долговой нагрузки, которыми она будет сопровождаться. Сложившаяся ситуация во многом иллюстрирует один из основных постулатов современной денежной теории (Modern Monetary Theory, ММТ) о том, что дефицит бюджета не может априори рассматриваться как негативное явление. Технически это всего лишь обратная сторона увеличения чистых финансовых сбережений частного сектора экономики.

Ключевой чертой ММТ является сочетание особой теории суверенной валюты, являющейся симбиозом государственной (хартальной) и кредитной теорий денег [Bell, 2001], и концепции функциональных финансов [Lerner, 1943]. Эта комбинация позволяет отделять сторонников ММТ («неохарталистов») от исследователей из смежных гетеродоксных направлений [Lavoie, 2013]. Объектом анализа ММТ выступает монетарно суверенное государство, которое имеет неограниченные возможности использования национальной валюты для осуществления расходов или погашения задолженности в национальной валюте и не является аналогом домохозяйства с точки зрения необходимости балансирования своего бюджета. Техническое отсутствие финансовых ограничений (риска дефолта) создает коридор возможностей для использования бюджетных ресурсов с целью управления спросом и достижения полной занятости в экономике<sup>3</sup>. С точки зрения ММТ налоги не являются средством финансирования расходов. Напротив, осуществление расходов является необходимым условием последующего получения государством налоговых поступлений<sup>4</sup>. Единственным существенным ограничителем для

<sup>2</sup> International Monetary Fund. Fiscal Monitor: Policies for the Recovery. 2020. October. P. 31–48. <https://www.imf.org/en/Publications/FM/Issues/2020/09/30/october-2020-fiscal-monitor>.

<sup>3</sup> Определение этого термина в ММТ отличается от традиционно используемого в мейнстриме понятия «естественный уровень безработицы» (см. подробнее [Mitchell et al., 2019. P. 290–301]).

<sup>4</sup> В англоязычной литературе этот принцип выражается емкой фразой “Spend, then tax” («Сначала расходуй, потом собирай налоги»).

активного влияния правительства на выпуск, занятость и доходы через бюджетные рычаги служат лишь реальные производственные возможности.

Несмотря на то что среди широкой публики ММТ получила известность недавно, в действительности ее сложно назвать новой. Она зародилась уже больше двух десятилетий назад, но долгое время была известна лишь в узких академических кругах и находилась вне актуальных макроэкономических дискуссий, охватывающих представителей мейнстрима и крупных политических игроков.

В 2019 году был выпущен первый учебник по макроэкономике, целиком построенный на принципах ММТ [Mitchell et al., 2019], а повышение внимания к ММТ в научной среде уже было отмечено введением двух новых специализированных кодов в классификации JEL — B52 и E12<sup>5</sup>. Великий локдаун 2020 года еще больше усилил интерес к ММТ, которая стремительно ворвалась в публичную повестку в последние несколько лет. События этого года неизбежно приведут к новому витку полемики о пересмотре многих конвенциональных представлений о границах стимулирующей политики, иерархии целей и инструментов макроэкономического регулирования, сформированных в недрах нового неоклассического синтеза. Само зарождение такой полемики стало возможным во многом благодаря ММТ.

## **1. Дуализм ММТ: от описания реальности к макроэкономическим рекомендациям**

### *ММТ как научно-исследовательская программа*

При попытке дать краткое описание ключевых идей современной денежной теории первой проблемой является размытость самого термина. Действительно, ММТ можно охарактеризовать как самостоятельное направление (школу) экономической мысли, как группу ученых-единомышленников с некоторым общим видением задач макроэкономической политики или просто как политическую кампанию без уникального теоретического фундамента. Впрочем, макроэкономика мейнстрима также состоит из множества элементов, теорий и отдельных моделей различной степени связности.

Известный методолог Имре Лакатош считал, что подходящим объектом для научных оценок являются не отдельные теории, а кластеры более или менее взаимосвязанных теорий — научно-исследовательские программы (НИП) [Лакатос, 2008. С. 359–369].

---

<sup>5</sup> <https://www.aeaweb.org/econlit/jelCodes.php?view=jel>.

ММТ можно считать НИП в том смысле, что она объединяет «под одной крышей» несколько теорий, входящих также в посткейнсианскую НИП (самый яркий пример — кредитная теория денег). ММТ не сводится к политическим рекомендациям или простому описанию реальности с помощью набора бухгалтерских проводок. Она содержит ряд принципов разной степени универсальности, формирующих, если следовать методологии Лакатоша, «*твердое ядро*» НИП и «*защитный пояс*» вспомогательных гипотез *ad hoc*. К первой группе можно отнести, в частности, аксиоматические представления о «реалистичном» (неоптимизирующем) поведении людей, врожденной нестабильности капиталистической экономики, «беневоленном»<sup>6</sup> правительстве. Ко второй — в частности, тезисы об эндогенности денежной массы, отсутствии эффекта вытеснения частных инвестиций госрасходами (*crowding out*), пренебрежимо малом эффекте переноса колебаний валютного курса на цены (*exchange rate pass-through*, ERPT), слабой чувствительности инвестиций к изменению процентных ставок.

Многие НИП способны корректно описать тот или иной аспект действительности. Однако из этого не следует, что они позволяют разработать оптимальную политику<sup>7</sup>.

На наш взгляд, острота споров вокруг ММТ в последнее время во многом вызвана тем, что представляющие «сторону обвинения» не отделяют позитивный (описательный) аспект ММТ от нормативного (политических рекомендаций). Рассматривая ниже эти аспекты по отдельности, мы попробуем оценить успехи ММТ, соответственно, в двух дискуссиях: о функционировании фиатных денежных систем и об оптимальной экономической политике. Если в первой сторонники ММТ смогли найти ряд убедительных доводов — за счет знания практических нюансов и опоры на балансовые методы анализа, то вторая пока не вышла за рамки старых обсуждений преимуществ и недостатков политики *laissez faire*.

### **ММТ: позитивный анализ**

ММТ утверждает, что в современных фиатных денежных системах банковские кредиты «создают депозиты». Этот процесс никак не ограничен, вопреки мейнстримной «теории частичного резервирования», объемом банковских резервов или денежной базы. Это связано с тем, что банки, испытывающие нехватку резервов, всегда могут обратиться за ними к центральному банку — в про-

<sup>6</sup> Действующем исключительно исходя из выгод для общества в целом.

<sup>7</sup> Для успешной политики необходимы также правильное определение целей, эффективное использование имеющихся методов и пр.

тивном случае начнут расти ставки на денежном рынке, которые центральный банк стремится контролировать. Способность же банков выдавать кредиты, по ММТ, ограничена спросом на кредит со стороны кредитоспособных заемщиков, а также капиталом банков.

Часть депозитов в системе появляется как результат госрасходов. Все депозиты могут быть обменены в соотношении 1:1 на наличную валюту, эмитируемую государственными органами (центральным банком или казначейством). Поэтому в современном мире депозиты (которые статистика считает деньгами<sup>8</sup>) одновременно являются и кредитными, и фиатными.

Трактовка ММТ инфляционного процесса менее однозначна. Разумным выглядит определение инфляции как длительного процесса роста цен. В результате «инфляция по ММТ» не совпадает с динамикой индекса потребительских цен (ИПЦ), так как последний учитывает и краткосрочные ценовые колебания. Инфляция, согласно ММТ, может быть вызвана факторами как со стороны спроса, так и со стороны предложения. Подобная традиция доминировала в кейнсианской литературе 1960–1970-х годов [Nelson, 2005]. По ММТ, инфляция вызвана давлением со стороны спроса, то есть превышением спроса над производственными возможностями экономики, в тех редких случаях, когда экономика достигла полной занятости — ситуации, когда нет вынужденной безработицы<sup>9</sup>. Для прочих ситуаций инфляция интерпретируется как результат конфликта между факторами производства за распределение дохода: фирмы стремятся сохранить прибыль, а работники требуют повысить номинальную зарплату. Поводом к «войне наценок» становятся шоки предложения. При этом полноценное сопротивление фирмам работники могут оказать только в условиях высокой загрузки мощностей и пользуясь поддержкой сильных профсоюзов. Получается, что необходимым условием высокой и неконтролируемой инфляции в конечном счете является полная занятость.

ММТ в целом корректно описывает технические особенности функционирования современной фиатной денежной системы. Однако из этого не вытекает рекомендация ММТ о необходимости стимулирующей политики.

---

<sup>8</sup> ММТ называет деньгами единицу учета обязательств в экономике, а не сами эти обязательства. В этом смысле деньги не имеют вещественной формы. Связь между обязательствами и деньгами как их измерителем такая же, как в футболе между «вещественным» голом и «символическим» очком, которое получает за него отличившаяся команда. Соответственно, и бумажные деньги — не сами обязательства государства, а символ этих обязательств. Смысл денег для их держателя заключается в праве уплатить ими налоги и рассчитаться по другим обязательствам перед государством [Mitchell et al., 2019].

<sup>9</sup> Фактически ММТ воспроизводит теорию инфляционного разрыва Кейнса [Mitchell et al., 2019].

### *ММТ об оптимальной экономической политике*

Важную роль при разработке рекомендаций в области экономической политики играет идеология. В ее основе лежат представления об «экономической справедливости». Между сторонниками ММТ существует редкое единодушие: подавляющее большинство отстаивают идеи левой части политического спектра — по духу они близки к кейнсианству британского Кембриджа и марксизму. Неожиданно и вне всякой связи с эндогенным созданием денег<sup>10</sup> «выясняется», что капиталистическая экономика склонна существенно недоиспользовать ресурсы, иначе говоря, выпуск в ней «хронически ниже потенциального уровня»<sup>11</sup>. Это проявляется в сохраняющейся «вынужденной» безработице как результате нежелания фирм нанимать работников из-за сложностей со сбытом продукции: безработица оказывается выше, чем в «золотой век кейнсианства», то есть намного больше 2%. В целом инфляция считается менее опасной проблемой для общества, чем безработица<sup>12</sup>.

Исходя из взглядов сторонников ММТ на функционирование экономики, а также из предпочтений, описанных выше, можно выделить три компонента «политики в духе ММТ» [Wray, 2020].

1. Гарантированная занятость.
2. Гибкий обменный курс.
3. Таргетирование процентных ставок.

Согласно ММТ, государство должно использовать преимущественно инструменты фискальной политики — налоги и госрасходы<sup>13</sup>. Фискальные меры, по ММТ, действуют быстрее, чем изменение процентных ставок<sup>14</sup>. А поскольку принятие мер зависит от политической конъюнктуры, предпочтительны встроенные стабилизаторы. Сторонники ММТ призывают сократить объем

---

<sup>10</sup> Это можно показать следующим образом: деньги создаются эндогенно в процессе удовлетворения спроса платежеспособных заемщиков. Но сам по себе спрос оказывается недостаточным, из-за того что экономика находится в «плохом» равновесии с вынужденной безработицей и неполной загрузкой мощностей.

<sup>11</sup> Отклонение экономики от потенциального уровня выпуска объясняется не жесткостью цен и зарплат, как у новых кейнсианцев, а недостатком совокупного спроса в условиях фундаментальной неопределенности будущего (что характерно для посткейнсианской традиции).

<sup>12</sup> Политику макроэкономической стабилизации, предполагающую повышение ставок для поддержания ценовой стабильности, ММТ считает субоптимальной.

<sup>13</sup> Контроль цен и доходов и другие административные меры также могут быть применены для обуздания инфляции, но не являются в ММТ ядром антиинфляционной политики.

<sup>14</sup> Фискальные инструменты воздействуют на выпуск напрямую, а меры денежно-кредитной политики — лишь косвенно. «Правительство может попытаться простимулировать экономику, изменяя направленность фискальной политики (снижая налоги и наращивая госрасходы). При приемлемых величинах мультипликатора расходов и начального уровня долговой нагрузки этот уровень снизится, так как ВВП станет расти быстрее, чем совокупный долг. Устанавливая низкую процентную ставку, ЦБ увеличивает возможность снижения долговой нагрузки...» [Mitchell et al., 2019. P. 358]

дискреционных мер (discretionary policy), в рамках которых правительство решает, когда и какие инструменты применять, и расширить сферу политики по заранее разработанным правилам (rule-based policy). Это будет способствовать устранению «политических циклов», неопределенности относительно ожидаемых действий правительства и временных лагов, присущих дискреционной политике [Гребенников, 2019]. Программы гарантированной занятости (job guarantee, JG)<sup>15</sup> в широком смысле относятся к классу автоматических фискальных стабилизаторов, основанных на бюджетных правилах. Они одновременно обеспечивают достижение потенциального уровня ВВП (как его понимает ММТ) и нивелируют инфляционную угрозу.

В рамках таких программ безработные нанимаются госсектором на более низкую зарплату, что и устраняет проблему безработицы, и снимает инфляционное давление через механизм автоматической стабилизации — при ужесточении политики люди становятся не безработными, а просто перемещаются в госсектор и получают меньше. Вместо NAIRU<sup>16</sup> основным показателем становится NAIBER<sup>17</sup> («буферная занятость, не ускоряющая инфляцию»). Согласно ММТ, использование JG позволяет нивелировать инфляционный потенциал полной занятости.

Гибкий курс расширяет пространство для оперативных действий и устраняет финансовые ограничения для государства. В то же время ММТ допускает управление курсом при возможном введении валютных ограничений.

Таргетирование процентных ставок можно понимать двояко: (1) как управление центральным банком ставками денежного рынка с помощью инструментов денежно-кредитной политики, обеспечивающее воздействие на все остальные ставки в экономике (для достижения цели по инфляции), и (2) как поддержание ключевой ставки центрального банка на фиксированном низком уровне для стимулирования экономической активности и облегчения долгового бремени правительства.

В целом рекомендации ММТ по макроэкономической политике вряд ли выходят за пределы левокейнсианского консенсуса в дискуссиях 1940–1970-х годов, перенесенного на современную фиатную почву.

Есть ли случаи реализации полноценной «политики ММТ» на практике? Сторонники ММТ утверждают, что до настоящего времени таких прецедентов не было. Эпизоды высокой инфляции

<sup>15</sup> Альтернативное название — «работодатель последней инстанции» (employer of last resort, ELR).

<sup>16</sup> Уровень безработицы, не ускоряющий инфляцию (non-accelerating inflation rate of unemployment).

<sup>17</sup> Non-accelerating inflation buffer employment ratio.

в странах Африки и Латинской Америки трактуются как результат избыточного стимулирования экономик, не обладающих реальным денежным суверенитетом, и в отдельных случаях — резкого сокращения производственного потенциала (Зимбабве начала 2000-х [Mitchell et al., 2019]). Программы предоставления безусловной помощи (США, 2007–2009 и 2020 годы), как считается, также не имеют отношения к ММТ, которая требует обеспечить всех желающих работой, а не «разбрасывать деньги с вертолета». В следующем разделе мы приведем некоторые примеры использования логики ММТ в реалиях мировой экономики.

## 2. ММТ для анализа прикладных проблем

При исследовании практических ситуаций представители ММТ используют метод секторальных балансов как одно из приложений методологии согласованной динамики запасов и потоков (stock-flow consistent approach), разработанной Уинном Годли [Lavoie, 2012]. Секторальные балансы связаны уравнением

$$S - I = G - T + X - M,$$

где чистые сбережения частного сектора ( $S - I$ ) равны сумме финансовых дефицитов государственного и внешнего секторов. Различие между ММТ и мейнстримом в трактовке этого выражения, производного от основных макроэкономических тождеств, заключается в следующем.

Во-первых, в ММТ подчеркивается, что профицит бюджета при прочих равных приводит к дефициту частного сектора, что оборачивается ускоренным накоплением последним задолженности и заканчивается в конце концов финансовым кризисом. Если же частный сектор сберегает за счет профицита внешнего сектора, это не может быть справедливо в отношении всех стран и не продлится долго. Политика «разори соседа» (“beggar thy neighbor”) представляет собой игру с нулевой суммой.

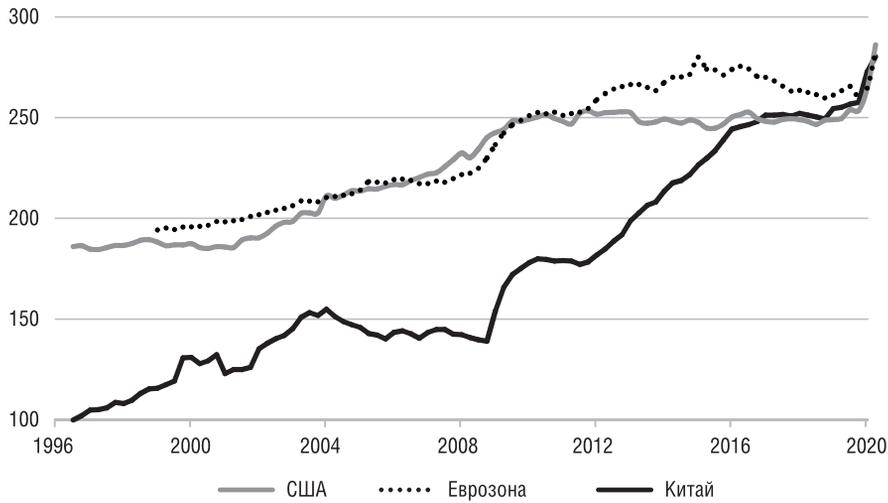
Во-вторых, сбережения являются не источником, а следствием инвестиций — здесь позиция ММТ совпадает с точкой зрения посткейнсианцев-горизонталлистов. Это объясняется тем, что инвестиции всегда являются преднамеренным решением, а сбережения преимущественно происходят непреднамеренно (non-volitional) [Moore, 2006]. Новые инвестиции могут появиться за счет доступа к кредиту, при создании которого, как было отмечено ранее, банки не ограничены ни депозитами, ни необходимостью поддерживать нормативную величину обязательных резервов. В системе национальных счетов сбережения также являются лишь «бухгалтерским» результатом инвестиций, а чистые сбере-

жения  $S - I$ , обобщая, — следствием дефицитных расходов других секторов экономики. По аналогии ММТ показывает, как новый кредит автоматически становится новым депозитом, дефицит бюджета — новым сбережением негосударственного сектора независимо от выбора способа финансирования дефицита, а дефицит внешнего сектора как разница между экспортом и импортом приводит к накоплению резидентами активов в другой валюте.

### *Динамика долга и секторальные потоки*

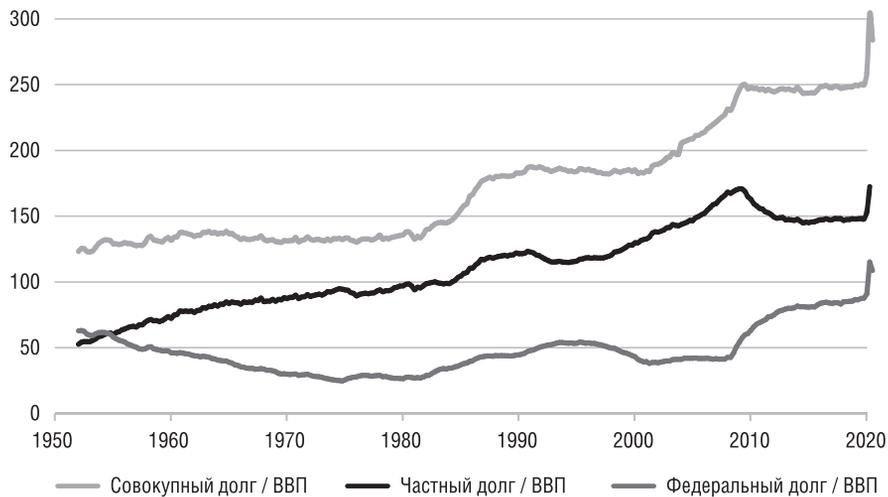
ММТ утверждает, что существует фундаментальная разница между постоянными дефицитами частного и государственного секторов. Она заключается в том, что первые неустойчивы [Mitchell et al., 2019. P. 358]. Продолжительное время современные денежные системы и экономики развивались за счет накопления частного долга, что приводило к периодическим кризисам. В период с конца 1990-х годов многие страны столкнулись с естественным «потолком» частного долга и балансовой рецессией — ситуацией, когда частный сектор не может больше накапливать обязательства и вынужден сокращать долговую нагрузку [Кoo, 2011]. Первым примером стала Япония, дальше глобальный финансовый кризис 2007–2009 годов затронул всю мировую экономику, а с «потолком» частного долга столкнулись США и страны еврозоны. Следующим мог быть Китай, но он оказался самым ММТ-«продвинутым» — легко пережил кризис 2007–2009 годов за счет активного кредитного стимулирования, а дальше избежал кризиса частного долга, постепенно увеличив фискальное стимулирование и дефицит бюджета.

Совокупный долг нефинансового сектора, то есть частного небанковского и государственного, достиг значения более 250% ВВП в большинстве крупнейших экономик мира (США, еврозоне и Китае, рис. 1). Эмпирические данные за последние годы указывают на достижение плато на уровне выше 250% ВВП. Удивительно, что уровень совокупного долга совпадает в странах с принципиально различной структурой экономики, темпами роста и экономической политикой. Достигнутый уровень долга, по нашему мнению, не столь важен, в отличие от факта, что превышение долговой динамики над динамикой ВВП эмпирически подтверждается на длинном периоде. Постоянная величина такого превышения приводит к определенному уровню долга к ВВП. Возможно, традиционно рассматриваемая в мейнстримной макроэкономике долгосрочная проблема накопления долга может оказаться преувеличенной.



Источник: <https://fred.stlouisfed.org/graph/?g=qdet>.

**Рис. 1. Динамика совокупного долга нефинансового сектора в США, еврозоне и Китае (ось ординат, % ВВП), 1996–2020 годы**

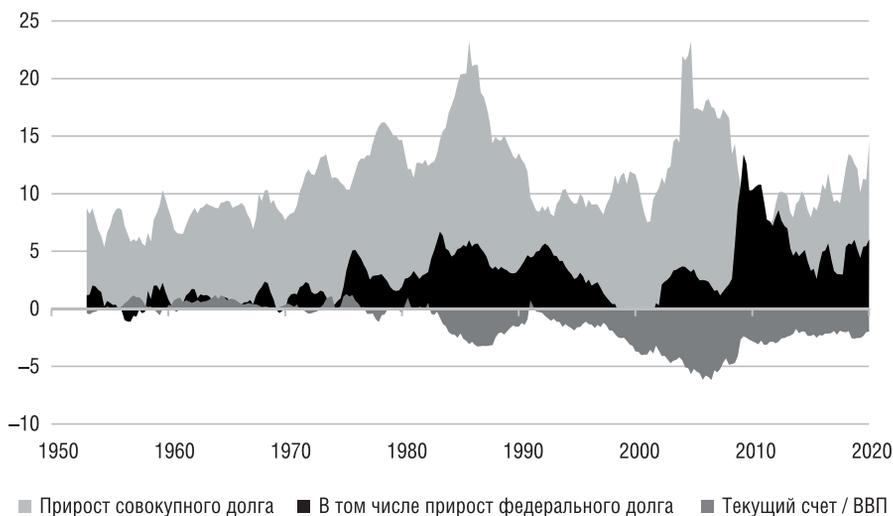


Источник: <https://fred.stlouisfed.org/graph/?g=qdeA>.

**Рис. 2. Динамика совокупного, частного и федерального долга нефинансового сектора в США (ось ординат, % ВВП), 1950–2020 годы**

На примере США (рис. 2 и 3) и Китая можно проследить, как опережающий рост частного долга прекратился и стал «замещаться» бюджетным дефицитом и ростом госдолга<sup>18</sup>. Отсюда можно сделать вывод, что со временем любая крупная суверенная экономика сталкивается с необходимостью увеличения фискальных дефицитов и накопления государственного долга вместо частно-

<sup>18</sup> О долговой ситуации в США и Китае см. дополнительно [Петров и др., 2019а; 2019б].



Источник: <https://fred.stlouisfed.org/graph/?g=qdxF>.

Рис. 3. Динамика текущего счета (ось ординат, % ВВП) и прирост совокупного и федерального долга в США, 1950–2020 годы

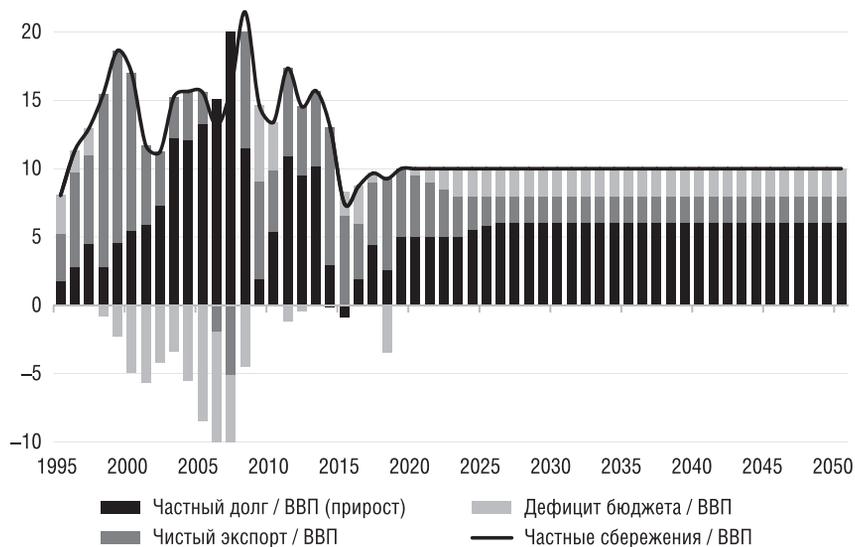
го. Малые экономики и страны с формирующимися рынками могут рассчитывать на внешний сектор, что на макроуровне означает или постоянный отток капитала, или увеличение долга перед внешним сектором. И то, и другое имеет неустойчивый характер и может приводить к периодическим кризисам.

Для США ежегодный прирост совокупного долга в номинальном выражении составляет около 10% ВВП при номинальном росте экономики около 4% (около 2% в реальном выражении). Для Китая прирост долга 20–25% ВВП при номинальном росте экономики — 8–10% (6–7% реального роста).

Эмпирические данные<sup>19</sup> показывают, что ежегодные значения прироста совокупного долга и потока частных сбережений во многих странах, включая Россию, не опускаются ниже 10% (рис. 4). Согласно принципу двойной записи, это означает, что в экономике на каждые 100 единиц ВВП образуется не менее 10 единиц финансовых сбережений в долговых инструментах — деньгах и облигациях.

Общепринятым считается отрицательное отношение к внешнеторговому дефициту, так как он приводит к накоплению внешних долгов, сокращению рабочих мест и другим рискам. ММТ не разделяет такой точки зрения, понимая под торговым дефицитом сугубо финансовые операции. Внешнеторговый дефицит, как и отрицательное сальдо текущего счета, говорит лишь об одном:

<sup>19</sup> См. подборку диаграмм dashboard “Debt to GDP”: <https://research.stlouisfed.org/dashboard/36616>.



Источники: [https://www.cbr.ru/statistics/macro\\_itm/dkfs/](https://www.cbr.ru/statistics/macro_itm/dkfs/); [https://www.cbr.ru/statistics/macro\\_itm/svs/](https://www.cbr.ru/statistics/macro_itm/svs/); <https://rosstat.gov.ru/folder/210/document/12993>.

Рис. 4. Динамика частных сбережений и их структуры в России, фактическая и предпочтительная (с точки зрения ММТ) (ось ординат, %), 1995–2050 годы

резиденты других стран являются нетто-покупателями активов в национальной валюте. Кроме того, последователи ММТ отмечают, что импорт для страны является реальной выгодой, а экспорт — издержками собственных реальных ресурсов, а значит, ситуация торгового дефицита — чистая выгода страны от внешней торговли.

### **ММТ и нестандартная макроэкономическая политика**

Для противодействия последствиям финансового кризиса 2007–2009 годов США и ряд других стран в основном использовали нестандартную денежно-кредитную политику (ДКП). Согласно классификации Банка международных расчетов<sup>20</sup>, к нестандартной политике относятся следующие операции: экстренное кредитование центральным банком финансовых посредников, количественное смягчение (QE), отрицательные ставки и заявления о дальнейших действиях (forward guidance). По мнению сторонников ММТ, за исключением экстренного кредитования (представляющего собой реализацию функции кредитора последней инстанции, то есть обязанность центрального банка), эти меры не

<sup>20</sup> BIS Committee on the Global Financial System. Unconventional Monetary Policy Tools: A Cross-Country Analysis. CGFS Papers. No 63. 2019.

дали ощутимого результата, а в некоторых случаях даже оказали дестимулирующее влияние.

В процессе количественного смягчения центральный банк покупает на рынке долгосрочные финансовые активы, понижая, таким образом, долгосрочные ставки процента и добавляя резервы в банковскую систему. С точки зрения сторонников ММТ, рост объема резервов не в состоянии простимулировать кредит или денежную массу, так как денежный мультипликатор «не работает». QE не способно стимулировать кредитование и спрос, так как оно лишь меняет одни финансовые активы на другие, а не создает новые. Поэтому QE сводится в основном к дополнительному воздействию на процентные ставки путем «уплощения» кривой доходности. Хотя вследствие QE и может произойти небольшое увеличение расходов населения и бизнеса за счет эффекта богатства, при этом сократятся расходы пенсионеров, зависящие от их процентных доходов, которые будут снижаться по мере снижения процентных ставок [Mitchell et al., 2019]. Таким образом, ММТ рассматривает QE как некий предельный вариант стандартной ДКП, который, как и любой другой ее вариант, демонстрирует ограниченность. Исследователи из Банка международных расчетов, проанализировав программы QE в тринадцати странах с формирующимися рынками в период пандемии, не обнаружили значимых побочных эффектов, отметив, напротив, падение доходности гособлигаций при стабильности курсов валют [Arslan et al., 2020].

Соответственно, и обратный процесс — нормализация денежно-кредитной политики — по ММТ, не мог иметь серьезных негативных последствий, сравнимых по масштабам с последствиями бюджетной консолидации, что подтвердилось на практике. Повышение ставок на американском денежном рынке в условиях избыточных резервов в интерпретации ММТ стало возможным благодаря оплате счетов банков в ФРС<sup>21</sup>. Это соответствует мнениям экономистов центральных банков, в том числе самой ФРС, а также Банка международных расчетов [Vorio, Disyatat, 2009; Disyatat, 2010; Keister, McAndrews, 2009], и выгодно отличается от часто оторванных от реальности трактовок представителей мейнстрима [Improving the Federal Reserve System..., 2012].

---

<sup>21</sup> С 2008 года ФРС начала выплачивать банкам проценты по банковским резервам — средствам на счетах в ФРС, что позволило ей, создав для банков арбитражные возможности, сделать ставку на денежном рынке независимой от объема банковских резервов (который в ходе антикризисных мероприятий резко вырос — в традиционной системе ставка должна была бы упасть до нуля).

Еще прохладнее отношение ММТ к политике отрицательных ставок. Когда в еврозоне ключевая ставка достигла отрицательных значений, банки действительно получили стимулы к меньшему использованию резервов. Однако это не стимулировало их наращивать кредитование своих клиентов. В конечном счете введение отрицательных ставок в интерпретации ММТ — всего лишь новый налог (на банки), а повышение налогового бремени в ситуации «недолета» инфляции до цели выглядит странно [Mitchell et al., 2019].

При этом последние изменения в стратегии ФРС (переход к таргетированию средней инфляции) сторонники ММТ воспринимают позитивно<sup>22</sup>.

В целом духу ММТ больше соответствует фискальное стимулирование. В этом контексте можно рассматривать инициативу Клаудии Сэм (далее — план Сэм [Sahm, 2019]). Она предлагает создать в США систему прямых стимулирующих выплат физическим лицам, которые будут осуществляться автоматически при резком росте уровня безработицы. Иными словами, речь идет о встроенном автоматическом стабилизаторе, который включается в условиях рецессии.

Согласно плану Сэм, автоматические единовременные стимулирующие выплаты будут производиться физическим лицам, когда трехмесячный средний национальный уровень безработицы повышается как минимум на 0,5 п.п. по сравнению с минимальным уровнем за предыдущие двенадцать месяцев. Общая сумма стимулирующих выплат в первый год установлена в размере 0,7% ВВП, что составляет около 1% реальных потребительских расходов. Чтобы платежи продолжались в условиях длительной рецессии и медленного восстановления после первого года, во второй год или последующие годы годовые выплаты будут зависеть от динамики уровня безработицы. Важно отметить, что, по мнению Сэм, автоматические выплаты населению следует рассматривать лишь в качестве первой линии защиты во время рецессии, а не в качестве полной замены дискреционной фискальной политики или других автоматических стабилизаторов, которые могут стать дополнительным стимулом по мере развития макроэкономических условий.

---

<sup>22</sup> По мнению Билла Митчелла, «теперь ФРС не будет ужесточать ДКП по мере роста занятости до того, как появятся инфляционные последствия. Иными словами, политика уже не будет смещенной в сторону превентивного реагирования <...> Это сдвиг парадигмы». Mitchell W. US Federal Reserve Statement Signals a New Phase in the Paradigm Shift in Macroeconomics. <http://bilbo.economicoutlook.net/blog/?p=45699>.

### 3. Особенности политики в странах с формирующимися рынками: позиция ММТ

#### *Анализ ситуации в странах с формирующимися рынками с точки зрения ММТ*

Монетарно суверенным с точки зрения ММТ считается государство, которое имеет собственную валюту, гибкий обменный курс и выпускает долг в своей валюте. Вместе с тем не обязательно иметь *свободно плавающий курс* (free floating) [Mitchell et al., 2019. P. 519], как в России и еще двух-трех странах с формирующимися рынками (СФР). Курс национальной валюты может быть просто *плавающим* (floating) с интервенциями центрального банка, как в Южной Корее, или *управляемым плаванием* (managed floating), как в Китае, вместе с ограничениями на потоки капитала. Следует отметить, что валютные интервенции в практике ЦБ с гибким обменным курсом направлены на сглаживание избыточных колебаний, а не на достижение определенного уровня. Направленность операций ЦБ может влиять на ожидания участников рынка и уменьшать резкие движения на валютном рынке, что в итоге способно увеличить доверие к проводимой денежно-кредитной политике в СФР. Как и при таргетировании ставок, ЦБ достаточно объявить о своих действиях (направленности интервенций), не прибегая к операциям на открытом рынке в существенном объеме.

Объем валютных интервенций и накопление значительных международных резервов в СФР отходят на второй план. Объем резервов может влиять на ожидания, но их использование по прямому назначению в существенных объемах (валютные интервенции, покупка импорта, погашение внешнего долга) исключается в условиях плавающего курса. Одновременно практика постоянного накопления золотовалютных резервов может привести к занижению курса национальной валюты, уменьшению импорта и в конечном счете — ограничению потенциальных темпов роста экономики (подробнее см. [Manuylov et al., 2021]).

Многие СФР не обладают всеми признаками суверенитета, но основные принципы ММТ, описывающие работу современной денежной системы, в них продолжают работать<sup>23</sup>. СФР с ограниченным суверенитетом (долг в иностранной валюте или привязка курса) помимо ограничений, связанных с *инфляцией* или структурными проблемами, сталкиваются с финансовыми ограниче-

---

<sup>23</sup> Как суверенным, так и несuverенным странам сначала необходимо что-то купить в своей валюте или иным способом выпустить ее, чтобы потом изъять ее через налоги или выпуск гособлигаций.

ниями, связанными с *платежеспособностью*. Смягчение политики в таких странах, например в форме поддержания чрезмерно низких процентных ставок, может через ослабление курса приводить не только к существенному ускорению инфляции, но и к обострению проблем с валютной задолженностью. Поэтому при выработке рекомендаций для СФР велика роль особенностей конкретной страны, а общие соображения из литературы по ММТ, посвященной преимущественно развитым странам, отходят на второй план.

Наиболее чувствительным моментом для СФР является зависимость от внешнего сектора и иностранных кредиторов. Эти страны сталкиваются с риском обесценения курса национальной валюты и значительным эффектом переноса курса на инфляцию. Кроме того, отличительная черта СФР — сбережения резидентов не только в национальной, но и в иностранной валюте. Иностранные сбережения резидентов могут формироваться как за счет положительного торгового баланса (чистого оттока капитала), так и за счет притока средств нерезидентов<sup>24</sup>.

Страна может иметь плавающий курс и выпускать долг преимущественно в национальной валюте, но размещать его в значительной части в пользу иностранных кредиторов, тем самым ставя зависимость своего платежного баланса и фискальной политики от желания иностранных инвесторов покупать долг. Такое желание возникает у иностранных кредиторов, как правило, из спекулятивных соображений: высокая процентная ставка и/или ожидание существенного укрепления национальной валюты, а оба этих фактора неустойчивы в долгосрочной перспективе и способны (в случае слишком высокой ставки) вредить экономике.

Кроме ограничений на потоки капитала СФР могут использовать два действенных способа снижения риска обесценения национальной валюты: (1) достаточное превышение экспорта над импортом, (2) привлечение прямых иностранных инвестиций<sup>25</sup>. Оба варианта способны удовлетворить и потребность резидентов во внешних сбережениях. Неприемлемый с точки зрения ММТ способ — привлечение долга в иностранной валюте. Универсальное правило — занимать в той валюте, в которой получаешь до-

---

<sup>24</sup> Россия ощутила на себе зависимость рынка ОФЗ от нерезидентов в 2018 году, даже несмотря на низкий размер госдолга и высокий положительный торговый баланс. Риск введения масштабных антироссийских санкций, в частности на приобретение государственных облигаций, привел к массовому уходу иностранных инвесторов с рынка ОФЗ, росту ставок, снижению курса рубля и повышению инфляции, что вынудило Банк России реагировать повышением ставок.

<sup>25</sup> В совокупности СФР имеют отрицательный текущий счет, но финансируют его за счет устойчивых прямых иностранных инвестиций, превышающих размер текущего счета, что позволяет удовлетворить и внешние сбережения резидентов.

ход, — подсказывает, что внешний долг может быть лишь для экспортеров с валютной выручкой.

Одним из важных примеров практической реализации рекомендаций ММТ в СФР можно считать опыт Индонезии, где весной-летом 2020 года Банк Индонезии решил купить государственные облигации напрямую у правительства, чтобы помочь финансировать бюджетные меры по борьбе с пандемией коронавируса. Общий объем покупок государственных облигаций составляет около 28 млрд долл. (около 70% антикризисного пакета мер), причем центральный банк вернет все проценты, полученные по этим ценным бумагам, правительству. В дополнение к этому Банк Индонезии решил разделить бремя дополнительных расходов правительства по процентам по эмиссии специальных государственных облигаций осенью 2020 года для поддержки микро-, малых и средних предприятий<sup>26</sup>. Подобные заявления и действия Банка Индонезии, созвучные концепции ММТ, не привели к негативным последствиям (доходности гособлигаций не выросли, а курс индонезийской рупии к доллару США даже укрепился по сравнению с уровнями марта 2020-го). Опыт Индонезии тем не менее пока не пользуется популярностью у СФР — ее примеру последовали только Филиппины<sup>27</sup>.

### *ММТ для России*

В России выполняются основные условия монетарного суверенитета, такие как плавающий валютный курс и управление процентными ставками. В этом разделе мы рассмотрим, насколько соответствуют применяемые в России стабилизационные фискальные механизмы предписаниям ММТ.

Основа текущей экономической стратегии — российское бюджетное правило (БП)<sup>28</sup>, в котором одновременно совмещены фискальная политика, управление торговым балансом и валютным курсом. Оно эффективно снижает зависимость экономики от динамики цен на нефть, но одновременно существенно ограничивает возможности бюджета для регулирования совокупного спроса

---

<sup>26</sup> <https://www.bloomberg.com/news/articles/2020-07-06/bank-indonesia-agrees-to-buy-government-debt-to-help-fund-budget>.

<sup>27</sup> <https://www.globalcapital.com/article/b1nt5nnj43zlmh/slippery-slope-em-central-banks-warned-of-debt-monetisation-risks>.

<sup>28</sup> Это правило, действующее с 2017 года, позволяет бюджету использовать только те нефтегазовые доходы, которые возникли до определенного уровня цен на нефть (40 долл. в ценах 2017 года с увеличением на 2% ежегодно). Избыточные доходы направляются в Фонд национального благосостояния (ФНБ) и размещаются в иностранной валюте. Правило связано с механизмом изъятия избыточных нефтегазовых доходов у частного сектора и соответствующими операциями на валютном рынке.

за пределами нефтегазовой отрасли. Ограничение расходов и фиксирование первичного дефицита на уровне 0 или 0,5% ВВП прямо противоречит принципам ММТ. С позиций ММТ фискальная политика прежде всего призвана регулировать экономику, а не фискальный баланс (он относится к эндогенным факторам).

В мировой практике различают три категории бюджетных правил, ограничивающих (1) бюджетный баланс, (2) государственный долг или (3) показатели расходов. Авторы российского БП склоняются к первой категории — «нулевой структурный баланс» [Кудрин, Соколов, 2017. С. 5], аргументируя это тем, что «отсутствие дефицита означает долгосрочную стабильность фискальной политики» [Гурвич, Соколов, 2016. С. 9].

Само российское нефтегазовое бюджетное правило (уже четвертое по конфигурации начиная с 2004 года) хоть и ограничивает величину расходов, но де-факто считает предельную величину расходов из размера целевого структурного дефицита (от 0 до 1% ВВП в год). Структурный дефицит и проценты по госдолгу предполагается закрывать эмиссией облигаций, а возможный недостаток структурных нефтегазовых доходов — накоплениями из ФНБ, который размещен преимущественно в иностранной валюте.

В установлении дискреционного дефицита бюджета заключается основное противоречие ММТ и нынешней идеологии БП<sup>29</sup>, основанной на ограниченных возможностях финансирования дефицита. В современной денежной системе дефицитные расходы бюджета, включая проценты по госдолгу, сами создают финансовые ресурсы для приобретения гособлигаций, а выбор дюрации госдолга, процентной ставки и даже пула инвесторов — функции денежно-кредитной политики.

Бюджетная статистика показывает успешность выполнения цели по первичному бюджетному дефициту (около 0) как на федеральном, так и на региональном уровнях. Но стабильный дефицит приводил к существенной нестабильности расходов бюджетной системы, особенно на федеральном уровне, несмотря на то что именно федеральный бюджет, согласно ММТ, является монетарно суверенным и финансово независимым.

---

<sup>29</sup> По мнению разработчиков БП, «долговое финансирование при несовершенных рынках капитала может приводить к эффекту вытеснения частных расходов государственными из-за роста реальных процентных ставок» [Кудрин, Соколов, 2017. С. 20], «неоправданный рост бюджетных расходов означает повышение текущего благосостояния за счет будущих поколений, на которые переносится бремя погашения государственного долга» [Гурвич, Соколов, 2016. С. 6]. ММТ не признает идею эквивалентности Барро — Рикардо (зависимости между текущим и будущим налогообложением), а ставки в современной денежной системе, в том числе доходность гособлигаций, определяются политикой центрального банка.

Т а б л и ц а 1

## Дефициты и расходы бюджетов РФ

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	Первое полугодие 2019	Первое полугодие 2020
<b>Федеральный бюджет</b>								
Первичный дефицит (млрд руб.)	-136	778	-198	94	538	-258	487	-597
% ВВП (-)	-0,2	0,9	-0,2	0,1	0,5	-0,2	0,9	-1,2
Первичные расходы (млрд руб.)	14 416	15 102	15 795	15 711	15 903	17 489	7498	9565
% ВВП	18,2	18,2	18,4	17,1	15,2	15,9	14,6	19,3
Темп роста (%)	11,0	4,8	4,6	-0,5	1,2	10,0		27,6
<b>Региональные и другие бюджеты, кроме федерального</b>								
Первичный дефицит (млрд руб.)	-401	-716	-35	115	400	252	997	-943
% ВВП (-)	-0,5	-0,9	-0,0	0,1	0,4	0,2	1,9	-1,9
Первичные расходы (млрд руб.)	12 670	13 979	14 757	15 843	17 465	19 058	8092	8811
% ВВП	16,0	16,8	17,2	17,2	16,7	17,3	15,8	17,8
Темп роста (%)	6,8	10,3	5,6	7,4	10,2	9,1		8,9

Источники: <https://minfin.gov.ru/ru/statistics/conbud/>; <https://minfin.gov.ru/ru/statistics/fedbud/>.

Другая проблема российского правила заключается в том, что иностранную валюту копит не тот субъект, которому она необходима или кто может оперативно реагировать на изменение потоков капитала. Сберегает иностранную валюту бюджет, в то время как иностранная валюта нужна частному сектору и/или центральному банку для проведения возможных интервенций. Бюджет суверенной страны тратит в национальной валюте и не нуждается в иностранной.

Совершая валютные операции по БП, Банк России исключает или сводит к минимуму собственные валютные интервенции, предполагая, что нейтральный подход в лучшей степени отвечает политике *инфляционного таргетирования*. Нейтральность валютных операций и бюджетной политики через БП создает приоритет монетарной политики управления ключевой ставкой вместо использования всего арсенала инструментов для достижения макроэкономических целей и стабильности. ММТ не разделяет идею эффективности политики инфляционного таргетирования (с помощью манипулирования ставкой) для достижения устойчивой цели по инфляции, одновременно признавая необходимость управления валютным курсом в определенных обстоятельствах, особенно в СФР. Необходимо признать, что в России осторожная фискальная политика и БП позволяют до-

биться цели по инфляции даже при очень нестабильном валютном курсе.

Отвечая таким критериям суверенности, как гибкий валютный курс и отсутствие долга в иностранной валюте, Россия действует во многом как несuverенная страна, связывая свою фискальную политику с курсом иностранной валюты. Бюджетные накопления в иностранной валюте создают заинтересованность бюджета в ослаблении курса национальной валюты, что увеличивает склонность к внешним сбережениям и у частного сектора (соответствующий отток капитала и недоиспользование внутренних ресурсов).

Помимо бюджетного правила и инфляционного таргетирования новым элементом российской экономической политики с 2018 года стали *национальные проекты*. Идеи приоритетных расходов бюджета в рамках тринадцати нацпроектов сгруппированы по трем направлениям — человеческий капитал, комфортная среда для жизни и экономический рост. Как ожидается, реализация проектов позволит ответить на вызовы, ранее признанные ключевыми: демографическая ситуация и недостаток инвестиций в ВВП<sup>30</sup>.

На реализацию национальных проектов предполагается выделять средства как из бюджета, так и из внебюджетных источников, но с сохранением имеющейся конструкции БП. С точки зрения ММТ современная экономика недоиспользует реальные ресурсы, а финансовые ресурсы не являются ограниченными. Поэтому идея перераспределения одних и тех же финансовых ресурсов между факторами роста ВВП на *стороне предложения* (труд — текущие расходы, капитал — инвестиции), скорее всего, не будет иметь результата без соответствующего увеличения источников роста на *стороне спроса* и совокупной факторной производительности (total factor productivity).

Если посмотреть на историю России с 1990-х годов, более высокие темпы экономического роста в 2000–2007-м и 2010–2013-м сопровождались увеличением совокупного долга темпом более 10% ВВП в год, из которых существенная часть приходилась на увеличение чистых внешних активов (или долга иностранцев перед резидентами) за счет положительного торгового баланса.

---

<sup>30</sup> Вызовы и перспективы экономической политики в России были изложены в статье главы Минэкономразвития Максима Орешкина (в настоящее время он является экономическим помощником Президента РФ). Для увеличения темпов роста экономики выше мировых отмечена «необходимость кардинального изменения соотношения приростов инвестиционных и текущих расходов относительно сложившихся в последние годы» и повышение доли инвестиций в ВВП с 20 до 25% [Орешкин, 2018. С. 20].

Уровни долга и развития финансовых рынков позволяют России продолжать наращивать частный долг без использования государственного. Но темпы роста частного долга должны быть существенно более высокими, что будет сопряжено с накоплением макроэкономических рисков. В перспективе такой подход может закончиться балансовой рецессией [Коо, 2011].

В 2019 году Максим Орешкин также обратил внимание на недостаток совокупного спроса для обеспечения экономического роста. Кроме того, он достаточно точно воспроизвел базовые идеи ММТ.

- Нет большой разницы между созданием частного или государственного долга. Баланс между частным или госдолгом определяется исходя из целей социально-экономического развития.
- В ММТ не имеют экономического смысла такие понятия, как реальная нейтральная ставка процента или равновесный дефицит бюджета. Они зависят от достаточности или недостаточности совокупного спроса в экономике.
- Не существует финансовых ограничений для стран, выпускающих свою валюту и занимающих в ней. Если инфляция не ускоряется, то можно наращивать бюджетный дефицит или частный кредит. Необходимо единство бюджетной и монетарной политики. Отсутствие такого единства и недостаточный дефицит бюджета для обеспечения совокупного спроса очевидно проявились в странах еврозоны и Японии<sup>31</sup>.

Итак, какие новации в макроэкономической политике в России возможны и желательны с точки зрения ММТ?

1. Механизм бюджетного правила, другие элементы фискальной и денежно-кредитной политики необходимо привести в соответствие с понятием монетарно суверенной страны. Для этого потребуются трансформация БП — от «нулевого структурного дефицита» к целевой динамике расходов, активная роль Банка России в управлении золотовалютными резервами (покупки и продажи иностранной валюты или золота можно увязывать не только с бюджетным, но и с внешнеторговым балансом, динамикой частного кредита и даже валютного курса, не отказываясь от плавающего курса рубля). Желательно снизить или ограничить долю нерезидентов на рынке ОФЗ (с около 30 до менее 20%), чтобы рынок госдолга меньше зависел от глобальных потоков и стал

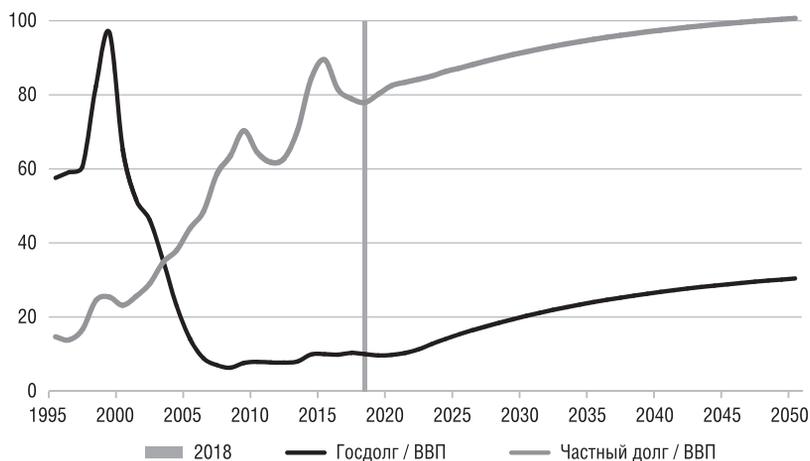
---

<sup>31</sup> Максим Орешкин ответил на вопросы читателей РБК // Интервью М. Орешкина для РБК. 2019. 25 октября. <https://www.rbc.ru/textonlines/25/10/2019/5db2f3509a7947bfd3f8783f>.

полноценным инструментом для управления ставками, ликвидностью и сбережениями резидентов.

2. Сбалансированный подход к динамике государственного и частного долга. Так, для достижения темпов роста экономики 3% в год потребуются *кредитное предложение* (прирост совокупного долга) более 10% ВВП в год, в том числе 5–6% ВВП как прирост частного долга<sup>32</sup>, 2–3% — дефицит бюджета (часть дефицита можно покрывать за счет использования избыточных нефтегазовых доходов и ФНБ) и 1–3% чистого экспорта (рис. 4, 5). Финансирование дефицита бюджета возможно с использованием банковской системы, даже без участия Банка России. Снижение дюрации госдолга или использование ОФЗ с плавающей ставкой позволит банкам активнее участвовать в первичных размещениях по доходности, близкой к таргетируемой ключевой ставке, и заместить нерезидентов на рынке госдолга.

3. Государство может допустить более высокий дефицит бюджета, прежде всего за счет увеличения темпов роста госрасходов до 8–10% в год (или 4–6% в реальном выражении), до тех пор, пока частный сектор наращивает расходы медленнее, чем целевой рост ВВП. Инфраструктура, принадлежащая государству, и человеческий капитал — два ключевых направления дополнительных расходов в рамках нацпроектов.



Источники: [https://www.cbr.ru/statistics/macro\\_itm/dkfs/](https://www.cbr.ru/statistics/macro_itm/dkfs/); [https://www.cbr.ru/statistics/macro\\_itm/svs/](https://www.cbr.ru/statistics/macro_itm/svs/); <https://rosstat.gov.ru/folder/210/document/12993>.

**Рис. 5. Динамика государственного и частного долга в России: фактическая и предпочтительная (с точки зрения ММТ) (ось ординат, % ВВП), 1995–2050 годы**

<sup>32</sup> Аналогичные предложения Орешкина: для достаточности совокупного спроса при инфляции 4% России требуется рост кредитного предложения на 5–7% ВВП в год. Когда дефицит бюджета 0%, Банк России должен обеспечить рост частного кредита на 5–7% ВВП за счет понижения ставок вплоть до 3% при цели по инфляции 4%. Если инфляция так и не достигнет 4%, нужно применять меры фискального стимулирования и увеличивать дефицит.

Исходя из логики ММТ, оправданным будет переход от таргетирования цели по дефициту бюджета в рамках БП к цели по динамике номинальных расходов бюджета. По опыту других стран при установлении «потолка» расходов можно исключить расходы на обслуживание госдолга и капитальные расходы [Кудрин, Соколов, 2017. С. 19], связанные с масштабными инфраструктурными проектами, а также иные экстраординарные расходы, например вызванные пандемией.

В современных денежных системах потенциал фискального стимулирования ограничивается инфляцией, а не размером долга или дефицита бюджета. В СФР, включая Россию, есть дополнительные факторы — валютный курс и предпочтения в иностранных сбережениях резидентов. Поэтому, исходя из логики ММТ, фискальная и денежно-кредитная политики могут быть направлены как на мягкое дестимулирование внешних сбережений, потребительского импорта, спекулятивных потоков капитала, так и на ограничение волатильности курса национальной валюты.

#### **4. Критические аргументы против ММТ: к развитию дискуссии**

В российском научном сообществе обсуждение теории и практики ММТ началось гораздо позже, чем в США. Только в 2019 году вышли обзорная статья Сергея Моисеева «Хайп вокруг (не)денежной (не)теории» [Моисеев, 2019] и статья Петра Гребенникова, где внимание сосредоточено на истории ММТ и ее применимости к описанию антикризисной политики в ходе рецессии 2007–2008 годов [Гребенников, 2019], а в 2020-м — работа Сергея Андрушина, посвященная первому учебнику по ММТ [Андрушин, 2020], и статья Юрия Корчака, где ММТ обсуждается с марксистских позиций [Корчак, 2020]. На наш взгляд, критических тезисов, приведенных в работах Моисеева и Андрушина, недостаточно, чтобы «опровергнуть ММТ», а в последней статье дискуссия смещена в плоскость обсуждения жизнеспособности рыночного механизма как такового (что в ММТ принимается как данность). В этом разделе мы последовательно рассмотрим возражения против ММТ, начиная с основанных на неверной интерпретации, и возможные ответы на них «в духе ММТ», а затем остановимся на тех положениях ММТ, которые, на наш взгляд, критика обошла своим вниманием.

1. Процесс создания кредитных денег в ММТ анализируется с позиции <...> денежного (кредитного и депозитного) мультипликатора <...>. Такой взгляд на процесс создания частных денег в современной экономике считается ошибочным <...>. В ММТ механизм создания денег строится на эмиссии государственных денег в процессе реализации фискальной политики [Андрюшин, 2020].

Попытки выдать ММТ за «новый монетаризм с фискальным уклоном» (предпринимаются также в статье [Корчак, 2020]), на наш взгляд, безосновательны. В учебнике по ММТ в параграфе 10.4 интерпретация создания денег с точки зрения ММТ прямо противопоставляется неоклассической версии, в основе которой лежит денежный мультипликатор [Mitchell et al., 2019]. Кроме того, в учебнике много места отведено критике количественной теории денег, вне которой мультипликатор не имеет большого значения для реализации денежно-кредитной политики. Фискальный канал создания денег действительно играет в ММТ важную роль, однако считается, что деньги, обращающиеся в экономике, в равной степени могли быть созданы как государством напрямую, так и банками<sup>33</sup>.

2. Авторы ММТ считают, что кредитование ограничено кредитоспособностью заемщика и наличием достаточной маржи между процентами по кредитам и депозитам. Но в современной экономике ограничителями кредитования выступают нормы ликвидности и достаточности капитала [Андрюшин, 2020].

Действительно, в учебнике роли нормативов в принятии банками решений о кредитовании отводится недостаточно места. Тем не менее их роль ММТ признает, хотя и считает второстепенной<sup>34</sup>, возможно, из-за того, что любой современный центральный банк должен удовлетворять спрос банков на резервы (в том числе возникающий из-за введения новых нормативов) в полном объеме.

3. ММТ не соответствует названию — она НЕ современная, НЕ денежная и НЕ теория: основана на концепциях конца XIX — середины XX веков, выступает за примат фискальной, а не денежно-кредитной политики, представляет собой набор разрозненных утверждений — единая модель отсутствует [Моисеев, 2019].

Сторонники ММТ возразили бы на это, что она современная в том смысле, что описывает современные фиатные денежные системы, которые, как утверждается, функционируют принципиально не так, как денежные системы в эпоху золотого стандарта

<sup>33</sup> Один из основателей ММТ Ларри Рэндалл Рэй приложил немало усилий для «скрещивания» кредитной и государственной теорий денег (см., например, [Wray, 2004]).

<sup>34</sup> Mitchell W. Lending Is Capital—Not Reserve-Constrained. <http://bilbo.economicoutlook.net/blog/?p=9075/>.

(в то же время большинство исследований в рамках мейнстрима посвящено де-факто системам либо без денег, либо золотому стандарту).

В ММТ акцент сделан на фискальной политике, так как она напрямую и сильнее влияет на спрос в экономике, значимо воздействует на денежную сферу (денежную массу и банковские резервы). К тому же в ММТ центральный банк и министерство финансов считаются частями единого целого, поэтому нет смысла их противопоставлять.

Отождествление теории с моделью (моделями) — это одна из возможных точек зрения, соответствующая традиции, восходящей к Леону Вальрасу, которую в свое время популяризировали Роберт Лукас, Эдвард Прескотт и другие [Де Фрей, 2019]. Главное в ней — наличие «теоретически обоснованных» (заведомо нереалистичных, но удобных для моделирования) предпосылок. Подобная теория никогда не будет описывать реальную экономику, в лучшем случае она сможет создать внешне правдоподобную имитацию. А ММТ как раз стремится воспроизвести реальность. В определенном смысле она следует традициям Альфреда Маршалла, которые развивали Джон Мейнард Кейнс, Милтон Фридмен, Роберт Солоу и другие не менее известные экономисты. Соответственно, в ММТ используются не сугубо модельные техники вроде оптимизации, которые редко встречаются «в жизни», а принципы бухгалтерского учета, отражающие суть реальных экономических процессов. ММТ — такая же совокупность теоретических построений, как институционализм, австрийская школа, марксизм или посткейнсианство. Она основана на ряде закономерностей и не исследует разные явления каждый раз заново — как принято у чистых практиков.

*4. ММТ противоречит идее долгосрочной нейтральности денег — госрасходы невозможно увеличивать всё время, через некоторое время инфляция станет ускоряться* [Моисеев, 2019].

Как показывает один из основателей ММТ Билл Митчелл<sup>35</sup>, долгосрочная нейтральность денег вытекает из целого ряда нереалистичных предпосылок<sup>36</sup>: закона Сэя, теории ссудных фондов (loanable funds theory: инвестиции и сбережения уравниваются ставкой процента), предположений об убывающей предельной производительности факторов производства, отсутствии денег

<sup>35</sup> Mitchell W. Money Neutrality—Another Ideological Contrivance by the Conservatives. <http://bilbo.economicoutlook.net/blog/?p=12473/>.

<sup>36</sup> Иными словами, долгосрочная нейтральность денег — атрибут неоклассической модели, но не обязательно свойство реального мира.

либо их неучастия в процессе производства, свободном замещении труда капиталом, доминировании в кривой спроса эффекта замещения над эффектом дохода и пр. Все они нужны для того, чтобы доказать, что полная занятость — естественное состояние экономики. Если же считать это недоказанным, то остается лишь предполагать, что потенциальный уровень ВВП достигается «достаточно часто». Очевидно, что спор здесь далек от завершения, и отрицание ММТ долгосрочной нейтральности вряд ли можно использовать в качестве обвинения. Более того, единства по вопросу нет и в самом мейнстриме. Так, долгосрочную нейтральность денег оспаривают Клаудио Борио и его коллеги из Банка международных расчетов; правда, они связывают ее с другими причинами, прежде всего с финансовыми циклами [Rungcharoenkitkul et al., 2019].

*5. Правительство не сможет бесконечно наращивать долг — рано или поздно доля процентных расходов в госрасходах станет слишком высокой и придется либо повысить налоги, либо объявить дефолт [Моисеев, 2019].*

Тезис основан на предположении, что существует некоторая предельная величина выплат по госдолгу. В истории действительно можно найти немало примеров стран, которые при достижении такой предельной величины резко меняли политику, стремясь стабилизировать бюджет. Однако это было связано с одновременным ускорением инфляции либо стремлением властей следовать доктрине сбалансированного бюджета. Если же даже при существенном госдолге инфляция продолжит оставаться стабильно низкой, такой необходимости не возникнет. Ситуация будет оставаться стабильной до тех пор, пока темпы экономического роста будут превышать стоимость обслуживания долга. Возможно, функционирование при высоких уровнях долга — это просто новая реальность, к которой нужно будет приспосабливаться.

*6. Оптимальный уровень безработицы определить сложно, он зависит от спецификации модели, используемой для его оценки [Моисеев, 2019].*

Действительно, консенсуса по поводу оценок NAIRU нет. В то же время трудно поверить (не только сторонникам ММТ, но и другим кейнсианским экономистам, в том числе представителям мейнстрима), что равновесная безработица на уровне 7–10–12% — это здоровая ситуация и результат адекватной работы экономической системы. Большая часть этой «равновесной» безработицы имеет вынужденный характер.

7. *Фискальная политика не позволяет достичь целей по занятости и инфляции.*

- *Безработица и экономический рост более инертны, чем инфляция и инфляционные ожидания.*
- *Нарушается «принцип Тинбергена»: число инструментов политики должно быть не меньше числа целей [Моисеев, 2019].*

Утверждения о большей инертности показателей экономической активности вызывают сомнения и нуждаются в эмпирической проверке. В реальности именно инфляция и инфляционные ожидания демонстрируют существенную инерцию в силу особенностей измерения (использования показателей «год к году»<sup>37</sup>) и адаптивного характера цен (номинальные жесткости, индексации) и инфляционных ожиданий (назадсмотрящие ожидания).

Проблему недостаточного количества инструментов можно обойти с помощью использования встроенных механизмов (таких как гарантированная занятость).

8. *Политика, рекомендованная ММТ, уже проводилась во многих СФР в последние пятьдесят лет и привела к плачевным результатам: гиперинфляции, обесценению валют, падению реальных зарплат и доходов [Моисеев, 2019].*

Действительно, во многих странах использовались отдельные стимулирующие меры, в том числе рекомендованные ММТ. Однако сторонники ММТ не стали бы называть это «политикой, рекомендованной ММТ». Во всех этих случаях государства не обладали реальным денежным суверенитетом, ряд принципов ММТ был нарушен (стимулирование продолжалось в том числе в условиях ускоряющейся инфляции), использовались устаревшие и неадекватные инструменты (масштабное государственное регулирование цен и доходов — политика, продемонстрировавшая низкую эффективность еще в 1960–1970-х годах в развитых странах). Кроме того, проведение экономической политики в СФР сопряжено с дополнительными рисками, поэтому нужна дополнительная адаптация рекомендаций ММТ с учетом как особенностей СФР в целом, так и отличительных черт отдельных стран.

9. *ММТ недооценивает опасность роста государственного вмешательства (расходы, превышающие фискальные возможности экономики, вызовут стремительный рост инфляции и девальвацию) [Андрюшин, 2020].*

---

<sup>37</sup> Критику этой идеи см. в [Бессонов, 2003].

Это замечание отчасти справедливо: тема преодоления не «виртуальных» финансовых, а реальных ограничений, особенно в СФР, остается недостаточно проработанной. Вместе с тем в ММТ прописаны ограничения фискальной экспансии (соответствие производственных возможностей экономики спросу) и предложен механизм для нивелирования инфляционных последствий (гарантированная занятость).

На наш взгляд, точка зрения последователей ММТ недостаточно обоснована по ряду вопросов дискуссии о денежных системах. ММТ отрицает возможность эффекта вытеснения<sup>38</sup> в современных денежных системах (в номинальном выражении). Согласно логике ММТ, правительства выпускают облигации не для того, чтобы профинансировать дефицит бюджета, а для того, чтобы помочь центральному банку в управлении процентной ставкой: выпуск облигаций приводит к изъятию банковских резервов, что давит на ставки вверх, в то же время если облигации приобретают только банки, денежная масса не сокращается. Не подвергая сомнению корректность балансового отражения операций, отметим несколько особенностей эмиссии гособлигаций. Во-первых, интерпретация ММТ отражает скорее американские реалии, чем универсальные закономерности. Всё же большинство центральных банков и правительств рассматривают эмиссию гособлигаций как внешний фактор (для технического по своей сути процесса управления ликвидностью банковского сектора), а не как инструмент. Во-вторых, гособлигации часто приобретают и небанки<sup>39</sup> (что влечет за собой краткосрочное сокращение денежной массы), а приобретение облигаций банками может оказывать влияние на их политику кредитования (в ряде случаев облигации могут выступать субститутами кредитов). Этот эффект в ММТ не рассматривается — видимо, на том основании, что для ММТ важнее динамика расходов, чем денежной массы. Можно тем не менее согласиться с тем, что приобретение гособлигаций небанками вряд ли значительно повлияет на ставки

---

<sup>38</sup> Эффект вытеснения можно определить как низкую эффективность стимулирующей фискальной политики, обусловленную сокращением инвестиций и потребления в ходе финансирования дефицита бюджета выпуском гособлигаций. Согласно традиционным представлениям, эффект вытеснения проявляется, в частности, в том, что при выпуске гособлигаций денежная масса сокращается, а процентные ставки растут. В результате совокупный эффект фискального стимулирования, обеспеченного выпуском гособлигаций, на денежную массу равен нулю (госрасходы увеличивают денежную массу, выпуск гособлигаций сокращает).

<sup>39</sup> Под небанками мы имеем в виду население, предприятия и небанковских финансовых посредников. В США в последние десятилетия доля гособлигаций, приобретенных небанками, растет: с 1945 года по 2011-й доля гособлигаций, которыми владели американские банки, упала с 51 до 20%. Ситуация качественно изменилась по сравнению с серединой XX века, когда формировались взгляды одного из идейных отцов ММТ Аббы Лернера [Fiebigler, 2012].

коммерческих банков, поскольку они определяются ставками центрального банка.

Если госрасходы будут слишком большими, ускорение инфляции приведет к снижению частных инвестиций в реальном выражении или к повышению ставки центральным банком. Первый случай («эффект вытеснения в реальном выражении») сторонники ММТ признают и призывают с ним бороться<sup>40</sup>. Во втором случае рост ставок искусственный и необязательный — ведь с инфляционной угрозой, согласно ММТ, лучше бороться фискальными инструментами.

Спорными, кроме того, выглядят следующие заявления последователей ММТ.

1. «Рынок межбанковского кредитования “не нужен” и может быть с успехом заменен операциями с центральным банком»<sup>41</sup>. В современных реалиях у банков может атрофироваться способность управлять собственной ликвидностью, что может сделать их поведение более рискованным и вылиться впоследствии в проблемы с финансовой стабильностью (сейчас в развитых странах управление ликвидностью является частью общей системы управления рисками в банке, которая смягчает колебания предпочтений банков к риску [Грищенко, 2018]). ММТ, по-видимому, подобная ситуация не беспокоит, так как активной денежно-кредитной политики она не предполагает.

2. «Номинальная (“естественная”, “равновесная”) нейтральная ставка равна нулю»<sup>42</sup>. Согласно ММТ, если государство выводит экономику на уровень полной занятости, финансируя дефицит бюджета монетарно, ставка «естественным образом» падает до нуля из-за появления избыточных банковских резервов. В этом утверждении также чувствуется влияние американских реалий (ФРС, в отличие от многих других центральных банков, не использовала ни полноценную систему коридора процентных ставок, ни традиционную систему с фиксированной нижней границей — floor system). Если учитывать наличие у большинства центральных банков операций по изъятию ликвидности постоянного действия, придется признать, что нейтральная ставка равна не нулю, а, например, ставке по депозитам овернайт в центральном банке (что сразу ставит под сомнение «естественность» такой ставки).

---

<sup>40</sup> Mitchell W. Saturday Quiz—August, 7 2010—Answers and Discussion. <http://bilbo.economicoutlook.net/blog/?p=11022>.

<sup>41</sup> Mosler W. Proposals for the Banking System. <http://moslereconomics.com/2009/09/16/proposals-for-the-banking-system-treasury-fed-and-fdic-draft/>.

<sup>42</sup> Mitchell W. The Natural Rate of Interest Is Zero! <http://bilbo.economicoutlook.net/blog/?p=4656>. При этом ММТ допускает, что ставка, устанавливаемая на практике центральным банком, может быть выше нуля. Вообще уровень процентных ставок не столь существен в ММТ: считается, что центральный банк должен поддерживать ставку постоянной.

Кроме того, в описании нейтральной ставки по ММТ фактически речь идет об отказе центрального банка от регулирования ликвидности банковского сектора<sup>43</sup>. Невмешательство в ситуацию с ликвидностью еще можно отождествлять с обеспечением «естественных» условий для банков. Но будет ли она «естественной» для экономики? «Естественная» ситуация, описываемая в ММТ, может соответствовать как избыточным, так и недостаточным госрасходам и занятости.

4. «Спрос на деньги создают налоги» [Mitchell et al., 2019]. Налоги составляют только небольшую часть платежей — большая часть денежной массы ценится так же, хотя всегда будет циркулировать в частном секторе; многие налоги платит работодатель (работник может не ощущать, что ему нужны деньги для уплаты налогов); в целом эта концепция очень расплывчатая, неформализованная (налоги не являются аргументом функции спроса на деньги) — не понятно, как ценность денег и уровень налогообложения связаны между собой, как проявляют себя различия между спросом на деньги в странах с разным уровнем налогообложения и т. д.; есть примеры латиноамериканских стран, где спрос на национальные деньги падал вопреки тому, что только они и принимались в уплату налогов (эффект Оливера — Танци). В целом духу ММТ больше соответствовал бы тезис, что спрос на деньги создает сам факт появления долга (с перспективой поиска денег для его погашения в будущем) — не обязательно долга перед государством (налоги), это может быть и долг перед другим субъектом экономики (небанком).

## Заключение

Глобальный экономический кризис 2020 года стал триггером шокового пересмотра стандартных представлений о фискальной устойчивости. В изменившихся условиях голоса сторонников ММТ неизбежно слышны громче, чем когда-либо до этого. Некоторые характеристики макроэкономической реальности (прежде всего в развитых странах) сегодня вполне соответствуют принципиальным положениям ММТ, которые рассматриваются в статье. В частности, нарастающие масштабы фискальных дефицитов и приобретения государственного долга на баланс центральных банков одновременно показывают вторичность инфляционных рисков по сравнению с негативными дефляционными эффектами

---

<sup>43</sup> Это означает, что центральный банк в ситуации избыточной ликвидности перестает рассчитывать лимиты по своим операциям и вообще следить за потребностями банков на ежедневной основе. Отказ от регулирования ликвидности, как демонстрирует пример ФРС осени 2019 года, может привести и к потере центральным банком способности управлять процентными ставками.

при падении совокупного спроса и отсутствие у монетарно суверенного государства финансовых ограничений для поддержки граждан и бизнеса (вне зависимости от фазы цикла).

Конечно, преждевременно говорить о смене доминирующей теоретической парадигмы, в рамках которой анализируется бюджетная политика, или тем более о ММТ-революции. Вероятно, при нормализации макроэкономической ситуации в повестку вернутся устранение чрезмерных дефицитов и новый раунд фискальной консолидации (к примеру, российским правительством он уже запланирован на период 2021–2023 годов). Учитывая эту возможность и несмотря на то, что многие представители мейнстрима продолжают с серьезным скепсисом или даже отторжением оценивать прикладные рекомендации ММТ, можно утверждать, что маргинальность теории существенно снизилась, а ее актуальность станет не менее весомой в будущем. Что касается критики ММТ, особенно представленной в российской литературе, то ее, на наш взгляд, пока недостаточно для «опровержения» ММТ, при том что она обходит стороной ряд спорных положений концепции.

### Литература

1. Андрюшин С. А. Деньги — это творение государства или рынка? (О «современной денежной теории», изложенной в учебнике У. Митчелла, Л. Р. Рея и М. Уоттса «Макроэкономика») // Вопросы экономики. 2020. № 6. С. 121–134.
2. Бессонов В. А. Введение в анализ российской макроэкономической динамики переходного периода. М.: Институт экономики переходного периода, 2003.
3. Гребенников П. И. «Двойная спираль» рыночной экономики // Финансы и бизнес. 2019. Т. 15. № 4. С. 3–22.
4. Грищенко В. О. Денежный мультипликатор в контексте современных представлений о создании денег: теория и факты // Вопросы экономики. 2018. № 11. С. 50–69.
5. Гурвич Е. Т., Соколов И. А. Бюджетные правила: избыточное ограничение или неотъемлемый инструмент бюджетной устойчивости? // Вопросы экономики. 2016. № 4. С. 5–29.
6. Де Фрей М. История макроэкономики: от Кейнса к Лукасу и до современности / Пер. с англ. А. В. Белых под ред. А. А. Белых. М.: Дело, РАНХиГС, 2019.
7. Корчак Ю. Научный анализ спора буржуазных экономистов о современной теории денег (ММТ) // Экономист. 2020. № 6. С. 57–75.
8. Кудрин А. Л., Соколов И. А. Бюджетные правила как инструмент сбалансированной бюджетной политики // Вопросы экономики. 2017. № 11. С. 5–32.
9. Лакатос И. Избранные произведения по философии и методологии науки / Пер. И. Веселовского, В. Поруса, А. Никифорова. М.: Академический проспект; Трикта, 2008.
10. Моисеев С. Р. Хайп вокруг (не)денежной (не)теории // Вопросы экономики. 2019. № 9. С. 112–122.
11. Орешкин М. Перспективы экономической политики // Экономическая политика. 2018. Т. 13. № 3. С. 8–27.
12. Петров М., Пилипосян А., Ткачев В. Китай: обретение финансовой власти // Международные процессы. 2019а. Т. 17. № 3(58). С. 6–20.

13. Петров М., Ткачев В., Онучак В. Финансовая власть США: источники, механизмы, пределы // *Мировая экономика и международные отношения*. 2019b. Т. 63. № 6. С. 49–57.
14. Arslan Y., Drehmann M., Hofmann B. Central Bank Bond Purchases in Emerging Market Economies. *BIS Bulletin*. No 20. 2020.
15. Bell S. The Role of the State and the Hierarchy of Money // *Cambridge Journal of Economics*. 2001. Vol. 25. No 2. P. 149–163.
16. Borio C., Disyatat P. Unconventional Monetary Policies: An Appraisal. *BIS Working Paper*. No 292. 2009.
17. Disyatat P. The Bank Lending Channel Revisited. *BIS Working Paper*. No 297. 2010.
18. Fiebiger B. Modern Money Theory and the “Real-World” Accounting of  $1-1 < 0$ : The U.S. Treasury Does Not Spend as per a Bank. *PERI Working Paper*. No 279. 2012. P. 1–16.
19. Improving the Federal Reserve System: Examining Legislation to Reform the Fed and Other Alternatives: Testimony Before the Committee on Financial Services. 2012. <https://www.govinfo.gov/content/pkg/CHRG-112hrg75727/pdf/CHRG-112hrg75727.pdf>.
20. Keister T., McAndrews J. Why Are Banks Holding So Many Excess Reserves? // *Federal Reserve Bank of New York, Current Issues in Economics and Finance*. 2009. Vol. 15. No 8.
21. Koo R. The World in Balance Sheet Recession: Causes, Cure, and Politics // *Real-World Economics Review*. 2011. No 58. P. 19–37.
22. Lavoie M. The Monetary and Fiscal Nexus of Neo-Chartalism: A Friendly Critique // *Journal of Economic Issues*. 2013. Vol. 47. No 1. P. 1–32.
23. Lavoie M. *The Stock-Flow Consistent Approach: Selected Writings of Wynne Godley*. New York, NY: Palgrave Macmillan, 2012.
24. Lerner A. Functional Finance and the Federal Debt // *Social Research*. 1943. Vol. 10. No 1. P. 38–51.
25. Manuylov K., Tkachev V., Andronova I. The Russian Financial Market: Progress and Challenges // *Corporate Governance in Russia. Quo Vadis? / A. Dementieva, E. Zavyalova (eds.). De Gruyter Studies in Corporate Governance*. 2021. Vol. 3. P. 77–92.
26. Mitchell W., Wray L. R., Watts M. *Macroeconomics*. London: Red Globe Press, 2019.
27. Moore B. *Shaking the Invisible Hand: Complexity, Endogenous Money and Exogenous Interest Rates*. Basingstoke: Palgrave Macmillan, 2006.
28. Nelson E. The Great Inflation of the Seventies: What Really Happened? // *The B.E. Journal of Macroeconomics*. 2005. Vol. 5. No 1. P. 1–50.
29. Sahm C. Direct Stimulus Payments to Individuals // *Recession Ready: Fiscal Policies to Stabilize the American Economy / H. Boushey, R. Nunn, J. Shambaugh (eds.)*. Washington, DC: Brookings, 2019. P. 67–92.
30. Rungcharoenkitkul P., Borio C., Disyatat P. Monetary Policy Hysteresis and the Financial Cycle. *BIS Working Paper*. No 817. 2019.
31. Wray L. R. Conclusion: The Credit Money and State Money Approaches // *Credit and State Theories of Money / L. R. Wray (ed.)*. Cheltenham: Edward Elgar Publishing, 2004.
32. Wray L. R. The “Kansas City” Approach to Modern Money Theory. *Levy Economics Institute of Bard College Working Paper*. No 961. 2020.

*Ekonomicheskaya Politika*, 2021, vol. 16, no. 3, pp. 8-43

**Vadim O. GRISHCHENKO**, Central Bank of the Russian Federation (12, Neglinnaya ul., Moscow, 107016, Russian Federation).  
E-mail: gvo@mail.cbr.ru

**Vsevolod M. OSTAPENKO**, Cand. Sci. (Econ.). Saint Petersburg State University (7–9, Universitetskaya nab., Saint Petersburg, 199034, Russian Federation).  
E-mail: v.ostapenko@spbu.ru

**Vasily N. TKACHEV**, Cand. Sci. (Econ.). MGIMO University (76, pr. Vernadskogo, Moscow, 119454, Russian Federation).

E-mail: tkachev\_mgimo@mail.ru

**Victor D. TUNYOV**. Agidel Asset Management (53, Petropavlovskaya ul., Perm, 614000, Russian Federation); Telegram channel <https://t.me/true-value>.

E-mail: tunyov@agidel-am.ru

### **Modern Monetary Theory (MMT): New Paradigm or a Set of Recommendations for Macroeconomic Policy?**

#### **Abstract**

The authors examine the essential theoretical components of MMT, its policy recommendations and reasons for gaining popularity in advanced economies. Fundamental features of MMT are concerned, namely the specifics of modern fiat monetary systems' functioning, stock-flow consistent modeling, and the role of government and private sector in the creation of aggregate demand. The necessity to separate methodology and ideology of MMT for distinguishing between its theoretical presumptions and macroeconomic recipes is emphasized. It is claimed that economic policy recommendations of MMT do not follow directly from the overall correct description of fiat monetary system. In particular, the applicability of MMT to the Russian economy, as well to other emerging economies, is analyzed. These economies are offered to rethink their policies using the principles of monetarily sovereign government. Their policymakers need to shift priorities from balancing the budget to decreasing the dependence on capital flows and foreign trade. MMT-style options of stimulating economic growth and reaching the "genuine" full employment are in the epicenter of current macroeconomic debates in academia and the political sphere. The paper discusses the main critical arguments against MMT which appeared in Russian economics journals. It is stated that the existing critique is not enough for "debunking" MMT, but at the same time several weak points have not been taken into account.

*Keywords: modern monetary theory, MMT, macroeconomic policy, fiscal policy, stock-flow consistent modeling, monetarily sovereign government.*

*JEL: B52, E12, E60, E62.*

#### **References**

1. Andryushin S. A. Den'gi - eto tvorenie gosudarstva ili rynka? (O "sovremennoy denezhnoy teorii", izlozhennoy v uchebnike U. Mitchella, L. R. Reya i M. Uottsa "Makroekonomika") [Is Money the Creation of the State or the Market? (On the "Modern Monetary Theory" as Described in the Textbook by W. Mitchell, L. R. Wray and M. Watts "Macroeconomics")]. *Voprosy ekonomiki*, 2020, no. 6, pp. 121-134. DOI:10.32609/0042-8736-2020-6-121-134. (In Russ.)
2. Bessonov V. A. *Vvedenie v analiz rossiyской makroekonomicheskoy dinamiki perekhodnogo perioda* [Introduction to the Analysis of the Russian Macroeconomic Dynamics of the Transition Period]. Moscow, 2003. (In Russ.)

3. Grebennikov P. I. "Dvoynaya spiral'" rynochnoy ekonomiki [The Double Helix of a Market Economy]. *Finansy i biznes [Finance and Business]*, 2019, vol. 15, no. 4, pp. 3-22. (In Russ.)
4. Grishchenko V. O. Denezhnyy mul'tiplikator v kontekste sovremennykh predstavleniy o sozdaniy deneg: teoriya i fakty [Money Multiplier in the Context of Modern Views on Money Creation: Theory and Facts]. *Voprosy ekonomiki*, 2018, no. 11, pp. 50-69. DOI:10.32609/0042-8736-2018-11-50-69. (In Russ.)
5. Gurchik E. T., Sokolov I. A. Byudzhetye pravila: izbytochnoe ogranichenie ili neot'emlyemy instrument byudzhetyoy ustoychivosti? [Fiscal Rules: Excessive Limitation or Indispensable Instrument of Fiscal Sustainability?]. *Voprosy ekonomiki*, 2016, no. 4, pp. 5-29. DOI:10.32609/0042-8736-2016-4-5-29. (In Russ.)
6. De Vroey M. Istoriya makroekonomiki: ot Keynasa k Lukasu i do sovremennosti [A History of Macroeconomics from Keynes to Lucas and Beyond]. Moscow, Delo, RANEPa, 2019. (In Russ.)
7. Korchak Yu. Nauchnyy analiz spora burzhuaznykh ekonomistov o sovremennoy teorii deneg (MMT) [Scientific Analysis of the Bourgeois Economists' Debate Around Modern Monetary Theory (MMT)]. *Ekonomist [Economist]*, 2020, no. 6, pp. 57-75. (In Russ.)
8. Kudrin A. L., Sokolov I. A. Byudzhetye pravila kak instrument sbalansirovannoy byudzhetyoy politiki [Fiscal Rules as an Instrument of Balanced Budget Policy]. *Voprosy ekonomiki*, 2017, no. 11, pp. 5-32. DOI:10.32609/0042-8736-2017-11-5-32. (In Russ.)
9. Lakatos I. *Izbrannyye proizvedeniya po filosofii i metodologii nauki [Selected Papers on Philosophy and Methodology of Science]*. Moscow, 2008. (In Russ.)
10. Moiseev S. R. Khayp vokrug (ne)denezhnoy (ne)teorii [Hype Around (Non)Monetary (Non)Theory]. *Voprosy ekonomiki*, 2019, no. 9, pp. 112-122. DOI:10.32609/0042-8736-2019-9-112-122. (In Russ.)
11. Oreshkin M. Perspektivy ekonomicheskoy politiki [Prospects of Economic Policy]. *Ekonomicheskaya politika [Economic Policy]*, 2018, vol. 13, no. 3, pp. 8-27. DOI:10.18288/1994-5124-2018-3-01. (In Russ.)
12. Petrov M., Piliposyan A., Tkachev V. Kitay: obreteniye finansovoy vlasti [China: Gaining Financial Power]. *Mezhdunarodnyye protsessy [International Trends]*, 2019a, vol. 17, no. 3(58), pp. 6-20. DOI:10.17994/IT.2019.17.3.58.1. (In Russ.)
13. Petrov M., Tkachev V., Onuchak V. Finansovaya vlast' SSHA: istochniki, mekhanizmy, predely [US Financial Power: Sources, Mechanisms, Limits]. *Mirovaya ekonomika i mezhdunarodnyye otnosheniya [World Economy and International Relations]*, 2019b, vol. 63, no. 6, pp. 49-57. DOI:10.20542/0131-2227-2019-63-6-49-57. (In Russ.)
14. Arslan Y., Drehmann M., Hofmann B. Central Bank Bond Purchases in Emerging Market Economies. *BIS Bulletin*, no. 20, 2020.
15. Bell S. The Role of the State and the Hierarchy of Money. *Cambridge Journal of Economics*, 2001, vol. 25, no. 2, pp. 149-163.
16. Borio C., Disyatat P. Unconventional Monetary Policies: An Appraisal. *BIS Working Paper*, no. 292, 2009.
17. Disyatat P. The Bank Lending Channel Revisited. *BIS Working Paper*, no. 297, 2010.
18. Fiebiger B. Modern Money Theory and the "Real-World" Accounting of  $1-1 < 0$ : The U.S. Treasury Does Not Spend as per a Bank. *PERI Working Paper*, no. 279, 2012, pp. 1-16.
19. *Improving the Federal Reserve System: Examining Legislation to Reform the Fed and Other Alternatives: Testimony Before the Committee on Financial Services*. 2012. <https://www.gov-info.gov/content/pkg/CHRG-112hhrg75727/pdf/CHRG-112hhrg75727.pdf>.
20. Keister T., McAndrews J. Why Are Banks Holding So Many Excess Reserves? *Federal Reserve Bank of New York, Current Issues in Economics and Finance*, 2009, vol. 15, no. 8.
21. Koo R. The World in Balance Sheet Recession: Causes, Cure, and Politics. *Real-World Economics Review*, 2011, no. 58, pp. 19-37.
22. Lavoie M. The Monetary and Fiscal Nexus of Neo-Chartalism: A Friendly Critique. *Journal of Economic Issues*, 2013, vol. 47, no. 1, pp. 1-32. DOI:10.2753/JEI0021-3624470101.
23. Lavoie M. *The Stock-Flow Consistent Approach: Selected Writings of Wynne Godley*. N. Y., NY, Palgrave Macmillan, 2012.

24. Lerner A. Functional Finance and the Federal Debt. *Social Research*, 1943, vol. 10, no 1, pp. 38-51.
25. Manuylov K., Tkachev V., Andronova I. The Russian Financial Market: Progress and Challenges. In: Dementieva A., Zavyalova E. (eds.). *Corporate Governance in Russia. Quo Vadis? De Gruyter Studies in Corporate Governance*, 2021, vol. 3, pp. 77-92. DOI:10.1515/9783110695816-008.
26. Mitchell W., Wray L. R., Watts M. *Macroeconomics*. L., Red Globe Press, 2019.
27. Moore B. *Shaking the Invisible Hand: Complexity, Endogenous Money and Exogenous Interest Rates*. Basingstoke, Palgrave Macmillan, 2006.
28. Nelson E. The Great Inflation of the Seventies: What Really Happened? *The B. E. Journal of Macroeconomics*, 2005, vol. 5, no. 1, pp. 1-50. DOI:10.2202/1534-6013.1297.
29. Sahm C. Direct Stimulus Payments to Individuals. In: Boushey H., Nunn R., Shambaugh J. (eds.). *Recession Ready: Fiscal Policies to Stabilize the American Economy*. Washington, DC, Brookings, 2019, pp. 67-92.
30. Rungcharoenkitkul P., Borio C., Disyatat P. Monetary Policy Hysteresis and the Financial Cycle. *BIS Working Paper*, no. 817, 2019.
31. Wray L. R. Conclusion: The Credit Money and State Money Approaches. In: Wray L. R. (ed.). *Credit and State Theories of Money*. Cheltenham, Edward Elgar Publishing, 2004.
32. Wray L. R. The "Kansas City" Approach to Modern Money Theory. *Levy Economics Institute of Bard College Working Paper*, no. 961, 2020.

**Макроэкономика**

# Финансовая репрессия и эффективность финансового рынка в модели общего равновесия

Мария ЕЛКИНА

Мария Андреевна Елкина —  
младший научный сотрудник  
Центра макроэкономических исследований,  
Научно-исследовательский финансовый институт  
Министерства финансов Российской Федерации  
(РФ, 127066, Москва, Настасьинский пер., 3, стр. 2);  
стажер-исследователь международной лаборатории  
макроэкономического анализа,  
Национальный исследовательский университет  
«Высшая школа экономики»  
(РФ, 109028, Москва, Покровский б-р, 11)  
E-mail: elkina@nifi.ru

## Аннотация

Будучи источником доходов бюджета, финансовая репрессия отрицательно сказывается на инвестициях и экономической активности в целом. Помимо прямого эффекта за счет перераспределения части сбережений в пользу государства и размещения государственного долга на нерыночных условиях финансовая репрессия может отрицательно сказываться на эффективности финансового сектора. Ограничивая доходы финансовых посредников, такая политика дестимулирует их развитие. В статье предложен подход к учету этого эффекта в DSGE-модели, в которой задачей финансовых посредников является решение проблемы асимметрии информации между кредиторами и заемщиками. Инвестируя в развитие технологии мониторинга, финансовый сектор может снизить издержки проведения мониторинга, обеспечив меньшую премию за внешнее финансирование и больший уровень капитала в экономике. Однако на стимулы к инвестициям в мониторинг влияют характеристики рынка, в том числе зависящие от финансовой репрессии. Модель откалибрована для экономики США. Согласно полученным результатам долгосрочное ужесточение политики финансовой репрессии заметно снижает уровень выпуска в экономике. Существенная доля падения обусловлена отрицательным влиянием финансовой репрессии на стимулы финансового сектора инвестировать в развитие технологии мониторинга. Вместе с этим временное ужесточение финансовой репрессии не имеет такого негативного влияния на экономику. Также в случае временного шока эффект, связанный с эффективностью финансового сектора, оказывается незначительным в линеаризованной DSGE-модели. Сравнение мультипликаторов доходов бюджета позволяет заключить, что в первые кварталы после шока финансовая репрессия вызывает более существенный спад в экономике, чем рост искажающих налогов. На более длинном горизонте анализа она может быть сравнительно эффективным способом временного увеличения доходов бюджета, если отношение государственного долга к ВВП не слишком велико.

**Ключевые слова:** финансовая репрессия, несовершенный финансовый рынок, финансовые фрикции, модель общего равновесия, мультипликаторы доходов бюджета, регулирование финансовых рынков.

**JEL:** E62, H63.

## Введение

**З**а последние пятнадцать лет уровень государственного долга во многих развитых экономиках существенно вырос. Если в 2007 году уровень чистого государственного долга (*general government net debt*) в развитых странах находился на уровне 49% ВВП, то в 2019-м он составил уже 76% ВВП<sup>1</sup>. Динамика государственного долга в развивающихся экономиках была более разнонаправленна, однако и их долг в среднем вырос.

Кризис, вызванный эпидемией коронавируса, стал причиной резкого увеличения государственного долга в 2020 году. Очередной эпизод наращивания долга возобновил дискуссию экономистов о том, как государства будут снижать уровень долговой нагрузки.

Хотя вопросы, какова оптимальная величина долга и в какой момент его уровень становится слишком высоким, нельзя назвать решенными, существенное увеличение долга потенциально снижает возможности фискальной политики по поддержке экономики в будущем и может отрицательно сказаться на макроэкономической ситуации. Поэтому обычно правительства стараются нормализовать соотношение между государственным долгом и ВВП. Добиться этого можно несколькими способами, среди которых есть политика финансовой репрессии.

В понятие финансовой репрессии включаются различные меры регулирования финансового рынка, направленные на расширение спроса на государственные облигации и, как следствие, экономию на процентных платежах. Обзор таких мер представлен в [Reinhart, 2012].

Сегодня политика финансовой репрессии обсуждается не только в академических статьях и среди советников лиц, принимающих решения по экономической политике, но и в изданиях с более широкой аудиторией. В статье директора по инвестициям одной из консалтинговых компаний США утверждается, что в ближайшем будущем политика финансовой репрессии может ужесточиться<sup>2</sup>. Такая возможность обсуждается и в одной из статей *Financial Times*, опубликованной в июле 2020 года<sup>3</sup>.

Таким образом, изучение феномена финансовой репрессии и ее последствий является важным для принятия информированного решения, стоит ли правительствам прибегать к подобному ком-

---

<sup>1</sup> [https://www.imf.org/en/Publications/WEO/weo-database/2020/October/weo-report?a=1&c=110,&s=GGXWDN\\_NGDP,GGXWDG\\_NGDP,&sy=2007&ey=2020&ssm=0&scsm=1&sc=0&ssd=1&ssc=0&sic=0&sort=country&ds=.&br=1](https://www.imf.org/en/Publications/WEO/weo-database/2020/October/weo-report?a=1&c=110,&s=GGXWDN_NGDP,GGXWDG_NGDP,&sy=2007&ey=2020&ssm=0&scsm=1&sc=0&ssd=1&ssc=0&sic=0&sort=country&ds=.&br=1).

<sup>2</sup> <https://beaconpointe.com/investing-in-the-age-of-financial-repression/>.

<sup>3</sup> *Napier R. A New Age of Financial Repression May Soon Be upon Us // Financial Times. 2020. 22 July. <https://www.ft.com/content/a7663749-179f-4194-ab89-0f8d7f0158ed>.*

плексу мер для получения дополнительных доходов. Эмпирические свидетельства указывают на то, что такая политика позволяет заметно снизить государственный долг. Согласно результатам [Reinhart, Sbrancia, 2015] в послевоенный период (1945–1980 годы) доходы от финансовой репрессии варьировались от 0,6% ВВП в год в случае Швеции до 7,2% ВВП в Японии.

В то же время политика финансовой репрессии приводит к снижению инвестиций и замедляет экономическое развитие. На основе анализа панельных данных авторы работы [Jafarov et al., 2019] делают вывод, что ограничения процентных ставок снижают темпы экономического роста в среднем на 0,4–0,7 п.п. Другие эмпирические свидетельства негативного влияния финансовой репрессии на экономический рост можно найти, например, в [Becker, Ivashina, 2018; Fry, 1997; Lee, Shin, 2008; Roubini, Sala-i-Martin, 1992].

Вопросы влияния финансовой репрессии на экономику изучаются не только в работах, в основе которых лежит эконометрический анализ, но и в рамках моделей общего равновесия. Авторы работы [Kriwoluzky et al., 2018] оценивают на данных США DSGE-модель с банковским сектором и заключают, что учет эффектов общего равновесия снижает оценку выгод от финансовой репрессии. Ее отсутствие приводит к более высоким темпам экономического роста и инфляции, что оказывает стабилизирующее воздействие на отношение долга к ВВП.

Структурные модели позволяют отвечать и на вопрос об оптимальности финансовой репрессии в том или ином случае. Он изучается в [Мамедли, Норкина, 2019; Норкина, Пекарский, 2015; Bai et al., 2001; Chari et al., 2020; Gupta, 2008] среди прочих исследований.

В большинство структурных моделей закладывается только прямое влияние финансовой репрессии на экономику, заключающееся в перераспределении обращающихся на финансовом рынке средств в пользу государства. Одновременно с этим финансовая репрессия может негативно сказываться на эффективности финансового рынка, что будет дополнительно снижать уровень экономического развития. Такого рода гипотеза выдвигалась еще в [Roubini, Sala-i-Martin, 1992]. Однако в силу сложности моделирования этого канала влияния финансовой репрессии на экономику в структурных моделях он обычно не учитывается.

Мы ставим перед собой задачу предложить подход к учету влияния финансовой репрессии на эффективность финансового рынка в рамках модели общего равновесия. Это позволит получить количественные оценки макроэкономических эффектов финансовой репрессии с учетом этого канала влияния финансо-

вой репрессии на экономику. Кроме того, интерес представляет сравнение финансовой репрессии как источника дополнительных доходов правительства с различными видами налогообложения. Такое сравнение может быть проведено на основе анализа мультипликаторов бюджетных доходов. Он позволит заключить, является ли финансовая репрессия предпочтительным источником финансирования расходов правительства или нет.

Чтобы решить поставленные задачи, мы разрабатываем DSGE-модель с финансовым сектором, эффективность работы которого определяется эндогенно. Именно моделирование влияния финансовой репрессии на стимулы финансового сектора инвестировать в увеличение своей эффективности является основным вкладом этого исследования в изучение феномена финансовой репрессии. Модель калибруется для экономики США. Затем анализируются эффекты финансовой репрессии в полной версии модели и в модели, где эффективность финансового сектора экзогенна и финансовая репрессия на нее не влияет.

## **1. Подход к определению эффективности финансового сектора**

Роль финансового сектора в экономике и различные задачи, которые он призван решать, обсуждаются, например, в [Levine, 2005]. В рамках настоящей статьи мы сконцентрируемся на задаче мониторинга заемщиков после выдачи кредита.

Мониторинг оказывается необходим из-за асимметрии информации между кредиторами и заемщиками. Истинное финансовое состояние заемщика известно только ему самому. Пользуясь этим, он может занижать платежи по кредиту, объявлять себя неплатежеспособным, выводить средства в случае банкротства.

За счет мониторинга заемщиков финансовые посредники могут противодействовать такому оппортунистическому поведению. Однако эта деятельность сопряжена с издержками, которые посредники закладывают в ставки по своим продуктам. Чем выше издержки, тем больше премия за внешнее финансирование<sup>4</sup> и меньше количество капитала в экономике. Меньшие потери в ходе мониторинга приближают экономику к ситуации совершенной информации, когда количество капитала максимально. Иными словами, чем эффективнее финансовые посредники в решении проблемы асимметрии информации, тем выше будет уровень выпуска благодаря меньшей премии за внешнее финансирование.

---

<sup>4</sup> Под премией за внешнее финансирование понимается разница между требуемой доходностью капитала и доходностью по депозитам.

Описанная идея относится к концепции дорогостоящей верификации состояния, которая была впервые предложена в [Townsend, 1979]. В модели общего равновесия эта идея была введена в [Bernanke et al., 1999], где описывается динамическая новокейнсианская модель с финансовыми фрикциями. В разработанной авторами модели доход заемщиков подвержен идиосинкратическому риску, и его реализацию наблюдает только сам заемщик. Если финансовый посредник хочет узнать реализацию дохода, он должен понести издержки мониторинга в размере доли  $\mu$  от дохода заемщика (то есть издержки мониторинга пропорциональны стоимости проекта, аудит которого необходимо провести). В этой модели чем выше будет параметр  $\mu$ , тем большие потери финансовым посредникам придется закладывать в финансовые контракты с заемщиками, что приведет к росту премии за внешнее финансирование.

При такой постановке задачи более эффективный финансовый сектор (меньший уровень финансовых фрикций) будет ассоциирован с меньшей величиной  $\mu$ . Схожий подход к определению эффективности финансового сектора страны использован, например, в [Bento, Ranasinghe, 2020]. Авторы использовали разницу в ставках по кредитам между различными странами, чтобы определить величины параметра издержек мониторинга и уровень развития финансовых систем различных стран. Аналогичный подход к выявлению уровня финансовых фрикций и использование его для объяснения различий между странами и фирмами используется в [Buera et al., 2011; Midrigan, Xu, 2014]. Однако в этих работах изучаются другие типы финансовых фрикций.

В [Greenwood et al., 2010] процесс мониторинга заемщиков описан более подробно. В их модели доход заемщиков также подвержен идиосинкратическому риску, и истинное финансовое положение заемщика знает только он сам. Чтобы выяснить доход предпринимателя, финансовый посредник может направить некоторое количество ресурсов на мониторинг заемщика. Чем больше ресурсов направлено на мониторинг, тем выше вероятность обнаружения обмана со стороны заемщика. Эта вероятность зависит также от уровня развития технологии мониторинга. Большой уровень ее развития позволяет финансовым посредникам быть более эффективными в мониторинге и приближает экономику к ситуации совершенной информации.

В [Greenwood et al., 2013] эта модель была сопоставлена с эмпирическими данными. Оказалось, что развитие технологий в финансовом секторе США обеспечило 29% роста экономики в 1974–2004 годах.

Хотя подход [Greenwood et al., 2010] детально описывает процесс мониторинга заемщиков, его внедрение в модель общего

равновесия потребовало бы моделирования распределения заемщиков в явном виде. Это заметно усложнило бы модель и ограничило сферу ее применения. Поэтому при описании проблемы асимметрии информации между кредиторами и заемщиками мы будем пользоваться подходом [Bernanke et al., 1999]. При этом под эффективностью финансового посредничества будем понимать величину  $\mu$ . Чем меньше параметр издержек мониторинга, тем меньше премия за внешнее финансирование и меньше потери экономики от асимметрии информации.

Важно обсудить, что влияет на эффективность финансового сектора в решении проблемы асимметрии информации. Во многом на это влияют факторы, находящиеся вне контроля финансовых посредников. Качество институтов и особенности правового поля, а также общая развитость экономики страны будут важными детерминантами того, насколько эффективным может быть финансовый сектор. В работе [Greenwood et al., 2013] в рамках межстранового анализа авторы сопоставили предсказанный моделью уровень развития технологии мониторинга и некоторые характеристики стран, чтобы понять, с чем ассоциирован высокий уровень эффективности финансового сектора. Он положительно коррелирует с распространенностью информационных технологий в стране, развитостью ее человеческого капитала и индексом верховенства закона.

При этом сами финансовые посредники тоже могут влиять на эффективность технологий, которые они используют при мониторинге заемщиков. В том случае, если в финансовом секторе можно получить высокие доходы, посредники будут заинтересованы инвестировать средства в развитие IT-систем, разработку наиболее эффективных методов проведения мониторинга. Такого рода расходы позволят финансовым посредникам увеличить прибыль и одновременно будут способствовать минимизации потерь экономики, связанных с проблемой асимметрии информации.

Чтобы учесть этот аспект, мы модернизируем подход [Bernanke et al., 1999] и вводим в модель возможность финансовых посредников влиять на эффективность мониторинга.

## 2. Описание модели

Используемая в настоящем исследовании модель является развитием DSGE-модели с финансовыми фрикциями, представленной в [Елкина, Пекарский, 2020]. По сравнению с [Елкина, Пекарский, 2020] эта модель характеризуется следующими основными отличиями. Чтобы обеспечить более реалистичное описание поведения потребителей, была скорректирована задача домохо-

зьяйств, а именно изменена функция полезности и введена жесткость заработной платы.

Однако главным отличием этой модели является подход к описанию деятельности финансового сектора. Мы предусматриваем возможность банка влиять на эффективность проведения мониторинга. В зависимости от прибыльности деятельности по выдаче кредитов банк решает, какой объем средств необходимо направить на развитие технологии мониторинга. Это приводит к возникновению дополнительного эффекта финансовой репрессии на экономику, который отличает описываемую модель от предложенных в других исследованиях финансовой репрессии. Финансовая репрессия сказывается на стимулах финансового сектора инвестировать в развитие собственной эффективности и, как следствие, на количестве капитала в экономике.

Наделение банка возможностью инвестировать в развитие технологии мониторинга требует и некоторой корректировки процесса, в ходе которого определяются оптимальные условия кредитования. Если в рамках подхода [Bernanke et al., 1999] банк характеризуется нулевой прибылью, то в настоящем исследовании выгода от реализации проекта заемщика делится между ним и банком.

Наконец, в [Елкина, Пекарский, 2020] специфика изучаемого вопроса требовала, чтобы ограничение, моделирующее финансовую репрессию, накладывалось непосредственно на домохозяйства. В этой работе мы накладываем соответствующее ограничение напрямую на банк, что является более реалистичной предпосылкой.

Опишем общую структуру модели. Экономике населяют рикардянские и нерикардянские домохозяйства. Рикардянцы потребляют производимый в экономике товар, предлагают дифференцированные услуги труда и инвестируют сбережения на финансовом рынке. Нерикардянцы отличаются тем, что не имеют доступа к финансовому рынку и потребляют весь доход в тот период, когда его получили.

Существуют также два типа фирм: фирмы — производители конечного продукта и фирмы — производители капитала. Первые производят дифференцированный товар и реализуют его на рынке монополистической конкуренции. Вторые покупают у фирм — производителей конечного продукта их выпуск и используют его для обновления запаса капитала, после чего продают капитал на совершенно конкурентном рынке. Владельцами фирм обоих типов являются рикардянские домохозяйства, следовательно, прибыль фирм поступает именно им.

Для введения в модель финансовых фрикций предполагается существование еще одного типа агентов — предпринимате-

лей. Их задача формулируется на основе подхода из [Bernanke et al., 1999]. Каждый период предприниматели покупают капитал у производящих его фирм. Покупка финансируется за счет собственных средств предпринимателей и банковских займов. При этом качество капитала каждого предпринимателя подвержено идиосинкратическому риску, из-за чего его доход может оказаться больше или меньше. Покупая капитал, предприниматель не знает его качества. В следующий период предприниматель узнает реализацию качества своих капитала и дохода. Первоначально эта информация известна только предпринимателю. Банк может получить доступ к ней только после проведения мониторинга, сопряженного с издержками.

Банк привлекает средства у домохозяйств и инвестирует их в два актива — кредиты предпринимателям и государственные облигации. Банк состоит из двух подразделений: кредитного и стратегического. Кредитное подразделение взаимодействует с заемщиками-предпринимателями, выдавая им кредиты. Стратегическое определяет оптимальные инвестиции в технологию мониторинга, в зависимости от которых издержки на мониторинг оказываются больше или меньше.

При этом государство накладывает на финансовый сектор регуляторное ограничение: объем инвестиций в государственные облигации должен быть не меньше некоторой доли от депозитов. При достаточно жестком регуляторном ограничении в модели возникает финансовая репрессия. Это довольно распространенный подход к ее моделированию (например, он используется в [Chari et al., 2020]). Прибыль банков направляется домохозяйствам.

Наконец, в экономике существует центральный банк, который реализует монетарную политику в соответствии с правилом Тейлора.

Перейдем к описанию задач агентов.

### *Рикардианские домохозяйства*

Рикардианское домохозяйство  $i$  максимизирует функцию полезности, которая отрицательно зависит от количества труда  $L_{R,t}^i$  и положительно — от разницы между текущим потреблением  $C_{R,t}^i$  и средним потреблением рикардианцев в прошлый период  $C_{R,t-1}^a$ :

$$\max_{C_{R,t}^i, L_{R,t}^i, W_{R,t}^i, D_{R,t}^i} \mathbb{E}_t \sum_{s=0}^{\infty} \beta^s \left[ \frac{1}{1-\Omega^C} \left( \frac{C_{R,t+s}^i - h C_{R,t+s-1}^a e^{\bar{z}}}{Z_{t+s}} \right)^{1-\Omega^C} - \right. \\ \left. - \chi \frac{1}{1+\Omega^L} (L_{R,t+s}^i)^{1+\Omega^L} \right], \quad (1)$$

$$s. t. (1 + \tau_t^C)P_t C_{R,t}^i + D_{R,t}^i \leq (1 - \tau_t^W)W_{R,t}^i L_{R,t}^i - \Psi^W \left( \frac{W_{R,t}^i}{W_{R,t-1}^i} \right) W_t L_t + Div_{R,t}^i + H_{R,t}^i + Tr_{R,t}^i + R_{D,t-1} D_{R,t-1}^i, \quad (2)$$

$$L_{R,t}^i \leq \left( \frac{W_{R,t}^i}{W_t} \right)^{-\zeta^L} L_t. \quad (3)$$

В этом случае процесс  $Z_t$  задает темп роста основных переменных модели (в том числе выпуска и потребления) и позволяет описывать их нестационарность:

$$Z_t = Z_{t-1} e^{\bar{z}}, \quad (4)$$

где  $\bar{z}$  — долгосрочный темп роста экономики.

При максимизации полезности домохозяйства учитывают бюджетное ограничение (2). Расходы домохозяйств на покупку потребительских товаров по цене  $(1 + \tau_t^C)P_t$  (с учетом налога на потребление  $\tau_t^C$ ) и вложения в банковские депозиты  $D_{R,t}^i$  не должны превышать доходы. Доходы домохозяйств складываются из заработной платы  $W_{R,t}^i L_{R,t}^i$  за вычетом налога на труд по ставке  $\tau_t^W$  и с поправкой на влияние номинальных жесткостей, дивидендов от фирм и банка  $Div_{R,t}^i$ , чистых поступлений от предпринимателей  $H_{R,t}^i$ , трансфертов от государства  $Tr_{R,t}^i$ , инвестиционного дохода по депозитам  $R_{D,t-1} D_{R,t-1}^i$ .

При этом труд домохозяйств является дифференцированным, и спрос на него задается уравнением (3). Как следствие, при максимизации полезности домохозяйство, в частности, выбирает и уровень заработной платы. Вместе с тем предполагается наличие номинальных жесткостей по Ротембергу, что приводит к возникновению издержек подстройки заработной платы в бюджетном ограничении домохозяйства:

$$\Psi^W \left( \frac{W_{R,t}^i}{W_{R,t-1}^i} \right) = \frac{\psi^W}{2} \left( \frac{W_{R,t}^i}{e^{\bar{z}} W_{R,t-1}^i (1 + \pi_{t-1})^{\gamma^W} (1 + \pi_{ss})^{1 - \gamma^W}} - 1 \right)^2, \quad (5)$$

где  $\pi_{t-1}$  — инфляция в момент  $t-1$ , а  $\pi_{ss}$  — инфляция в стационарном состоянии модели (долгосрочном равновесии).

### Нерикардрианские домохозяйства

Источниками доходов нерикардрианских домохозяйств являются трансферты от государства  $Tr_{NR,t}^i$  и заработная плата  $(1 + \tau_t^W) \times W_{NR,t}^i L_{NR,t}^i$ . По аналогии с [Leeper et al., 2017] предполагается, что на рынке труда нерикардрианцы копируют поведение рикардрианцев. Весь доход нерикардрианцы тратят в тот период, когда

его получили. Поэтому их суммарные доходы равны затратам на покупку потребительских товаров  $(1 + \tau_t^C)P_t C_{NR,t}^i$ .

### Предприниматели

Предприниматель  $j$  в период  $t$  покупает капитал  $K_t^j$  по цене  $Q_t$ . Покупку капитала он финансирует за счет собственных средств  $N_t^j$  и кредита в банке  $B_t^j$ . В следующий период эффективное количество капитала предпринимателя меняется в зависимости от реализации идиосинкратического шока  $\omega_{t+1}^j$  с функцией распределения  $F(\omega_{t+1}^j)$ . Независимые случайные величины  $\omega_{t+1}^j$  распределены логнормально с параметрами  $m$  и  $\sigma$ , а математическое ожидание  $\omega_{t+1}^j$  равно 1.

Эффективное количество капитала предприниматель сдает в аренду фирмам — производителям конечного товара по ставке  $R_{t+1}^K$ . После этого отработавший капитал продается фирмам — производителям капитала.

Итоговая доходность единицы капитала предпринимателя  $R_{t+1}^K$  складывается следующим образом. Прежде всего предприниматель получает от фирм — производителей оплату услуг капитала за вычетом налога на капитал:  $(1 - \tau_{t+1}^K)R_{t+1}^K u_{t+1}^j \omega_{t+1}^j K_t^j$ , где  $\tau_{t+1}^K$  — налог на доход от капитала,  $u_{t+1}^j$  — уровень использования капитала<sup>5</sup>. При этом в случае интенсивного использования капитала предприниматель несет издержки его использования в размере  $\Psi^U(u_{t+1}^j)P_{t+1}\omega_{t+1}^j K_t^j$ . Форма функции издержек использования капитала аналогична функции, представленной в [Christiano et al., 2010]. Кроме того, налоговая система экономики предусматривает вычет на амортизацию капитала, благодаря чему возникает налоговый щит в размере  $\tau_{t+1}^K \delta Q_t \omega_{t+1}^j K_t^j$ , где  $\delta$  — норма амортизации капитала. Наконец, от продажи отработавшего капитала предприниматель получает  $(1 - \delta)Q_{t+1}\omega_{t+1}^j K_t^j$ .

В результате доходность единицы капитала  $R_{t+1}^K$  можно записать следующим образом<sup>6</sup>:

$$R_{t+1}^K = \frac{(1 - \tau_{t+1}^K)R_{t+1}^K u_{t+1}^j - \Psi^U(u_{t+1}^j)P_{t+1} + \tau_{t+1}^K \delta Q_t + (1 - \delta)Q_{t+1}}{Q_t}. \quad (6)$$

### Банк

В рамках предложенной модели банк привлекает депозиты домохозяйств на совершенно конкурентном рынке и инвестирует их в портфель из корпоративных кредитов и государственных об-

<sup>5</sup> Заметим, что произведение капитала на уровень его загрузки  $u_{t+1}^j \omega_{t+1}^j K_t^j$  также можно назвать услугами капитала  $K_{t+1}^{s,j}$ .

<sup>6</sup> Выбор оптимального уровня использования капитала не зависит от индивидуальных характеристик предпринимателя.

лигаций. Выдача кредита сопровождается необходимостью мониторинга заемщика из-за проблемы асимметрии информации. Как обсуждалось ранее, важным нововведением этой модели является то, что банк имеет возможность влиять на технологию осуществления мониторинга, делая его более или менее эффективным.

Таким образом, в модели на банк возложены две основные функции — выдача кредитов предпринимателям на оптимальных условиях, а также решение об оптимальных инвестициях в развитие технологии мониторинга. Будем предполагать, что две эти функции выполняют два отдельных подразделения банка. Кредитное подразделение взаимодействует с каждым из континуума заемщиков и определяет оптимальные условия кредита, воспринимая технологию мониторинга как заданную. Стратегическое подразделение определяет оптимальные инвестиции в технологию мониторинга в зависимости от общего объема выданных кредитов.

Представление банка в виде двух подразделений упрощает процесс решения задачи банка. Вообще такое разделение не эквивалентно решению единой задачи банка. Так, выдача дополнительного кредита  $j$ -му предпринимателю увеличивает кредитный портфель банка и делает инвестиции в технологию мониторинга немного более выгодными. Это может быть учтено на этапе выдачи кредита. Однако это существенно усложнило бы агрегацию модели по гетерогенным предпринимателям, в общем случае потребовав явного моделирования их распределения.

Более того, представляется не совсем реалистичным, что на практике банкам удастся полностью учитывать описываемые эффекты. Банк состоит из набора подразделений, каждое из которых выполняет свою функцию, и обеспечение совершенной коммуникации между подразделениями является слишком дорогим.

Как следствие, используемое в модели упрощение представляется допустимым. В будущем было бы интересно проанализировать влияние более подробного учета взаимосвязи между подразделениями на результаты.

### *Кредитное подразделение банка*

Оптимальные условия займа  $j$ -го предпринимателя определяются в ходе переговоров с кредитным подразделением банка. Чтобы выдать заем величиной  $B_t^j$ , банку необходимо привлечь депозиты на сумму  $D_t^j$ . Из-за наличия финансовой репрессии банк обязан инвестировать не менее доли  $\nu_t$  от привлеченных депозитов в государственные облигации. Это ограничение выполняется как равенство, поэтому при заключении сделки банку необходимо купить облигации на сумму  $B_{G,t}^j = \nu_t D_t^j$ .

По контракту предприниматель обязуется заплатить банку, обеспечив доходность  $X_{t+1}^j$ , которая зависит от реализации  $R_{t+1}^K$ . В следующий период предприниматель сможет расплатиться по кредиту, если реализация  $\omega_{t+1}^j$  будет не меньше  $\bar{\omega}_{t+1}^j$ :

$$R_{t+1}^K \bar{\omega}_{t+1}^j Q_t K_t^j = X_{t+1}^j B_t^j. \quad (7)$$

Чтобы узнать реализацию  $\omega_{t+1}^j$ , банку необходимо понести издержки мониторинга в размере доли  $\mu_t$  от дохода предпринимателя. Стратегия банка заключается в проведении мониторинга каждого предпринимателя, если он заявляет, что не может расплатиться по кредиту. По итогам мониторинга банк изымает весь доход предпринимателя. Тогда последний всегда будет сообщать свое истинное финансовое положение.

В [Bernanke et al., 1999] оптимальный финансовый контракт характеризуется нулевой прибылью банка. Для целей этой статьи такая предпосылка не подходит, так как в настоящей модели банк выбирает оптимальную величину инвестиций в развитие технологии мониторинга. Это решение в свою очередь зависит от экономической выгоды банка, полученной в ходе взаимодействия с заемщиками.

Соответственно, в этой модели предприниматель не получает весь чистый доход от проекта: доход распределяется между предпринимателем и банком. Предполагается, что торг происходит по Нэшу. Запишем задачу, в ходе которой определяются оптимальные условия финансирования.

Для этого необходимо определить выигрыш предпринимателя и банка от сделки. Ожидаемая прибыль предпринимателя  $j$  с учетом дисконтирующего фактора  $M_{t+1}^E$  может быть записана следующим образом:

$$\begin{aligned} \mathbb{E}_t M_{t+1}^E \Pi_{t+1}^{E,j} &= \mathbb{E}_t M_{t+1}^E \left[ \int_{\bar{\omega}_{t+1}^j}^{\infty} \omega_{t+1}^j dF(\omega_{t+1}^j) - \right. \\ &\quad \left. - (1 - F(\bar{\omega}_{t+1}^j)) \bar{\omega}_{t+1}^j \right] R_{t+1}^K Q_t K_t^j. \end{aligned} \quad (8)$$

Если реализация  $\omega_{t+1}^j$  меньше  $\bar{\omega}_{t+1}^j$ , то предприниматель не может расплатиться по кредиту и объявляет себя банкротом. В этом случае его прибыль равна нулю, так как весь доход от проекта забирает банк. В противном случае предприниматель получает весь доход от проекта  $\omega_{t+1}^j R_{t+1}^K Q_t K_t^j$  за вычетом фиксированного платежа банку  $\bar{\omega}_{t+1}^j R_{t+1}^K Q_t K_t^j$ . Соответственно, первое слагаемое в уравнении (8) представляет собой ожидаемый доход предпринимателя до платежа по кредиту при условии отсутствия банкротства. Второе

слагаемое — это платеж по кредиту, умноженный на вероятность того, что предпринимателю не придется объявлять себя банкротом.

Ожидаемая прибыль банка от этой сделки с учетом дисконтирующего фактора (владеющих банком) домохозяйств  $M_{t+1}$  задается как

$$\begin{aligned} \mathbb{E}_t M_{t+1} (1 - \tau_{t+1}^K) \Pi_{t+1}^{B,j} &= \mathbb{E}_t M_{t+1} (1 - \tau_{t+1}^K) \times \\ &\times \left[ \left( 1 - F(\bar{\omega}_{t+1}^j) \right) \bar{\omega}_{t+1}^j R_{t+1}^K Q_t K_t^j + (1 - \mu_t) \times \right. \\ &\left. \times \int_0^{\bar{\omega}_{t+1}^j} \omega_{t+1}^j R_{t+1}^K Q_t K_t^j dF(\omega_{t+1}^j) + R_{G,t} B_{G,t}^j - R_{D,t} D_t^j \right]. \end{aligned} \quad (9)$$

Первое слагаемое в скобках соответствует платежу предпринимателя по кредиту, умноженному на вероятность того, что предприниматель не объявляет себя банкротом. Второе слагаемое соответствует ожидаемому доходу банка, если предприниматель объявляет себя банкротом. Напомним, что в этом случае банк получает весь доход от проекта предпринимателя за вычетом издержек мониторинга. Третье слагаемое соответствует доходу от государственных облигаций, покупка которых обусловлена выдчей кредита предпринимателю  $j$ . Четвертый элемент в скобках соответствует выплате домохозяйствам доходности по депозитам, которые были привлечены для финансирования кредита  $j$ -му предпринимателю. С полученной прибыли банк уплачивает налог по ставке  $\tau_t^K$ , что также отражено в уравнении (9).

Заметим, что мы можем переписать ожидаемую прибыль банка за счет того, что  $D_t^j$  можно представить как

$$D_t^j = B_{G,t}^j + Q_t K_t^j - N_t^j. \quad (10)$$

Тогда задачу определения оптимальных условий кредита можно записать следующим образом:

$$\begin{aligned} \max_{\bar{\omega}_{t+1}^j, K_t^j, B_{G,t}^j} & \left( \mathbb{E}_t M_{t+1} (1 - \tau_{t+1}^K) \Pi_{t+1}^{B,j} \right)^{\gamma^B} \times \\ & \times \left( \mathbb{E}_t M_{t+1}^E \{ \Pi_{t+1}^{E,j} - R_{t+1}^K N_t^j \} \right)^{1-\gamma^B}, \end{aligned} \quad (11)$$

$$s. t. B_{G,t}^j = v_t (B_{G,t}^j + Q_t K_t^j - N_t^j). \quad (12)$$

В этом случае максимизируется произведение выигрышей банка и предпринимателя от сделки с учетом переговорной силы каждой из сторон ( $\gamma^B$  — переговорная сила банка). Выигрыш банка соответствует его ожидаемому доходу, в случае если сделка будет

осуществлена. Выигрыш предпринимателя сводится к разнице между доходом от осуществления своего проекта с привлечением заемного финансирования и доходом от осуществления проекта только на собственные средства.

Отдельно необходимо обсудить одно из условий первого порядка этой задачи:

$$\gamma^B \left( \frac{\mathbb{E}_t M_{t+1}^E \{ \Pi_{t+1}^E - R_{t+1}^K N_t \}}{\mathbb{E}_t M_{t+1} (1 - \tau_{t+1}^K) \Pi_{t+1}^B} \right)^{1-\gamma^B} [\mathbb{E}_t M_{t+1}] (R_{D,t} - R_{G,t}) = \lambda_{RC,t} (1 - \nu_t), \quad (13)$$

где  $\lambda_{RC,t}$  — множитель Лагранжа при регуляторном ограничении (12). Если в модели имеет место финансовая репрессия и этот множитель Лагранжа строго положителен, между доходностью по депозитам и доходностью по государственным облигациям возникает спред. В отсутствие финансовой репрессии банк не будет вкладывать в государственные облигации, если доходность по ним меньше, чем по депозитам. Но это становится возможным при использовании государством механизмов финансовой репрессии. Это приводит к экономии государства на обслуживании долга.

Одновременно с этим финансовая репрессия ведет к росту требуемой доходности на капитал, так как банки закладывают в условия кредита свои потери от инвестирования в государственные облигации. Как следствие, сокращаются количество капитала в экономике и уровень выпуска.

Наконец, условие формирования собственных средств предпринимателей записывается следующим образом:

$$N_t = \gamma^E [R_t^K Q_{t-1} K_{t-1} - R_{L,t-1} (Q_{t-1} K_{t-1} - N_{t-1}) - \mu_{t-1} \int_0^{\bar{\omega}_t} \omega_t R_t^K Q_{t-1} K_{t-1} dF(\omega_t)] + H_t^{gross}, \quad (14)$$

где  $\gamma^E$  — доля чистого дохода предпринимателей, который они оставляют себе (остаток направляется домохозяйствам),  $H_t^{gross}$  — трансферт от домохозяйств предпринимателям,  $R_{L,t-1}$  — доходность кредитного портфеля банка.

### Стратегическое подразделение банка

Стратегическое подразделение банка определяет оптимальную величину инвестиций в развитие технологии мониторинга  $I_t^\mu$ , благодаря чему влияет на  $\mu_t$ :

$$\mu_t = \left( A^\mu \frac{K_t^\mu}{Z_t} \right)^{-\theta^\mu}, \quad (15)$$

$$K_t^\mu = (1 - \delta^\mu)K_{t-1}^\mu + I_t^\mu \left( 1 - \Psi^\mu \left( \frac{I_t^\mu}{I_{t-1}^\mu} \right) \right), \quad (16)$$

где  $K_t^\mu$  — накопленный объем соответствующих инвестиций,  $\delta^\mu$  — скорость их амортизации,  $\theta^\mu$  — коэффициент, отражающий эластичность технологии мониторинга по накопленным инвестициям,  $A^\mu$  — нормировочный коэффициент. В данном случае  $A^\mu$  отражает влияние других факторов на эффективность финансового посредничества. Он также может изменяться во времени, например если улучшается качество институтов. Однако в контексте нашего анализа можно полагать его постоянным.

При этом предусмотрено наличие издержек подстройки инвестиций в мониторинг  $\Psi^\mu(\cdot)$ :

$$\Psi^\mu \left( \frac{I_t^\mu}{I_{t-1}^\mu} \right) = \frac{\psi^\mu}{2} \left( \frac{I_t^\mu}{e^{\bar{z} I_{t-1}^\mu} I_{t-1}^\mu} - 1 \right)^2. \quad (17)$$

Выбирая оптимальный уровень инвестиций, стратегическое подразделение банка максимизирует ожидаемый приведенный поток прибыли банка (за вычетом налога на капитал):

$$\max_{I_t^\mu, K_t^\mu} \mathbb{E}_t \sum_{s=0}^{\infty} M_{t+s} (1 - \tau_{t+s}^K) \{ \Pi_{t+s}^B - P_{t+s} I_{t+s}^\mu \}, \quad (18)$$

$$s. t. K_t^\mu = (1 - \delta^\mu)K_{t-1}^\mu + I_t^\mu \left( 1 - \Psi^\mu \left( \frac{I_t^\mu}{I_{t-1}^\mu} \right) \right), \quad (19)$$

где  $\Pi_{t+s}^B$  — доход банка по всему портфелю активов за вычетом выплат домохозяйствам по депозитам (соответствующее выражение аналогично приведенному ранее выражению для  $\Pi_{t+1}^{B,j}$ ). Заметим, что в отличие от задачи предпринимателей в задаче банка отсутствует амортизационный налоговый щит. Предполагается, что к накопленным инвестициям в развитие технологии мониторинга это неприменимо.

Чтобы понять детерминанты  $\mu_t$  в равновесии, запишем решение соответствующей задачи с нулевыми издержками подстройки инвестиций (их отсутствие упрощает запись, но не изменяет картину качественно):

$$\mu_t = \left[ \frac{A^\mu}{P_t Z_t} \frac{\theta^\mu Q_t K_t \mathbb{E}_t M_{t+1} (1 - \tau_{t+1}^K) R_{t+1}^K \int_0^{\bar{\omega}_{t+1}} \omega_{t+1} dF(\omega_{t+1})}{(1 - \tau_t^K) - (1 - \delta^\mu) \mathbb{E}_t M_{t+1} (1 + \pi_{t+1}) \cdot (1 - \tau_{t+1}^K)} \right]^{-\frac{\theta^\mu}{1 + \theta^\mu}}. \quad (20)$$

Сокращение капитала в экономике отрицательно сказывается на эффективности финансового посредничества. Меньший объем рынка делает инвестиции в технологию мониторинга менее выгодными для банков.

Соответственно, поскольку финансовая репрессия прежде всего сокращает рынок корпоративного кредитования, ее ужесточение будет отрицательно сказываться на инвестициях в мониторинг. Поэтому ее отрицательное воздействие на экономику, вероятно, будет усиливаться благодаря отрицательному влиянию на эффективность финансового сектора.

В то же время ужесточение финансовой репрессии ведет к спаду ВВП. Как следствие, в первые периоды после шока большее количество предпринимателей будет сталкиваться с банкротством. Иными словами, величина  $\bar{\omega}_{t+1}$  будет расти. Это, наоборот, может подтолкнуть банки увеличивать инвестиции в технологию мониторинга. Большая доля банкротств в экономике повышает отдачу на инвестиции в технологию мониторинга. Далее эти эффекты будут более подробно проанализированы при симуляции модели.

### **Фирмы — производители конечного товара**

Спрос на продукцию  $j$ -й фирмы записывается как

$$Y_t^j = \left( \frac{P_t^j}{P_t} \right)^{-\zeta^Y} Y_t, \quad (21)$$

где  $\zeta^Y$  — эластичность замещения товаров. Производственная функция каждого производителя является функцией Кобба — Дугласа с постоянной отдачей от масштаба:

$$Y_t^j = (K_t^{s,j})^\alpha (Z_t L_t^j)^{1-\alpha}, \quad (22)$$

где  $K_t^{s,j}$  — объем услуг капитала,  $L_t^j$  — количество нанятого труда.

Решив задачу минимизации издержек, можно получить выражение для средних издержек  $AC_t^j$ . Тогда задачу максимизации прибыли можно записать следующим образом:

$$\max_{P_t^j} \mathbb{E}_t \sum_{s=0}^{\infty} M_{t+s} \left[ (1 - \tau_{t+s}^K) [P_{t+s}^j - \right. \\ \left. - AC_{t+s}^j] \left( \frac{P_{t+s}^j}{P_{t+s}} \right)^{-\zeta^Y} Y_{t+s} - \Psi^P \left( \frac{P_{t+s}^j}{P_{t+s-1}^j} \right) P_{t+s} Y_{t+s} \right], \quad (23)$$

где  $\Psi^P(\cdot)$  — издержки подстройки цен по Ротембергу. Функциональный вид издержек подстройки цен аналогичен функции издержек подстройки заработной платы  $\Psi^W(\cdot)$ .

### **Фирмы — производители капитала**

Фирмы — производители капитала покупают у предпринимателей отработавший капитал, инвестируют в создание нового ка-

питала некоторый объем купленной у производственного сектора продукции  $I_t$ , а затем продают обновленный капитал предпринимателям. Закон изменения капитала может быть записан следующим образом:

$$K_t = (1 - \delta)K_{t-1} + \left(1 - \Psi^I\left(\frac{I_t}{I_{t-1}}\right)\right)I_t, \quad (24)$$

где  $\Psi^I(\cdot)$  — издержки подстройки инвестиций, функциональный вид которых идентичен издержкам подстройки инвестиций в технологию мониторинга.

Совершив несколько преобразований, задачу фирм — производителей капитала можно записать следующим образом:

$$\max_{I_t} \mathbb{E}_t M_{t+s} \left[ (Q_{t+s} - P_{t+s})I_t - Q_{t+s} \Psi^I\left(\frac{I_{t+s}}{I_{t+s-1}}\right)I_{t+s} \right]. \quad (25)$$

### Государство и центральный банк

Источниками доходов государственного бюджета являются налоги на труд, капитал и потребление. К расходам бюджета относятся агрегированные трансферты домохозяйствам  $Tr_t$  и государственные закупки  $G_t$ . Бюджетное ограничение государства можно записать следующим образом:

$$\tau_t^C P_t C_t + \tau_t^W W_t L_t + \tau_t^K \left[ \widetilde{R}_t^K u_t K_{t-1} - \delta Q_{t-1} K_{t-1} + (P_t - AC_t) Y_t + \Pi_t^B - P_t I_t^\mu \right] + B_{G,t} = P_t G_t + Tr_t + R_{G,t-1} B_{G,t-1}. \quad (26)$$

Неявным доходом государства является также экономия на процентных платежах за счет финансовой репрессии.

Государство управляет рядом инструментов фискальной политики. Налоговые ставки и жесткость регуляторного требования подчиняются следующему процессу:

$$x_t = \rho^x x_{t-1} + (1 - \rho^x) x_{ss} + \varepsilon_t^x, \quad x \in \{\tau^C, \tau^W, \tau^K, \nu\}, \quad (27)$$

где  $\varepsilon_t^x$  — шок фискальной политики определенного типа (нормальная случайная величина с нулевым математическим ожиданием). Правило, описывающее динамику трансфертов и государственных закупок, учитывает, что они могут выполнять функцию стабилизации государственного долга:

$$X_t = (e^z X_{t-1})^{\rho^X} \left( \overline{X}_t \left[ \frac{DtY_t}{DtY_{ss}} \right]^{-\gamma^X} \right)^{1-\rho^X}, \quad X \in \{Tr_R, Tr_{NR}, G\}, \quad (28)$$

где  $\overline{X}_t$  — значение переменной  $X_t$  на траектории сбалансированного роста,  $DtY_t$  и  $DtY_{ss}$  — отношение государственного долга

к ВВП в момент  $t$  и в стационарном состоянии модели соответственно.

Монетарное правило записывается как

$$\frac{R_{CB,t}}{R_{CB,ss}} = \left( \frac{R_{CB,t-1}}{R_{CB,ss}} \right)^{\rho^M} \left( \left[ \frac{1+\pi_t}{1+\pi_{ss}} \right]^{\gamma^\pi} \left[ \frac{Y_t^*}{\bar{Y}_t^*} \right]^{\gamma^Y} \left[ \frac{Y_t^*}{e^{\bar{z}} Y_{t-1}^*} \right]^{\gamma^{dY}} \right)^{1-\rho^M}, \quad (29)$$

где  $R_{CB,t}$  и  $R_{CB,ss}$  — номинальные ставки центрального банка в период  $t$  и в стационарном состоянии модели соответственно,  $Y_t^*$  — величина использованного ВВП, а  $\bar{Y}_t^*$  — его величина на траектории сбалансированного роста. Под использованным ВВП понимается сумма частного потребления, государственных закупок и инвестиций. Динамика ставки центрального банка определяет ставку по банковским депозитам.

Таким образом, мы описали все блоки модели. Чтобы решить модель, сначала определяется стационарное состояние модели (долгосрочное равновесие, которое будет наблюдаться в отсутствие шоков). Затем уравнения модели линеаризуются около этого стационарного состояния, что позволяет анализировать реакцию переменных модели на шоки.

### 3. Калибровка модели

Калибровка модели производится в соответствии со стандартными значениями параметров, принятых в DSGE-литературе для экономики США. Основным источником значений параметров является работа [Smets, Wouters, 2007]. Ряд параметров мы калибруем в соответствии со статистикой США. Более подробная информация о калибровке параметров модели представлена в табл. 1.

Так, долгосрочные темпы роста экономики и уровень инфляции калибруются в соответствии с их средними значениями за 1980–2019 годы. За тот же период по методологии [McDaniel, 2007] мы рассчитываем эффективные ставки налогов на труд, капитал и потребление, а затем усредняем их. Отношение государственных закупок и государственного долга к ВВП калибруются так же.

Параметры, связанные с номинальными жесткостями, устанавливаются в соответствии с результатами оценки DSGE-модели США в [Leeper et al., 2017], где исследовался вопрос величины фискальных мультипликаторов.

Комплексность понятия «финансовая репрессия» затрудняет эмпирическую оценку доходов от нее. Авторы [Reinhart, Sbrancia, 2015] при оценке экономии на процентных платежах в США приводят диапазон 1,0–2,1% ВВП, однако это относится к послевоен-

Т а б л и ц а 1

## Значения параметров при калибровке

Параметр	Обозначение	Величина
Долгосрчный темп роста экономики	$100\bar{z}$	0,37
Долгосрчный темп инфляции	$100\pi_{ss}$	0,65
Доля рикардианских домохозяйств	$N$	0,90
Дисконтирующий множитель домохозяйств	$\beta$	0,99
Параметр привычек потребления	$h$	0,70
Обратная межвременная эластичность замещения	$\Omega^C$	1,38
Обратная эластичность труда Фриша	$\Omega^L$	1,83
Издержки подстройки заработной платы по Ротембергу	$\psi^W$	15,00
Индексация заработных плат	$\gamma^W$	0,19
Эластичность спроса на труд	$\zeta^L$	1,70
Издержки подстройки цен по Ротембергу	$\psi^P$	145,00
Индексация цен	$\gamma^P$	0,21
Эластичность замещения дифференцированных товаров	$\zeta^Y$	1,64
Издержки подстройки инвестиций	$\psi^I$	5,74
Издержки использования капитала	$b_u$	1,00
Эластичность выпуска по капиталу	$\alpha$	0,33
Скорость амортизации основного капитала	$100\delta$	2,50
Ставка налога на труд	$\tau_t^W$	0,22
Ставка налога на капитал	$\tau_t^K$	0,22
Ставка налога на потребление	$\tau_t^C$	0,09
Доходы от финансовой репрессии в долгосрочном равновесии (относительно ВВП, определяет $v_t$ )	$100\Delta^{FR}$	0,10
Уровень государственных закупок в долгосрочном равновесии (относительно ВВП)	$\omega^G$	0,15
Уровень долга в долгосрочном равновесии (относительно ВВП, определяет уровень трансфертов)	$\omega^{Debt}$	2,71
Реакция государственных закупок на долг	$\gamma^G$	0,00
Реакция трансфертов рикардианским домохозяйствам на долг	$\gamma^{TR}$	1,30
Реакция трансфертов нерикардианским домохозяйствам на долг	$\gamma^{TRNR}$	0,00
Реакция ставки ЦБ на инфляцию	$\gamma^\pi$	2,04
Реакция ставки ЦБ на ВВП	$\gamma^Y$	0,08
Реакция ставки ЦБ на изменение ВВП	$\gamma^{\Delta Y}$	0,22
Уровень идиосинкратического риска предпринимателей	$\sigma$	0,27
Доля доходов предпринимателей, которая не передается домохозяйствам	$\gamma^E$	0,97
Отношение трансферта предпринимателям к капиталу в долгосрочном равновесии	$\bar{h}^E$	0,01
Переговорная сила банков	$\gamma^B$	0,50
Скорость амортизации инвестиций в мониторинг	$100\delta^\mu$	5,50
Отдача на инвестиции в мониторинг	$\theta^\mu$	1,40
Издержки подстройки инвестиций в мониторинг	$\psi^\mu$	5,74
Параметр издержек мониторинга в долгосрочном равновесии (определяет $A^\mu$ )	$\mu$	0,10
Авторегрессионные коэффициенты	–	0,85

ному периоду. Мы устанавливаем величину доходов от финансовой репрессии на консервативном уровне 0,1% ВВП.

Для параметров  $\delta^u$ ,  $\theta^u$ ,  $\psi^u$  в литературе отсутствуют стандартные значения. Параметр  $\psi^u$  мы полагаем равным издержкам подстройки инвестиций в основной капитал. Для калибровки других двух параметров используется база данных KLEMS, в рамках которой можно найти статистику по запасам различных видов инвестиций и капитала для разных отраслей экономики. Скорость амортизации инвестиций в мониторинг калибруется в соответствии со скоростью амортизации вложений в R&D в финансовой отрасли. В данном случае за ориентир взяты вложения в R&D, так как именно они по смыслу наиболее близки к инвестициям в технологию мониторинга — они направлены на развитие методов и технологий, позволяющих увеличивать эффективность различных видов деятельности (снижать издержки их осуществления).

Величину  $\theta^u$  мы калибруем на уровне 1,4. Такая отдача на инвестиции в мониторинг соответствует тому, что при увеличении отношения накопленных инвестиций к ВВП на 0,1 п.п. спред в ставках по активам и обязательствам сокращается на 0,09 п.п. Согласно предварительному эмпирическому анализу, проведенному на выборке входящих в базу данных KLEMS EU стран, увеличение накопленных инвестиций финансовой отрасли в R&D в среднем приводит именно к такому изменению спреда банковских ставок<sup>7</sup>. Для более точной оценки требуется отдельное исследование, выходящее за рамки настоящей статьи. Однако с учетом неопределенности в калибровке этого параметра чувствительность результатов к нему будет протестирована.

Параметр  $\gamma^E$  устанавливается на уровне 0,9728, который используется в [Bernanke et al., 1999]. Значения других параметров задачи предпринимателей и банка подбираются так, чтобы в долгосрочном равновесии было выполнено несколько наблюдающихся в статистике соотношений. Отношение собственных средств предпринимателей к капиталу должно быть на уровне 0,5. Разница между доходностью предпринимателей и доходностью по государственным облигациям калибруется на уровне 2,2% в год — в соответствии с разницей между доходностью корпоративных облигаций с рейтингом Moody's Baa и десятилетних государственных облигаций США. Наконец, как и в работе [Bernanke et al., 1999], предполагается, что ежегодно с банкротством сталкиваются 3% предпринимателей.

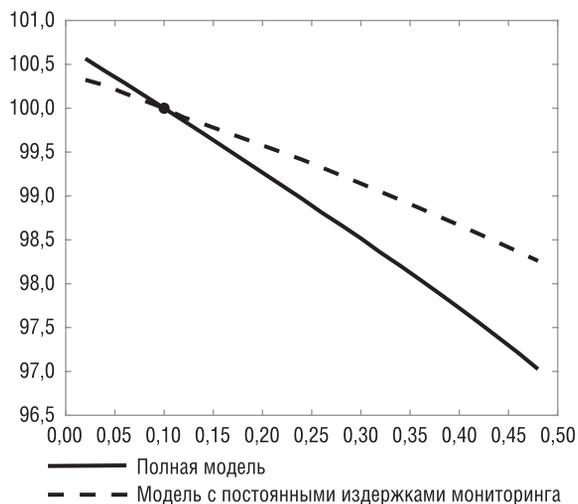
<sup>7</sup> В этом случае были сопоставлены изменение среднего отношения накопленных инвестиций в R&D к ВВП в 2007–2011 годах по сравнению с периодом 2002–2006 годов и изменение среднего спреда ставок в 2012–2016-м по сравнению с 2007–2011 годами. Источником данных по накопленным инвестициям выступала база данных KLEMS EU (<https://euklems.eu>), источником данных по спреду ставок — база данных Всемирного банка Financial Development and Structure Dataset (<https://www.worldbank.org/en/publication/gfdr/data/financial-structure-database>).

#### 4. Макроэкономические эффекты ужесточения финансовой репрессии

Прежде всего проанализируем последствия долгосрочного ужесточения финансовой репрессии. В качестве меры жесткости политики финансовой репрессии будем рассматривать величину доходов от нее (в процентах ВВП, параметр  $\Delta^{FR}$ ). Под доходами от финансовой репрессии в этом случае подразумевается величина экономии на процентных платежах, возникающая благодаря регуляторному ограничению на банк. На рис. 1а–1i представлено влияние ужесточения финансовой репрессии в долгосрочном равновесии на ряд переменных.

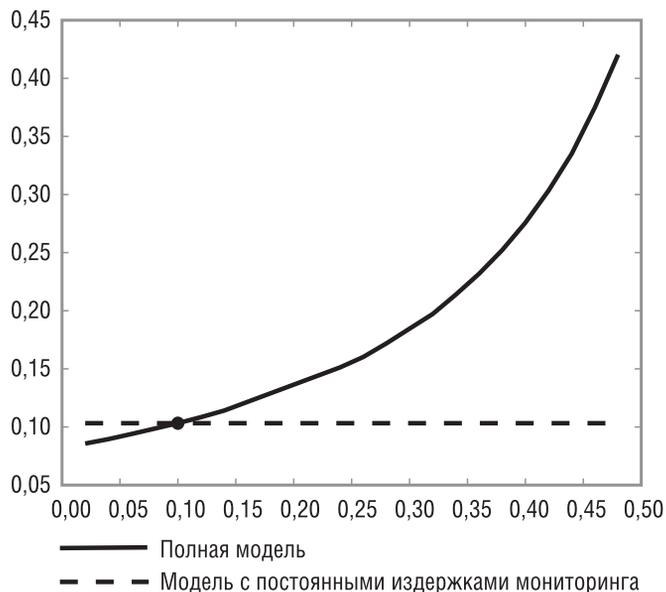
Чтобы выделить эффект, связанный с влиянием финансовой репрессии на стимулы банка инвестировать в развитие технологии мониторинга, последствия ужесточения финансовой репрессии анализируются в двух типах модели. В описанной ранее полной версии модели параметр издержек мониторинга зависит от того, сколько банк инвестирует в технологию мониторинга. В модели с постоянными издержками мониторинга этот параметр является экзогенным и неизменным.

В модели с постоянными издержками мониторинга рост доходов от финансовой репрессии на 0,1% ВВП снижает выпуск на 0,4%. Возросшие потери от инвестирования части средств домохозяйств в государственные облигации банк закладывает в условия кредитования предпринимателей, что увеличивает требуемую до-



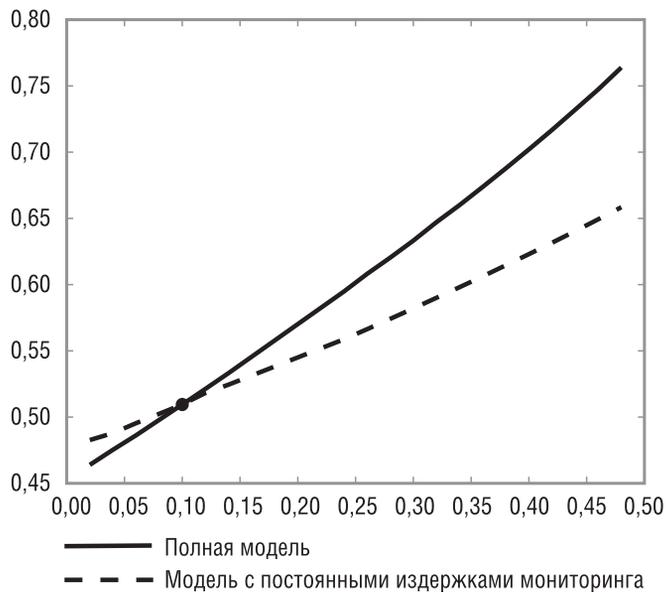
*Примечание.* Базовая калибровка соответствует доходам от финансовой репрессии на уровне 0,1% ВВП.

Рис. 1а. Долгосрочный уровень ВВП (ось ординат, % ВВП в базовой калибровке) в зависимости от уровня доходов от финансовой репрессии (ось абсцисс, % ВВП)



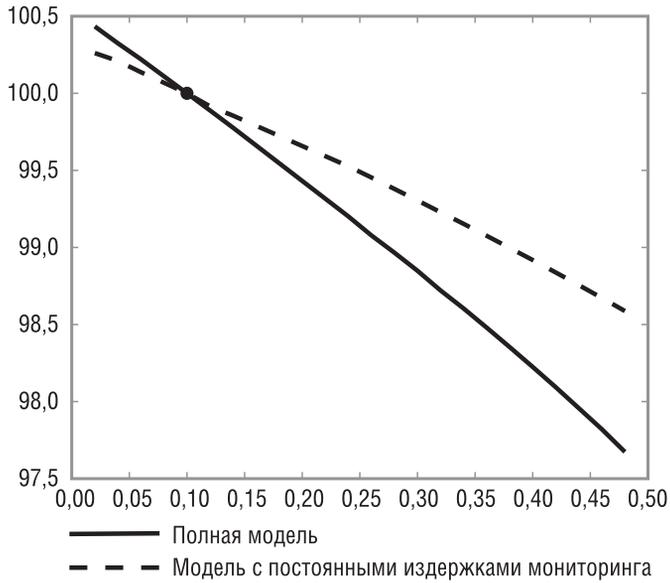
*Примечание.* Базовая калибровка соответствует доходам от финансовой репрессии на уровне 0,1% ВВП.

**Рис. 1б. Долгосрочный уровень параметра издержек мониторинга (ось ординат) в зависимости от уровня доходов от финансовой репрессии (ось абсцисс, % ВВП)**



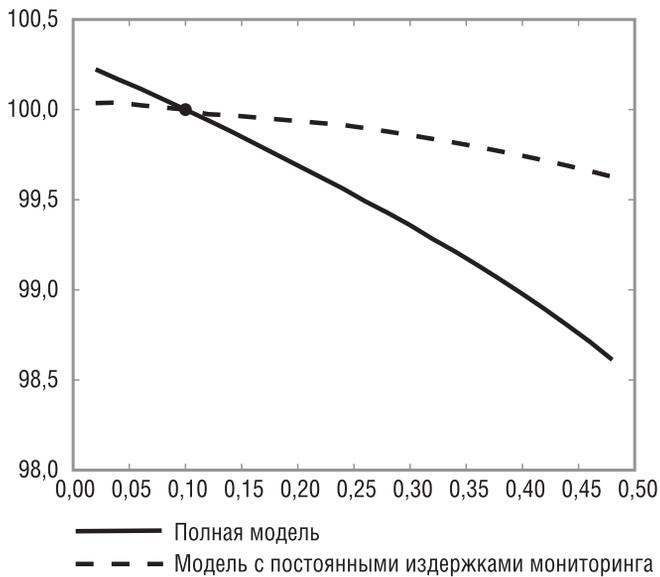
*Примечание.* Базовая калибровка соответствует доходам от финансовой репрессии на уровне 0,1% ВВП.

**Рис. 1с. Долгосрочный уровень премии за внешнее финансирование (ось ординат, базисных пунктов) в зависимости от уровня доходов от финансовой репрессии (ось абсцисс, % ВВП)**



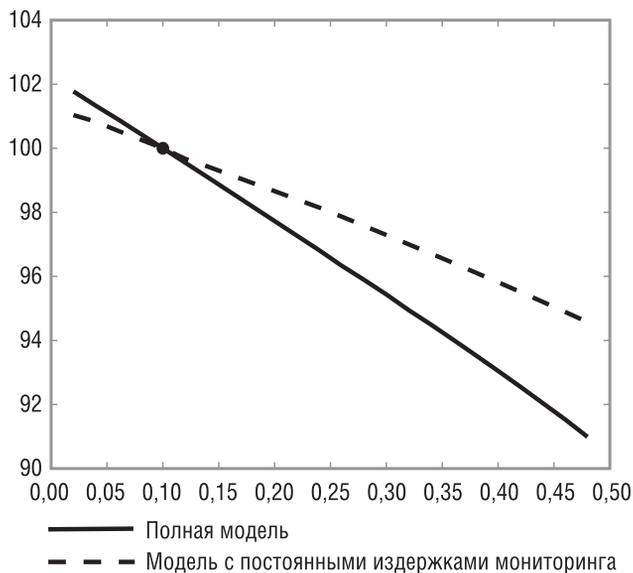
*Примечание.* Базовая калибровка соответствует доходам от финансовой репрессии на уровне 0,1% ВВП.

**Рис. 1d. Долгосрочный уровень потребления рикардianцев**  
(ось ординат, % потребления рикардianцев в базовой калибровке)  
**в зависимости от уровня доходов от финансовой репрессии** (ось абсцисс, % ВВП)



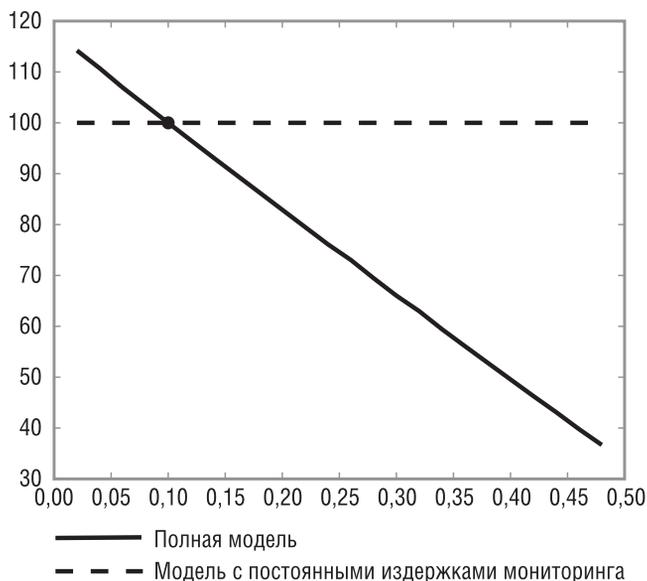
*Примечание.* Базовая калибровка соответствует доходам от финансовой репрессии на уровне 0,1% ВВП.

**Рис. 1е. Долгосрочный уровень потребления нерикардianцев**  
(ось ординат, % потребления нерикардianцев в базовой калибровке)  
**в зависимости от уровня доходов от финансовой репрессии** (ось абсцисс, % ВВП)



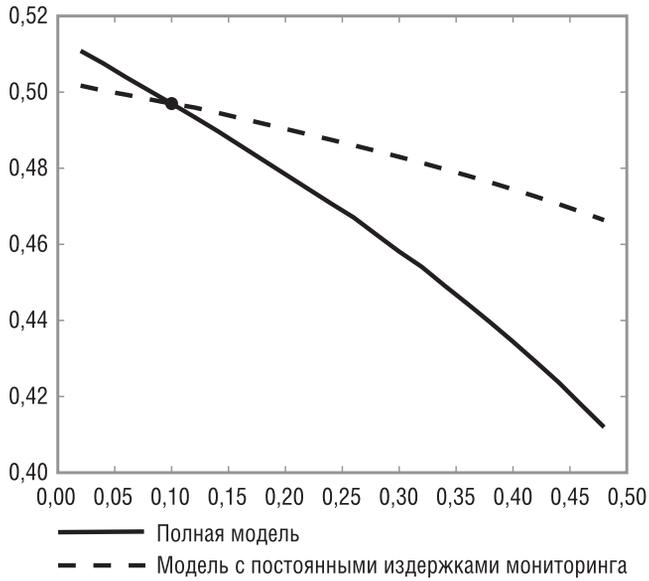
*Примечание.* Базовая калибровка соответствует доходам от финансовой репрессии на уровне 0,1% ВВП.

**Рис. 1f. Долгосрочный уровень инвестиций в основной капитал**  
 (ось ординат, % инвестиций в базовой калибровке)  
**в зависимости от уровня доходов от финансовой репрессии** (ось абсцисс, % ВВП)



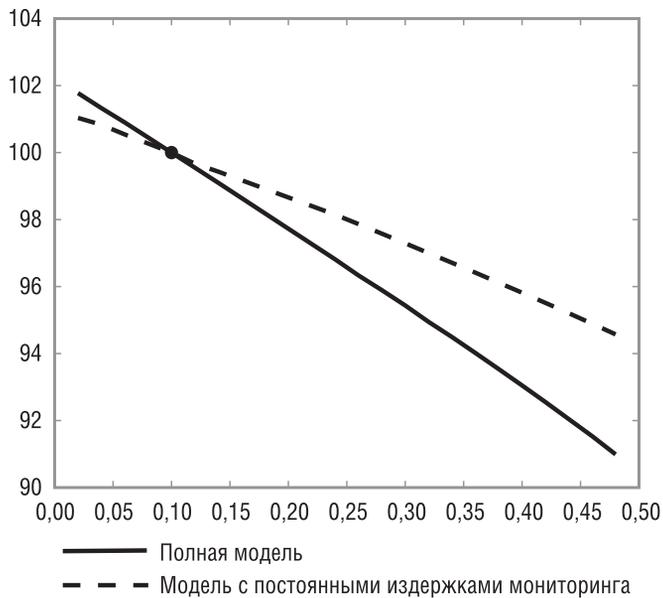
*Примечание.* Базовая калибровка соответствует доходам от финансовой репрессии на уровне 0,1% ВВП.

**Рис. 1g. Долгосрочный уровень инвестиций в мониторинг**  
 (ось ординат, % инвестиций в базовой калибровке)  
**в зависимости от уровня доходов от финансовой репрессии** (ось абсцисс, % ВВП)



*Примечание.* Базовая калибровка соответствует доходам от финансовой репрессии на уровне 0,1% ВВП.

**Рис. 1h. Долгосрочный уровень линии отсечения банкротств (ось ординат) в зависимости от уровня доходов от финансовой репрессии (ось абсцисс, % ВВП)**



*Примечание.* Базовая калибровка соответствует доходам от финансовой репрессии на уровне 0,1% ВВП.

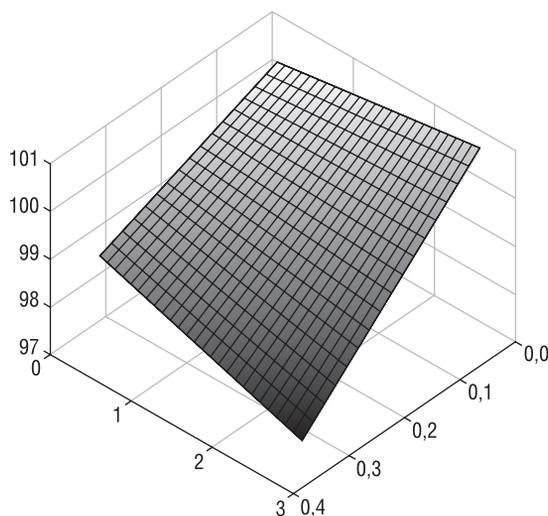
**Рис. 1i. Долгосрочный уровень основного капитала (ось ординат, % капитала в базовой калибровке) в зависимости от уровня доходов от финансовой репрессии (ось абсцисс, % ВВП)**

ходность капитала и заметно снижает количество капитала в экономике. Инвестиции снижаются на 1,4%, потребление рикардянцев — на 0,4%, потребление нерикардянцев — на 0,1%.

В полной версии модели последствия ужесточения финансовой репрессии оказываются более существенными. Падение ВВП составляет 0,7%, а инвестиций — 2,3%. Сокращение количества капитала в экономике снижает выгоды от инвестирования в развитие технологии мониторинга, из-за чего параметр издержек мониторинга растет и увеличившиеся издержки приводят к худшим условиям кредитования для предпринимателей.

Иными словами, в обеих моделях долгосрочное ужесточение финансовой репрессии снижает уровень ВВП достаточно существенно. В полной версии модели, в которой политика финансовой репрессии также влияет на эффективность финансового сектора в решении проблемы асимметрии информации, спад ВВП оказывается более существенным. Таким образом, канал влияния на экономику за счет снижения эффективности финансового сектора может быть достаточно значимым.

На количественную оценку этого эффекта будут влиять значения параметров модели. При ее калибровке особое внимание мы уделили обсуждению эластичности технологии мониторинга по величине накопленных инвестиций в мониторинг. Параметр  $\theta^m$  действительно оказывает существенное влияние на разницу между двумя рассматриваемыми моделями (рис. 2а–2б).



*Примечание.* Базовая калибровка соответствует параметру эластичности мониторинга  $\theta^m$ , равному 1,4, и доходам от финансовой репрессии на уровне 0,1% ВВП.

**Рис. 2а. Долгосрочный уровень ВВП (ось Z, % ВВП в базовой калибровке) в зависимости от параметра эластичности технологии мониторинга  $\theta^m$  (ось X) и величины доходов от финансовой репрессии (ось Y, % ВВП)**

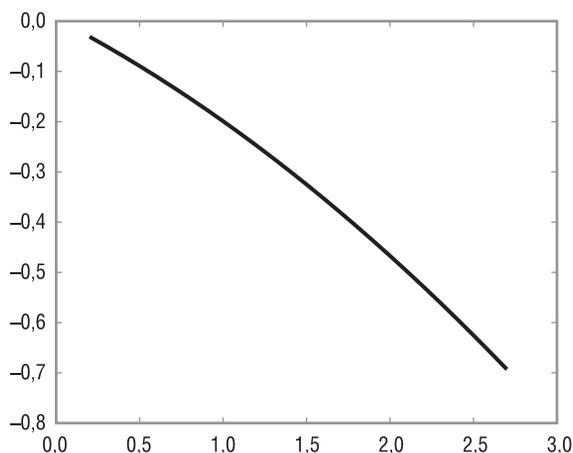


Рис. 2b. Разница в реакции ВВП (ось ординат, % ВВП в базовой калибровке) на рост доходов от финансовой репрессии на 0,1% ВВП в зависимости от параметра эластичности технологии мониторинга  $\theta^\mu$  (ось абсцисс)

При базовой калибровке ( $\theta^\mu = 1,4$ ) разница в реакции ВВП на увеличение доходов от финансовой репрессии на 0,1% ВВП между моделями составляет 0,3 п.п. Иными словами, за счет того, что финансовая репрессия дестимулирует инвестиции в развитие мониторинга, ВВП дополнительно сокращается на 0,3 п.п. Сокращение эластичности технологии мониторинга до 0,5 уменьшает этот эффект до 0,1 п.п. При  $\theta^\mu$ , равной 2,5, этот эффект существенно увеличивается — до 0,6 п.п. Таким образом, при достаточно низкой эластичности технологии мониторинга по вложениям в нее разница между двумя моделями будет не слишком значительна. Однако оценка  $\theta^\mu$ , равная 1,4, не является чересчур высокой. Поэтому представляется, что канал эффективности финансового рынка важен при анализе последствий финансовой репрессии. В дальнейшем интересно уточнение величины  $\theta^\mu$  на основе анализа эмпирических данных.

Перейдем к обсуждению последствий временного ужесточения политики финансовой репрессии. Вполне вероятна ситуация, когда государство решает временно ужесточить требования к финансовой системе, чтобы привлечь дополнительные доходы для своих нужд. При этом под доходами по-прежнему понимается экономия на процентных платежах по государственному долгу. На рис. 3а–3л представлена реакция переменных модели на временное ужесточение финансовой репрессии, позволяющее за первый год после шока привлечь сумму, приведенная стоимость которой равна 0,1% аннуализированного ВВП.

Ужесточение финансовой репрессии приводит к увеличению спреда между доходностью по депозитам и государственным об-

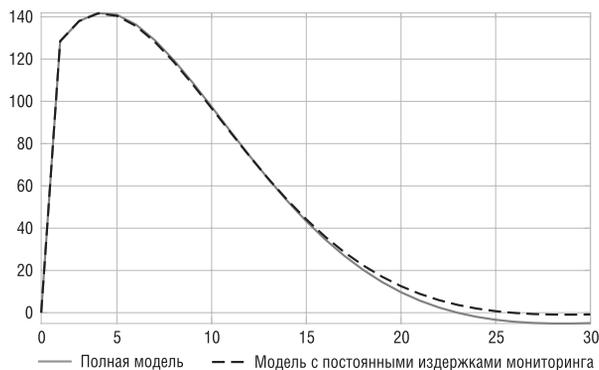


Рис. 3а. **Динамика доходов от финансовой репрессии** (ось ординат, отклонение от значения в стационарном состоянии модели, %) **в случае временного ужесточения финансовой репрессии** (ось абсцисс, количество кварталов после шока)

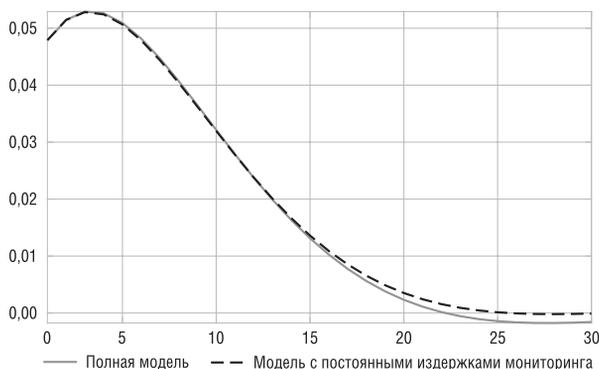


Рис. 3б. **Динамика спреда между депозитами и государственным долгом** (ось ординат, отклонение от значения в стационарном состоянии модели, базисные пункты) **в случае временного ужесточения финансовой репрессии** (ось абсцисс, количество кварталов после шока)

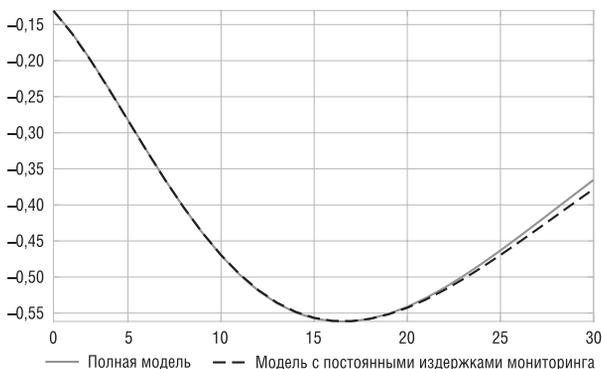


Рис. 3с. **Динамика корпоративного долга** (ось ординат, отклонение от значения в стационарном состоянии модели, %) **в случае временного ужесточения финансовой репрессии** (ось абсцисс, количество кварталов после шока)

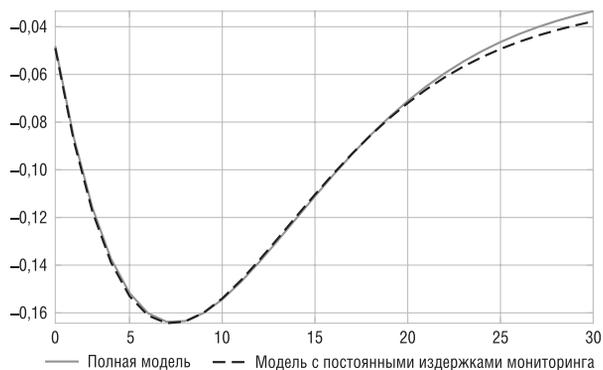


Рис. 3д. **Динамика ВВП** (ось ординат, отклонение от значения в стационарном состоянии модели, %) **в случае временного ужесточения финансовой репрессии** (ось абсцисс, количество кварталов после шока)

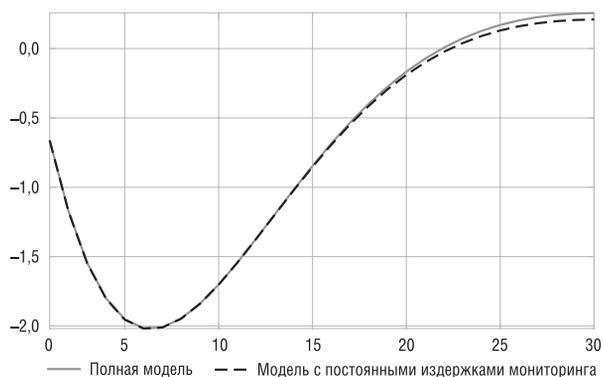


Рис. 3е. **Динамика инвестиций в основной капитал** (ось ординат, отклонение от значения в стационарном состоянии модели, %) **в случае временного ужесточения финансовой репрессии** (ось абсцисс, количество кварталов после шока)

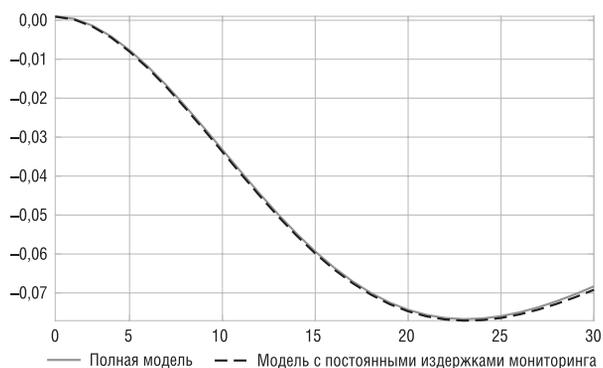


Рис. 3ф. **Динамика потребления домохозяйств** (ось ординат, отклонение от значения в стационарном состоянии модели, %) **в случае временного ужесточения финансовой репрессии** (ось абсцисс, количество кварталов после шока)

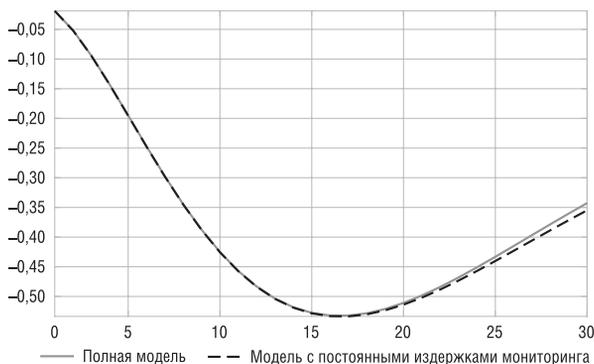


Рис. 3г. **Динамика основного капитала** (ось ординат, отклонение от значения в стационарном состоянии модели, %) **в случае временного ужесточения финансовой репрессии** (ось абсцисс, количество кварталов после шока)

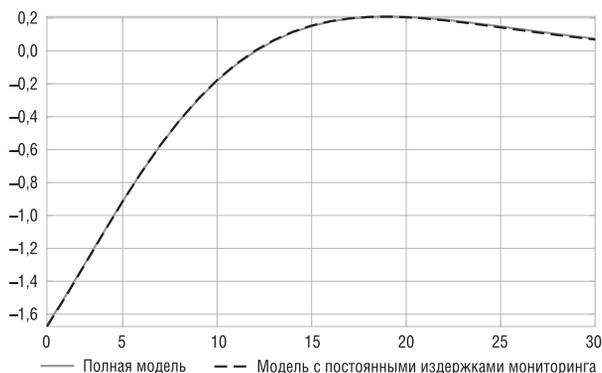


Рис. 3h. **Динамика отношения собственных средств предпринимателей к капиталу** (ось ординат, отклонение от значения в стационарном состоянии модели, %) **в случае временного ужесточения финансовой репрессии** (ось абсцисс, количество кварталов после шока)

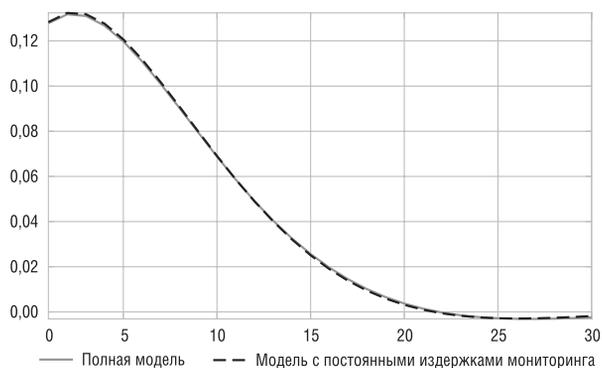


Рис. 3i. **Динамика премии за внешнее финансирование** (ось ординат, отклонение от значения в стационарном состоянии модели, базисные пункты) **в случае временного ужесточения финансовой репрессии** (ось абсцисс, количество кварталов после шока)

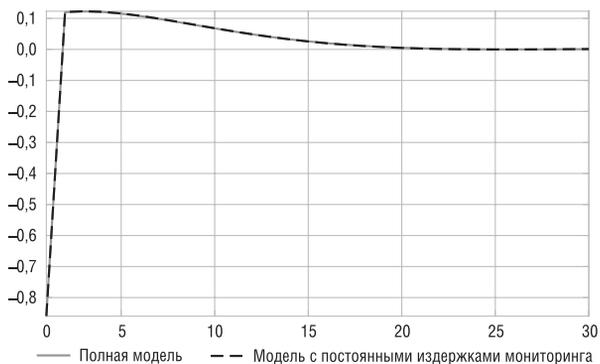


Рис. 3ж. **Динамика доходности капитала** (ось ординат, отклонение от значения в стационарном состоянии модели, %) **в случае временного ужесточения финансовой репрессии** (ось абсцисс, количество кварталов после шока)

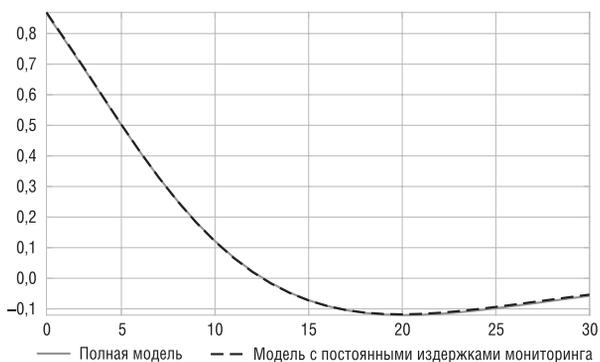


Рис. 3к. **Динамика линии отсечения банкротств** (ось ординат, отклонение от значения в стационарном состоянии модели, %) **в случае временного ужесточения финансовой репрессии** (ось абсцисс, количество кварталов после шока)

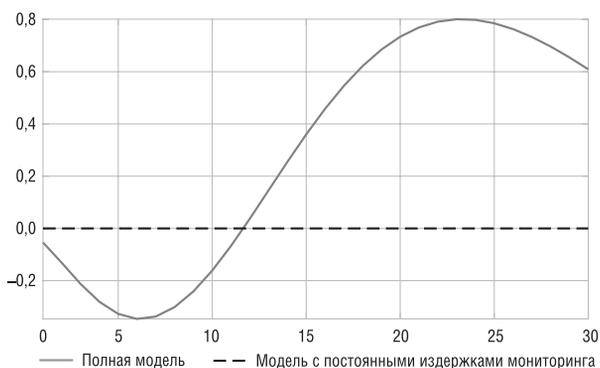


Рис. 3и. **Динамика параметра издержек мониторинга** (ось ординат, отклонение от значения в стационарном состоянии модели, %) **в случае временного ужесточения финансовой репрессии** (ось абсцисс, количество кварталов после шока)

лигациям на 0,05 п.п. (в квартальном выражении), за счет чего доходы от финансовой репрессии растут. При этом в момент шока ВВП сокращается на 0,05%, а инвестиции в основной капитал — на 0,66%. Спад в экономике приводит к резкому снижению доходности капитала, что сокращает собственные средства предпринимателей, для них ухудшаются также условия привлечения заемного финансирования. Во-первых, так как отношение собственных средств предпринимателей к капиталу уменьшилось, они теперь рассматриваются как более рискованные заемщики. Во-вторых, возросшие потери от инвестирования средств в государственные облигации банк закладывает в условия предоставления кредитов.

Поэтому наиболее существенное влияние финансовая репрессия имеет именно на инвестиции. Их максимальное падение наступает через пять кварталов после шока и составляет 2,02%. Максимальное падение ВВП составляет 0,16%.

Интересно, что в момент шока банк увеличивает объем инвестиций в технологию мониторинга. Хотя ужесточение финансовой репрессии сокращает уровень капитала в экономике, одновременно с этим растет количество банкротств. Это, наоборот, увеличивает отдачу от инвестиций в развитие технологии мониторинга. Рост требуемой доходности капитала имеет аналогичный эффект. В результате параметр издержек мониторинга оказывается ниже своего долгосрочного уровня. Со временем эффект количества банкротств и высокой доходности капитала исчерпывает себя, и параметр издержек мониторинга растет, а финансовый сектор оказывается менее эффективным.

Однако в двух версиях модели наблюдается очень сходная динамика ВВП и инвестиций, а их значения количественно близки. В целом, если ужесточение финансовой репрессии носит временный характер, эффекты, связанные со стимулами банка инвестировать в мониторинг, влияют на отклик ВВП несущественно.

## 5. Мультипликаторы бюджетных доходов

В соответствии с полученными в прошлом разделе результатами при расчете мультипликатора финансовой репрессии в обоих видах модели (полной модели и модели с постоянными издержками мониторинга) результаты будут различаться не слишком значительно. Поэтому мы приводим только значения мультипликаторов в полной версии модели.

В настоящей статье мультипликатор финансовой репрессии впервые сравнивается с мультипликаторами искажающих налогов в модели с несовершенным финансовым рынком, где регуляторное ограничение накладывается напрямую на финансовый

сектор. Поэтому, даже несмотря на то, что влияние финансовой репрессии на эффективность работы финансового рынка не меняет динамику ВВП значимо, интересно сравнить мультипликаторы бюджетных доходов в разработанной модели.

В табл. 2 представлены оценки мультипликаторов четырех видов доходов бюджета. Масштаб шока фискальной политики в каждом случае рассчитывался так, чтобы приведенная стоимость дополнительных доходов за первый год составляла 0,1% аннуализированного ВВП.

Т а б л и ц а 2

## Кумулятивные мультипликаторы бюджетных доходов

	ВВП			Инвестиции в основной капитал		
	1 год	3 года	5 лет	1 год	3 года	5 лет
Финансовая репрессия	-0,95	-1,24	-1,51	-0,95	-1,12	-1,18
Налог на потребление	-0,76	-1,59	-2,13	-0,44	-1,06	-1,34
Налог на труд	-0,57	-1,37	-1,86	-0,42	-1,02	-1,22
Налог на капитал	-0,43	-1,22	-1,83	-0,42	-1,08	-1,40

*Примечание.* Мультипликаторы рассчитаны как отношение приведенной стоимости изменения ВВП или инвестиций к приведенной стоимости дополнительных доходов.

Далее для удобства будем сравнивать значения мультипликаторов по модулю. В анализируемом случае, если мультипликатор некоторого вида доходов (по модулю) оказывается выше других, то рост доходов по этой статье сопряжен с самым значительным сокращением ВВП или инвестиций.

На горизонте одного года мультипликатор финансовой репрессии оказывается заметно выше мультипликаторов искажающих налогов. Кумулятивный мультипликатор финансовой репрессии почти равен 1, в то время как для налогов он находится в диапазоне от 0,4 до 0,8.

На более длинных горизонтах наблюдается обратная ситуация. Накопленный спад ВВП в случае ужесточения финансовой репрессии меньше, чем в случае роста нагрузки по любому из рассмотренных налогов. В этом смысле финансовая репрессия оказывается достаточно эффективной.

Важно отметить, что полученные в модели значения мультипликаторов искажающих налогов выше, чем в литературе (см., например, [Zubairy, 2014]). Наличие в модели финансовой репрессии усиливает влияние инструментов фискальной политики на экономику.

Вывод о том, что в первое время после шока финансовая репрессия вызывает наиболее существенный спад ВВП, однако на более длинных горизонтах является относительно эффективным

источником доходов, был протестирован на чувствительность к ряду параметров. В частности, на значения мультипликаторов заметное влияние оказывает уровень жесткости цен, а в настоящей работе он закалиброван на достаточно высоком уровне. Хотя значения мультипликаторов действительно чувствительны к этому параметру, общий качественный вывод остается неизменным.

Дополнительные симуляции модели указывают на то, что этот вывод справедлив только в модели, где соотношение между государственным долгом и величиной капитала является не слишком высоким. Если же экономическая политика государства привела к относительно высокому уровню долга, то временное ужесточение финансовой репрессии не будет сравнительно эффективным с точки зрения долгосрочных мультипликаторов доходов.

### Заключение

Финансовая репрессия является неявным источником доходов государства. Однако экономия на обслуживании государственного долга сопровождается сокращением частного капитала в экономике. Регуляторные меры сказываются на процентных ставках, которые финансовые посредники могут предложить заемщикам и кредиторам. Помимо этого, финансовая репрессия может отрицательно сказываться на эффективности работы финансового рынка. Меньшие размеры рынка и меньший доход будут дестимулировать развитие финансового сектора.

В работе был предложен подход к учету последнего эффекта в модели общего равновесия. То, насколько эффективны финансовые посредники в решении проблемы асимметрии информации между заемщиками и кредиторами, в анализируемой модели зависит от стимулов финансового сектора инвестировать в развитие технологии мониторинга.

Согласно полученным при калибровке модели для экономики США результатам долгосрочное ужесточение финансовой репрессии имеет существенные негативные последствия, причем снижение эффективности работы финансового рынка играет заметную роль.

Краткосрочное ужесточение финансовой репрессии не имеет столь существенного влияния на экономику. Интересно, что сначала шок финансовой репрессии, наоборот, заставляет финансовый сектор увеличить инвестиции в мониторинг из-за возросшего количества банкротств на фоне экономического спада. Однако в любом случае при временном ужесточении финансовой репрессии канал ее влияния на эффективность финансового рынка является несущественным. Важно отметить, что результат получен

в линеаризованной около долгосрочного равновесия модели. В дальнейшем интересно изучить, изменится ли этот результат при учете нелинейности.

Наконец, если сравнивать временное ужесточение финансовой репрессии с ростом искажающих налогов, то в первые кварталы после шока именно финансовая репрессия характеризуется максимальным спадом в экономике. В более долгосрочной перспективе финансовая репрессия оказывается лучше явных налогов — с точки зрения мультипликаторов доходов бюджета. Однако последний вывод справедлив только в ситуации, когда соотношение между государственным долгом и количеством капитала в экономике не слишком высоко. Если политика государства привела к относительно высокому уровню государственного долга, финансовая репрессия не будет более эффективна.

### Литература

1. *Елкина М. А., Пекарский С. Э.* Макроэкономические эффекты финансовой репрессии в DSGE-модели с финансовыми фрикциями // *Экономический журнал Высшей школы экономики.* 2020. Т. 24. № 4. С. 475–502.
2. *Мамедли М. О., Норкина О. А.* Оптимальная финансовая репрессия в модели перекрывающихся поколений с эндогенным предложением труда // *Журнал Новой экономической ассоциации.* 2019. № 3(43). С. 34–56.
3. *Норкина О. А., Пекарский С. Э.* Нерыночное размещение долга как финансовая репрессия // *Журнал Новой экономической ассоциации.* 2015. № 4(28). С. 31–55.
4. *Bai C. E., Li D. D., Qian Y., Wang Y.* Financial Repression and Optimal Taxation // *Economics Letters.* 2001. Vol. 70. No 2. P. 245–251.
5. *Becker B., Ivashina V.* Financial Repression in the European Sovereign Debt Crisis // *Review of Finance.* 2018. Vol. 22. No 1. P. 83–115.
6. *Bento P., Ranasinghe A.* Financial Frictions, Borrowing Costs, and Firm Size Across Sectors. University of Alberta Working Paper. No 2020-07. 2020.
7. *Bernanke B. S., Gertler M., Gilchrist S.* The Financial Accelerator in a Quantitative Business Cycle Framework // *Handbook of Macroeconomics.* Vol. 1A. / J. B. Taylor, M. Woodford (eds.). Elsevier, 1999. Ch. 21. P. 1341–1393.
8. *Buera F. J., Kaboski J. P., Shin Y.* Finance and Development: A Tale of Two Sectors // *American Economic Review.* 2011. Vol. 101. No 5. P. 1964–2002.
9. *Chari V. V., DAVIS A., Kehoe P. J.* On the Optimality of Financial Repression // *Journal of Political Economy.* 2020. Vol. 128. No 2. P. 710–739.
10. *Christiano L. J., Trabandt M., Walentin K.* DSGE Models for Monetary Policy Analysis // *Handbook of Monetary Economics.* Vol. 3A. / B. Friedman, M. Woodford (eds.). Elsevier, 2010. Ch. 7. P. 285–367.
11. *Fry M. J.* In Favour of Financial Liberalisation // *The Economic Journal.* 1997. Vol. 107. No 442. P. 754–770.
12. *Greenwood J., Sanchez J. M., Wang C.* Financing Development: The Role of Information Costs // *American Economic Review.* 2010. Vol. 100. No 4. P. 1875–1891.
13. *Greenwood J., Sanchez J. M., Wang C.* Quantifying the Impact of Financial Development on Economic Development // *Review of Economic Dynamics.* 2013. Vol. 16. No 1. P. 194–215.
14. *Gupta R.* Tax Evasion and Financial Repression // *Journal of Economics and Business.* 2008. Vol. 60. No 6. P. 517–535.
15. *Jafarov M. E., Maino M. R., Pani M. M.* Financial Repression Is Knocking at the Door, Again. International Monetary Fund Working Paper. WP/19/211. 2019.

16. *Kriwoluzky A., Müller G., Scheer A.* Financial Repression in General Equilibrium. 2018. [https://www.imfs-frankfurt.de/fileadmin/user\\_upload/Events\\_2018/MMCI\\_Conference/Papers/76-Gernot\\_Mueller-Financial\\_repression\\_in\\_General\\_Equilibrium.pdf](https://www.imfs-frankfurt.de/fileadmin/user_upload/Events_2018/MMCI_Conference/Papers/76-Gernot_Mueller-Financial_repression_in_General_Equilibrium.pdf).
17. *Lee I., Shin J. H.* Financial Liberalization, Crises, and Economic Growth // *Asian Economic Papers*. 2008. Vol. 7. No 1. P. 106–115.
18. *Leeper E. M., Traum N., Walker T. B.* Clearing up the Fiscal Multiplier Morass // *American Economic Review*. 2017. Vol. 107. No 8. P. 2409–2454.
19. *Levine R.* Finance and Growth: Theory and Evidence // *Handbook of Economic Growth*. Vol. 1A. / P. Aghion, S. Durlauf (eds.). Elsevier, 2005. Ch. 12. P. 865–934.
20. *McDaniel C.* Average Tax Rates on Consumption, Investment, Labor and Capital in the OECD 1950–2003. 2007. [http://paulklein.ca/newsite/teaching/mcdaniel\\_tax\\_2007.pdf](http://paulklein.ca/newsite/teaching/mcdaniel_tax_2007.pdf).
21. *Midrigan V., Xu D. Y.* Finance and Misallocation: Evidence from Plant-Level Data // *American Economic Review*. 2014. Vol. 104. No 2. P. 422–458.
22. *Reinhart C. M.* The Return of Financial Repression // *Financial Stability Review*. 2012. No 16. P. 37–48.
23. *Reinhart C. M., Sbrancia M. B.* The Liquidation of Government Debt // *Economic Policy*. 2015. Vol. 30. No 82. P. 291–333.
24. *Roubini N., Sala-i-Martin X.* Financial Repression and Economic Growth // *Journal of Development Economics*. 1992. Vol. 39. No 1. P. 5–30.
25. *Smets F., Wouters R.* Shocks and Frictions in US Business Cycles: A Bayesian DSGE Approach // *American Economic Review*. 2007. Vol. 97. No 3. P. 586–606.
26. *Townsend R. M.* Optimal Contracts and Competitive Markets with Costly State Verification // *Journal of Economic Theory*. 1979. Vol. 21. No 2. P. 265–293.
27. *Zubairy S.* On Fiscal Multipliers: Estimates from a Medium Scale DSGE Model // *International Economic Review*. 2014. Vol. 55. No 1. P. 169–195.

Ekonomicheskaya Politika, 2021, vol. 16, no. 3, pp. 44-81

**Mariia A. ELKINA.** Financial Research Institute of the Ministry of Finance of the Russian Federation (3/2, Nastas'inskiy per., Moscow, 127066, Russian Federation); National Research University Higher School of Economics (11, Pokrovskiy b-r, Moscow, 109028, Russian Federation).  
E-mail: elkina@nifi.ru

### **Financial Repression and Financial Sector Efficiency in a General Equilibrium Model**

#### **Abstract**

Being a source of budget revenues, financial repression discourages investment and overall economic activity. Apart from its direct impact on economy, financial repression can adversely influence financial sector efficiency. Such policy can discourage the financial sector's development by reducing its profits. This study proposes an approach to account for this fact in a DSGE model. In this model the role of the financial sector lies in overcoming the information asymmetry problem between lenders and borrowers. By investing in monitoring technology development, the financial sector can increase its efficiency and reduce the external finance premium. However, the financial sector's incentives to invest depend on market characteristics; thus, an indirect effect of financial repression emerges. The model is calibrated for the US economy. A permanent increase of financial repression revenues significantly reduces the long-run output. Almost a half of reduc-

tion in output comes from discouraging financial sector investments in monitoring. The reason is that financial repression makes investments in monitoring less beneficial by reducing the size of the corporate credit market. Temporary financial repression tightening does not have such a substantial impact on economic activity. Moreover, in this case the financial sector efficiency channel is negligible in a linearized DSGE model. A comparison of financial repression multipliers with those of distortionary taxes demonstrates that the former are the lowest during the first quarters after the shock. If a longer time period is taken into account, financial repression can be a comparatively efficient source of a temporary budget revenues increase if the ratio of government debt to capital is not too high.

*Keywords:* financial repression, financial frictions, general equilibrium model, fiscal multiplier, financial markets regulation.

*JEL:* E62, H63.

### References

1. Elkina M. A., Pekarski S. E. Makroekonomicheskie efekty finansovoy repressii v DSGE-modeli s finansovymi friktsiyami [Financial Repression in a DSGE Model with Financial Frictions]. *Ekonomicheskii zhurnal VShE [HSE Economic Journal]*, 2020, vol. 24, no. 4, pp. 475-502. DOI:10.17323/1813-8691-2020-24-4-475-502. (In Russ.)
2. Mamedly M. O., Norkina O. A. Optimal'naya finansovaya repressiya v modeli perekryvayushchikhysya pokoleniy s endogenным predlozheniem truda [Optimal Financial Repression in an Overlapping Generations Model with Endogenous Labor]. *Zhurnal Novoy ekonomicheskoy assotsiatsii [Journal of the New Economic Association]*, 2019, no. 3(43), pp. 34-56. DOI:10.31737/2221-2264-2019-43-3-2. (In Russ.)
3. Norkina O. A., Pekarski S. E. Nerynochnoe razmeshchenie dolga kak finansovaya repressiya [Nonmarket Debt Placement as Financial Repression]. *Zhurnal Novoy ekonomicheskoy assotsiatsii [Journal of the New Economic Association]*, 2015, no. 4(28), pp. 31-55. (In Russ.)
4. Bai C. E., Li D. D., Qian Y., Wang Y. Financial Repression and Optimal Taxation. *Economics Letters*, 2001, vol. 70, no. 2, pp. 245-251.
5. Becker B., Ivashina V. Financial Repression in the European Sovereign Debt Crisis. *Review of Finance*, 2018, vol. 22, no. 1, pp. 83-115. DOI:10.1093/rof/rfx041.
6. Bento P., Ranasinghe A. Financial Frictions, Borrowing Costs, and Firm Size Across Sectors. *University of Alberta Working Paper*, no. 2020-07, 2020.
7. Bernanke B. S., Gertler M., Gilchrist S. The Financial Accelerator in a Quantitative Business Cycle Framework. In: Taylor J. B., Woodford M. (eds.). *Handbook of Macroeconomics*, vol. 1A. Elsevier, 1999, ch. 21, pp. 1341-1393.
8. Buera F. J., Kaboski J. P., Shin Y. Finance and Development: A Tale of Two Sectors. *American Economic Review*, 2011, vol. 101, no. 5, pp. 1964-2002. DOI:10.1257/aer.101.5.1964.
9. Chari V. V., DAVIS A., Kehoe P. J. On the Optimality of Financial Repression. *Journal of Political Economy*, 2020, vol. 128, no. 2, pp. 710-739. DOI:10.1086/704575.
10. Christiano L. J., Trabandt M., Walentin K. DSGE Models for Monetary Policy Analysis. In: Friedman B., Woodford M. (eds.). *Handbook of Monetary Economics*, vol. 3A. Elsevier, 2010, pp. 285-367.
11. Fry M. J. In Favour of Financial Liberalisation. *The Economic Journal*, 1997, vol. 107, no. 442, pp. 754-770.
12. Greenwood J., Sanchez J. M., Wang C. Financing Development: The Role of Information Costs. *American Economic Review*, 2010, vol. 100, no. 4, pp. 1875-1891. DOI:10.1257/aer.100.4.1875.
13. Greenwood J., Sanchez J. M., Wang C. Quantifying the Impact of Financial Development on Economic Development. *Review of Economic Dynamics*, 2013, vol. 16, no. 1, pp. 194-215. DOI:10.1010/j.red.2012.07.003.
14. Gupta R. Tax Evasion and Financial Repression. *Journal of Economics and Business*, 2008, vol. 60, no. 6, pp. 517-535.

15. Jafarov M. E., Maino M. R., Pani M. M. Financial Repression Is Knocking at the Door, Again. *International Monetary Fund Working Paper*, WP/19/211, 2019.
16. Kriwoluzky A., Müller G., Scheer A. *Financial Repression in General Equilibrium*, 2018. [https://www.imfs-frankfurt.de/fileadmin/user\\_upload/Events\\_2018/MMCI\\_Conference/Papers/76-Gernot\\_Mueller-Financial\\_repression\\_in\\_General\\_Equilibrium.pdf](https://www.imfs-frankfurt.de/fileadmin/user_upload/Events_2018/MMCI_Conference/Papers/76-Gernot_Mueller-Financial_repression_in_General_Equilibrium.pdf).
17. Lee I., Shin J. H. Financial Liberalization, Crises, and Economic Growth. *Asian Economic Papers*, 2008, vol. 7, no. 1, pp. 106-115.
18. Leeper E. M., Traum N., Walker T. B. Clearing up the Fiscal Multiplier Morass. *American Economic Review*, 2017, vol. 107, no. 8, pp. 2409-2454. DOI:10.1257/aer.20111196.
19. Levine R. Finance and Growth: Theory and Evidence. In: Aghion P., Durlauf S. (eds.). *Handbook of Economic Growth*, vol. 1A. Elsevier, 2005, ch. 12, pp. 865-934. DOI:10.1016/S1574-0684(05)01012-9.
20. McDaniel C. *Average Tax Rates on Consumption, Investment, Labor and Capital in the OECD 1950-2003*, 2007. [http://paulklein.ca/newsite/teaching/mcdaniel\\_tax\\_2007.pdf](http://paulklein.ca/newsite/teaching/mcdaniel_tax_2007.pdf).
21. Midrigan V., Xu D. Y. Finance and Misallocation: Evidence from Plant-Level Data. *American Economic Review*, 2014, vol. 104, no. 2, pp. 422-458. DOI:10.1257/aer.104.2.422.
22. Reinhart C. M. The Return of Financial Repression. *Financial Stability Review*, 2012, no. 16, pp. 37-48.
23. Reinhart C. M., Sbrancia M. B. The Liquidation of Government Debt. *Economic Policy*, 2015, vol. 30, no. 82, pp. 291-333.
24. Roubini N., Sala-i-Martin X. Financial Repression and Economic Growth. *Journal of Development Economics*, 1992, vol. 39, no. 1, pp. 5-30.
25. Smets F., Wouters R. Shocks and Frictions in US Business Cycles: A Bayesian DSGE Approach. *American Economic Review*, 2007, vol. 97, no. 3, pp. 586-606. DOI:10.1257/aer.97.3.586.
26. Townsend R. M. Optimal Contracts and Competitive Markets with Costly State Verification. *Journal of Economic Theory*, 1979, vol. 21, no. 2, pp. 265-293.
27. Zubairy S. On Fiscal Multipliers: Estimates from a Medium Scale DSGE Model. *International Economic Review*, 2014, vol. 55, no. 1, pp. 169-195.

**Измерение неравенства**

# Неравенство в России: регионы, стоимость жизни и эквивалентный доход

**Александр СУРИНОВ, Артур ЛУППОВ**

Александр Евгеньевич Суринов — доктор экономических наук, профессор, руководитель департамента статистики и анализа данных, директор Центра экономических измерений и статистики, заведующий научно-учебной лабораторией измерения благосостояния, Национальный исследовательский университет «Высшая школа экономики» (РФ, 101000, Москва, Мясницкая ул., 20).  
E-mail: surinov@hse.ru

Артур Борисович Луппов — кандидат экономических наук, старший научный сотрудник научно-учебной лаборатории измерения благосостояния, Национальный исследовательский университет «Высшая школа экономики» (РФ, 101000, Москва, Мясницкая ул., 20).  
E-mail: aluppov@hse.ru

**Аннотация**

Исследование посвящено изучению доходного неравенства как важнейшей характеристики монетарного компонента уровня жизни, обуславливающей удовлетворение потребностей людей. Задача состояла в том, чтобы оценить неравенство по доходам с учетом их разной покупательной способности в регионах и возможности удовлетворять потребности людей, исходя из состава и размера домашних хозяйств, в которых они проживают. От точности измерения неравенства зависит обоснование стоимости социальной политики, направленной на его сокращение как фактора, ограничивающего социальный прогресс. Показатели неравенства, скорректированные на региональные различия в стоимости жизни, размер и состав домашних хозяйств, дали возможность оценить благосостояние населения, исходя из реальной покупательной способности доходов и их достаточности для удовлетворения потребностей. Для коррекции номинальных доходов использовались региональные паритеты покупательной способности рубля и модифицированная шкала эквивалентности ОЭСР. Расчеты проводились на микроданных выборочного обследования доходов населения и участия в социальных программах. Сопоставление параметров распределений скорректированного и номинального доходов стало основой для оценки степени влияния региональных различий в стоимости жизни и составе домашних хозяйств на доходное неравенство. Цель статьи состоит в выявлении уязвимых слоев общества, подверженных риску бедности из-за низких доходов в сочетании с высокой стоимостью жизни и слабым эффектом экономии на масштабе. В работе описаны результаты экспериментальных расчетов распределения в обществе доходов, скорректированных на региональные различия в стоимости жизни и шкалы эквивалентности. Авторы показали, как можно измерить воздействие этих факторов на смещение доходных страт по территории страны, а также зависимость национальных показателей неравенства от территориальных диспропорций в уровнях потребительских цен и демографических характеристик региональных социумов.

**Ключевые слова:** обследование доходов домашних хозяйств, неравенство населения по доходам, покупательная способность, стоимость жизни, шкала эквивалентности, микроданные.

**JEL:** C43, E25, E31, E64, I31, P22.

## Введение

**И**зучение феномена неравенства требует комплексного подхода, применения тонких инструментов статистической оценки и выявления факторов, его обуславливающих. Выбор в качестве одного из важнейших направлений развития мира, провозглашенных Генеральной ассамблеей ООН в целях устойчивого развития до 2030 года<sup>1</sup>, снижения чрезмерного социального неравенства способствовал усилению внимания в научных кругах к исследованиям в этой сфере [Аткинсон, 2017; Миланович, 2017; Пикетти, 2015; Fisher et al., 2018].

Формально при оценках неравенства сравниваются доходы индивидов или домашних хозяйств. Когда в сопоставлениях участвуют домохозяйства разного размера, однородность их совокупности достигается через использование критерия душевого дохода, который нивелирует различия в общих доходах домашних хозяйств, обусловленных числом их членов. Но очевидно, что покупательная сила доходов зависит от стоимости жизни в тех местах, где люди проживают, а эта разница может быть довольно заметной. Классифицируя домашние хозяйства как бедные и богатые по номинальному доходу, мы не учитываем покупательную способность денег, различающуюся на территории одной страны. В этом смысле совокупность домашних хозяйств не является однородной по покупательной способности доходов, выраженной в сопоставимой возможности приобрести один и тот же набор товаров за равную сумму в разных населенных пунктах. Как показывают данные Росстата, стоимость стандартной продуктовой корзины в Москве более чем в 1,3 раза выше средней по стране, а, например, в Белгородской области стоимость той же корзины составляет только 70% среднего значения<sup>2</sup>.

Домохозяйства неоднородны и исходя из демографического состава, определяющего потребности домохозяйства в целом, включая индивидуальные потребности его членов и потребности, которые они удовлетворяют совместно. Поскольку региональные социумы, образующие население страны, могут довольно существенно различаться по возрастно-половому составу и распространенности типов домашних хозяйств, мы включили в исследование измерение влияния экономии от ведения относительно большого хозяйства на социальную стратификацию с учетом пространственной неоднородности этого явления. В статье использованы шкалы эквивалентности, рекомендуемые междуна-

<sup>1</sup> <https://www.un.org/sustainabledevelopment/ru/sustainable-development-goals/>.

<sup>2</sup> Рассчитано по данным Росстата о стоимости фиксированного набора товаров и услуг в субъектах Российской Федерации. <https://www.fedstat.ru/indicator/31052>.

родными организациями для кросс-странового анализа. Шкалы эквивалентности позволяют рассматривать домашнее хозяйство как единицу, общие потребности которой состоят из индивидуальных потребностей ее членов и их общих потребностей, удовлетворяемых совместно<sup>3</sup>.

По нашему мнению, использование аналогичного подхода к измерению неравенства внутри страны вполне объяснимо. Ведь население регионов России имеет существенные различия в структуре потребительских расходов, которые объясняются разницей в ценах на местных рынках, их насыщенностью и монополизацией, традициями, условиями жизни и демографическим фактором.

Для расчетов применена шкала эквивалентности ОЭСР, рекомендуемая к использованию и в ЕС, и ЕЭК ООН для стран Европы. Применение этой шкалы дает возможность получить оценки, гармонизированные с большим числом стран, близких к России по уровню и образу жизни. Последнее подтверждается результатами актуальных глобальных сопоставлений ВВП на основе паритетов покупательной способности валют<sup>4</sup>.

Целью этой статьи является разработка метода для анализа проявления социальной стратификации по территории страны в зависимости от состава домашних хозяйств и стоимости жизни в регионах, а также привлечение дополнительных показателей, оценивающих бедность и неравенство на данных официальной статистики. Высокая степень расслоения в обществе тормозит социальный прогресс и отрицательно влияет на человеческое развитие, а географический фактор вносит свой вклад в неравенство. В исследовании поставлена задача предложить и апробировать инструменты для оценки воздействия территориальных диспропорций в уровнях номинальных доходов, стоимости жизни и демографических характеристиках региональных популяций на общенациональные характеристики социальной стратификации.

Суть разработанного подхода состоит в формировании базы данных о доходах совокупности домашних хозяйств, индивидуальные значения которых были преобразованы из номинальной метрики в метрику, учитывающую их покупательную способность из-за разницы между регионами в уровне потребительских цен и экономию от ведения большого хозяйства. Совокупность скорректированных на стоимость жизни и шкалу эквивалентности микроданных о доходах домашних хозяйств выступает информационной основой расчетов. Реализация такого подхода позволила получить дополнительные оценки доходного неравенства и региональный состав социальных страт российского общества.

<sup>3</sup> Руководство по измерению бедности ООН. 2017. <http://lit-i-docx.ru/37ekonomika/68957-1-organizacii-obedinennih-naciy-rukovodstvo-izmereniyu-bednosti-organizaciya-obedinenen.php>.

<sup>4</sup> <https://stats.oecd.org/Index.aspx?DataSetCode=PPP2017>.

Актуальность выбранного направления исследований обусловлена высокой степенью социального неравенства внутри России между группами людей и регионами. Этот вызов, стоящий перед современным обществом, осознается как препятствие для социальной консолидации и экономического роста и требует всестороннего изучения и выявления определяющих его факторов. Концентрация внимания на внутринациональных проблемах социальной стратификации и ее географического проявления объясняется потребностью в разработке мер политики, направленной на выравнивание экономического развития регионов и создание равных условий жизни для резидентного населения.

## 1. Данные

Эмпирическую базу исследования составила официальная статистическая информация, представленная на сайте Росстата, о стоимости фиксированного набора товаров и услуг для межрегиональных сопоставлений уровней цен<sup>5</sup>, а также файлы микроданных выборочного обследования доходов населения и участия в социальных программах (итоги наблюдения за 2018 год, раунд 2019)<sup>6</sup>.

Соотношение стоимости фиксированного набора товаров и услуг в регионе со стоимостью этого же набора в среднем по России использовалось для расчета межрегиональных индексов цен, имеющих целью сопоставление территориальных различий в стоимости жизни. Эти индексы представляют собой региональные паритеты покупательной способности рубля, которые в сводном виде измеряют разницу в уровнях потребительских цен в регионе от национального уровня. Расчет проводится по потребительской корзине с постоянными весами, в которую включены составляющие основу потребительского спроса тридцать видов продовольственных и сорок один вид непродовольственных товаров, а также двенадцать видов услуг.

Ежегодно выборочное наблюдение доходов населения и участия в социальных программах (ВНДН), или обследование доходов населения (ОДН)<sup>7</sup>, охватывает 60 тыс. домохозяйств. Один раз в пять лет выборочная совокупность увеличивается до 160 тыс. домашних хозяйств (последний раз в 2017 году по итогам 2016-го). Это обследование в настоящее время является основным источником официальных данных о доходном неравенстве в России. Резуль-

---

<sup>5</sup> <https://www.fedstat.ru/indicator/31052>.

<sup>6</sup> [https://gks.ru/free\\_doc/new\\_site/vndn-2019/index.html](https://gks.ru/free_doc/new_site/vndn-2019/index.html).

<sup>7</sup> Аббревиатура ОДН используется в официальных документах Росстата наряду с аббревиатурой ВНДН.

таты ОДН репрезентативны для страны в целом и для субъектов Российской Федерации<sup>8</sup>.

Переменными в файлах микроданных ОДН, которые использовались в расчетах (процентильные группировки и производные коэффициенты), были денежный доход и располагаемый денежный доход, место проживания домашнего хозяйства (субъект Российской Федерации), число наличных членов (размер) домашнего хозяйства и их возраст. Использовались также переменные выборочного веса домашних хозяйств и индивидов.

Для обработки и анализа микроданных ОДН использован пакет IBM SPSS.

## 2. Методологические основы

В основе концепции номинального дохода как базы для коррекции лежит определение дохода, принятое в Системе национальных счетов. Методология обследований доходов населения в России, как и вся официальная российская статистическая практика, этим положениям полностью соответствует. ОДН гармонизировано по методологии в части базовых концепций и перечня вопросов с Европейским обследованием доходов и условий жизни (EUROSTAT, EU-SILC)<sup>9</sup>.

Для оценки неравенства мы выбрали показатель располагаемого денежного дохода домашнего хозяйства в целом как институциональной единицы, а также душевые показатели дохода. Оценки неравенства часто необходимы для мониторинга эффективности реализации государственных программ по поддержке нуждающихся групп населения. Это обуславливает включение в анализ показателей доходов как монетарных характеристик благосостояния, обеспечивающих ресурсы для удовлетворения потребностей индивидов.

Сопоставление общих доходов домохозяйств не дает возможности для адекватных сравнений из-за различий по числу членов. Сопоставление домохозяйств по среднедушевому доходу не учитывает так называемый эффект экономии от ведения относительно большого хозяйства, то есть экономию на масштабе. Значение этого фактора возрастает с ростом общего благосостояния, так как в бюджете домашнего хозяйства всё большую роль начинают играть блага и услуги, удовлетворяющие общие потребности членов одного домашнего хозяйства. Это можно проследить на данных изменения структуры потребительских расходов населения

<sup>8</sup> См. доклад Т. М. Чернышевой «О методологических принципах организации выборочных наблюдений по социально-демографическим проблемам». [https://www.gks.ru/free\\_doc/new\\_site/rosstat/NMS/zas-161117.htm](https://www.gks.ru/free_doc/new_site/rosstat/NMS/zas-161117.htm).

<sup>9</sup> <https://ec.europa.eu/eurostat/web/microdata/european-union-statistics-on-income-and-living-conditions>.

России за последние двадцать пять лет (структура расходов приблизилась к структуре стран ЕС).

Фактический уровень благосостояния домашнего хозяйства, определенный в концепции дохода, находится в пределах от среднедушевого дохода (отношение дохода домашнего хозяйства к числу его членов) до дохода домашнего хозяйства в целом. Действующая система статистического наблюдения домашних хозяйств практически не учитывает экономические процессы внутри семьи. Поэтому полагаем уровень благосостояния каждого члена домашнего хозяйства одинаковым и принимаем его в качестве такового и для домашнего хозяйства в целом. Формально это обычно представляет следующая модель функциональной связи:

$$y = f(x, P, D), \quad (1)$$

где  $y$  — эквивалентный душевой доход (уровень благосостояния),  $x$  — номинальный доход домашнего хозяйства,  $P$  — вектор цен на потребляемые продукты (товары и услуги),  $D$  — вектор демографических характеристик членов домашнего хозяйства.

В статистической практике обычно применяется конкретный вид модели (1). Для индивида  $i$  ( $i = 1, \dots, N$ ), где  $N$  — численность населения, имеем

$$y_i = \frac{x_i}{z_i}, \quad (2)$$

$$z_i = \frac{f_c(y, P_i, D_i)}{f_c(y, P_B, D_B)}, \quad (3)$$

где значения  $z_i$  — корректирующие доход домохозяйства коэффициенты, соответствующие выбранной шкале эквивалентности, со значениями в интервале от 1 до  $n$  (число членов домашнего хозяйства), индекс  $B$  указывает на базовый тип домашнего хозяйства, используемый для сопоставлений (обычно это домашнее хозяйство, состоящее из одного проживающего отдельно взрослого),  $f_c$  — функция издержек, определяющая минимальные затраты, позволяющие домашнему хозяйству данного типа ( $D_i$ ) при фиксированном уровне цен ( $P_i$ ) достичь заданного уровня благосостояния ( $y$ ). Этот уровень принимается в качестве *эквивалентного дохода*.

В международной статистической практике стран ОЭСР в настоящее время применяется упрощенный подход для создания шкал эквивалентности и вычисления эквивалентного дохода. Предполагается, что единственный фактор, от которого зависит шкала эквивалентности, — размер домашнего хозяйства. В каче-

стве базы сравнения выбираем домашнее хозяйство, состоящее из проживающего отдельно единственного взрослого индивида. В указанных предположениях формулу эквивалентного дохода (2), опустив идентификацию индивидов (индекс  $i$ ), приближенно можно записать следующим образом:

$$y_n \cong \frac{x_n}{n^\theta}, \quad (4)$$

где величина  $y_n$  — эквивалентный доход индивидов в домашнем хозяйстве, состоящем из  $n$  членов,  $x_n$  — доход этого домашнего хозяйства, а параметр  $\theta$  — коэффициент эластичности ( $0 \leq \theta \leq 1$ ). Соответственно, величины  $z_i = n^\theta$  задают коэффициенты или просто шкалу эквивалентности (формула (3)).

Ясно, что при  $\theta = 0$  шкала эквивалентности сводится к доходу домашнего хозяйства, а при  $\theta = 1$  — к среднему доходу. Любое значение эластичности в интервале от 0 до 1 задает некоторое промежуточное значение экономии на масштабе.

Анализ неравенства на основе категории эквивалентного дохода обеспечивает представление благосостояния, исходя из концепции, близкой к потреблению. В практике ОЭСР и ЕС в настоящее время применяются две шкалы эквивалентности — модифицированная, или новая, шкала ОЭСР (OECD-modified scale) и шкала квадратного корня (square root scale).

Модифицированной шкалой ОЭСР, используемой и EUROSTAT, членам домашнего хозяйства вменяются следующие весовые коэффициенты: первому взрослому лицу (14 лет и старше) — 1, всем другим взрослым — по 0,5, каждому ребенку (до 14 лет) — по 0,3.

В соответствии со шкалой квадратного корня эквивалентный доход рассчитывается путем деления общего дохода домашнего хозяйства на квадратный корень числа его членов. Эта шкала дает самые высокие оценки экономии на масштабе и вот уже несколько лет активно продвигается ОЭСР и ЕЭК ООН для измерения бедности в регионе Европы [Суринов, Луппов, 2020; Forster et al., 2013]<sup>10</sup>.

Задача исследования, представленного в статье, состояла в разработке алгоритма оценки национального неравенства по доходам, «очищенного» от влияния территориальных различий в потребительских ценах, состава и размера домашних хозяйств, то есть с учетом всех факторов в модели (1).

Для проведения оценок воздействия фактора территориального разнообразия в стоимости жизни на неравенство применялась разработанная авторами методика, суть которой состоит в пере-

<sup>10</sup> См. также: Руководство по измерению бедности ООН. 2017. <http://lit.i-docx.ru/37ekonomika/68957-1-organizacii-obedinennih-naciy-rukovodstvo-izmereniyu-bednosti-organizaciya-obedinen.php>.

счете индивидуальных значений доходов домашних хозяйств в сопоставимый вид, исходя из региональных паритетов покупательной способности рубля. В качестве таких паритетов применялись межрегиональные индексы цен, а именно соотношение стоимости фиксированного набора товаров и услуг в ценах региона и стоимости такого же набора в средних по России ценах.

Расчет скорректированного на межрегиональный индекс цен денежного дохода ( $x_R^K$ ) выполнялся согласно выражению

$$x_R^K = x_R / K_R, \quad (5)$$

где  $x_R$  — доход домохозяйства, проживающего в субъекте Российской Федерации ( $R$ ),  $K_R$  — межрегиональный индекс цен для субъекта Российской Федерации ( $R$ ):

$$K_R = P_R / \bar{P}, \quad (6)$$

где  $P_R$ ,  $\bar{P}$  — стоимость фиксированного набора товаров и услуг в ценах субъекта Российской Федерации ( $R$ ) и в средних ценах по России соответственно.

Результатом таких пересчетов явились данные об индивидуальных значениях скорректированных доходов исходной совокупности домашних хозяйств. Таким образом, была обеспечена однородность домашних хозяйств по критерию сопоставимых доходов, приведенных к единой покупательной способности рубля на региональных рынках. Благодаря этому полученные на пересчитанных данных характеристики неравенства стали корректнее отражать доходные группы домашних хозяйств по уровню благосостояния.

Так, к группе самого обеспеченного населения стали относиться домашние хозяйства, у которых наблюдается наиболее благоприятное соотношение номинальных денежных доходов и уровня региональных потребительских цен (напомним, что при оценке по уровню номинального дохода фактор стоимости жизни в регионе роли не играл).

Применение единого территориального дефлятора, или регионального паритета покупательной способности, для коррекции номинальных доходов всех домашних хозяйств, представляющих один регион, было вынужденной мерой. Обращение к ней вызвано тем, что стоимость фиксированного набора рассчитывается только в разрезе субъектов Российской Федерации и сведения имеются только по 276 городам, где ведется регистрация цен для расчета инфляции. Более того, в файлах микроданных ОДН не доступны сведения о точном месте проживания респондента (населенном пункте). Но даже такой приблизительный расчет дает полезную информацию о влиянии стоимости жизни в регионах на общепопуляционные оценки неравенства.

Общие подходы методики были описаны в 2020 году. Применение в качестве территориального дефлятора регионального паритета рубля к доходу каждого обследованного домашнего хозяйства — резидента соответствующей территории является специфическим алгоритмом исследования [Суринов, Луппов, 2020].

Вторым исследованным фактором, влияющим на доходное неравенство, стали региональные различия в размерах и составе домашних хозяйств. Для оценки этого фактора был применен метод эквивалентного дохода, который состоит в том, что доход домашнего хозяйства оценивается в расчете на потребительскую единицу или на условного члена домашнего хозяйства. Потребительская единица представляет собой сумму числа членов домашнего хозяйства, каждый из которых имеет собственный вес. Вес определяется долей расходов на удовлетворение индивидуальных потребностей. Совокупность домашних хозяйств по эквивалентному доходу однородна, исходя из возможности дохода обеспечить равный уровень удовлетворения потребностей их членов (с учетом экономии на масштабе).

В исследовании использована модифицированная шкала эквивалентности ОЭСР, с одной стороны, позволяющая проводить международные сопоставления, а с другой — учитывающая фактор неравномерного распределения доходов из-за разницы числа членов и их возраста в домохозяйствах при оценке неравенства. Это дает наиболее контрастные оценки, принимающие во внимание возрастной состав доходных групп населения. Последнее представляется крайне важным, так как позволяет выявить зависимость между неравенством и бедностью и возрастным составом доходных групп, увидеть смещения в их составе из-за смены критериев при группировке домашних хозяйств.

Нами проведены аналогичные расчеты и с использованием шкалы квадратного корня. Полученные данные свидетельствуют о высокой схожести построенных распределений по таким характеристикам, как плотность распределения, его форма, соотношения между средним, модальным и медианным значениями дохода, параметры асимметрии и эксцесса, относительное значение диапазона значений. Выбор сделан в пользу модифицированной шкалы эквивалентности ОЭСР как наиболее соответствующей структуре потребления населения России [Суринов, Луппов, 2020]. Отметим, что расчет эквивалентного дохода, согласно шкале квадратного корня, дает оценки неравенства только с учетом размера домашнего хозяйства.

Международные организации признают эквивалентные доходы надежными измерителями неравенства и бедности и широко используют их на практике для сопоставлений между странами. При оценивании неравенства и бедности по территории страны

не менее важен стандартный подход для учета факторов структуры потребления (доли затрат в бюджете домохозяйств на удовлетворение общих потребностей) и демографии (размер и состав домохозяйства). Обращаем внимание на то, что под стандартным подходом мы подразумеваем, во-первых, использование единой потребительской корзины для всех регионов страны вне зависимости от того, насколько ее состав позволяет удовлетворять потребности жителей разных регионов на одном уровне. Во-вторых, стандартом являются также весовые коэффициенты для членов домашних хозяйств при вычислении эквивалентного дохода. Такой же принцип используется и в США при измерении стоимости жизни по территории страны [Aten, 2017].

В нашем исследовании эквивалентность доходов рассматривается с позиции их возможности удовлетворить равные потребности разных по составу домашних хозяйств. Эквивалентными признаются разновеликие номинальные доходы, обеспечивающие на одном уровне равные потребности домашних хозяйств, состоящих из разного числа членов, которые могут относиться к разным возрастно-половым группам.

Из формулы (4) видим, что шкала эквивалентности ( $z_i = n^{\theta}$ ), согласно определению, задает соотношения, при которых домашние хозяйства разного размера могут достичь одинакового уровня благосостояния (эквивалентного дохода  $y$ ). Для этого доходы  $x$  двух домашних хозяйств разного размера ( $n_1$  и  $n_2$ ) должны быть следующими:

$$x_{n_1} = y n_1^{\theta}; x_{n_2} = y n_2^{\theta}. \quad (7)$$

Скорректированные оценки доходов описывают их дифференциацию, приближенную к неравенству в потреблении, так как учитывают достаточность доходов для приобретения товаров и услуг и удовлетворения потребностей. Неравенство в потреблении имеет особое значение для оценивания социальной стратификации и характеристики уровня жизни бедных слоев населения [Аткинсон, 2017].

Измерение воздействия факторов региональных различий в стоимости жизни, уровнях доходов и потребностей основано на сравнении характеристик полученных распределений доходов домашних хозяйств, образующих одну и ту же совокупность, но сгруппированных по разным критериям:

- 1) номинальный денежный доход;
- 2) скорректированный денежный доход на различия в стоимости жизни по регионам денежный доход;
- 3) номинальный располагаемый денежный доход;

- 4) скорректированный располагаемый денежный доход на различия в стоимости жизни по регионам;
- 5) эквивалентный располагаемый денежный доход;
- 6) скорректированный эквивалентный располагаемый денежный доход на различия в стоимости жизни по регионам.

Различие между номинальным и располагаемым денежным доходами в базе микроданных ОДН состоит в том, что в последний не включаются переданные домашним хозяйством текущие трансферты, к которым относятся подоходный налог на сумму заработной платы и налоги с доходов от предпринимательской деятельности, налог на имущество, сборы и другие обязательные платежи, страховые взносы по страхованию имущества и добровольные трансферты другим домохозяйствам.

Номинальные переменные доходов 1 и 3 имеются в файле микроданных ОДН, доступных на сайте Росстата. На их основе рассчитаны переменные 2 и 4 согласно формуле (5).

Переменная 5 эквивалентного располагаемого дохода была рассчитана по формуле (2), в которой корректирующий коэффициент  $z_i = z_i(D_i)$  (формула (3)) вычислен как сумма весов членов домашнего хозяйства ( $w$ ), определенных согласно модифицированной шкале ОЭСР. А для расчета переменной 6 использована модель (2) в форме

$$y_i = \frac{x_i}{z_i(D_i, P_R)} = \frac{x_i}{(\sum_{j=1}^{n_i} w_j) \times K_R(i)}, \quad (8)$$

где  $n_i$  — число членов домашнего хозяйства  $i$ ,  $w_j$  — вес  $j$ -го члена в  $i$ -м домашнем хозяйстве (согласно модифицированной шкале эквивалентности ОЭСР),  $K_R(i)$  — межрегиональный индекс цен в субъекте РФ ( $R$ ) — месте проживания домохозяйства  $i$ .

Характер распределения доходов анализировался с использованием процентильных распределений и специальных коэффициентов, таких как коэффициенты Джини и Палма, что является широко распространенной практикой (см., например, [Аткинсон, 2017; Миланович, 2017; Пикетти, 2015; Geloso, Msaid, 2017; Glaeser et al., 2008; Janský, Šedivý, 2018]).

Результаты расчетов доходного неравенства, положенные в основу настоящей статьи, сопоставимы с публикуемыми Росстатом. Здесь мы использовали применяемую Росстатом процедуру «взвешивания» микроданных выборки ОДН для оценивания параметров генеральной совокупности: все наблюдения в расчетах рассматриваются с учетом индивидуальных весовых коэффициентов.

Суть процедуры взвешивания заключается в присвоении каждому обследованному домашнему хозяйству индивидуального

веса, который зависит от базового плано-во обоснованного выборочного веса домашнего хозяйства, числа и состава его членов с учетом представленности в выборке возрастнo-половой структуры населения в территориальном разрезе. Это позволяет согласовать характеристики выборки с характеристиками всего населения России<sup>11</sup>. Например, квинтильная группировка по среднедушевому доходу домашних хозяйств выборки с учетом взвешивания означает, что каждой квинтильной группе соответствует 20% населения России (а не 20% совокупности домашних хозяйств).

Для нас важно было оценить воздействие региональных различий стоимости жизни и демографических особенностей региональных популяций на реальные характеристики вариации доходов. В этом случае количественные оценки влияния корректно сопоставляются с общими параметрами неравенства по доходам. А различия между характеристиками двух распределений по критериям номинального и скорректированного доходов, измеренных по взвешенным микроданным, и дают количественное выражение этого влияния.

При анализе результатов измерений необходимо учитывать, что значения номинальных доходов и доходов, скорректированных по региональным паритетам покупательной способности рубля, а также их модификаций с учетом шкалы эквивалентности первоначально рассчитывались в целом для домашнего хозяйства, а затем преобразовывались в переменные в расчете на душу и условную единицу по коэффициентам, соответствующим модифицированной шкале эквивалентности ОЭСР.

### **3. Результаты оценок неравенства по доходам с учетом территориальных различий в стоимости жизни и экономии на масштабе**

Информационной основой расчетов стали сопоставления статистических рядов распределения населения по уровням номинального и располагаемого доходов со скорректированными версиями этих рядов на региональные различия в покупательной способности рубля и экономии на масштабе. Соответственно, оценка изменения характера распределения основывалась на анализе силы смещения указанных вариантов распределений домашних хозяйств и их доходов по процентильным группам домашних хозяйств.

---

<sup>11</sup> Об утверждении Методологических положений по формированию агрегированных показателей доходов домашних хозяйств на основе программы выборочного наблюдения доходов населения и участия в социальных программах. Приказ Росстата от 22.03.2019 № 164. <http://docs.cntd.ru/document/564039116>.

Представленные в табл. П1 и П2 распределения домашних хозяйств и располагаемых доходов по доходным группам с фиксированными границами показывают смещение влево, в сторону бедных слоев, относительно распределений по номинальным доходам. При учете возрастного состава членов домашних хозяйств, наоборот, наблюдается более существенное смещение эквивалентных располагаемых доходов вправо, в сторону богатых. В обоих случаях мы констатируем снижение доходного неравенства. Коррекция номинальных и располагаемых доходов населения регионов с применением межтерриториальных индексов цен также приводит к сокращению неравенства за счет уменьшения доли крайних групп домашних хозяйств с самыми низкими и самыми высокими доходами.

Таким образом, территориальные диспропорции в ценах и различия в составе домашних хозяйств влияют на покупательную способность рубля, сглаживая региональные различия в уровне доходов населения. Вклад в сокращение неравенства вносит и политика в области налогов и обязательных платежей.

В работе [Iammarino et al., 2019] региональная экономическая дивергенция рассматривается как явление, угрожающее экономическому прогрессу, социальной сплоченности и политической стабильности в Европе. Мы не склонны полностью разделить эту точку зрения, так как, на наш взгляд, неравномерность в том числе и пространственного развития является одним из факторов экономического роста.

Однако это не снимает с повестки дня для политиков вопрос о необходимости выравнивания благосостояния (доходов, потребления, условий жизни) жителей регионов одной страны. В свете этой задачи мы выбрали в качестве наиболее распространенного индикатора доходы населения и пытаемся обеспечить региональную сопоставимость их удельных величин с учетом выравнивания покупательной способности и способности удовлетворить равные потребности жителей разных регионов, исходя из распространенности разных типов домашних хозяйств как потребительских единиц. Выбор концепции располагаемого, а не номинального дохода объясняется тем, что именно располагаемый доход направляется домашним хозяйством на потребление и сбережение и поэтому лучше характеризует уровень жизни и соответствует фактическому потреблению домашних хозяйств.

Представленные в табл. 1 статистические характеристики подтверждают гипотезу о том, что распределение эквивалентных доходов, приведенных к единой покупательной способности, более равномерно по сравнению с распределением номинального дохода. Влияние различий в стоимости жизни на неравенство отмечается в ряде работ, опубликованных в последнее время.

Так, примером подобного исследования на данных по ЕС можно назвать работу, в которой исследуются различия в душевом располагаемом доходе регионов Чехии [Janský, Kolcunová, 2017]. Авторы доказывают необходимость использования в этих целях показателей доходов, скорректированных на стоимость жизни в регионе.

Этот вывод подтверждается и работой американских исследователей, в которой утверждается, что скорректированные на стоимость жизни доходы распределены в обществе более равномерно в сравнении с номинальными [Geloso, Msaid, 2017].

В табл. 1 приведены доли квинтильных групп населения, а не домашних хозяйств, соответственно, и расчет всех показателей неравенства проводился в отношении членов домашних хозяйств. Это важное замечание, так как мы наблюдаем ярко выраженную тенденцию сокращения размера домохозяйства по мере роста дохода. Заметим, что при среднем числе членов домашнего хозяйства, равном 2,52, средний размер домохозяйства в нижнем по номинальным доходам квинтиле составил 3,52, а в верхнем — 1,98 человека. Причем «эквивалентизация» дохода существенно выравняла распределение домашних хозяйств по числу членов: в нижнем квантиле — 2,64, в верхнем — 2,40 человека. Коэффициент Джини составил по номинальному доходу 36,2%, по располагаемому доходу, скорректированному за счет региональных различий в стоимости жизни и экономии на масштабе при использовании новой шкалы ОЭСР, — 29,4%. Наиболее заметные изменения произошли на «хвостах» распределения доходов, о чем говорит резкое сокращение фондового соотношения и коэффициента Палма (отношение долей доходов 10% самых богатых к 40% самых бедных).

Децильный коэффициент является устойчивой характеристикой неравенства, так как его величина не зависит от влияния крайних значений в распределении варьирующего признака. Из табл. 1 видно, что исключение влияния выплаты текущих трансфертов, региональных различий в стоимости жизни и «эквивалентизация» дохода сокращают различия между населением, составляющим разные доходные группы, а кумулятивное воздействие этих факторов привело к тому, что децильный коэффициент по скорректированному эквивалентному располагаемому доходу составил 3,97 раза против 5,46 раза по номинальному доходу.

По нашему мнению, наиболее приемлемым показателем для оценки влияния фактора различий в стоимости жизни по регионам и различий в демографическом составе региональных популяций представляется индекс концентрации доходов — коэффициент Джини. Бесспорное его преимущество в том, что в расчете степени

Т а б л и ц а 1

## Распределение денежных доходов населения по доходным группам (%)

Квинтильные группы (20%) населения в зависимости от уровня душевого дохода	Номинальный доход		Эквивалентный располагаемый доход	Доход, скорректированный на региональные различия в стоимости жизни		
	денежный	располагаемый		денежный	располагаемый	эквивалентный располагаемый
Первая (с низшими доходами)	6,5	6,7	7,6	6,5	7,4	8,2
Вторая	11,4	11,7	12,3	11,4	12,4	13,1
Третья	16,2	16,4	16,8	16,2	17,0	17,6
Четвертая	22,9	22,9	22,9	22,9	23,5	23,4
Пятая (с высшими доходами)	43,0	42,3	40,4	43,0	39,7	37,7
Всего	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
5% населения с наивысшими доходами	16,2	15,9	14,9	14,3	14,0	13,0
Коэффициент Джини	36,2	35,2	32,7	33,2	32,3	29,4
Коэффициент Палма (раз)	1,499	1,427	1,256	1,265	1,205	1,047
Фондовое децильное соотношение (раз)	11,05	10,48	8,17	9,06	8,61	6,68
Децильный коэффициент (раз)	5,46	5,27	4,50	4,85	4,64	3,97

неравенства участвуют все группы населения, тогда как коэффициент Палма, фондовое соотношение или децильный коэффициент основаны на измерении различий отдельных доходных групп. Привлекательна и сама интерпретация коэффициента Джини на основе кривой Лоренца, дающая возможность увидеть различия в его значениях, обусловленных компонентами доходов и долями их получателей, поскольку различия между значениями коэффициента дают численную характеристику степени влияния. В нашем случае разница между коэффициентом Джини по номинальному (36,2%) и скорректированному эквивалентному располагаемому доходам (29,4%) и есть характеристика зависимости национальных оценок неравенства от соответствующих факторов. Последний столбец табл. 1 показывает совокупное влияние этих факторов.

В одной из работ по США отмечается нарастающее расхождение по уровню доходов между населением наиболее богатых мегаполисов и остальной страной и оценивается вклад в региональную дивергенцию распределения населения по территории страны и нарастание доходного неравенства [Manduca, 2019]. Автор доказывает, что движущей силой региональной экономической дивергенции является «дисперсия доходов» (income dispersion) на национальном уровне, усиливающая пространственное неравенство. Однако, по нашему мнению, национальное неравенство складывается из различий в доходах внутри региона и межрегиональных различий, иначе говоря, является продуктом соединения этих процессов, а не наоборот.

В табл. 2 показаны результаты расчетов доли населения федеральных округов в квинтильных группах, сформированных по номинальному и скорректированному эквивалентному располагаемому доходам. При анализе этих данных следует принимать во внимание, что удельный вес федеральных округов в общей численности населения неодинаков.

Коррекция доходов на стоимость жизни в регионах и шкалу эквивалентности сказалась на соотношениях душевых доходов населения между федеральными округами. Средний уровень доходов населения федеральных округов с относительно низкими номинальными доходами после пересчета по региональным паритетами и по шкале эквивалентности несколько вырос, а уровень средних скорректированных эквивалентных располагаемых доходов федеральных округов с более высокими номинальными доходами стал ниже. В результате фактическая дифференциация федеральных округов по скорректированному эквивалентному располагаемому доходу заметно ниже, чем по номинальному. Коррекция доходов дала иную картину географической представительности регионов в доходных квинтилях по сравнению с квинтильными группами, сформированными по номинальным доходам.

Т а б л и ц а 2

## Территориальная структура квинтильных доходных групп домашних хозяйств (%)

Федеральный округ, доход	Квинтильные группы населения				
	Первая	Вторая	Третья	Четвертая	Пятая
<i>Центральный федеральный округ</i>					
Номинальный денежный	15,6	21,9	26,0	30,8	39,1
Скорректированный эквивалентный располагаемый	19,0	25,1	27,2	30,0	32,1
<i>Северо-Западный федеральный округ</i>					
Номинальный денежный	4,5	7,4	9,1	11,6	14,9
Скорректированный эквивалентный располагаемый	6,4	7,5	9,2	11,4	13,2
<i>Приволжский федеральный округ</i>					
Номинальный денежный	25,0	24,0	21,2	18,0	12,6
Скорректированный эквивалентный располагаемый	21,2	23,3	19,8	19,4	17,1
<i>Уральский федеральный округ</i>					
Номинальный денежный	7,3	8,3	8,3	9,0	9,0
Скорректированный эквивалентный располагаемый	7,6	7,3	8,6	8,4	10,0
<i>Сибирский федеральный округ</i>					
Номинальный денежный	15,3	13,1	12,0	11,0	7,5
Скорректированный эквивалентный располагаемый	14,9	11,9	10,7	10,8	10,6
<i>Дальневосточный федеральный округ</i>					
Номинальный денежный	4,0	4,9	5,4	6,1	7,6
Скорректированный эквивалентный располагаемый	5,3	5,2	5,3	5,7	6,4
<i>Южный федеральный округ</i>					
Номинальный денежный	14,0	12,3	11,6	10,2	8,1
Скорректированный эквивалентный располагаемый	13,2	12,8	11,4	9,8	9,0
<i>Северо-Кавказский федеральный округ</i>					
Номинальный денежный	14,3	8,1	6,4	3,3	1,3
Скорректированный эквивалентный располагаемый	12,3	7,0	7,8	4,6	1,6
<i>Справочно</i>					
<i>Москва и Санкт-Петербург</i>					
Номинальный денежный	0,3	3,2	10,4	14,6	32,2
Скорректированный эквивалентный располагаемый	3,6	8,0	10,0	15,2	24,0

Приведение душевых доходов населения к единой покупательной способности («эквивалентизация» доходов) неодинаково повлияло на территориальный состав квинтильных групп. Население из высокодоходных (по номинальным доходам) регионов оказывается в большей степени представлено в низших квинтилях, сформированных по скорректированному эквивалентному располагаемому доходу, и наоборот. При этом нужно учитывать,

что территориальная структура квинтилей зависит от численности населения федеральных округов.

В квинтиле с низкими доходами, если использовать критерий скорректированного эквивалентного располагаемого дохода вместо номинального, выросла доля резидентов Центрального, Северо-Западного, Уральского, Сибирского и Дальневосточного федеральных округов. А доли Поволжского, Южного и Северо-Кавказского округов в двух низших доходных квинтилях сократились. Одновременно мы наблюдаем рост присутствия населения этих округов среди верхних по доходам 20% населения.

Особенно драматично выглядят изменения долей жителей обеих столиц. Так, удельный вес населения Санкт-Петербурга и Москвы в 40% населения с низкими доходами при переходе от номинального к скорректированному эквивалентному доходу вырос с 3,5 до 11,6% при сокращении доли жителей столиц среди 20% самых богатых с 32,2 до 24,0%.

В энциклопедии «Исследование качества жизни и благосостояния» (“Encyclopedia of Quality of Life and Well-Being Research”) высказывается мысль о возможности конструирования шкал эквивалентности «даже» для регионов [Rojas, 2014]. Примерами применения шкал эквивалентности к данным о благосостоянии жителей регионов являются работы по Украине и Турции.

В [Betti, 2014] проведены оценки влияния применения разных шкал эквивалентности для областей Украины. Источником данных служили выборочные обследования семейных бюджетов.

В [Betti et al., 2017] анализировалось влияние демографических показателей (размер и состав домохозяйств) применительно к регионам Турции, сформированным по критериям Номенклатуры территориальных единиц для целей статистики (Nomenclature of Territorial Units for Statistical Purposes, NUTS), которая используется для классификации регионов в Евросоюзе, по размерам, соответствующим уровню NUTS-1 (с численностью населения от 3 до 7 млн жителей). Результаты расчетов показали заметное влияние территориальных различий в шкалах эквивалентности, обусловленных демографическими особенностями регионов, на оценки доли бедного населения.

В статье итальянских исследователей [Balli, Tiezzi, 2010] изучено влияние демографического и географического факторов на потребительское поведение домашних хозяйств с детьми по сравнению с бездетной супружеской парой в зависимости от региона проживания. Проведенный анализ данных обследований расходов домашних хозяйств позволил оценить различия в дополнительных ресурсах (доходах), необходимых для обеспечения потребления вторых и последующих детей в зависимости от региона прожи-

вания, в качестве которых рассматривались четыре макрорегиона Италии: Северо-Восток, Северо-Запад, Центр и Юг.

Данные, приведенные в табл. 3, показывают смену позиции члена домашнего хозяйства в социальной иерархии по уровню дохода при переходе от номинального дохода как критерия стратификации на скорректированный эквивалентный располагаемый доход.

Т а б л и ц а 3

**Распределение домашних хозяйств по квинтильным группам по номинальному и скорректированному на стоимость жизни и экономии на масштабе душевому располагаемому доходу (%)**

Квинтильные группы домашних хозяйств по номинальному денежному доходу	Квинтильные группы домашних хозяйств по скорректированному эквивалентному располагаемому доходу					Всего
	Первая (с низшими доходами)	Вторая	Третья	Четвертая	Пятая (с высшими доходами)	
Первая (с низшими доходами)	15,8	4,1	0,1	0,0	0,0	20,0
Вторая	3,5	11,1	5,1	0,3	0,0	20,0
Третья	0,7	4,1	10,0	5,0	0,2	20,0
Четвертая	0,0	0,7	4,3	10,7	4,3	20,0
Пятая (с высшими доходами)	0,0	0,0	0,5	4,0	15,5	20,0
Всего	20,0	20,0	20,0	20,0	20,0	100,0

Около двух третей (63,1%) общей численности населения сохраняет свой социальный статус как принадлежность к одному и тому же квинтилю и при группировке по номинальному и скорректированному эквивалентному располагаемому доходу. Во всех квинтилях диагональные элементы таблицы имеют максимальные значения. Довольно высокие доли населения видим также у элементов таблицы, расположенных по соседству с диагональю. Наиболее высокие доли домашних хозяйств, сменивших статус, наблюдаются в средних слоях общества — второй, третий и четвертый квинтили. В меньшей степени смена положения в ранжированном ряду членов домашних хозяйств по душевому доходу наблюдается у крайних групп, как среди тех, кто имеет низкие доходы, так и среди наиболее богатых.

Сопоставление распределения населения по критериям номинального и скорректированного эквивалентного располагаемого доходов выявило различия в возрастном составе квинтильных доходных групп населения. Прежде всего это касается наличия детей в возрасте до 14 лет и лиц в возрасте 65 лет и старше в группах домашних хозяйств, сформированных по скорректированно-

му эквивалентному располагаемому доходу по сравнению с номинальным (табл. 4, 5).

Т а б л и ц а 4

**Распределение лиц в возрасте 65 лет и старше  
по квинтильным доходным группам населения (%)**

Группы домашних хозяйств в зависимости от уровня денежного душевого дохода	Квинтильные группы					5% (с высшими доходами)
	Первая (с низшими доходами)	Вторая	Третья	Четвертая	Пятая (с высшими доходами)	
Номинальный	11,1	30,6	28,8	18,1	11,4	1,9
Скорректированный эквивалентный располагаемый	24,1	29,7	21,0	15,1	10,1	1,8

Результаты измерений распределения домашних хозяйств по скорректированному эквивалентному располагаемому доходу показали, что фактически материальное положение лиц старшего возраста хуже по сравнению с оценками на основе номинальных доходов. Наблюдается увеличение доли пожилых в менее обеспеченных слоях населения. Так, в два беднейших квинтиля по скорректированному эквивалентному располагаемому доходу входят 53,8% пожилых, тогда как в распределении по номинальному доходу эта доля составляет 41,7%.

Т а б л и ц а 5

**Распределение детей в возрасте до 14 лет  
по квинтильным доходным группам населения (%)**

Группы домашних хозяйств в зависимости от уровня денежного душевого дохода	Квинтильные группы					5% населения (с высшими доходами)
	Первая (с низшими доходами)	Вторая	Третья	Четвертая	Пятая (с высшими доходами)	
Номинальный	37,0	22,9	17,8	13,6	8,7	1,5
Скорректированный эквивалентный располагаемый	27,8	22,2	19,4	16,3	14,3	3,9

Смена критерия для стратификации населения с номинального на скорректированный эквивалентный располагаемый доход привела к выравниванию распределения детей в разных социальных стратах. Мы наблюдаем сокращение доли детей в бедных квинтильных группах и ее рост в обеспеченных слоях. В двух бед-

нейших по номинальным доходам квинтильных группах домашних хозяйств с 40% населения сконцентрировано 59,9% детей, а на 40% населения с самыми низкими скорректированными доходами приходится 50% общего числа детей. Среди 20% населения с самыми высокими скорректированными эквивалентными располагаемыми доходами концентрируется 14,3% детей, а не 8,7%, если рассматривать высший квинтиль по номинальному доходу. Так проявляется эффект того, что дети проживают в семьях и на материальное положение этой возрастной группы всегда оказывает влияние фактор экономии от ведения большого хозяйства.

Связь бедности и стоимости жизни в регионах очевидна, что и было отмечено при анализе этого явления в США [Jolliffe, 2006]. Распределения скорректированного на стоимость жизни эквивалентного дохода использованы нами для получения оценок бедности. Ниже приведены результаты оценки долей бедного населения в зависимости от коррекции на стоимость жизни и шкалу эквивалентности. В качестве критерия бедности выбраны доходы, соответствующие значениям 40, 50 и 60% от величины медианного дохода. Такие границы бедности используются ЕЭК ООН, Организацией экономического сотрудничества и развития, EUROSTAT и другими международными организациями. Оценена также доля бедного населения, чьи доходы ниже новой границы бедности, принятой для 2021 года в России, — 44,2% от медианного дохода. Результаты расчетов приведены в табл. 6.

Т а б л и ц а 6

**Доли населения с денежными доходами  
ниже фиксированного процента от значения медианы (%)**

Категория дохода	Доля индивидов с доходами ниже заданного процента от значения медианного дохода			
	40%	44,2%	50%	60%
Номинальный	8,6	10,9	14,5	21,9
Скорректированный эквивалентный располагаемый	5,1	7,1	10,3	17,7

Оценки бедности на основе концепции эквивалентного дохода дают более низкие показатели, чем по номинальным доходам, а дополнительная коррекция на исключение влияния региональных различий в стоимости жизни еще в большей степени снижает их. Это представляется закономерным, так как в нижней по номинальным доходам части общества наблюдается больше детей и средний размер домохозяйства здесь относительно высок, то есть выше экономия на масштабе. Приведение доходов региональных популяций к единой покупательной способности снижает доходное неравенство, что также сокращает численность бедного слоя.

Отмечаем, что применение распределения располагаемого дохода, скорректированного на региональные различия в стоимости жизни, дает иные по сравнению с распределением номинального дохода оценки бедности и характеристики возрастного состава этого слоя. «Эквивалентизация» доходов дает значительно более низкие оценки численности детей среди входящих в бедные слои населения и, наоборот, более высокие оценки бедных среди стариков. Совокупное воздействие факторов дефлятирования и «эквивалентизации» дает сокращение численности детей в домашних хозяйствах с доходами ниже 40 и 44,2% в 1,8–2 раза. При этом численность лиц старшего возраста, по этим же критериям отнесенных к бедному населению, не очень велика. Аналогичные оценки численности бедного населения старших возрастов показывают обратную картину: по номинальной шкале доходов бедных стариков почти в полтора раза меньше, чем по шкале скорректированного эквивалентного располагаемого дохода.

В табл. 7 показана распространенность бедности среди детей и лиц старшего возраста при использовании различных концепций доходов.

Т а б л и ц а 7

**Доли лиц в возрасте до 14 лет и в возрасте 65 лет и старше в общей численности населения с доходами ниже фиксированного процента от медианного значения дохода (%)**

Категория дохода	Доля от медианного значения дохода							
	40%		44,2%		50%		60%	
	дети в возрасте до 14 лет	лица в возрасте 65 лет и старше	дети в возрасте до 14 лет	лица в возрасте 65 лет и старше	дети в возрасте до 14 лет	лица в возрасте 65 лет и старше	дети в возрасте до 14 лет	лица в возрасте 65 лет и старше
Номинальный	18,6	2,5	23,0	3,7	29,3	5,9	39,6	13,4
Скорректированный эквивалентный располагаемый	8,8	2,6	11,6	4,9	16,0	9,2	25,0	20,1

Нужно отметить, что исследователи призывают к осторожности при формулировании выводов относительно оценок благосостояния домашних хозяйств разного размера, полученных на основе использования шкал эквивалентности. Сравнение благосостояния должно основываться, с одной стороны, на уровне потребления отдельных людей, но, с другой, не может не учитывать, в каких домохозяйствах они проживают. Применение в шкалах эквивалентности понижающих весов для детей говорит нам «о влиянии детей на благосостояние взрослых, но не говорит об уровне благосостояния самих детей» [Deaton, Muellbauer, 1986. P. 742].

Т а б л и ц а 8

**Территориальное распределение населения  
с душевым денежным доходом ниже границы бедности (%)**

Федеральный округ, категория дохода	Доля бедных в населении федерального округа	Доля среди бедных лиц в возрасте		
		до 14 лет	от 14 до 64 лет	65 лет и старше
<i>Центральный федеральный округ</i>				
Номинальный	13,7	33,3	61,3	5,4
Скорректированный эквивалентный располагаемый	13,5	20,1	64,9	15,0
<i>Северо-Западный федеральный округ</i>				
Номинальный	4,0	31,7	64,2	4,0
Скорректированный эквивалентный располагаемый	5,9	20,5	66,3	13,3
<i>Приволжский федеральный округ</i>				
Номинальный	23,1	33,7	61,7	4,6
Скорректированный эквивалентный располагаемый	20,1	25,4	65,7	8,9
<i>Уральский федеральный округ</i>				
Номинальный	7,2	38,3	58,5	3,2
Скорректированный эквивалентный располагаемый	8,3	30,5	61,7	7,8
<i>Сибирский федеральный округ</i>				
Номинальный	16,3	35,6	61,2	3,2
Скорректированный эквивалентный располагаемый	15,6	29,9	64,1	5,9
<i>Дальневосточный федеральный округ</i>				
Номинальный	4,4	37,8	59,0	3,2
Скорректированный эквивалентный располагаемый	5,8	28,0	63,2	8,8
<i>Южный федеральный округ</i>				
Номинальный	12,7	33,8	60,5	5,6
Скорректированный эквивалентный располагаемый	12,9	25,9	62,9	11,2
<i>Северо-Кавказский федеральный округ</i>				
Номинальный	18,6	34,0	61,6	4,4
Скорректированный эквивалентный располагаемый	17,8	30,9	64,4	4,7
<i>Справочно</i>				
<i>Москва и Санкт-Петербург</i>				
Номинальный	0,2	24,1	75,9	.
Скорректированный эквивалентный располагаемый	1,7	4,9	54,8	40,3

В табл. 8 приведены данные о распространенности бедности в зависимости от возраста членов малообеспеченных домашних хозяйств по федеральным округам. В качестве границы бедности был применен порог, равный 44,2% от величины медианного

денежного дохода, как стандарт потребления, который Минтруд России предложил с начала 2021 года<sup>12</sup>.

При использовании критерия номинального дохода каждый третий среди бедных — при новой российской черте бедности — ребенок. Если же исходить из распределения эквивалентного располагаемого дохода, скорректированного на разницу в стоимости жизни между регионами, дети составляют чуть более четверти общей численности бедных. Доля лиц старшего поколения среди бедных по скорректированному эквивалентному располагаемому доходу, наоборот, выше более чем в два раза по сравнению с распределением по номинальному доходу.

Применение критерия располагаемого дохода и его коррекция на стоимость жизни в регионах и шкалы эквивалентности меняют состав бедного слоя. Во всех федеральных округах среди бедных наблюдается заметное сокращение доли детей и рост доли лиц в возрасте 65 лет и старше. Особо заметные изменения мы наблюдаем в столичных регионах, где среди бедного населения образовалась большая (40,3%) группа лиц старших возрастов, которой не наблюдалось при оценках на основе номинального дохода, и резко (в 4,9 раза) сократилась доля детей при переходе к оценке бедности на основе скорректированного располагаемого дохода вместо номинального.

Таким образом, использование новых критериев выявило новые и проблемные группы населения, в том числе в региональном разрезе.

## Заключение

Неравенство и бедность проявляются с разной интенсивностью по территории любой страны. В России географический фактор играет особую роль, и его нельзя сбрасывать со счетов. Доходное неравенство и бедность имеют региональные особенности, зависящие от многих факторов, таких как уровень экономического развития, социально-демографическая структура регионального общества, стоимость жизни, исторические и национально-культурные традиции, географическое положение, природно-климатические условия и пр. Использование в анализе оценок неравенства и бедности на основе номинальных доходов дает возможность сопоставить социальные программы с показателями государственного бюджета, расходами пенсионного и других государственных социальных фондов, увязать их с величиной минимальной оплаты труда, размерами социальных выплат и пособий.

---

<sup>12</sup> <https://rg.ru/2021/04/07/mintrud-prikaz124-site-dok.html>.

Очевидно, что отказ от рассмотрения социального неравенства через фокус покупательной способности доходов (как соотношение доходов жителей регионов и стоимости жизни) не позволяет правильно оценить реальное положение вещей. Это в полной мере касается и использования в анализе достаточности дохода для обеспечения равной степени удовлетворения потребностей домохозяйств разного размера и состава.

Требование включения в оценку показателей неравенства регионального фактора для России вытекает из необходимости организации мониторинга социальной ситуации в рамках реализации программы достижения целей и выполнения задач Повестки дня в области устойчивого развития на период до 2030 года, направленных на сокращение неравенства и ликвидацию нищеты<sup>13</sup>. Его значение объясняется и тем, что субъекты Российской Федерации довольно сильно отличаются друг от друга и по уровню экономического развития, и по демографическим характеристикам, что обуславливает различия в материальных возможностях региона и в его потребностях.

В исследовании реализована методика переоценки индивидуальных значений денежных доходов домашних хозяйств по региональным паритетам покупательной способности и модифицированной шкале эквивалентности ОЭСР. С учетом заметных различий демографических характеристик населения регионов и уровней потребительских цен проведенный анализ дал возможность выявить фактическую общепопуляционную социальную иерархию на основе критериев, учитывающих стоимость жизни, величину дохода и его способность обеспечить эквивалентный уровень потребления.

Оценки неравенства и бедности на основе эквивалентного располагаемого дохода являются широко распространенной практикой в официальной статистике и научных исследованиях. В ряде крупных стран проводятся исследования и по применению региональных индексов стоимости жизни для оценки покупательной способности доходов жителей регионов. В Российской Федерации исследованию бедности посвящено большое число публикаций, где в последние годы она рассматривается как мультифакторное явление, одним из компонентов которого является материальная недостаточность, измеряемая на основе концепции относительной бедности. Исследователи сегодня в большей степени сконцентрировались на изучении немонетарных факторов бедности, социальной исключенности и депривации [Елисеева, Раскина, 2017; Корчагина и др., 2019; Малева и др., 2019]. В частности, в этих

<sup>13</sup> <https://www.un.org/sustainabledevelopment/ru/about/development-agenda>.

работах не исследовано влияние на общепопуляционные характеристики бедности территориальных различий в покупательной способности населения регионов и особенности проявления демографического фактора в части распространенности разных типов домашних хозяйств, чему посвящена настоящая статья.

Использование в качестве критерия стратификации домашних хозяйств расчетной величины располагаемого дохода, скорректированного на стоимость жизни в регионах и шкалы эквивалентности, существенно меняет состав социальных страт. Так, новые оценки выявили худшее экономическое положение лиц старшего возраста, чем это показывает анализ номинального дохода, тогда как для семей с детьми было установлено обратное: их материальное положение имеет лучшие характеристики при описании на основе скорректированных эквивалентных располагаемых доходов. В беднейшие слои населения с минимальными значениями скорректированного дохода в большей степени попадают одинокие лица старшего возраста, проживающие в регионах с относительно высокой стоимостью жизни, и в меньшей степени — дети из регионов с низкой стоимостью жизни по сравнению с группировкой домашних хозяйств по номинальному доходу. При этом характеристики концентрации скорректированных доходов свидетельствуют о более равномерном их распределении в обществе по сравнению с распределением номинальных доходов.

Необходимость использования в анализе модифицированных показателей доходов мы объясняем тем, что для России характерны заметные пространственные различия в стоимости жизни и номинальных доходах, но, помимо этого, регионы отличаются друг от друга и распространенностью различных типов домашних хозяйств. Демографический фактор влияет на фактическую способность доходов удовлетворять потребности членов домашних хозяйств наряду с фактором стоимости жизни, обуславливающим реальную покупательную способность жителей регионов. Поэтому наряду с оценками неравенства номинальных доходов предложено использовать и доходы, скорректированные на региональные различия в стоимости жизни и составе домашних хозяйств.

Дополнительные показатели неравенства дают новые возможности для мониторинга политики в области доходов и социальной защиты населения на национальном и региональном уровнях. Это позволяет выработать меры адресной социальной политики, сфокусированной с учетом географического фактора. Последнее имеет особое значение для России как страны с ярко выраженной неравномерностью пространственного развития.

П р и л о ж е н и е  
Т а б л и ц а П 1

Распределение домашних хозяйств по группам в зависимости от величины дохода (%)

Группы домохозяйств в зависимости от уровня душевого дохода (тыс. руб./год)	Номинальный доход		Эквивалентный располагаемый доход	Скорректированный на региональные различия в стоимости жизни доход	
	денежный	располагаемый		денежный	располагаемый
Менее 150	12,7	15,3	5,0	11,3	13,8
От 150 до 300	36,0	39,4	29,0	36,7	40,0
От 300 до 450	23,5	22,8	26,8	24,2	24,4
От 450 до 600	12,3	11,0	16,8	13,9	12,2
От 600 до 750	6,0	5,5	9,4	7,0	5,6
От 750 до 1000	5,8	3,5	7,3	4,6	3,0
1000 и более	3,7	2,5	5,7	2,3	1,0
Всего	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Т а б л и ц а П 2

Распределение доходов домашних хозяйств по группам в общем доходе (%)

Группы домохозяйств в зависимости от уровня душевого дохода (тыс. руб./год)	Номинальный доход		Эквивалентный располагаемый доход	Скорректированный на региональные различия в стоимости жизни доход	
	денежный	располагаемый		денежный	располагаемый
Менее 150	5,6	7,6	1,4	5,4	7,3
От 150 до 300	24,7	29,2	14,9	26,8	31,7
От 300 до 450	23,8	24,4	22,2	25,8	27,0
От 450 до 600	16,0	15,5	19,3	18,3	16,8
От 600 до 750	9,5	9,7	13,4	10,6	9,2
От 750 до 1000	11,1	6,7	13,2	8,2	5,7
1000 и более	9,3	6,9	15,6	4,9	2,3
Всего	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

## Литература

1. *Аткинсон Э. Б.* Что такое «неравенство» и можем ли мы его преодолеть? // Экономическая социология. 2017. Т. 18. № 2. С. 41–72.
2. *Елисеева И. И., Раскина Ю. В.* Измерение бедности в России: возможности и ограничения // Вопросы статистики. 2017. № 8. С. 70–89.
3. *Корчагина И. И., Прокофьева Л. М., Тер-Акопов С. А.* Европейский опыт измерения бедности и социальной исключенности: индекс AROPE // Народонаселение. 2019. Т. 22. № 3. С. 162–175.
4. *Малева Т. М., Гришина Е. Е., Карцева М. А., Кузнецова П. О.* Бедность в детстве и в старости: не только дефицит доходов. М.: Дело, РАНХИГС, 2019.
5. *Миланович Б.* Глобальное неравенство. Новый подход для эпохи глобализации / Пер. с англ. Д. Шестакова. М.: Изд-во Института Гайдара, 2017.
6. *Пикетти Т.* Капитал в XXI веке / Пер. с фр. А. Дунаева. М.: Ad Marginem, 2015.
7. *Суринов А. Е., Луппов А. Б.* Неравенство по доходам в России. Измерение на основе эквивалентного дохода // Экономический журнал ВШЭ. 2020. Т. 24. № 4. С. 539–571.
8. *Aten B. H.* Regional Price Parities and Real Regional Income for the United States // Social Indicators Research: An International and Interdisciplinary Journal for Quality-of-Life Measurement. 2017. Vol. 31. No 1. P. 123–143.
9. *Balli F., Tiezzi S.* Equivalence Scales, the Cost of Children and Household Consumption Patterns in Italy // Review of Economics of the Household. 2010. Vol. 8. No 4. P. 551–552.
10. *Betti G.* The Effect of Equivalence Scales on Poverty at Oblast Level in Ukraine // Экономика региона. 2014. Т. 1. № 2. С. 78–88.
11. *Betti G., Karadag M. A., Sarica O., Ucar B.* Regional Differences in Equivalence Scales in Turkey // Экономика региона. 2017. Т. 13. № 1. С. 63–69.
12. *Deaton A. S., Muellbauer J.* On Measuring Child Costs: With Applications to Poor Countries // Journal of Political Economy. 1986. Vol. 94. No 4. P. 720–744.
13. *Fisher J., Johnson D., Smeeding T., Thompson J.* Inequality in 3-D: Income, Consumption, and Wealth. Finance and Economics Discussion Series. No 2018–001. 2018.
14. *Forster M., Levy H., d'Ercole M. M., Ruiz N.* The OECD Approach to Measure and Monitor Income Poverty Across Countries. United Nations Economic Commission for Europe Working Paper. No 17. 2013.
15. *Geloso V., Msaid Y.* Adjusting Inequalities for Regional Price Parities: Importance and Implications. 2017. [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2928422](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2928422).
16. *Glaeser E. L., Resseger M. G., Tobio K.* Urban Inequality. NBER Working Paper. No 14419. 2008.
17. *Iammarino S., Rodríguez-Pose A., Storper M.* Regional Inequality in Europe: Evidence, Theory and Policy Implications // Journal of Economic Geography. 2019. Vol. 19. No 2. P. 273–298.
18. *Janský P., Kolcunová D.* Regional Differences in Price Levels Across the European Union and Their Implications for Its Regional Policy // The Annals of Regional Science. 2017. Vol. 58. No 3. P. 641–660.
19. *Janský P., Šedivý M.* How Do Regional Price Levels Affect Income Inequality? Household-Level Evidence from 21 Countries. Charles University Prague. Institute of Economic Studies Working Papers. No 2018/24. 2018.
20. *Jolliffe D.* The Cost of Living and the Geographic Distribution of Poverty. United States Department of Agriculture. Economic Research Report. No 7254. 2006.
21. *Manduca R. A.* The Contribution of National Income Inequality to Regional Economic Divergence // Social Forces. 2019. Vol. 98. No 2. P. 622–648. DOI:10.1093/sf/soz013.
22. *Rojas M.* Household Equivalence Scale // Encyclopedia of Quality of Life and Well-Being Research / A. C. Michalos (ed.). Luxemburg: Springer, 2014. P. 2947–2950.

**Alexander Ye. SURINOV**, Dr. Sci. (Econ.). National Research University Higher School of Economics (20, Myasnitskaya ul., Moscow, 101000, Russian Federation).

E-mail: surinov@hse.ru

**Artur B. LUPPOV**, Cand. Sci. (Econ.). National Research University Higher School of Economics (20, Myasnitskaya ul., Moscow, 101000, Russian Federation).

E-mail: aluppov@hse.ru

## **Inequality in Russia: Regions, Cost of Living, and Equivalent Income**

### **Abstract**

The main task of the paper is to assess income inequality in the light of regional differences in the incomes' purchasing power and their potential to provide for the needs of individuals in households of varying size and composition. The accuracy of inequality measurements is critical to sound social policymaking on curbing inequality as a hindrance to social progress. The inequality indicators, adjusted to reflect regional variation in the cost of living and in the household size and composition, have allowed us to assess public living standards based on the actual purchasing power of household incomes and their sufficiency to meet the needs of individual household members. We have applied the regional purchasing power parities of the Russian ruble and a modified OECD equivalence scale to adjust the nominal income. The calculations drew on the microdata of a sample survey of household incomes and social program participation. By matching the distribution parameters for adjusted and nominal income values, the authors have built a framework for assessing the impact of regional variations in cost of living and household size as factors in income inequality. The paper presents the results of pilot estimates of the impact on income distribution, adjusted to take into account the regional cost of living variations and the equivalence scales. The authors have demonstrated a viable method of measuring the impact of the aforesaid factors on the drift of income strata across the country, and shown the dependence of national inequality indicators on territorial disparities in consumer price levels and demographic profiles of regional societies.

*Keywords: household income survey, income inequality, purchasing power, cost of living, equivalence scale, microdata.*

*JEL: C43, E25, E31, E64, I31, P22.*

### **References**

1. Atkinson A. Chto takoe "neravenstvo" i mozhem li mi ego preodolet'? [Inequality: What Can Be Done? (an excerpt)]. *Ekonomicheskaya sotsiologiya [Economic Sociology]*, 2017, vol. 18, no. 2, pp. 41-72. (In Russ.)
2. Eliseeva I. I., Raskina Yu. V. Izmerenie bednosti v Rossii: vozmozhnosti i ogranicheniya [Measuring Poverty in Russia: Possibilities and Limitations]. *Voprosy statistiki*, 2017, no. 8, pp. 70-89. (In Russ.)
3. Korchagina I. I., Prokofieva L. M., Ter-Akopov S. A. *Evropeyskiy opyt izmereniya bednosti i sotsial'noy isklyuchennosti: indeks AROPE* [European Experience in Measuring Poverty and Social Exclusion: AROPE Index]. *Narodonaselenie [Population]*, 2019, vol. 22, no. 3, pp. 162-175. DOI:10.24411/1561-7785-2019-00034. (In Russ.)

4. Maleva T. A., Grishina E. Ye., Kartseva M. A., Kuznetsova P. O. *Bednost' v detstve i starosti: ne tol'ko defitsit dokhodov* [Child and Old Age Poverty Measurement: Not Only Income Deficit]. Moscow, Delo Publishing House, RANEPА, 2019. (In Russ.)
5. Milanovic B. *Global'noe neravenstvo: Novyy podkhod dlya epokhi globalizatsii* [Global Inequality: A New Approach for the Age of Globalization]. Transl. from Eng. by D. Shestakov. Moscow, Gaidar Institute Publishing House, 2017. (In Russ.)
6. Piketty T. *Kapital v XXI veke* [Capital in the Twenty-First Century]. Transl. from French. by A. Dunayev. Moscow, Ad Marginem, 2015. (In Russ.)
7. Surinov A. E., Luppov A. B. Neravenstvo po dokhodam v Rossii. Izmerenie na osnove ekvivalentnogo dokhoda [Income Inequality in Russia. Measurement Based on Equivalent Income]. *Ekonomicheskii zhurnal VShE* [HSE Economic Journal], 2020, vol. 24, no. 4, pp. 539-571. DOI:10.17323/1813-8691-2020-24-4-539-571. (In Russ.)
8. Aten B. H. Regional Price Parities and Real Regional Income for the United States. *Social Indicators Research: An International and Interdisciplinary Journal for Quality-of-Life Measurement*, 2017, vol. 31, no. 1, pp. 123-143. DOI:10.1007/s11205-015-1216-y.
9. Balli F., Tiezzi S. Equivalence Scales, the Cost of Children and Household Consumption Patterns in Italy. *Review of Economics of the Household*, 2010, vol. 8, no. 4, pp. 551-552. DOI:10.1007/s11150-009-9085-2.
10. Betti G. The Effect of Equivalence Scales on Poverty at Oblast Level in Ukraine. *Ekonomika regiona* [Economy of Region], 2014, vol. 1, no. 2, pp. 78-88.
11. Betti G., Karadag M. A., Sarica O., Ucar B. Regional Differences in Equivalence Scales in Turkey. *Ekonomika regiona* [Economy of Region], 2017, vol. 13, no. 1, pp. 63-69. DOI:10.17059/2017-1-6.
12. Deaton A. S., Muellbauer J. On Measuring Child Costs: With Applications to Poor Countries. *Journal of Political Economy*, 1986, vol. 94, no. 4, pp. 720-744.
13. Fisher J., Johnson D., Smeeding T., Thompson J. Inequality in 3-D: Income, Consumption, and Wealth. *Finance and Economics Discussion Series*, no. 2018-001, 2018. DOI:10.17016/FEDS.2018.001.
14. Forster M., Levy H., d'Ercole M. M., Ruiz N. The OECD Approach to Measure and Monitor Income Poverty Across Countries. *United Nations Economic Commission for Europe Working Paper*, no. 17, 2013.
15. Geloso V., Msaid Y. *Adjusting Inequalities for Regional Price Parities: Importance and Implications*, 2017. DOI:10.2139/ssrn.2928422.
16. Glaeser E. L., Resseger M. G., Tobio K. Urban Inequality. *NBER Working Paper*, no. 14419, 2008. DOI:10.3386/w14419.
17. Iammarino S., Rodríguez-Pose A., Storper M. Regional Inequality in Europe: Evidence, Theory and Policy Implications. *Journal of Economic Geography*, 2019, vol. 19, no. 2, pp. 273-298. DOI:10.1093/jeg/lby021.
18. Janský P., Kolcunová D. Regional Differences in Price Levels Across the European Union and Their Implications for Its Regional Policy. *The Annals of Regional Science*, 2017, vol. 58, no. 3, pp. 641-660. DOI: 10.1007/s00168-017-0813-x.
19. Janský P., Šedivý M. How Do Regional Price Levels Affect Income Inequality? Household-Level Evidence from 21 Countries. Charles University Prague, *Institute of Economic Studies Working Papers*, no. 2018/24, 2018.
20. Jolliffe D. The Cost of Living and the Geographic Distribution of Poverty. *United States Department of Agriculture, Economic Research Report*, no. 7254, 2006.
21. Manduca R. A. The Contribution of National Income Inequality to Regional Economic Divergence. *Social Forces*, 2019, vol. 98, no. 2, pp. 622-648. DOI:10.1093/sf/soz013.
22. Rojas M. Household Equivalence Scale. In: Michalos A. C. (ed.). *Encyclopedia of Quality of Life and Well-Being Research*. Luxemburg, Springer, 2014, pp. 2947-2950.

## Региональная политика

# Северный Кавказ: выбор стратегических ориентиров

Ирина СТАРОДУБРОВСКАЯ,  
Константин КАЗЕНИН, Даниил СИТКЕВИЧ

Ирина Викторовна Стародубровская — кандидат экономических наук, руководитель научного направления «Политическая экономия и региональное развитие», Институт экономической политики им. Е. Т. Гайдара (РФ, 125009, Москва, Газетный пер., 3–5); ведущий научный сотрудник Центра региональных исследований и урбанистики, РАНХиГС (РФ, 119571, Москва, пр. Вернадского, 82).  
E-mail: irinas@iet.ru

Константин Игоревич Казенин — кандидат филологических наук, директор Центра региональных исследований и урбанистики, РАНХиГС (РФ, 119571, Москва, пр. Вернадского, 82).  
E-mail: kz@ranepa.ru

Даниил Андреевич Ситкевич — научный сотрудник, Институт экономической политики им. Е. Т. Гайдара (РФ, 125009, Москва, Газетный пер., 3–5); аспирант, МГУ им. М. В. Ломоносова (РФ, 119234, Москва, Ленинские Горы, 1/46); младший научный сотрудник Центра региональных исследований и урбанистики, РАНХиГС (РФ, 119571, Москва, пр. Вернадского, 82).  
E-mail: Sitkevich@iep.ru

## Аннотация

Статья посвящена анализу концептуальных подходов к стратегическому развитию на Северном Кавказе, что вновь становится актуальным в связи с провалом реализации Стратегии СКФО, подтвержденным результатами проверок Счетной палаты РФ. Анализ показывает, что выявленные проблемы связаны не с отдельными недостатками в выборе и настройке инструментов поддержки ускоренного социально-экономического развития в регионе, но с неадекватностью выбранной модели, названной в статье «модернизация сверху». Эта модель предусматривает опору на крупные инвестиционные проекты, поддерживаемые государством и финансируемые за счет привлеченных в регион извне инвестиций. Хотя попытки «модернизации сверху» терпели неудачу не только на Северном Кавказе, но и во многих развивающихся странах, а сама модель имеет значительные конструктивные недостатки, эта стратегия по-прежнему воспринимается многими как возможная политика по стимулированию экономического развития. В качестве альтернативы авторами предлагается модель «модернизации снизу», обеспечивающая догоняющее развитие не путем внешних денежных вливаний, а за счет внутренних ресурсов региона. Государство в рамках этой модели содействует улучшению инвестиционного климата, снятию барьеров на пути развития уже существующего местного бизнеса и созданию условий наибольшего благоприятствования для открытия местными жителями новых предприятий. В логике этой модели рассматриваются вопросы легализации теневой экономики, стимулирования кооперации, формирования инфраструктуры содействия догоняющему развитию. В анализе используются релевантные примеры из международного опыта, в том числе лучшие и худшие практики ускорения развития Юга Италии, а также опыт легализации теневой экономики в ряде стран.

**Ключевые слова:** догоняющее развитие, модернизация, легализация теневой экономики, индустриальные районы, институты развития, Северный Кавказ.

**JEL:** L52, O25, R58.

## 1. Почему актуальна проблема?

**В** 2020 году исполнилось десять лет с момента принятия Стратегии социально-экономического развития Северо-Кавказского федерального округа до 2025 года (далее — Стратегия СКФО)<sup>1</sup>. Эта стратегия ставила амбициозные задачи — принципиально переломить негативные тренды развития в регионе, обеспечить переход от политики стабилизации к политике форсированного роста. Предполагалось обеспечить условия для опережающего развития реального сектора экономики, создания новых рабочих мест, а также повышения уровня жизни населения. Были разработаны три стратегических сценария — инерционный, базовый и оптимальный. Последний, ориентированный на существенное повышение производительности труда, создание новых центров экономического роста, модернизацию социальной инфраструктуры, а также — в качестве особого приоритета — на динамичное развитие туристического комплекса, был взят за основу стратегии. В его рамках предполагались снижение безработицы до 5% путем активного создания новых рабочих мест (более 400 тыс.), обеспечение высоких среднегодовых темпов роста экономики (8–10%), диверсификация, рост доходов населения, повышение бюджетной обеспеченности и уменьшение дотационности, а также снижение смертности, развитие кадрового потенциала, сокращение масштабов коррупции и т. п.

Реализовывать сценарий предполагалось в два этапа. В 2010–2012 годах предусматривалось создание условий для перспективного развития и запуск наиболее значимых инвестиционных проектов. В качестве основных целей на этом этапе выступали улучшение инвестиционного климата, разработка новых государственных целевых программ, поддержка реализации наиболее приоритетных проектов, создание и организация функционирования институтов развития. В рамках второго этапа на базе выстроенных механизмов планировалось активное привлечение частных инвестиций в модернизацию существующих производств и создание новых рабочих мест, реализация отобранных инвестиционных проектов, а также масштабное развитие социальной сферы.

После принятия стратегии предусмотренная ею инфраструктура развития стала активно формироваться. В 2010 году на уровне СКФО были созданы два ключевых института разви-

<sup>1</sup> <http://stavinvest.ru/work/sub21/sub97>.

тия — Корпорация развития Северного Кавказа (КРСК) и Курорты Северного Кавказа (КСК). Первый должен был обеспечить привлечение инвесторов и поддержку их деятельности. Второй — реализовать грандиозные планы по развитию туристического кластера: предполагалось практически с нуля создать сеть из пяти современных горнолыжных курортов в нескольких северокавказских республиках. Корпорации развития были созданы и на уровне отдельных регионов. В апреле 2014-го утверждена государственная программа «Развитие Северо-Кавказского федерального округа»<sup>2</sup>.

К настоящему моменту, когда накоплен уже достаточно большой опыт функционирования этих инструментов, есть все основания утверждать: предложенная в Стратегии СКФО модель развития не сработала. Причем она не сработала в условиях, когда были реализованы по меньшей мере две ключевые предпосылки существенного улучшения инвестиционного климата в регионе: уничтожено вооруженное подполье (тем самым существенно вырос уровень безопасности и улучшились предпосылки для туризма) и активизировалась борьба с наиболее вопиющими проявлениями коррупции. Тем не менее, как отмечалось в материалах Счетной палаты РФ, меры поддержки Северо-Кавказского федерального округа не обеспечили ему опережающих темпов социально-экономического развития<sup>3</sup>.

Динамика экономических и социальных показателей наглядно подтверждает эти выводы. Среднегодовой темп роста валового регионального продукта в рассматриваемый период весьма далек от заявленных 8–10% и достиг лишь 2,6%; ВРП на душу населения в 2019 году составил примерно ту же долю от среднероссийского, что и в 2008-м. Уровень безработицы превысил целевой показатель стратегии более чем в два раза. Средняя заработная плата стала еще сильнее отставать от среднероссийского уровня, доля населения с доходами ниже прожиточного минимума не уменьшилась. Не удалось существенно снизить и дотационность бюджетов субъектов Федерации, входящих в СКФО. Катастрофическая ситуация с пандемией в ряде регионов продемонстрировала отсутствие положительной динамики в сфере здравоохранения<sup>4</sup>.

<sup>2</sup> <http://gov.garant.ru/document?id=70544202&byPara=1&sub=8>.

<sup>3</sup> <https://ach.gov.ru/news/realizatsiya-gosprogramm-na-territorii-severnogo-kavkaza-ne-obespechila-operezhayushchikh-tempov-raz>.

<sup>4</sup> При этом необходимо понимать, что статистические показатели по регионам СКФО обладают низкой достоверностью из-за большого теневого сектора, а также других искажений. Тем не менее мы вынуждены пользоваться ими по причине отсутствия вызывающих большее доверие оценок, надеясь, что степень их недостоверности существенно не изменилась за десять лет.

На этом фоне выделяется позитивное развитие сектора туризма: за десять лет туристический поток вырос в 2,8 раза, хотя он примерно в два раза ниже, чем предусмотрено целевыми показателями госпрограммы. Однако, как будет показано далее, не очевидно, что этот результат достигнут именно благодаря предусмотренным в стратегии механизмам поддержки.

Материалы проверок Счетной палаты продемонстрировали неэффективность деятельности институтов развития, на которые делалась столь высокая ставка в обеспечении стратегического рывка<sup>5</sup>. Результаты проверок показали неспособность этих институтов оказать позитивное воздействие на социально-экономическое развитие региона. Так, на октябрь 2018 года из более ста инвестиционных заявок, поступивших в КРСК, за два с половиной года до стадии реализации и финансирования дошли две<sup>6</sup>. Инвестиции составили лишь около 7% бюджетных средств, полученных корпорацией за этот период. Не выполнены задачи, определенные при создании туристического кластера, за который несет ответственность КСК: при том что первоначально было запланировано довести к 2020 году ежегодный турпоток на объектах КСК до 2 млн чел., в 2018-м количество посещений составило лишь 683 тыс.

Из представленных материалов видно, что описанные выше структуры ориентируются прежде всего на решение собственных внутренних задач: в условиях хронической убыточности (при том что и те доходы, которые были получены, далеко не во всем связаны с основной деятельностью) в них высока доля управленческих расходов и наблюдается их рост; показатели оценки не соответствуют тем целям, ради которых эти институты создавались. Более того, наблюдается тенденция к стягиванию на себя тех видов деятельности, которые должны осуществляться в сотрудничестве с частным бизнесом: его привлечение в СКФО и было основной задачей корпораций. Так, реализация проекта инновационного медицинского кластера КРСК предусматривает финансирование работ только за счет средств федерального бюджета без использования частно-государственного партнерства. КСК вводит

---

<sup>5</sup> Перчян А. Отчет о результатах контрольного мероприятия «Проверка обоснованности и эффективности предоставления в 2016–2018 годах бюджетных ассигнований в уставный капитал акционерного общества «Корпорация развития Северного Кавказа» в целях создания медицинского кластера на территории Кавказских Минеральных Вод и реализации инвестиционных проектов на территории Северо-Кавказского федерального округа» // Бюллетень Счетной палаты Российской Федерации. 2019. № 253. С. 170–228; <https://ach.gov.ru/checks/9649>.

<sup>6</sup> В отчете Минэкономразвития за 2019 год упоминаются три реализованных проекта: [https://www.economy.gov.ru/material/file/649ccc1f5529b11cb9a45d40d2346535/otchet\\_2019.pdf](https://www.economy.gov.ru/material/file/649ccc1f5529b11cb9a45d40d2346535/otchet_2019.pdf).

в свой штат работников служб эксплуатации объектов туристско-рекреационных комплексов<sup>7</sup>.

Институты развития проявили неспособность координировать деятельность и договариваться с другими субъектами, обеспечивающими предпосылки социально-экономического развития. В частности, ключевой для КРСК проект инновационного медицинского кластера поставлен под угрозу в результате разногласий с властями Ставропольского края, которые указали на отсутствие согласованной концепции создания медкластера и его планируемого месторасположения<sup>8</sup>. В конце 2020 года из Приэльбрусья пришла информация о конфликте КСК с местными предпринимателями. По состоянию на начало лета 2021 года конфликт, судя по всему, заморожен, но не разрешен.

Возникает вопрос о причине провалов. Здесь может быть два принципиально разных ответа. Первый: потенциально обладающие высокой эффективностью инструменты были плохо настроены — управление в рамках институтов развития не соответствовало современным требованиям, не осуществлялась достаточная координация с другими структурами, не производился необходимый контроль расходов госпрограммы и целевых показателей и т. п. Второй: сама реализуемая модель стимулирования стратегического развития не соответствует современным условиям и принципиально не способна обеспечить форсированный рост. Очевидно, от выбора того или иного ответа зависит, насколько серьезным изменениям должны подвергнуться стратегические установки развития Северного Кавказа.

## 2. Пазл догоняющего развития

Весь разговор о стратегии развития СКФО, очевидно, вписывается в проблематику, хорошо известную в современной науке и описываемую дискурсами модернизации и догоняющего развития. Речь идет о ситуации, когда та или иная территория (страна или регион в рамках страны) существенно отстает от передовых для своего времени образцов и стоит задача преодоления или по меньшей мере сокращения этого разрыва. Примерно до 1960–1970-х годов представления о том, как должна решаться подобная задача, были достаточно унифицированными.

Так, признанный авторитет в вопросах догоняющего развития Александр Гершенкрон писал, что экономический рывок в стра-

---

<sup>7</sup> Перчян А. Отчет о результатах контрольного мероприятия...

<sup>8</sup> Там же.

нах глубокой экономической отсталости, где ресурсы для модернизации (капитал, технологии, квалифицированные кадры) в дефиците, предполагает активную роль государства как основного (хотя бы на ранних этапах) агента индустриализации, а также привлечение необходимых ресурсов извне. По его словам, «в отсталой стране имелаась предпосылка промышленного развития, отсутствовавшая в экономически развитых странах. Эта предпосылка — существование более развитых стран, которые могут служить источником технической поддержки и предоставлять квалифицированные кадры и средства производства» [Гершенкрон, 2015].

Возникшая в США в послевоенный период теория модернизации также предполагала делать ставку на сильное государство (например, в форме модернизирующейся военной диктатуры) как на проводника экономического и культурного влияния, чуждого значительной части местного населения. Только таким образом, по мнению авторов теории, было возможно перейти от не способного к современному росту традиционного общества к системе отношений, свойственной развитым странам. Так, Уолт Ростоу отмечал, что «правительство не может отказаться от ответственности за создание капитала для общенародных хозяйственных и культурных нужд, без которого невозможен переход к стадии общего подъема. И едва ли можно сомневаться в том, что только благодаря сильной власти центрального правительства можно добиться радикальных и быстрых перемен в производительности сельского хозяйства и разработке естественных богатств» [Rostow, 1960. P. 30]. Акцент на заимствовании моделей модернизации извне и тем самым навязывании разным обществам универсальных технократических рецептов выступал важнейшей характеристикой подобных воззрений. «Теоретики модернизации верили, что бюрократы, технические эксперты, специалисты по социальной инженерии различных типов должны навязать экономический и политический порядок городам, нациям и всему миру» [Gilman, 2004. P. 18].

Подобные подходы, очевидно, соответствовали господствовавшим в тот период в академической среде представлениям о природе экономического роста, провалах рынка и эффективности кейнсианских моделей стимулирования экономики. Их подпитывал также опыт успешной индустриализации в СССР, характеризующийся ключевой ролью государства в этом процессе<sup>9</sup>.

---

<sup>9</sup> Это не означает, что теоретики догоняющего развития того времени полностью разделяли идеологию советской модернизации. Так, Гершенкрон отмечал, что в СССР «общие для отсталых стран особенности процесса индустриализации были многократно усилены и искажены» [Гершенкрон, 2015. С. 88]. Ростоу также не поддерживал государственную собственность на средства производства [Rostow, 1960].

По своей идеологии подходы к обеспечению форсированного роста на Северном Кавказе очень близки к представленной выше модели. Они исходят из того, что в регионе нет внутренних резервов для развития и единственный способ модернизации — привлечь ресурсы извне, обеспечив ключевую роль государства и его агентов — институтов развития — в этом процессе.

Однако эти вроде бы бесспорные представления о догоняющем развитии в 1960–1970-е годы были поставлены под сомнение. На смену кейнсианству пришла неолиберальная модель, а с 1980–1990-х вопросы догоняющего развития тесно переплелись с проблемами рыночного транзита посткоммунистических стран. Классическая модернизационная теория пережила глубокий кризис, альтернативная ей теория «множественности модернов» отрицала универсальность модернизационной траектории и ее отождествление с вестернизацией, подчеркивая важность внутренних особенностей и ресурсов каждого общества на пути к модерну. Так, Дилип Гаонкар вводит понятие креативной адаптации как модели реакции различных сообществ на вызовы модернизации. «Креативная адаптация <...> — это не просто вопрос о приспособлении форм или перестройке практик для смягчения воздействия модерна; скорее это указатель на многообразие путей, которыми люди осмысливают современность. Это та сфера, где люди “делают себя” современными в противовес тому, что их “делают” современными с помощью отчужденных и деперсонифицированных сил, и где они определяют свою идентичность и судьбу» [Gaonkar, 2001. P. 18].

Кроме того, более серьезные исследования показали, что внутренние ресурсы роста в экономически отсталых странах нередко игнорируются и недооцениваются. Так, Эрнандо Де Сото, отмечая, что почти 40% ВВП Перу создается в теневом секторе экономики, подробно анализирует экономику перуанской столицы Лимы и демонстрирует, как внезаконная деятельность (он использует именно этот термин) приводит к созданию общественного богатства в жилищном и транспортном секторах, а также в розничной торговле [Де Сото, 2007]. Концентрация на крупной промышленности и легальной экономической деятельности в традиционных исследованиях догоняющего развития не позволяет оценивать и учитывать эти ресурсы.

Серьезные вопросы возникали и по отношению к практическим экспериментам в области стимулирования догоняющего развития. Если говорить о попытках государства обеспечить опережающее развитие отстающих регионов, важные уроки можно извлечь из опыта Италии. В 1950 году центральным правитель-

ством Италии была создана «Касса Юга» — институт развития Меццоджорно, отсталого традиционалистского региона на юге страны. Первоначально «Касса Юга» занималась инфраструктурными проектами: на деньги агентства строились дороги, логистические центры, ирригационные системы и прочие необходимые объекты для местного агропромышленного сектора [Clark Carey, Carey, 1955]. Эта политика была достаточно успешна: отставание Меццоджорно от остальных частей страны сократилось, рос экспорт производимой продукции за пределы региона.

Однако вскоре государство сменило тактику. Одной из причин этого стали как раз присущие политике догоняющего развития того периода подходы, согласно которым только крупные промышленные предприятия могут быть локомотивом экономического развития. В это время в регионе уже начали складываться местные малые и средние предприятия, занимающиеся производством традиционных для этой территории товаров (сельскохозяйственных продуктов, одежды, изделий из кожи) [Musotti, 2009]. Тем не менее подобная траектория развития не удовлетворяла центральные власти, которые в качестве примера для Меццоджорно рассматривали северные индустриально и технологически развитые провинции Италии. В результате с 1957 года «Касса Юга» стала заниматься не инфраструктурой, а выдачей грантов и субсидий на создание в регионе крупных предприятий, в основном в сфере металлургии и химической промышленности. С 1965 года программа включала требование для всех государственных корпораций Италии переносить мощности в Меццоджорно.

Результат такой политики оказался плачевным. В 1992-м «Касса Юга» была ликвидирована как неэффективный, непрозрачный и не соответствующий стандартам Европейского союза институт. Всего с 1951 года по 1986-й на ее финансирование из бюджета было выделено 104 млрд евро (в ценах 2011 года). При этом к моменту ликвидации «Кассы Юга» разрыв в уровне благосостояния между Меццоджорно и остальной страной был на том же уровне, что и в 1950 году. Стало очевидным, что используемые механизмы «создавали у компаний неправильные стимулы добиваться получения субсидий от “Кассы Юга”, а не заботиться о своей прибыльности» [Felice, Lepore, 2017. P. 322]. Отмечались и другие негативные последствия. Так, поскольку в результате деятельности «Кассы Юга» вопросы развития региона в восприятии населения полностью ложились на центральные власти, качество регионального государственного управления снизилось. Группа итальянских экспертов так формулирует уроки этого опыта: «Было бы опасной иллюзией считать, что Юг можно изменить извне, не учиты-

вая существующую политико-экономико-социальную структуру» [Putnam et al., 1994. P. 185]<sup>10</sup>.

Нельзя сказать, что к настоящему моменту сложилась некая единая модель догоняющего развития, альтернативная прежней. Скорее можно отметить некоторые направления развития социальной мысли, которые характерны для дискуссии по этим вопросам.

Во-первых, это противопоставление политики активного государственного вмешательства в процессы развития либеральным подходам, предусматривающим формирование институтов и стимулов для активизации частных инвестиций, в том числе стабильной макроэкономической ситуации, низкого уровня налогообложения и работающей судебной системы, обеспечивающей эффективную защиту прав собственности и исполнение контрактов.

Во-вторых, это акцент на постиндустриальном характере современной экономики, снижающем роль экономики на масштабе (а тем самым и размера предприятия) и требующем развития человеческого капитала, поддержки инноваций. Роль государства видится именно в формировании подобных предпосылок постиндустриального развития. Эффективные масштабы государственного вмешательства в рамках подобного подхода могут пониматься по-разному, однако его ориентиры существенно отличаются от тех, что характерны для индустриальной стадии: «Роль государства в промышленной диверсификации и модернизации должна быть ограничена предоставлением информации о новых производствах, координацией взаимозависимых инвестиций между различными фирмами, компенсацией информационных экстерналий для фирм-пионеров и возвращением новых отраслей путем создания благоприятных условий (инкубации) и стимулирования прямых иностранных инвестиций. Государство также должно

---

<sup>10</sup> В этом контексте нельзя не упомянуть опыт экономического развития Китая. В некоторых работах КНР приводится в качестве образца успешной «модернизации сверху» [Куликов, Куликова, 2011] или как пример формирования эффективной экономики путем активного вмешательства государства в рынок [Suisheng, 2010]. Действительно, государство в материковом Китае сыграло ощутимую роль в запуске экономического роста, при этом объемы вмешательства в экономику там были значительно выше, чем на Тайване и в других «азиатских тиграх». Тем не менее нельзя недоучитывать, что этот опыт связан с либерализационной политикой, а именно с либерализацией цен и расширением прав кооперативных предприятий. Хотя планы развития экономики сохранялись, предприятия не были обязаны согласовывать выпускаемую продукцию с органами власти, производя то, что приносит им наибольшую выгоду. Если говорить о взрывном росте числа муниципальных и региональных предприятий, де-юре это были государственные компании, де-факто же они контролировались частными предпринимателями [Yao, 2018]. Государство не создавало эти фирмы с нуля, в большинстве случаев оно лишь помогало бизнесменам с легальным статусом, а также искало производственные мощности и каналы сбыта в обмен на часть прибыли. Тем самым «местные власти создали защитную стену между центральным правительством и частным бизнесом и сыграли положительную роль в создании рыночной системы» [Yao, 2018. P. 85]. Важно также, что Китай проводил проконкурентную, а не антиконкурентную, обычно характерную для попыток «модернизации сверху», политику, в том числе при создании особых экономических зон [Wang, 2018].

взять на себя функции улучшения жесткой и мягкой инфраструктуры для снижения транзакционных издержек отдельных фирм и содействия процессу индустриального развития экономики» [Lin, 2012. P. 206].

Если в рамках подобного подхода рассматривать Северный Кавказ, речь будет идти о специфической ситуации догоняющего развития традиционных обществ в условиях постиндустриальных вызовов [May, 2002]. Теоретическое осмысление подобной ситуации пока продвинулось незначительно.

Наконец, в-третьих, это обсуждение влияния культурных особенностей и системы ценностей на перспективы экономического роста. Здесь в качестве ключевых рассматриваются ценности и стимулы, формируемые господствующими на той или иной территории религиозными воззрениями.

### **3. «Модернизация снизу» и текущая повестка на Северном Кавказе**

Уже на момент принятия Стратегии СКФО неэффективность модели «модернизации сверху» была спрогнозирована группой исследователей с участием одного из авторов настоящей статьи [Стародубровская и др., 2015]. На основе анализа ситуации в регионе эксперты поставили под сомнение одну из центральных предпосылок выбранной модели догоняющего развития — отсутствие на Северном Кавказе внутренних ресурсов для экономического роста. Было выявлено, что основная проблема состоит в недостатке институциональных предпосылок для производительного использования имеющихся ресурсов, в результате чего они расходуются на демонстративное потребление и другие непроизводительные цели. Показательны слова одного из местных предпринимателей: «У меня мечта создать такую фирму, как *Adidas*, как *Puma*, мы ведь тоже так можем. Я просто боюсь сделать вдох, потому что тут же хищники набегут» [Стародубровская и др., 2015. С. 72].

В то же время было предсказано, что реализация принятой стратегии неизбежно породит существенные проблемы, не разрешимые в ее рамках и не дающие возможности достичь поставленных целей. В качестве основных выделялись следующие риски:

- бюрократизация процесса принятия решений и угроза коррупции;
- гигантомания и чрезмерно оптимистические прогнозы, свойственные бюрократически иницируемым проектам и ведущие к растрате ресурсов;

- искаженная мотивация инвесторов, нацеленная не столько на реализацию проекта, сколько на получение государственной поддержки;
- неумение приходящих извне инвесторов работать с учетом специфики северокавказской социокультурной среды;
- потенциальная конкуренция и конфликты между приходящими инвесторами и местными предпринимателями, использующими ресурсы на основе «обычного» права, вне официального правового поля.

Практически все эти риски реализовались на практике, не позволив обеспечить успех стратегии форсированного роста.

Опираясь на современные тенденции в понимании модернизации и догоняющего развития, та же группа исследователей сформулировала основные подходы в рамках альтернативной стратегии догоняющего развития СКФО — модели «модернизации снизу». Подобную модернизацию предполагалось осуществлять за счет мобилизации внутренних источников развития, снятия барьеров, мешающих их полноценному использованию, а также на основе поддержки тех, кто доказал способность эффективно функционировать в рамках сложившейся на Северном Кавказе социокультурной среды.

В качестве основных инструментов стимулирования ускоренного развития при таком подходе можно предложить следующие меры:

- обеспечение организационной и финансовой поддержки инфраструктурным и бизнес-проектам, осуществляемым в рамках местных сообществ и стимулирующим кооперацию между их членами;
- обеспечение содействия расширению, модернизации и повышению эффективности проектов, осуществление которых в регионе уже ведется;
- среди новых проектов — поддержка прежде всего некапиталоемких стартапов местных предпринимателей;
- рассмотрение вложений в формирование человеческого капитала на территории СКФО как стратегического приоритета, создание условий для сохранения высококвалифицированных специалистов в регионе за счет технически оснащенных и хорошо оплачиваемых рабочих мест в бюджетном секторе, а также расширения возможностей и снижения барьеров для частного бизнеса.

При использовании всех этих мер необходим учет культурной специфики северокавказских регионов.

Сейчас, когда модель «модернизации сверху» показала свою неэффективность, самое время вернуться к высказанным ранее идеям и развить их с учетом изменившихся условий и современной повестки. Поскольку ставка на привлечение внешних источников развития не давала ожидаемого эффекта, дрейф в сторону опоры на внутренние ресурсы происходил естественным путем. Так, при анализе изменения состава объектов туристического кластера, развитием которых занимается КСК<sup>11</sup>, обнаруживается, что на настоящий момент реальные вложения осуществляются в три курорта: Ведучи (Чеченская Республика), Эльбрус (Кабардино-Балкария) и Архыз (Карачаево-Черкесия). С нуля среди этих объектов строится лишь курорт Ведучи, имеющий высокий уровень административной поддержки. Курорт Эльбрус (Приэльбрусье) является популярным местом отдыха и горнолыжного спорта уже более полувека. Курорт Архыз начал строиться еще до принятия Стратегии СКФО, интерес к его развитию первоначально был проявлен частными инвесторами. То же можно сказать и о развитии региональной экономики в целом. Сейчас в центре внимания оказался не вопрос привлечения инвестиций и реализации крупных проектов, а проблема легализации теневой экономики, причем без учета того, какое влияние это может оказать на экономический рост. Подобная ситуация является одним из тревожных индикаторов того, что повестка развития в целом уходит на задний план.

### *Легализация теневой экономики: за и против*

Нужно ли легализовывать теневую экономику и как это сделать, не подорвав предпосылки экономического роста и не спровоцировав увеличение бедности? Обсуждение этих вопросов имеет долгую историю, в ходе которой так и не найдены однозначные ответы. Если обобщить ведущиеся на эту тему дискуссии, то можно выделить следующие моменты.

Во-первых, признано, что бизнес за пределами легального правового поля имеет как определенные выгоды, так и достаточно серьезные издержки, причем соотношение выгод и издержек зависит от разнообразных факторов. Так, Де Сото, анализируя «цену легальности» в Перу, демонстрирует, что бюрократические процедуры, связанные с легальной регистрацией предприятия, занимают 289 дней и требуют взяток, а «затраты на законопослушание» снижают прибыли небольших фирм вчетверо, причем в этой цене налоги составляют 21,7%, коммунальные услуги — 5,6%, осталь-

---

<sup>11</sup> <https://www.ncrc.ru/>.

ное — это издержки следования бюрократическим требованиям. «Деловые люди должны подчиняться массе правил, начиная от заполнения бесконечного числа документов в правительственных учреждениях и кончая жестким администрированием своего персонала. Похоже, что именно это оказывает решающее влияние на выбор между ведением дел в рамках закона или внезаконно» [Де Сото, 2007. С. 156].

Но и внезаконность имеет немалую цену, значительная часть которой определяется уклонением от наказаний за отсутствие легального статуса. Основные связанные с этим стратегии «предполагают следующую совокупность действий: разбросать работников по небольшим и малозаметным точкам, не рекламировать товары и услуги, не появляться на определенных рынках, подкупить чиновников». Комментируя последний момент, Де Сото отмечает, что «внезаконники вместо налогов платят взятки, экономический смысл которых тот же самый» [Де Сото, 2007. С. 160]. Всё это ведет к снижению эффективности экономической деятельности. Издержки связаны также с невозможностью официальной защиты своих прав (включая права собственности и принуждение к исполнению контрактов) или апелляции к стандартам делового поведения. Кроме того, легализация ведет к серьезным ограничениям в превращении накопленного имущества в производительный капитал, поскольку оно базируется на незакрепленных легально правах и его нельзя официально продать, заложить или использовать для долевого участия [De Soto, 2000].

Таким образом, и легальный, и теневой статусы имеют свои выгоды и издержки, и их соотношение во многом связано с качеством государственного управления. Подобный вывод делает не только Де Сото, но и ряд других авторов. На оценку плюсов и минусов различных статусов могут влиять и иные факторы. Так, фирмы, работающие в низкопроизводительных отраслях экономики или не планирующие расширяться, обычно имеют меньше стимулов нести регуляторное бремя ради доступа к финансовым рынкам [Bruhn, McKenzie, 2014]. Применительно к последней группе не все эксперты считают легализацию возможной в принципе.

Во-вторых, исследователи (например, [Dibben et al., 2015]) выделяют два направления государственной политики в отношении теневого сектора: «консервативное», подразумевающее жесткую борьбу с неформальной экономикой как явлением, в том числе с помощью силового аппарата, и «прогрессивное», предполагающее признание допустимости существования неформального сектора там, где он эффективнее формального, а также создание условий, при которых использование формальных институтов станет более выгодным. В рамках последнего неформальная

экономика признается важным способом борьбы с бедностью, и ее существование оценивается не только с фискальной точки зрения, но и с точки зрения влияния на общественное благосостояние.

Меры стимулирования выхода из тени, в том числе совершенствование законодательства, улучшение доступа к инфраструктуре и источникам финансирования, снижение налогообложения и бюрократических барьеров, дают различные результаты в разных условиях, хотя, скорее всего, не способны решить проблему кардинально. Так, в Мозамбике государство, рассматривая неформальную экономику как способ борьбы с бедностью, изменило политику в отношении внелегальных торговцев: полиция прекратила устраивать против них рейды, появилась ассоциация, представляющая интересы неформальной торговли. Одновременно был принят комплекс мер, стимулирующих легализацию: упрощение регистрации и налогообложения, создание торговой инфраструктуры, облегчение доступа к финансированию. Эти меры подтолкнули часть предпринимателей к легализации своей деятельности, однако принципиального перелома не произошло, в том числе в результате провалов государственного управления — коррупции и бюрократических препон [Dibben et al., 2015].

Рост доли формального сектора может быть вызван сокращением издержек на регистрацию фирмы. Так, создание в Мексике системы одного окна сократило срок регистрации предприятий с тридцати до двух дней, что привело к ежемесячному росту количества зарегистрированных компаний на 4%; аналогичный эффект наблюдается в Бразилии и Вьетнаме [Kaplan et al., 2011; Malesky, Taussig, 2009; Monteiro, Assunção, 2012]. На Шри-Ланке позитивный результат дали выплаты денег за регистрацию фирмы. При этом большая часть владельцев, оставшихся в неформальном секторе, объясняли это тем, что основные контракты (к примеру, на владение землей) они заключили также на неформальном рынке и нет механизма их легализации [Mel et al., 2013]. Выявлено также, что подобные программы не затрагивают теневых предпринимателей, которые ведут свое дело лишь потому, что не могут найти работу по найму.

Проанализируем особенности внелегальной (будем пользоваться этим термином *Де Сото*) экономики на Северном Кавказе, вполне вписывающиеся в рассмотренные выше общие тенденции, на примере двух ключевых ее секторов: производство трикотажа в Карачаево-Черкесии (в основном локализовано в Малокарачаевском районе, на границе со Ставропольским краем) и производство обуви в Дагестане (центром которого

стала Махачкала). Полевое исследование, проведенное одним из авторов настоящей статьи осенью 2020 года, позволило оценить численность «трикотажного кластера» в КЧР не менее чем в 12 тыс. чел. Функционируют около 150 трикотажных цехов, количество станков в которых варьируется от трех-четырех до пятидесяти-шестидесяти. С учетом членов семей работников и предпринимателей как минимум 15% населения республики экономически зависят от этого производства, а в самом Малокарачаевском районе — около половины. В обувном производстве Дагестана в настоящее время работают не менее семнадцати фабрик с численностью работников от пятидесяти до ста и несколько сотен малых цехов. По имеющимся оценкам, в этом секторе неофициально заняты около 15 тыс. чел.

Опрос предпринимателей показал, что доля работающих вообще без какого-либо легального статуса невелика. Преимущественно так функционируют самые мелкие производители, чей сбыт не выходит за рамки их регионов. Хозяева большинства цехов, фабрик, мастерских на сегодня имеют статус индивидуальных предпринимателей или являются учредителями ООО. Однако часто выпуск далеко не всей продукции отражается в требуемых формах отчетности и не со всеми работниками трудовые отношения оформляются в соответствии с требованиями законодательства.

Частичный выход из тени, имевший место в основном в 2010-е годы, предприниматели объясняют появлением таких перспектив развития бизнеса, которые не совместимы с сохранением его внезаконного статуса. Например, около половины мелких цехов по изготовлению кожаной обуви в Дагестане выполняют сегодня заказы крупных фабрик этого региона, которые, в свою очередь, являются контрагентами владельцев известных обувных брендов. Часть заказов они передают мелким производителям, но готовы делать это только на основе официальных договоров. Производители трикотажных изделий в КЧР объясняют свое частичное «обеление», в частности, тем, что без юридического статуса не могут поставлять продукцию крупным торговым сетям.

В то же время полный выход из тени не представляется привлекательным для опрошенных предпринимателей как по причинам финансового характера, так и потому, что, по их мнению, административное давление по мере «обеления» будет нарастать. Такое представление тесно связано с отсутствием доверия к правоохранительным и контролирующим органам, с констатацией недопустимо высокого уровня коррупции в регионах. Полная легализация плохо сочетается также с сохранением продемонстрировавших свою эффективность механизмов неформального

взаимодействия между контрагентами, позволяющих снижать трансакционные издержки<sup>12</sup>.

Текущее сокращение объема продаж через оптово-розничные рынки, бывшие в 2000-е — первой половине 2010-х основным каналом сбыта продукции малого и среднего предпринимательства республик СКФО, заставляет предпринимателей активно искать новые модели организации бизнеса и каналы реализации продукции. Важнейшим препятствием на пути решения возникающих здесь проблем оказывается недостаточно высокий уровень человеческого капитала. Так, растут масштабы интернет-торговли, у некоторых предпринимателей они доходят до 40% сбыта. Однако для полноценного использования открывающихся здесь возможностей не хватает профессиональных навыков, вследствие чего онлайн-торговлю часто приходится вести через посредников, что снижает прибыль. Квалифицированных кадров не хватает и в других сферах. Например, предприниматели, занятые производством трикотажа, нуждаются в программистах для вязальных машин, которые могли бы обеспечить расширение линейки производимой продукции.

Какие выводы можно сделать из представленного выше анализа применительно к проблеме легализации теневой экономики в СКФО?

Во-первых, внелегальная экономика является основой благосостояния немалой части населения, особенно в местах повышенной концентрации незарегистрированных фирм. Политика в отношении теневого сектора не может не принимать этот аспект во внимание. Непродуманные шаги по принуждению к легализации, способные вызвать сбой в работе крупных теневых секторов, могут негативно сказаться на доходах населения и вызвать серьезное социальное напряжение на пострадавших территориях.

Во-вторых, стратегии предпринимателей неоднородны. Есть совсем мелкие предприятия, работающие по старинке и не стремящиеся к расширению своей деятельности. Их легализация и налогообложение требуют высоких издержек на администрирование, от них вряд ли может быть получен существенный фискальный эффект, и с высокой вероятностью значительная их часть просто не переживет легализацию. Совершенно не очевидно, что выведение их в легальный сектор имеет какой-то экономический и социальный смысл. Есть теневой бизнес, стремящийся к росту и раз-

---

<sup>12</sup> Речь идет, например, о практике работы «на доверии» в трикотажной отрасли, когда поставщики пряжи закупают ее в долг на фабриках (преимущественно в Турции), где им открыты кредитные лимиты; производители трикотажных изделий также «на доверии» передают свою продукцию для реализации тем продавцам, с которыми у них имеется большой опыт взаимодействия, и только после продаж конечной продукции (преимущественно в осенне-зимний сезон) вырученные средства по цепочке возвращаются от продавцов к производителям пряжи.

витию. В нем процесс хотя бы частичной легализации уже сейчас является естественным следствием избранной стратегии. Диалог с подобным бизнесом по вопросам дальнейшей легализации, ее условиям и формам, обеспечивающим наилучшие предпосылки для экономического развития, является наиболее предпочтительным вариантом политики легализации.

В-третьих, необходимо реалистично оценивать издержки бизнеса в процессе легализации. Как показал Де Сото, это не та ситуация, когда предприятие, ранее не платившее налоги, просто начинает их платить. Предприниматели во внезаконном секторе платят своеобразный коррупционный налог, и очень важно, чтобы легализация сопровождалась прекращением этих неформальных платежей, а не приводила к удвоению «налогообложения». Кроме того, в процессе легализации возникают значительные издержки, связанные с выполнением различных регуляторных требований государства, которые могут оказаться непосильными для бизнеса. Способы решения этих вопросов должны обсуждаться в процессе диалога по проблемам легализации, о котором шла речь выше.

### *От целей легализации к целям развития*

В Стратегии СКФО содержится один инструмент, не вписывающийся в логику «модернизации сверху». Речь идет о поддержке местных инициатив. Включение подобного раздела в стратегию было связано с осуществлением в Ставропольском крае программы Всемирного банка, предусматривающей выбор и реализацию приоритетных проектов развития муниципальных образований с максимально широким участием населения. Эти проекты были направлены прежде всего на улучшение социальной и коммунальной инфраструктуры и не затрагивали вопросов предпринимательства и инфраструктуры, необходимой для его развития. Между тем подобные варианты также могут быть реализованы и дать немалый эффект.

Вернемся к опыту Южной Италии. После ликвидации «Кассы Юга» разрыв между Меццоджорно и другими итальянскими регионами начал сокращаться. Здесь играли роль разные факторы, в том числе борьба итальянских властей с мафией и коррупцией в регионе. Считается, что большое позитивное влияние оказала поддержка так называемых индустриальных районов — предпринимательских сетей, которые формируются на определенной территории (во многом на основе традиционных общинных связей), где фирмы занимаются производством схожей продукции [Vecattini, 1990]. Примером индустриального района может служить сеть производителей спортивной обуви в городе Монте-

беллуна [Belussi, Sedita, 2009], которая сложилась на основании местных ремесленных традиций, а сейчас является современным высокотехнологичным производством. В сети участвуют несколько десятков фирм, между ними есть разделение труда. Неформальные институты играют немалую роль в регулировании бизнес-деятельности: так, в Монтебеллуна стандарты производства задаются местным музеем обуви. Предприниматели осуществляют совместные инвестиции в общественные блага, например оплачивают исследования и технические разработки. Именно подобные индустриальные районы обеспечили экономический рост в исторически менее развитой «Третьей Италии» — центральных и северо-восточных провинциях страны [Boschma, 1999].

Считается, что для формирования успешного индустриального района необходимы, во-первых, уже сложившиеся навыки производства в определенной сфере, а во-вторых — высокий уровень доверия между членами сообщества, так как без него устойчивая кооперация не возникнет. При этом практика свидетельствует, что сама по себе поддержка предпринимательских сетей может подталкивать потенциальных участников к кооперации, в результате чего уровень доверия также вырастет.

Так, в Италии и Испании государство проводит конкурсы грантов на создание общественных благ для потенциальных индустриальных районов. Для участия в конкурсе в муниципалитете должна быть создана общественная организация, объединяющая местный бизнес, работающий в одной и той же сфере экономики. Необходимо, чтобы участников организации — естественно, имеющих легальный статус, — было достаточно много (к примеру, в Италии не менее тридцати). Кроме бизнеса, в подобной организации могут быть представлены научно-образовательные центры, а также местные власти. Обратим внимание, что на тех территориях (например, в Меццоджорно), для которых характерен дефицит доверия, именно местные власти обычно подают заявку на участие в конкурсе [Belussi, Sedita, 2009].

Организации предлагают национальному правительству свои проекты создания клубных или общественных благ, которые могли бы повысить конкурентоспособность местных фирм (от строительства логистических центров до покупки патентов; в Испании также возможно подать заявку на оплату НИОКР). Лучшие, по оценке министерств экономики, проекты получают государственное финансирование. Для успеха программы важно, чтобы объемы финансирования позволяли в полной мере выполнить обязательства, взятые на себя государством. В Италии, например, этого удалось добиться, только когда в реализации программы стал

принимать активное участие Евросоюз. ЕС не только увеличил объем выделяемых на программу денег, но и способствовал обмену лучшими управленческими практиками между индустриальными районами, участвующими в конкурсе [Baudner, Bull, 2005].

Заметим, что подобная форма стимулирования экономического развития достаточно перспективна для Северного Кавказа, где производство тех или иных товаров нередко территориально локализовано в местных сообществах. В России используемые механизмы направлены на поддержку либо местных сообществ, либо кооперации (причем в последнем случае имеются отраслевые ограничения), но отсутствуют комбинированные инструменты, аналогичные описанным выше. Актуальным для СКФО может быть и эффект усиления доверия в рамках местного сообщества не только как предпосылка, но и как следствие поддержки кооперации. Вопреки широко распространенным представлениям, дефицит доверия в сфере бизнеса достаточно характерен для Северного Кавказа даже в традиционных сельских сообществах, и это создает серьезные препятствия для ускорения экономического развития. При соответствующем дизайне и создании достаточных стимулов описанный выше механизм может также содействовать легализации экономики, особенно если он будет встроен в более широкий комплекс мер, направленных на решение этой задачи.

Столь подробный анализ потенциала поддержки кооперации местных производителей и ликвидации барьеров на пути развития местного бизнеса, естественно, не означает, что это единственный инструмент, который должен использоваться для стимулирования «модернизации снизу». Здесь может применяться широкий комплекс мер поддержки предпринимательства, опробованный как на федеральном уровне, так и в отдельных российских регионах (грантовая поддержка стартапов, компенсация части процентов по кредитам и т. п.). Важно также содействие бизнесу в продвижении продукции и подготовке кадров, на что явно есть спрос в предпринимательской среде СКФО. Очевидно, вопрос о конкретном наборе подобных инструментов требует серьезной дополнительной проработки. Но принципиально важно, что основной акцент в их применении должен делаться не на привлечение крупных инвесторов извне (что также, естественно, не исключается), а на поддержку предпринимательской активности в самих северокавказских регионах.

Цель представленного выше анализа в другом. Во-первых, показать потенциал «модернизации снизу». Другими словами, продемонстрировать, что политика, основанная на поддержке местных — вроде бы мелких и внешне не столь впечатляющих —

предпринимательских проектов может позволить решать задачи догоняющего развития более успешно, чем гигантомания, не ориентированная на специфику местных условий. Во-вторых, представить пример конкретного инструментария, способного поддержать местное развитие и обеспечить появление высокоэффективного конкурентоспособного производства, опирающегося на локальную культурную специфику и при этом несущего потенциал модернизации.

### ***«Модернизация снизу» — управленческий аспект***

Модель «модернизации сверху» естественным образом базируется на структурах, обеспечивающих максимальную централизацию. В случае СКФО речь идет об институтах развития КРСК и КСК, созданных на уровне федерального округа. Низкая эффективность названных институтов, подтвержденная проверками Счетной палаты, ставит вопрос об их дальнейшей судьбе<sup>13</sup>. Могут ли здесь помочь полумеры или подобные организации в принципе не способны эффективно решать задачи догоняющего развития? На настоящий момент нет возможности оценить потенциал улучшения внутрикорпоративного управления в этих структурах, хотя опыт показывает, что наработанные алгоритмы действий в рамках организаций обладают высокой инерцией и нередко при попытках реформирования лишь мимикрируют внешне. Однако уже сейчас можно утверждать, что есть серьезные управленческие проблемы, которые в принципе достаточно сложно решать, если институты развития организованы на уровне СКФО. Прежде всего речь идет о налаживании эффективных механизмов мотивации и контроля.

Эти механизмы могут обеспечиваться с двух уровней: со стороны государственных структур, непосредственно отвечающих за деятельность институтов развития и их финансирование, и со стороны «потребителей» их услуг — сообществ предпринимателей, работников, клиентов, просто жителей, заинтересованных в различных направлениях повышения эффективности социально-экономического развития Северного Кавказа. На уровне федерального округа и тот, и другой подходы имеют серьезные ограничения. Так, если установить зависимость между результатами деятельности корпораций развития и объемами их финансирования, то при негативных результатах могут пострадать проекты на территории различных субъектов Федерации в рамках СКФО. То есть «винова-

<sup>13</sup> Правительством РФ принято решение о реорганизации институтов развития на Северном Кавказе. АО «Курорты Северного Кавказа», АО «Корпорация развития Северного Кавказа» и АО «Курорт Эльбрус» объединяются, на их основе создается единый институт развития. Новый институт развития формируется на базе АО «Курорты Северного Кавказа» и будет выполнять функционал всех трех ранее существовавших организаций. <https://www.interfax.ru/russia/764174>.

тыми» окажутся те, кто не принимает решений и не может оказать воздействия на эффективность деятельности корпораций. На этом уровне также сложно настроить стимулы к открытости и общественному контролю, поскольку гражданское общество складывается на уровне отдельных регионов, а не СКФО в целом.

Модель «модернизации снизу» тем более предполагает иной подход к «операторам» догоняющего развития. Центр тяжести в этом случае должен быть перенесен на уровень регионов, где возможно установить непосредственную зависимость между результатами деятельности и объемами финансовой поддержки и где гражданское общество может оказывать давление в направлении прозрачности и подотчетности управленческих структур.

Если ставка будет сделана на региональные институты развития, очевидно, здесь также могут возникнуть управленческие проблемы, аналогичные проблемам с подобными институтами на уровне СКФО. Соответственно, и в этом случае должны быть установлены стандарты корпоративного управления и подотчетности, а также осуществлены масштабные программы подготовки и переподготовки кадров. Однако могут рассматриваться и другие подходы. Заметим, например, что в Италии для реализации программ поддержки индустриальных районов никаких особых институтов развития не создавалось, модернизация осуществлялась непосредственно Министерством экономического развития единообразно для всей страны. Возможны также варианты привлечения различных управляющих компаний для реализации отдельных проектов или для отбора проектов с целью их государственной поддержки. Не очевидно, что во всех республиках должна использоваться унифицированная модель. Разнообразие практик дает возможность анализа и сопоставления различных вариантов с целью выявления лучших и худших образцов и тем самым способствует повышению эффективности.

## Выводы

Проведенный анализ позволяет заключить: есть очень весомые аргументы в пользу того, что невыполнение определенных для СКФО стратегических ориентиров — результат не недостаточной настройки конкретных инструментов, а неправильного выбора общей модели догоняющего развития. К такому выводу подталкивает не только чрезвычайно низкая эффективность Стратегии СКФО, но и мировой опыт, а также реализовавшийся экспертный прогноз десятилетней давности о непродуктивности «модернизации сверху» применительно к Северному Кавказу. Поэтому вряд ли «косметические» меры приведут к принципиальному улучше-

нию ситуации. Новая стратегия СКФО должна строиться на альтернативной модели, названной нами «модернизация снизу». Это потребует критического пересмотра всего инструментария поддержки экономического роста, включая корпорации развития, созданные на уровне СКФО.

«Модернизация снизу» исходит из наличия в регионе внутренних резервов, позволяющих мобилизовать ресурсы для ускорения социально-экономического развития. Однако неблагоприятная институциональная среда приводит к тому, что вместо производительного использования эти ресурсы находят альтернативное применение, в частности в сфере демонстративного потребления (роскошные дома, свадьбы, машины и т. п.). Соответственно, задача государства — усиление стимулов к местным инвестициям в экономическую деятельность, снятие барьеров на пути развития бизнеса, вложения в рост человеческого капитала. Международный опыт демонстрирует, что, несмотря на отсутствие грандиозных проектов и отказ от гигантомании, характерные для «модернизации снизу» подходы могут давать более позитивные результаты, чем активное вмешательство государства в экономику и привлечение ресурсов извне.

Вопрос о конкретных стимулах и инструментах поддержки экономического развития в рамках «модернизации снизу» требует дальнейшей проработки. В статье приведены лишь отдельные примеры из международного опыта, которые могут быть востребованы в условиях Северного Кавказа. В частности, большое внимание уделено поддержке индустриальных районов — территориально сконцентрированных производств однородных продуктов, организуемых в рамках традиционных местных сообществ, которые как позволяют превращать подобные общины в центры экономического роста, так и способствуют их модернизации. Принципиально важно, чтобы вопросы легализации теневого бизнеса не подменяли проблем экономического развития, но рассматривались в неразрывной связи, а также чтобы легализация становилась результатом правильно настроенных стимулов, а не административного давления. Только если государственные структуры и местный бизнес будут выступать партнерами, находящими в диалоге наиболее эффективные инструменты экономического развития, форсированный рост на Северном Кавказе может стать реальностью.

#### Литература

1. Гершенкрон А. Экономическая отсталость в сравнительной перспективе / Пер. с англ. А. В. Бельх, под ред. А. А. Бельх. М.: Дело, 2015.
2. Де Сото Э. Иной путь: Экономический ответ терроризму / Пер. с англ. Б. Пинскера. Челябинск: Социум, 2007.

3. Куликов А. Г., Куликова Е. Г. Россия и Китай: пути модернизации // Деньги и кредит. 2011. № 5. С. 27–36.
4. Мау В. А. Посткоммунистическая Россия в постиндустриальном мире: проблемы догоняющего развития // Вопросы экономики. 2002. № 7. С. 4–25.
5. Стародубровская И., Зубаревич Н., Соколов Д., Интигринова Т., Магомедов Х., Миронина Н. Северный Кавказ: модернизационный вызов. М.: Дело, 2011.
6. Baudner J., Bull M. European Policies and Domestic Reform: A Case Study of Structural Fund Management in Italy // Journal of Southern Europe and the Balkans. 2005. Vol. 7. No 3. P. 299–314.
7. Becattini G. The Marshallian Industrial District as a Socio-Economic Notion // Industrial Districts and Inter-Firm Co-Operation in Italy / F. Pyke, G. Becattini, W. Sengenberger (eds.). Geneva: International Institute for Labour Studies, 1990. P. 13–32.
8. Belussi F., Sedita S. R. Life Cycle vs. Multiple Path Dependency in Industrial Districts // European Planning Studies. 2009. Vol. 17. No 4. P. 505–528.
9. Boschma R. Culture of “Trust” and Regional Development: An Empirical Analysis of Third Italy. 1999. [https://www.researchgate.net/publication/23732637\\_Culture\\_of\\_trust\\_and\\_regional\\_development\\_an\\_empirical\\_analysis\\_of\\_Third\\_Italy/](https://www.researchgate.net/publication/23732637_Culture_of_trust_and_regional_development_an_empirical_analysis_of_Third_Italy/).
10. Bruhn M., McKenzie D. Entry Regulation and the Formalization of Microenterprises in Developing Countries // The World Bank Research Observer. 2014. Vol. 29. No 2. P. 186–201.
11. Clark Carey J. P., Carey A. G. The South of Italy and the Cassa per il Mezzogiorno // Political Research Quarterly. 1955. Vol. 8. No 4. P. 569–588.
12. De Soto H. The Mystery of Capital: Why Capitalism Triumphs in the West and Fails Everywhere Else. New York, NY: Basic Books, 2000.
13. Dibben P., Wood G., Williams C. C. Pressures Towards and Against Formalization: Regulation and Informal Employment in Mozambique // International Labour Review. 2015. Vol. 154. No 3. P. 373–392.
14. Felice E., Lepore A. State Intervention and Economic Growth in Southern Italy: The Rise and Fall of the “Cassa per il Mezzogiorno” (1950–1986) // Business History. 2017. Vol. 59. No 3. P. 319–341.
15. Gaonkar D. P. Alternative Modernities. Durham, NC: Duke University Press, 2001.
16. Gilman N. Mandarins of the Future: Modernization Theory in Cold War America. Baltimore, MD: JHU Press, 2004.
17. Kaplan D. S., Piedra E., Seira E. Entry Regulation and Business Start-ups: Evidence from Mexico // Journal of Public Economics. 2011. Vol. 95. No 11. P. 1501–1515.
18. Lin J. Y. New Structural Economics: A Framework for Rethinking Development. Policy Research Working Papers. No 5197. 2010.
19. Malesky E., Taussig M. Out of the Gray: The Impact of Provincial Institutions on Business Formalization in Vietnam // Journal of East Asian Studies. 2009. Vol. 9. No 2. P. 249–290.
20. Mel S. de, McKenzie D. D., Woodruff C. The Demand for, and Consequences of, Formalization Among Informal Firms in Sri Lanka // American Economic Journal: Applied Economics. 2013. Vol. 5. No 2. P. 122–150.
21. Monteiro J. C. M., Assunção J. J. Coming Out of the Shadows? Estimating the Impact of Bureaucracy Simplification and Tax Cut on Formality in Brazilian Microenterprises // Journal of Development Economics. 2012. Vol. 99. No 1. P. 105–115.
22. Musotti F. Regional Peculiarities in Italian Industrial Districts // A Handbook of Industrial Districts / G. Becattini, M. Bellandi, L. de Propris (eds.). Cheltenham: Edward Elgar Publishing, 2009.
23. Putnam R. D., Leonardi R., Nanetti R. Y. Making Democracy Work. Princeton, NJ: Princeton University Press, 1994.
24. Rostow W. W. The Stages of Economic Growth: A Non-Communist Manifesto. Cambridge: Cambridge University Press, 1960.
25. Suisheng Z. The China Model: Can It Replace the Western Model of Modernization? // Journal of Contemporary China. 2010. Vol. 19. No 65. P. 419–436.

26. Wang X. China's Macroeconomics in the 40 Years of Reform // China's 40 Years of Reform and Development: 1978–2018 / R. Garnaut, L. Song, C. Fang (eds.). Canberra: Australian National University, 2018. P. 167–186.
27. Yao Y. The Political Economy Causes of China's Economic Success // China's 40 Years of Reform and Development: 1978–2018 / R. Garnaut, L. Song, C. Fang (eds.). Canberra: Australian National University, 2018. P. 75–92.

Ekonomicheskaya Politika, 2021, vol. 16, no. 3, pp. 112-137

**Irina V. STARODUBROVSKAYA**, Cand. Sci. (Econ.). Gaidar Institute for Economic Policy (3–5, Gazetny per., Moscow, 125009, Russian Federation); Russian Presidential Academy of National Economy and Public Administration (82, Vernadskogo pr., Moscow, 119571, Russian Federation).  
E-mail: irinas@iet.ru

**Konstantin I. KAZENIN**, Cand. Sci. (Philol.). Russian Presidential Academy of National Economy and Public Administration (82, Vernadskogo pr., Moscow, 119571, Russian Federation).  
E-mail: kz@ranepa.ru

**Daniil A. SITKEVICH**. Gaidar Institute for Economic Policy (3–5, Gazetny per., Moscow, 125009, Russian Federation); Lomonosov Moscow State University (1–46, Leninskiye Gory, Moscow, 119234, Russian Federation); Russian Presidential Academy of National Economy and Public Administration (82, Vernadskogo pr., Moscow, 119571, Russian Federation).  
E-mail: Sitkevich@iep.ru

## Northern Caucasus: Choosing Strategic Landmarks

### Abstract

The article is devoted to the analysis of conceptual issues related to the development strategy of the North Caucasus region. These issues are pressing again because of the failure of the North Caucasus Strategy, confirmed by the audit of the Accounts Chamber of the Russian Federation. The analysis shows that the roots of the identified problems are related not to the wrong choice or configuration of the instruments stimulating accelerated growth in the region but to the inadequate character of the whole model of “modernization from above” as it is referred to in the article. This model is oriented to the implementation of large investment projects supported by the state and financed by investments outside the region. Despite attempts at “modernization from above” being ineffective not only in the North Caucasus region, but in other developing areas as well, and the modernization itself having significant downsides, the strategy is still perceived by many as a plausible policy toward stimulating economic development. The “grass-roots modernization” model, based on internal rather than external resources of the region, is considered as an alternative. The state in this model facilitates the improvement of the investment climate and removal of the barriers to local businesses’ development as well as creation of an “enabling environment” in which local economy can grow and flourish. The issues of shadow economy legalization, stimulation of cooperation and formation of development infrastructure are dis-

cussed using the approaches of “grassroots modernization.” Relevant examples of international experience are used in the analysis, including the best and the worst practices of support for accelerated growth in Southern Italy as well as the experience of shadow economy legalization in several countries.

*Keywords:* catch-up development, modernization, shadow economy legalization, industrial districts, development institutions, North Caucasus.

*JEL:* L52, O25, R58.

## References

1. Gerschenkron A. *Ekonomicheskaya otstalost' v sravnitel'noy perspektive [Economic Backwardness in Historical Perspective]*. Belykh A. V. (trans. from Eng.), Belykh A. A. (ed.). Moscow, Delo, RANEPА, 2015. (In Russ.)
2. De Soto H. *Inoy put': ekonomicheskii otvet terrorizmu [The Other Path: The Invisible Revolution in the Third World]*. Pinsker B. (trans. from Eng.). Chelyabinsk, Socium, 2007. (In Russ.)
3. Kulikov A. G., Kulikova E. G. Rossiya i Kitay: puti modernizatsii [Russia and China: Ways of Modernization]. *Den'gi i kredit [Money and Credit]*, 2011, no. 5, pp. 27-36. (In Russ.)
4. Mau V. Postkommunisticheskaya Rossiya v postindustrial'nom mire: problemy dogonyayushchego razvitiya [Post-Communist Russia in the Post-Industrial World: The Problems of Catch-up Development]. *Voprosy ekonomiki*, 2002, no. 7, pp. 4-25. (In Russ.)
5. Starodubrovskaya I., Zubarevich N., Sokolov D., Intigrinova T., Magomedov Kh., Mironova N. *Severnyy Kavkaz: modernizatsionnyy vyzov [North Caucasus: Modernization Challenge]*. Moscow, Delo, RANEPА, 2014. (In Russ.)
6. Baudner J., Bull M. European Policies and Domestic Reform: A Case Study of Structural Fund Management in Italy. *Journal of Southern Europe and the Balkans*, 2005, vol. 7, no. 3, pp. 299-314. DOI:10.1080/14613190500345474.
7. Becattini G. The Marshallian Industrial District as a Socio-Economic Notion. In: Pyke F., Becattini G., Sengenberger W. (eds.). *Industrial Districts and Inter-Firm Co-Operation in Italy*. Geneva, International Institute for Labour Studies, 1990, pp. 13-32.
8. Belussi F., Sedita S. R. Life Cycle vs. Multiple Path Dependency in Industrial Districts. *European Planning Studies*, 2009, vol. 17, no. 4, pp. 505-528. DOI:10.1080/09654310802682065.
9. Boschma R. *Culture of “Trust” and Regional Development: An Empirical Analysis of Third Italy*, 1999. [https://www.researchgate.net/publication/23732637\\_Culture\\_of\\_trust\\_and\\_regional\\_development\\_an\\_empirical\\_analysis\\_of\\_Third\\_Italy/](https://www.researchgate.net/publication/23732637_Culture_of_trust_and_regional_development_an_empirical_analysis_of_Third_Italy/).
10. Bruhn M., McKenzie D. Entry Regulation and the Formalization of Microenterprises in Developing Countries. *The World Bank Research Observer*, 2014, vol. 29, no. 2, pp. 186-201. DOI:10.1093/wbro/lku002.
11. Clark Carey J. P., Carey A. G. The South of Italy and the Cassa per il Mezzogiorno. *Political Research Quarterly*, 1955, vol. 8, no. 4, pp. 569-588. DOI:10.1177/106591295500800403.
12. De Soto H. *The Mystery of Capital: Why Capitalism Triumphs in the West and Fails Everywhere Else*. New York, NY, Basic Books, 2000.
13. Dibben P., Wood G., Williams C. C. Pressures Towards and Against Formalization: Regulation and Informal Employment in Mozambique. *International Labour Review*, 2015, vol. 154, no. 3, pp. 373-392. DOI:10.1111/j.1564-913X.2014.00014.x.
14. Felice E., Lepore A. State Intervention and Economic Growth in Southern Italy: The Rise and Fall of the “Cassa per il Mezzogiorno” (1950-1986). *Business History*, 2017, vol. 59, no. 3, pp. 319-341. DOI:10.1080/00076791.2016.1174214.
15. Gaonkar D. P. *Alternative Modernities*. Durham, NC, Duke University Press, 2001.
16. Gilman N. *Mandarins of the Future: Modernization Theory in Cold War America*. Baltimore, MD, JHU Press, 2004.
17. Kaplan D. S., Piedra E., Seira E. Entry Regulation and Business Start-ups: Evidence from Mexico. *Journal of Public Economics*, 2011, vol. 95, no. 11, pp. 1501-1515. DOI:10.1016/j.jpubeco.2011.03.007.

18. Lin J. Y. New Structural Economics: A Framework for Rethinking Development. *Policy Research Working Papers*, no. 5197, 2010.
19. Malesky E., Taussig M. Out of the Gray: The Impact of Provincial Institutions on Business Formalization in Vietnam. *Journal of East Asian Studies*, 2009, vol. 9, no. 2, pp. 249-290. DOI:10.1017/S1598240800003003.
20. Mel S. de, McKenzie D. D., Woodruff C. The Demand for, and Consequences of, Formalization Among Informal Firms in Sri Lanka. *American Economic Journal: Applied Economics*, 2013, vol. 5, no. 2, pp. 122-150. DOI:10.1257/app.5.2.122.
21. Monteiro J. C. M., Assunção J. J. Coming out of the Shadows? Estimating the Impact of Bureaucracy Simplification and Tax Cut on Formality in Brazilian Microenterprises. *Journal of Development Economics*, 2012, vol. 99, no. 1, pp. 105-115. DOI:10.1016/j.jdeveco.2011.10.002.
22. Musotti F. Regional Peculiarities in Italian Industrial Districts. In: Becattini G., Bellandi M., Proprijs L. de (eds.). *A Handbook of Industrial Districts*. Cheltenham, Edward Elgar Publishing, 2009. DOI:10.4337/9781781007808.00047.
23. Putnam R. D., Leonardi R., Nanetti R. Y. *Making Democracy Work*. Princeton, NJ, Princeton University Press, 1994.
24. Rostow W. W. *The Stages of Economic Growth: A Non-Communist Manifesto*. Cambridge, Cambridge University Press, 1960.
25. Suisheng Z. The China Model: Can It Replace the Western Model of Modernization? *Journal of Contemporary China*, 2010, vol. 19, no. 65, pp. 419-436. DOI:10.1080/10670561003666061.
26. Wang X. China's Macroeconomics in the 40 Years of Reform. In: Garnaut R., Song L., Fang C. (eds.). *China's 40 Years of Reform and Development: 1978-2018*, Canberra, Australian National University, 2018, pp. 167-186.
27. Yao Y. The Political Economy Causes of China's Economic Success. In: Garnaut R., Song L., Fang C. (eds.). *China's 40 Years of Reform and Development: 1978-2018*. Canberra, Australian National University, 2018, pp. 75-92.

**Корпоративные финансы**

# Влияние информации в пресс-релизах на финансовые показатели российских компаний

**Елена ФЕДОРОВА, Надежда ЛАПШИНА, Михаил ЛАЗАРЕВ, Александр БОРОДИН**

Елена Анатольевна Федорова —  
доктор экономических наук,  
профессор департамента корпоративных  
финансов и корпоративного управления,  
Финансовый университет при Правительстве РФ  
(РФ, 125167, Москва, Ленинградский пр., 49).  
E-mail: ecolena@mail.ru

Надежда Владимировна Лапшина —  
студентка бакалавриата школы  
финансов экономического факультета,  
Национальный исследовательский университет  
«Высшая школа экономики»  
(РФ, 101000, Москва, Покровский б-р, 11).  
E-mail: lapshinanadezhda@gmail.com

Михаил Петрович Лазарев —  
кандидат физико-математических наук,  
доцент департамента финансового  
и инвестиционного менеджмента,  
Финансовый университет при Правительстве РФ  
(РФ, 125167, Москва, Ленинградский пр., 49).  
E-mail: mp\_laz@mail.ru

Александр Иванович Бородин —  
доктор экономических наук,  
профессор кафедры финансового менеджмента,  
Российский экономический  
университет им. Г. В. Плеханова  
(РФ, 115054, Москва, Стремлянный пер., 36).  
E-mail: Borodin.AI@rea.ru

## **Аннотация**

При публикации пресс-релизов о доходах компания может как достоверно раскрывать дополнительную информацию, так и вводить в заблуждение инвестора, скрывая или, наоборот, приукрашивая факты. В работе оценивается влияние тональности пресс-релизов на финансовые показатели компании. Эмпирическая база включает поквартальные финансовые показатели отечественных компаний и ежеквартальные пресс-релизы (на русском и английском языках) за 2015–2019 годы. В рамках исследования для оценки влияния раскрытия в пресс-релизах перспектив деятельности компании на финансовые результаты авторами исследования создан словарь, окончательный вариант которого состоит из 373 слов. Позитивная и негативная тональности текста на английском языке оценивались по двум словарям: Loughran-McDonald Financial Dictionary и словарю Национального научно-исследовательского совета Канады (National Research Council), на русском языке — по словарю для экономических и финансовых текстов EcSentiThemeLex, сложность текста рассчитывалась через Fog Index. Для выявления влияния финансовых и текстовых факторов на финансовые показатели компании применялась панельная регрессия. Было выявлено, что в рассматриваемый период пресс-релизы становились длиннее и сопровождалась более подробными комментариями менеджеров. Этот результат является значимым и для менеджеров, и для инвесторов. Отечественные менеджеры в пресс-релизах довольно правдиво описывают положение дел в компании и не манипулируют информацией. Инвесторы доверяют заявлениям менеджеров и пресс-релизам о будущих результатах компании и склонны положительно реагировать на позитивную тональность публикаций.

**Ключевые слова:** текстовый анализ, тональность текста, сентимент-анализ.

**JEL:** G32, G41.

## Введение

**П**оскольку количественная информация дает инвесторам неполное представление об экономических показателях фирмы, анализ информации в нефинансовых источниках также имеет большое значение. Пресс-релизы — первые официальные заявления компании о своих доходах, которые сопровождаются комментариями и прогнозами руководства. Ввиду слабой информационной эффективности российского рынка публикация дополнительной информации от компании может служить важным каналом взаимодействия между менеджерами и инвесторами. Развитие методов текстового анализа позволило подтвердить важную роль лингвистических характеристик публикаций, их информативность. Немногочисленные работы отечественных авторов также подтверждают важность семантических свойств нефинансовой информации. При публикации пресс-релизов о доходах компания может как достоверно раскрывать дополнительную информацию, так и вводить в заблуждение инвестора, скрывая или, наоборот, приукрашивая факты. Что побуждает российских менеджеров публиковать более длинные и развернутые сообщения о финансовых результатах? Так ли они важны для инвесторов? Насколько инвесторы доверяют такой информации? Эти вопросы применительно к российскому рынку поднимаются впервые в настоящей статье. Целью работы является оценка влияния семантических особенностей ежеквартальных пресс-релизов (на русском и английском языках) на финансовые показатели фирмы.

Настоящее исследование имеет следующие теоретические и методологические особенности. Во-первых, оцениваются пресс-релизы на двух языках (русском и английском), предыдущие работы отечественных авторов оценивали элементы корпоративной и социальной ответственности только на английском языке, так как на момент их написания не было разработано инструментария сентимент-анализа экономических и финансовых текстов на русском языке. Во-вторых, разработана методология оценки заявлений прогнозного характера, на основе которой оформлена библиотека в статистической среде R<sup>1</sup>. В-третьих, сложность текста оценивается через *Bog Index*, до этого не использовавшийся в отечественных исследованиях. В-четвертых, в работе применяется словарь для оценки тональности финансового текста на русском языке<sup>2</sup>.

---

<sup>1</sup> Словарь для оценки раскрытия информации о перспективах компании: [https://dmafanasyev.github.io/rulexicon/reference/key\\_forward\\_looking\\_casario.html](https://dmafanasyev.github.io/rulexicon/reference/key_forward_looking_casario.html).

<sup>2</sup> Словарь для оценки тональности экономических текстов на русском языке: <https://dmafanasyev.github.io/rulexicon/index.html>.

## 1. Обзор литературы и гипотезы исследования

Пресс-релизы о доходах довольно часто рассматриваются как важное новостное событие для многих фирм и обычно сопровождаются большим откликом рынка. Рынок использует качественную информацию о доходах из пресс-релизов для получения информации, имеющейся у менеджера, о перспективах и ценности фирмы. В работе сформулированы три гипотезы, каждая из которых ставит целью изучить воздействие определенной текстовой характеристики как на результаты фирмы в будущем, так и на поведение инвесторов, непосредственно читающих пресс-релизы.

**Гипотеза 1.** *Существует значимая взаимосвязь между тональностью пресс-релизов и будущими финансовыми показателями компании.*

Тональность — один из ключевых инструментов воздействия на участников рынка. Согласно теории перспектив использование положительной окраски текста при описании финансовых показателей побуждает инвесторов воспринимать его как информацию о потенциальном росте компании, что повышает оценки деятельности фирмы со стороны рынка. Наиболее распространенный метод усиления позитивной тональности текста — освещение благоприятных результатов и исключение негативных моментов. Кроме того, менеджеры могут акцентировать внимание на определенных позитивных аспектах или использовать прием повторения, повышая тем самым общий тон. Наконец, руководство компании может включать личные оценочные суждения о сложившейся ситуации [Henry, 2008]. Поскольку пресс-релизы о доходах публикуются компанией раньше остальных финансовых отчетов, менеджеры в США используют более позитивный язык в анонсах относительно 10-K или 10-Q (включая MD&A) документов<sup>3</sup>, так как рынок сильнее всего реагирует на информацию, отображенную в момент выпуска пресс-релиза [Davis, Tama-Sweet, 2012].

На общую тональность влияет управленческая способность топ-менеджеров. Так, фирмы с более эффективным менеджментом публикуют эмоционально позитивно окрашенные пресс-релизы. Авторы объясняют это тем, что менеджеры с сильными управленческими качествами лучше осведомлены о своем бизнесе, уверены в своих силах и способны добиться лучших результатов в будущем [Luo, Zhou, 2017]. Информативность тона пресс-релизов не одинакова для всех компаний, а возрастает с увеличением асимметрии информации между компанией и инвесторами. При изучении выборки из 1800 публичных компаний США

<sup>3</sup> Отчеты компании за первый, второй и третий кварталы финансового года называются отчетами по форме 10-Q, а годовой — отчетом по форме 10-K.

авторы [Boudt, Thewissen, 2019] установили, что возраст, размер, операционная сложность и перспективы роста компании являются ключевыми детерминантами информационной ценности тона в пресс-релизах. Чем компания моложе, меньше по размерам и с большей операционной сложностью и большими возможностями роста, тем ценнее и информативнее тон в ее пресс-релизах.

Таким образом, обсуждаемая гипотеза соотносится с концепцией *incremental information*, согласно которой общая тональность может служить достоверным и ценностно значимым сигналом. С одной стороны, менеджеры, более позитивно отзывающиеся о компании, дают понять рынку, что компания развивается и в ближайшем будущем продолжит показывать хорошие результаты. Благодаря институту репутации на основе прошлых публикаций инвесторы положительно оценивают общую тональность, улавливая сигналы руководства компании и чувствуя себя более уверенно по отношению к будущему. С другой стороны, если компания не эффективна, а менеджеры по-прежнему положительно оценивают результаты ее деятельности, то это будет свидетельствовать о манипуляции информацией со стороны руководства. Такое злоупотребление тональностью связывают с будущими рисками и сокрытием негативных новостей [Arslan-Ayaydin et al., 2016; Huang et al., 2014].

**Гипотеза 2.** *Включение менеджерами в пресс-релиз заявлений прогнозного характера положительно влияет на реакцию инвесторов и отражает реальную эффективность деятельности компании.*

Добавление в пресс-релизы оценочных суждений о перспективах компании не входит в число обязательных к исполнению требований Банка России о раскрытии информации листингованных компаний, так что включение позитивных прогнозов является добровольным. Подобное действие со стороны руководства может свидетельствовать об уверенности менеджмента в будущих показателях и желании заверить других участников рынка в успешной стратегии фирмы. Мы также ожидаем, что инвесторы положительно отреагируют на включение таких прогнозов в пресс-релиз. Описанная гипотеза нашла подтверждение в зарубежной литературе, посвященной анализу MD&A-отчетов и пресс-релизов компаний США [Bozanic et al., 2018; Francis et al., 2002; Li, 2010].

**Гипотеза 3.** *Сложность текста пресс-релиза негативно влияет на реакцию инвесторов.*

Сложный текст тяжело воспринимается и может запутать читателя. Если же у менеджмента имеются стимулы скрыть информацию и ввести в заблуждение инвесторов относительно деятельности компании, выпускаемые отчеты и новости будут намеренно

сложными для восприятия. Такое манипулирование может свидетельствовать о негативных перспективах, поэтому мы ожидаем, что более длинные и сложные пресс-релизы отрицательно связаны с последующими показателями компании, а инвесторы, не получающие достоверную и легко читаемую информацию, могут усомниться в компании, что приведет к падению цен на ее акции. Ранее описанная гипотеза была подтверждена на российской выборке по конференц-звонкам, а также на выборках американских отчетностей [Li, 2008; You, Zhang, 2009].

## 2. Методология исследования

### *Оценка тональности текста на русском (английском) языке*

Метод «мешок слов» — один из наиболее распространенных инструментов текстового анализа, основанный на использовании словаря, который представляет собой список слов определенной тематики или характеристики (например, тональность — позитивная/негативная, неопределенность и т. д.). При применении этого метода каждое слово исследуемого текста сопоставляется со словами из выбранного словаря. При наличии этого слова в словаре ему присваивается определенное числовое значение на основе его принадлежности к определенной теме или эмоции (чаще всего это  $-1/+1$ ), в случае отсутствия — 0. Результатом являются показатели общего количества и частоты слов из словаря, встретившихся в тексте. Наиболее часто «мешок слов» используется при определении тональности.

На сегодня составлены несколько словарей для текстового анализа на английском языке. В исследованиях финансовых показателей для определения тональности чаще всего используется словарь [Loughran, McDonald, 2011]. Изданная через несколько лет обновленная версия этого словаря [Loughran, McDonald, 2016] (далее LM) получила наибольшую популярность, поскольку составлена непосредственно на основе финансовых отчетов компаний США и имеет лучшую оценочную силу на выборке из финансовых текстов<sup>4</sup>. В исследованиях часто используется также общетематический словарь Национального научно-исследовательского совета Канады (National Research Council, далее — NRC, [Mohammad et al., 2010]), объединяющий семь лексиконов, включающих более шестнадцати тысяч слов, каждый из которых наделен своим значением в соответствии с различными эмоциями: злость, страх, предвкушение, доверие, удивление, грусть, радость и отвраще-

<sup>4</sup> <https://sraf.nd.edu/textual-analysis/resources/#Master%20Dictionary>.

ние — и двумя тональностями: позитивной и негативной<sup>5</sup>. Особенностью словаря является то, что он разрабатывался для анализа бизнес-текстов и потому наиболее приспособлен для работы с экономическими материалами.

Что касается оценки тональности текстов на русском языке, здесь возникает ряд проблем, связанных с тем, что имеющиеся словари представляют собой словари общего смыслового плана, в то время как ориентация на финансовые термины является принципиально важным моментом текстового анализа финансовых публикаций. В нашем исследовании использован словарь, составленный авторами и описанный в [Федорова и др., 2020]; это первый словарь, который оценивает тональность экономических и финансовых текстов на русском языке<sup>6</sup>. Процесс составления словаря состоял из обработки экономических текстов на русском языке на основе методов машинного обучения (кластеризация, выделение частотности слов, построение коррелограмм) и экспертной оценки определения тональности. Эмпирическая база исследования включала годовые отчеты компаний, новости министерств и ЦБ РФ, финансовые твиты компаний и новостные статьи РБК по направлению «Экономика, финансы, деньги и бизнес». Словарь позволяет оценить тональность и смысловую направленность текста по двенадцати экономическим темам (таким как макроэкономика, монетарная политика, фондовые и товарные рынки и т. д.). В рамках нашего исследования этот словарь применялся с целью определения тональности пресс-релизов российских компаний.

Поскольку большинство публичных торгуемых на российских биржах фирм публикуют идентичную информацию не менее чем на двух языках, русском и английском, для проверки качества разработанного словаря отдельно были оценены английские пресс-релизы с помощью двух словарей. Первый, LM [Loughran, McDonald, 2016], как отмечалось, является наиболее популярным финансовым словарем, используемым в текстовом анализе экономических публикаций. Второй словарь — NRC [Mohammad et al., 2010].

Т а б л и ц а 1

## Сравнение трех семантических словарей

Словарь	Количество позитивных слов	Количество негативных слов
EcSentiThemeLex	614	1038
LM	218	1281
NRC	2126	3019

*Примечание.* Приведенные в таблице данные соответствуют количеству лемматизированных, уникальных слов (в русском словаре, как и в иноязычных, негативных слов больше, чем позитивных).

<sup>5</sup> <https://saifmohammad.com/WebPages/NRC-Emotion-Lexicon.htm>.

<sup>6</sup> <https://dmafanashev.github.io/rulexicon/index.html>, а также см.: <https://pypi.org/project/ecsenthemelex>.

### **Составление авторского словаря прогнозных заявлений**

В англоязычной литературе для анализа прогнозных заявлений в финансовых публикациях методом «мешок слов» составлялся список слов. Так, в работе [Hussainey et al., 2003] просматривались годовые отчеты и помечались нужные слова, к которым впоследствии были добавлены синонимы. Итоговый список состоял почти из двадцати прогнозных слов. Впоследствии список был доработан в [Abed et al., 2016]. Авторы добавили наречия, прилагательные и существительные, описывающие перспективы, увеличив список до 36 позиций. В [Li, 2010] прогнозные заявления определяются как предложения, содержащие хотя бы одно прогнозное слово из списка семнадцати глаголов, составленного в [Matsumoto et al., 2011]. Авторы использовали слова из категории прогнозных слов в программе Linguistic Inquiry and Word Count (LIWC), к которым были добавлены слова, отобранные экспертным путем; итоговый список состоял из 34 слов.

В исследовании [Muslu et al., 2015] при составлении словаря использовали три подхода: (1) словосочетания или слова, непосредственно описывающие будущее (например, «в следующем году»); (2) глаголы, подразумевающие будущее время (например, «планирует»); (3) временные отсылки к будущему (например, «в 2021 году»). Кроме того, авторы выборочно просмотрели сто отчетов и экспертным путем добавили часть слов. Западные исследователи составляют свои списки преимущественно на основе готовых общеупотребимых слов прогнозного характера, экспертным путем добавляя в них термины из финансовых публикаций. Стоит отметить, что небольшое итоговое количество слов прогнозного характера связано с тем, что в английском языке будущее время образуется через глаголы *will* и *shall*. В русском языке будущее время передается двумя способами: (1) смысловым глаголом несовершенного вида в неопределенной форме и вспомогательным глаголом «быть»; (2) смысловым глаголом совершенного вида, имеющим те же окончания, что и глаголы несовершенного вида настоящего времени, поэтому определить, что глагол стоит в форме будущего времени, без экспертного отбора не представляется возможным. Эта особенность русского языка также не позволяет использовать лемматизацию текста, иначе слово «будет» трансформируется при обработке в «быть», что также соответствует словоформе прошедшего времени «был», поэтому применение лемматизации приведет к ошибочному подсчету вхождений. Соответственно, при составлении нашего списка русских слов прогнозного характера необходимо учесть слова совершенного вида и все возможные словоформы.

Составление нашего списка слов состоит из нескольких этапов.

1. Перевод вышеупомянутых англоязычных списков на русский язык.
2. Добавление слов из заявлений — отказов от ответственности за включение прогноза. Пример из пресс-релиза «Детского мира» за I квартал 2019 года<sup>7</sup>:

Некоторая информация, содержащаяся в документе, может содержать перспективные оценки и другие заявления прогнозного характера в отношении будущих событий и будущей финансовой деятельности «Детского мира». Вы можете определить, носит ли заявление прогнозный характер, на основании таких слов, как «ожидают», «полагают», «оценивают», «намереваются», «будут», «могли бы», «могут», включая отрицательные формы, а также на основании иных аналогичных выражений.

3. Выделение в пресс-релизах части текста, относящегося к перспективному анализу, через поиск слова «прогноз» и отсечение текста до него, так как заявления о будущих показателях располагаются преимущественно в конце текста.
4. Экспертная обработка полученных частей пресс-релизов — добавление в список встречающихся слов прогнозного характера.
5. Составление всех возможных словоформ из полученных терминов с помощью `rumorphy2` — морфологического анализатора русских слов в Python, использующего словари из `OpenCorpora`.
6. Удаление словоформ глаголов прошедшего и настоящего времени.

Финальный список состоит из 373 слов. Такое большое количество связано с учетом глаголов совершенного вида, а также всех словоформ для существительных, прилагательных и глаголов. Для проверки составленного списка русских слов российские пресс-релизы, выпущенные на английском языке, дополнительно оценивались с помощью словаря [Caserio et al., 2019].

### *Регрессионная модель*

Проверка гипотез осуществлялась путем оценки эконометрических моделей панельных регрессий, где в качестве зависимых переменных выступают показатели рентабельности активов и доходности акций за последующие три месяца после публикации пресс-релиза. В качестве объясняющих переменных выступают контрольные переменные и переменные тональности текста:

---

<sup>7</sup> [https://corp.detmir.ru/press-centre/news/detsky\\_mir\\_q1\\_2019\\_operating\\_results/](https://corp.detmir.ru/press-centre/news/detsky_mir_q1_2019_operating_results/).

$$Y_{it} = a_t + \Sigma \beta_{it} \cdot Text_{it} + \Sigma \gamma_{it} \cdot FinControls_{jt} + \varepsilon_t, \quad (1)$$

где  $Y_{it}$  — будущая рентабельность активов или цена акций в зависимости от тестируемых гипотез (описание используемых в формуле переменных представлено в табл. 2).

В качестве независимых финансовых переменных ( $FinControls_{jt}$ ) взяты следующие регрессоры, с помощью которых строились работы [Boudt, Thewissen, 2019; Davis et al., 2012; Davis, Tama-Sweet, 2012; Huang et al., 2014]: логарифм рыночной капитализации ( $\ln MC$ ) как прокси-переменная размера компании, отношение балансовой стоимости капитала к рыночной ( $BTM$ ) как прокси-переменная возможностей для роста, ошибка прогноза аналитика ( $FE$ ) — разница между прогнозным и реальным значениями выручки в текущем квартале, логарифм выручки ( $Revenue$ ), финансовый рычаг ( $Leverage$ ). В исследовании будет применяться также фиктивная переменная, отражающая отрасль фирмы.

В качестве сентиментальных ( $Text_{it}$ ) переменных в нашем исследовании будут использоваться следующие.

1. Переменная общей тональности текста ( $Sentiment_{jt}$ ). Общая тональность пресс-релизов определяется с помощью каждого словаря отдельно как разница между позитивными и негативными словами в соответствии с формулой:

$$Sentiment_{j,t} = 100\% \cdot \frac{PosW_{j,q,t} - NegW_{j,q,t}}{PosW_{j,q,t} + NegW_{j,q,t}}. \quad (2)$$

Переменная будет рассчитываться по словарям LM и NRC для англоязычного текста и по разработанному словарю EcSentiThemeLex — для текста на русском языке.

2. Переменная сложности текста. В качестве прокси-переменной сложности информации в исследованиях используется длина текста, а также Fog Index, который рассчитывается исходя из длины предложений и доли слов, состоящих более чем из трех слогов. Несмотря на популярность этого метода, в [Loughran, McDonald, 2014] критикуется релевантность индекса для анализа корпоративных публикаций: существует много общеупотребимых и легко понятных финансовых слов, например «корпорация», которые по методике расчета будут отнесены к сложным. В работе [Bonsall et al., 2015] предлагается в качестве альтернативы использование Bog Index, который нетривиально оценивает понятность текста. Этот показатель построен специально для оценки простоты языка и состоит из нескольких составляющих:

$$Bog\ Index = Sentence\ Bog + Word\ Bog - Pep, \quad (3)$$

где  $SentenceBog$  отражает среднюю длину предложений в тексте;  $WordBog$  анализирует использование сложных и нежелательных

конструкций (пассивный залог, пропущенное сказуемое, клише, абстрактные слова и выражения), а также употребление сложных слов, где сложность определяется не как в Fog Index подсчетом слогов, а на основе списка из 200 тыс. слов, ранжированных по узнаваемости среди читателей и частоте используемости; *Per* улавливает простые речевые конструкции, которые помогут читателю лучше понять текст. Расчет индекса сложности осуществляется через программу StyleWriter software автоматически при загрузке в нее английского текста. Чем ниже показатель индекса, тем текст более прост для прочтения.

3. Слова, отражающие будущие перспективы компании, на русском и английском языках, которые будут нормироваться на количество слов в тексте.

4. Количество слов на русском и английском языках.

### 3. Анализ данных

В табл. 2 представлен итоговый список финансовых и текстовых параметров, которые будут применены в дальнейшем анализе.

Объектом нашего исследования являются публичные российские компании. Отбор фирм совпадает с процедурой, ранее использовавшейся в аналогичных работах по текстовому анализу нефинансовой информации в России, а именно: (1) первоначальный список организаций формируется на основе базы данных RUSLANA по топ-100 компаниям, торгующимся на Московской бирже и имеющим наибольшую капитализацию; (2) каждая компания проверяется на наличие в открытых источниках публикаций анонсов о доходах как на русском, так и на английском языках за каждый квартал в году; (3) каждая компания проверяется на предмет публикации пресс-релизов и необходимых финансовых ежеквартальных показателей на всем промежутке 2015–2019 годов. В результате финальная выборка состоит из 35 российских компаний из восьми отраслей. Пресс-релизы публикуются менеджерами на сайтах компаний в разделах Investor Relations или же непосредственно в лентах новостей фирм в разделе «Пресс-релизы». Все финансовые показатели российских компаний были выгружены из базы данных Capital IQ, в случае пропущенных переменных дополнительно использовалась база данных СПАРК.

В табл. 3 представлены дескриптивные статистики используемых переменных. Можно отметить, что в среднем по всем трем словарям оценки тональности текста пресс-релизы представляют скорее положительную характеристику компании, чем отрицательную. Тексты на русском языке более длинные, чем на английском.

Т а б л и ц а 2

## Описание используемых в анализе переменных

Обозначения	Переменные
<b>Финансовые показатели</b>	
<i>Future_ROA</i>	Показатель будущей рентабельности активов в следующем квартале
<i>Future_Stock</i>	Логарифм цены акции в следующем после публикации пресс-релиза квартале
<i>LnMC</i>	Логарифм рыночной капитализации
<i>BTM</i>	Отношение балансовой стоимости капитала к рыночной
<i>FE</i>	Ошибка прогноза аналитиков
<i>LnRevenue</i>	Логарифм выручки
<i>Leverage</i>	Финансовый рычаг
<i>LnSasset</i>	Логарифм активов
<i>IND</i>	Переменная отрасли
<b>Текстовые показатели (<i>Text<sub>it</sub></i>)</b>	
<i>Sentiment_LM</i>	Общая тональность текста на основе словаря LM
<i>Sentiment_NRC</i>	Общая тональность текста на основе словаря NRC
<i>Sentiment_RU</i>	Общая тональность текста на основе русского словаря EcSentiThemeLex
<i>FLS_RU</i>	Доля прогнозных заявлений на основе русского списка слов
<i>FLS_EN</i>	Доля прогнозных заявлений на основе английского списка слов
<i>N_Words_RU</i>	Общее количество слов в тексте на русском языке
<i>N_Words_EN</i>	Общее количество слов в тексте на английском языке
<i>Bog Index</i>	Показатель сложности текста на английском языке

Т а б л и ц а 3

## Дескриптивные статистики используемых переменных

	Mean	Sd	Min	Max
<b>Зависимые переменные</b>				
<i>Future Stock_</i>	5,273	2,92	-2,79	12,19
<i>Future_ROA</i>	7,701	5,861	-28,50	48,50
<b>Текстовые переменные</b>				
<i>Sentiment_LM</i>	0,322	0,425	-1	1
<i>Sentiment_NRC</i>	0,402	0,175	-0,269	0,957
<i>Sentiment_RU</i>	0,376	0,280	-0,455	1
<i>FLS_RU</i>	0,0143	0,0761	0	0,0531
<i>FLS_EN</i>	0,0175	0,0847	0	0,0629
<i>N_Words_RU</i>	760	487	760	2750
<i>N_Words_EN</i>	555	467	650	3018
<i>Bog Index</i>	77,68	14,07	39	126
<b>Контрольные переменные</b>				
<i>LnMC</i>	12,89	1,250	10,04	15,58
<i>BTM</i>	1,074	1,022	0,0386	8,273
<i>FE</i>	0,409	4,734	-24,30	24,80
<i>LnRevenue</i>	11,553	1,3	7,91	14,658
<i>Leverage</i>	3,609	5,639	0,001	38,580
<i>LnSasset</i>	12,343	1,612	12,538	16,497
<i>IND</i>	3	5	1	12

На рис. 1 представлена динамика позитивных и негативных слов. Можно отметить, что в среднем отечественные пресс-релизы скорее позитивны, чем негативны, и эта тенденция усиливается с годами.

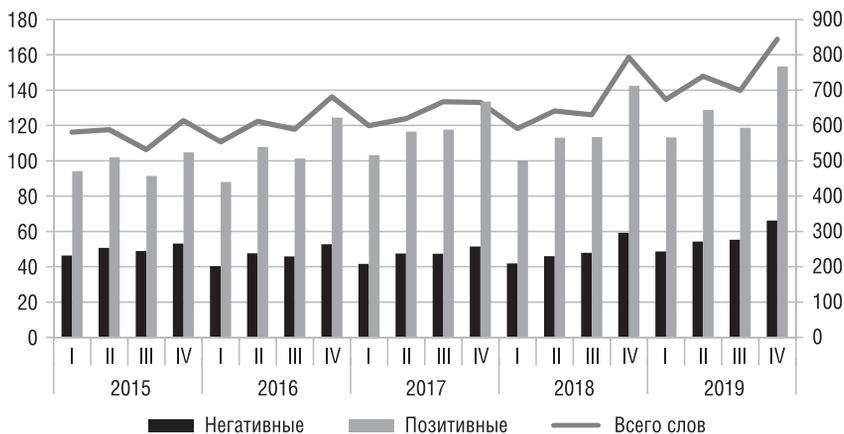


Рис. 1. Динамика количества позитивных и негативных слов в пресс-релизах на русском языке (левая шкала — среднее значение категорий тональности, правая — средняя длина слов), 2015–2019 годы

На рис. 2 представлены наиболее часто используемые в пресс-релизах позитивные и негативные слова. Слова в англоязычной и русскоязычной версиях практически совпадают, что может указывать на высокое качество разработанного в ходе исследования инструментария.



Рис. 2. Наиболее частотные для пресс-релизов позитивные и негативные слова (русский язык)

На рис. 3 представлены наиболее употребляемые в пресс-релизах слова прогнозного характера. К ним мы можем отнести такие, как «будет», will и т. д.

Для тестирования значимости тональности были оценены панельные регрессии, где зависимая переменная — рентабельность активов в следующем квартале. Для выбора правильной спецификации модели был применен тест Хаусмана, принята нулевая гипо-

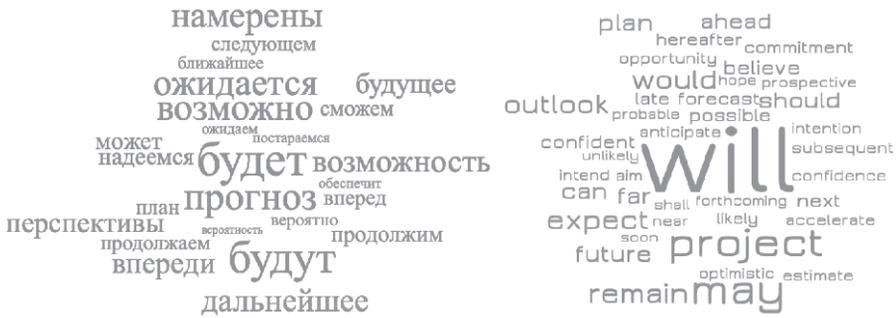


Рис. 3. Наиболее употребляемые в пресс-релизах слова прогнозного характера (на русском и английском языках)

теза о том, что модель со случайным индивидуальным эффектом можно считать предпочтительнее модели с фиксированным эффектом (детерминированным индивидуальным эффектом). Тест Бреуша — Пагана не выявил гетероскедастичности в поведении случайных остатков моделей. В табл. 4 представлены основные результаты оценки гипотез, где в качестве зависимой переменной оценивалась эффективность деятельности компании в следующем квартале.

Рассмотрим основные результаты исследования. Начнем с анализа контрольных переменных. Во всех моделях на рентабельность оказывают влияние капитализация, выручка и инвестиционная привлекательность компании. Коэффициент перед прогнозными значениями (рассчитанными аналитиками) оказался незначимым.

Что касается общих показателей тональности текста, то только тональность, оцененная на основе словаря LM, влияет на будущую эффективность деятельности компании, выраженную через ROA: чем более позитивно написан пресс-релиз компании, тем выше ее будущая рентабельность. Гипотеза подтвердилась только для одного уравнения, где в качестве оценки тональности использовался словарь LM. Словарь применяется в большинстве работ для оценки финансовых и экономических текстов, поэтому его результатам можно доверять. Что касается отечественных компаний, то если компания представляет в целом позитивную информацию по своей деятельности, это соответствует реальности; первая гипотеза подтвердилась для пресс-релизов на английском языке. Проблема оценки пресс-релизов на русском языке заключается в том, что на данный момент существует только один общедоступный словарь для оценки экономических и финансовых текстов на русском языке. В дальнейших исследованиях при появлении новых инструментариев оценки можно будет сравнить наш результат с другими.

Т а б л и ц а 4

**Результаты тестирования гипотез о влиянии тональности пресс-релизов  
на ROA компании в следующем квартале**

Переменные	(1)	(2) (англ.)	(3) (англ.)	(4) (англ.)	(5) (рус.)	(6) (рус.)
<i>Sentiment_LM</i>		44,46*** (9,953)				
<i>Sentiment_NRC</i>			6,505 (4,451)			
<i>FLS_RU</i>				75,35*** (19,93)		
<i>FLS_EN</i>					65,54*** (20,49)	
<i>Sentiment_RU</i>						-0,915 (0,760)
<i>N_Words_RU_LN</i>					-0,560* (0,293)	-0,174 (0,272)
<i>BOX</i>		0,013 (0,015)	0,003 (0,015)	0,012 (0,015)		
<i>N_Words_EN_LN</i>		-0,822*** (0,263)	-0,601** (0,271)	-1,066*** (0,2791)		
<i>BTM</i>	-1,024** (0,433)	-1,139** (0,426)	-0,153** (0,353)	-0,979** (0,433)	-0,938** (0,437)	-1,009** (0,432)
<i>ASSET</i>	-2,267*** (0,403)	-2,168*** (0,400)	-2,545*** (0,404)	-2,351*** (0,401)	-2,311*** (0,405)	-2,367*** (0,414)
<i>FORA</i>	0,009 (0,029)	0,0002 (0,029)	0,0035 (0,029)	0,01 (0,029)	0,010 (0,029)	0,012 (0,029)
<i>IND1</i>	0,160*** (0,047)	0,202*** (0,048)	0,160*** (0,047)	0,194*** (0,048)	0,179*** (0,048)	0,160*** (0,049)
<i>Leverage</i>	-0,403*** (0,037)	-0,400*** (0,037)	-0,403*** (0,037)	-0,382*** (0,037)	-0,391*** (0,037)	-0,374*** (0,245)
<i>LnRevenue</i>	0,347 (0,229)	0,265 (0,243)	0,347 (0,229)	0,487 (0,239)	0,430 (0,241)	0,374 (0,245)
<i>LnMC</i>	1,612*** (0,463)	1,47*** (0,459)	1,612*** (0,463)	1,608*** (0,462)	1,608*** (0,468)	1,667*** (0,482)
<i>C</i>	13,037*** (2,28)	17,88*** (3,085)	13,037*** (2,28)	16,75*** (3,10)	13,765*** (3,207)	14,63*** (3,02)
<i>Эффект года</i>	добавлен	добавлен	добавлен	добавлен	добавлен	добавлен
<i>R</i>	0,261	0,29	0,271	0,284	0,73	0,263
<i>Наблюдения</i>	700	700	700	700	700	700

*Примечание.* Уровни значимости коэффициентов: \* — значимость на 10-процентном уровне, \*\* — значимость на 5-процентном уровне, \*\*\* — значимость на 1-процентном уровне.

Что касается слов, описывающих будущее компании, они являются значимым фактором и на русском, и на английском языках и влияют положительно: чем больше удельный вес таких слов, тем выше эффективность деятельности фирмы. Результат может свидетельствовать об уверенности менеджмента в перспективах. Скорее всего, если руководство компании уверено в прогнозируемых по-

зитивных результатах, оно будет сообщать об этом в пресс-релизах правдиво. Однако возникает вопрос, который касается реакции рынка на такие сообщения. Когда менеджмент компании правдиво описывает будущие результаты, насколько верят им рынок и потенциальные инвесторы? В табл. 5 представлены результаты влияния текстовых и контрольных переменных на цену акции.

Рассмотрим результаты более подробно. Во-первых, текстовые переменные по сентиментам оказались значимыми по всем трем словарям: инвесторы позитивно реагируют на более позитивных

Т а б л и ц а 5

**Результаты тестирования гипотезы о влиянии тональности пресс-релизов на цену акции компании в следующем квартале**

Переменные	(1)	(2) (англ.)	(3) (англ.)	(4) (англ.)	(5) (рус.)	(6) (рус.)
<i>Sentiment_LM</i>		0,465** (0,197)				
<i>Sentiment_NRC</i>			6,77*** (1,78)			
<i>FLS_RU</i>				6,64 (8,23)		
<i>FLS_EN</i>					19,778** (8,95)	
<i>Sentiment_RU</i>						0,670** (0,32)
<i>N_Words_RU_LN</i>					-0,094 (0,12)	0,014 (0,118)
<i>BOX</i>		-0,064*** (-0,0064)	-0,067*** (-0,0062)	-0,064*** (-0,0063)		
<i>N_Words_EN_LN</i>		-0,152 (0,109)	-0,157 (0,108)	-0,162 (0,117)		
<i>BTM</i>	-1,718*** (0,124)	-1,756*** (0,117)	-1,819*** (0,115)	-1,78*** (0,116)	-1,693*** (0,124)	-1,700*** (0,124)
<i>ASSET</i>	0,451*** (0,087)	0,760*** (0,087)	0,759*** (0,087)	0,752** (0,088)	0,471*** (0,089)	0,458*** (0,089)
<i>FORA</i>	0,013 (0,013)	0,008 (0,012)	0,0014 (0,012)	0,010 (0,012)	0,014 (0,013)	0,011 (0,013)
<i>INDI</i>	-0,022 (0,02)	-0,051*** (0,019)	-0,056*** (0,019)	-0,051*** (0,019)	-0,020 (0,02)	-0,019 (0,02)
<i>Leverage</i>	-0,020 (0,016)	-0,031** (0,0153)	-0,022** (0,0153)	-0,022** (0,0154)	-0,019 (0,016)	-0,026 (0,167)
<i>LnRevenue</i>	0,552*** (0,096)	0,268*** (0,095)	0,349*** (0,095)	0,297*** (0,0947)	0,548*** (0,09)	0,555*** (0,097)
<i>C</i>	-4,863*** (0,89)	0,558 (1,194)	0,821 (1,18)	0,429 (1,198)	-4,804*** (1,18)	-5,351 (1,19)
<i>Эффект года</i>	добавлен	добавлен	добавлен	добавлен	добавлен	добавлен
<i>R</i>	0,409	0,499	0,49	0,489	0,413	0,412
<i>Наблюдения</i>	700	700	700	700	700	700

*Примечание.* Уровни значимости коэффициентов: \* — значимость на 10-процентном уровне, \*\* — значимость на 5-процентном уровне, \*\*\* — значимость на 1-процентном уровне.

тивные новости, о чем свидетельствует положительный и значимый коэффициент при переменной тона в уравнениях, где в качестве зависимой переменной выступает цена акций. Этот факт подтверждает нашу гипотезу 1 и в целом показывает важность для российских инвесторов дополнительного канала связи ввиду большой асимметрии информации.

Во-вторых, прогнозные слова тоже являются значимыми, правда, только для текстов на английском языке. Включение прогнозных комментариев может представлять актуальную информацию как для инвесторов, так и для аналитиков. Например, в работе [Francis et al., 2002] показано, что реакция рынка на анонс о доходах оказалась в значительной мере связанной с включением в пресс-релиз комментариев менеджеров об ожидаемых показателях фирмы. Аналогичные выводы получены на основе 44 708 американских отчетов в работе [Muslu et al., 2015], согласно которой менеджеры чаще и больше пишут прогнозные комментарии в части MD&A, когда цена акции недостоверно отражает реальную стоимость компании. В проведенном нами исследовании показано, что пресс-релизы выступают значимым дополнительным каналом связи между менеджментом и инвесторами.

Влияние сложности текста не подтвердилось для будущих показателей рентабельности активов, но подтвердилось для цены акций. Возможно, это связано с тем, что пресс-релизы сами по себе не являются обязательными документами, как, например, годовая отчетность. Чаще всего их пишут в рекламных целях, а потому сложность не столь значима (этот вывод согласуется с результатами работы [Henry, 2008]).

## Заключение

Настоящее исследование было направлено на изучение влияния особенностей пресс-релизов — с точки зрения их информативности — на финансовые показатели публичных компаний. Результаты работы свидетельствуют о том, что российский рынок только в последние годы стал уделять больше внимания пресс-релизам — они становятся длиннее, сопровождаются комментариями менеджеров и в целом более содержательны. Полученный в исследовании результат является значимым и для менеджмента, и для инвесторов. В целом отечественные менеджеры довольно правдиво освещают в пресс-релизах положение дел компаний и не манипулируют информацией. Отечественные инвесторы доверяют пресс-релизам о будущих результатах и склонны положительно реагировать на позитивную тональность публикаций, а также на заявления, относящиеся к раскрытию перспектив деятельности фирм.

Практическая значимость исследования заключается в предоставлении менеджерам информации о влиянии тональности пресс-релизов на реакцию фондового рынка, которую они смогут использовать для корректировки публикуемого текста и улучшения имиджа организации. Однако поскольку компании в действительности включают в пресс-релизы ценную информацию, используя лингвистические особенности текста, с целью уменьшения асимметрии информации, результат настоящего исследования будет полезен и инвесторам для более адекватной корректировки их ожиданий относительно будущего развития фирмы.

### Литература

1. Федорова Е. А., Афанасьев Д. О., Демин И. С., Пыльцин И. В., Нерсесян Р. Г., Лазарев А. М. Разработка тонально-тематического словаря EsSentiThemeLex для анализа экономических текстов на русском языке // Прикладная информатика. 2020. Т. 15. № 6. С. 58–77.
2. Abed S., Al-Najjar B., Roberts C. Measuring Annual Report Narratives Disclosure: Empirical Evidence from Forward-Looking Information in the UK Prior the Financial Crisis // Managerial Auditing Journal. 2016. Vol. 31. No 4–5. P. 338–361.
3. Arslan-Ayaydin Ö., Boudt K., Thewissen J. Managers Set the Tone: Equity Incentives and the Tone of Earnings Press Releases // Journal of Banking & Finance. 2016. Vol. 72(S). P. S132–S147.
4. Bonsall S. B., Bozanic Z., Merkley K. J. Managers' Use of Forward and Non-Forward-Looking Narratives in Earnings Press Releases. Ohio State University and Cornell University Working Paper. 2015.
5. Boudt K., Thewissen J. Jockeying for Position in CEO Letters: Impression Management and Sentiment Analytics // Financial Management. 2019. Vol. 48. No 1. P. 77–115.
6. Bozanic Z., Roulstone D. T., Van Buskirk A. Management Earnings Forecasts and Other Forward-Looking Statements // Journal of Accounting and Economics. 2018. Vol. 65. No 1. P. 1–20.
7. Caserio C., Panaro D., Trucco S. Management Discussion and Analysis: A Tone Analysis on US Financial Listed Companies // Management Decision. 2019. Vol. 58. No 3. P. 510–525.
8. Davis A. K., Piger J. M., Sedor L. M. Beyond the Numbers: Measuring the Information Content of Earnings Press Release Language // Contemporary Accounting Research. 2012. Vol. 29. No 3. P. 845–868.
9. Davis A., Tama-Sweet I. Managers' Use of Language Across Alternative Disclosure Outlets: Earnings Press Releases Versus MD&A // Contemporary Accounting Research. 2012. Vol. 29. No 3. P. 804–837.
10. Francis J., Schipper K., Vincent L. Expanded Disclosures and the Increased Usefulness of Earnings Announcements // The Accounting Review. 2002. Vol. 77. No 3. P. 515–546.
11. Henry E. Are Investors Influenced by How Earnings Press Releases Are Written? // Journal of Business Communication. 2008. Vol. 45. No 4. P. 363–407.
12. Huang X., Teoh S. H., Zhang Y. Tone Management // The Accounting Review. 2014. Vol. 89. P. 1083–1113.
13. Hussainey K., Schleicher T., Walker M. Undertaking Large-Scale Disclosure Studies When AIMR-FAF Ratings Are Not Available: The Case of Prices Leading Earnings // Accounting and Business Research. 2003. Vol. 33. No 4. P. 275–294.
14. Li F. Annual Report Readability, Current Earnings, and Earnings Persistence // Journal of Accounting and Economics. 2008. Vol. 45. No 2. P. 221–247.
15. Li F. The Information Content of Forward-Looking Statements in Corporate Filings—A Naïve Bayesian Machine Learning Approach // Journal of Accounting Research. 2010. Vol. 48. No 5. P. 1049–1102.

16. *Loughran T., McDonald B.* Measuring Readability in Financial Disclosures // *The Journal of Finance*. 2014. Vol. 69. No 4. P. 1643–1671.
17. *Loughran T., McDonald B.* Textual Analysis in Accounting and Finance: A Survey // *Journal of Accounting Research*. 2016. Vol. 54. No 4. P. 1187–1230.
18. *Loughran T., McDonald B.* When Is a Liability Not a Liability? Textual Analysis, Dictionaries, and 10-Ks // *The Journal of Finance*. 2011. Vol. 66. No 1. P. 35–65.
19. *Luo Y., Zhou L.* Managerial Ability, Tone of Earnings Announcements, and Market Reaction // *Asian Review of Accounting*. 2017. Vol. 25. No 4. P. 454–471.
20. *Matsumoto D., Pronk M., Roelofs E.* What Makes Conference Calls Useful? The Information Content of Managers' Presentations and Analysts' Discussion Sessions // *The Accounting Review*. 2011. Vol. 86. No 4. P. 1383–1414.
21. *Mohammad S., Turney P.* Emotions Evoked by Common Words and Phrases: Using Mechanical Turk to Create an Emotion Lexicon. Proceedings of the NAACL-HLT 2010 Workshop on Computational Approaches to Analysis and Generation of Emotion in Text. 2010. P. 26–34.
22. *Muslu V., Radhakrishnan S., Subramanyam K. R., Lim D.* Forward-Looking MD&A Disclosures and the Information Environment // *Management Science*. 2015. Vol. 61. No 5. P. 931–948.
23. *You H., Zhang X.* Financial Reporting Complexity and Investor Underreaction to 10-K Information // *Review of Accounting Studies*. 2009. Vol. 14. No 4. P. 559–586.

*Ekonomicheskaya Politika*, 2021, vol. 16, no. 3, pp. 138–157

**Elena A. FEDOROVA**, Dr. Sci. (Econ.). Financial University under the Government of the Russian Federation (49, Leningradskiy pr., Moscow, 125167, Russian Federation).

E-mail: ecolena@mail.ru

**Nadezhda V. LAPSHINA**. National Research University Higher School of Economics (11, Pokrovskiy b-r, Moscow, 101000, Russian Federation).

E-mail: lapshinanadezhda@gmail.com

**Mikhail P. LAZAREV**, Cand. Sci. (Phys. and Math.). Financial University under the Government of the Russian Federation (49, Leningradskiy pr., Moscow, 125167, Russian Federation).

E-mail: mp\_laz@mail.ru

**Alex I. BORODIN**, Dr. Sci. (Econ.). Plekhanov Russian University of Economics (36, Stremyanny per., Moscow, 115054, Russian Federation).

E-mail: Borodin.AI@rea.ru

### **Impact of Information in Press Releases on the Financial Performance of Russian Companies**

#### **Abstract**

When publishing press releases on earnings, a company can either reliably disclose additional information, or mislead the investor, hiding or, conversely, embellishing the facts. In this study, the authors assess the impact of the press release tone on a company's financial performance. The empirical base of the study includes quarterly financial indicators of Russian companies as well as semantic, linguistic and substantive features of quarterly press releases (in English and Russian)

for 2015–2019. As part of this work, to assess the impact of disclosing a company's prospects in press releases on its financial results, an authors' dictionary was created, designed as a library in the R environment; the final list consists of 373 words. The positive and negative coloring of the text in English was assessed by two dictionaries, namely Loughran and McDonald (LM), and Mohammad and Turney (NRC); the assessment of the sentiment of press releases in Russian was assessed by EcSentiThemeLex dictionary for assessing economic and financial texts; and complexity of the text was graded via the Bog Index. Panel regression was used to assess the impact of financial and textual factors on a company's financial performance. It was found that press releases are getting longer, accompanied by comments from managers and, in general, becoming more meaningful. As far as managers are concerned, domestic managers fairly truthfully consecrate real information about the state of affairs in the company in press releases and do not manipulate information. Investors also trust press releases about the company's future results, and tend to respond positively to the positive tone of the publications as well as to statements related to the disclosure of the company's prospects. *Keywords: text analysis, companies, press releases, forward-looking statements.*  
*JEL: G32, G41.*

### References

1. Fedorova Ye. A., Afanasyev D. O., Demin I. S., Pyltsin I. V., Nersesyan R. G., Lazarev A. M. Razrabotka tonal'no-tematicheskogo slovarya EcSentiThemeLex dlya analiza ekonomicheskikh tekstov na russkom yazyke [Development of a Tonal-Thematic Dictionary EcSentiThemeLex for the Analysis of Economic Texts in Russian]. *Prikladnaya informatika [Applied Informatics]*, 2020, vol. 15, no. 6, pp. 58-77. DOI:10.37791/2687-0649-2020-15-6-58-77. (In Russ.)
2. Abed S., Al-Najjar B., Roberts C. Measuring Annual Report Narratives Disclosure: Empirical Evidence from Forward-Looking Information in the UK Prior the Financial Crisis. *Managerial Auditing Journal*, 2016, vol. 31, no. 4-5, pp. 338-361. DOI:10.1108/MAJ-09-2014-1101.
3. Arslan-Ayaydin Ö., Boudt K., Thewissen J. Managers Set the Tone: Equity Incentives and the Tone of Earnings Press Releases. *Journal of Banking & Finance*, 2016, vol. 72(S), pp. S132-S147. DOI:10.1016/j.jbankfin.2015.10.007.
4. Bonsall S. B., Bozanic Z., Merkley K. J. *Managers' Use of Forward and Non-Forward-Looking Narratives in Earnings Press Releases*. Ohio State University and Cornell University Working Paper, 2015.
5. Boudt K., Thewissen J. Jockeying for Position in CEO Letters: Impression Management and Sentiment Analytics. *Financial Management*, 2019, vol. 48, no. 1, pp. 77-115. DOI:10.1111/fima.12219.
6. Bozanic Z., Roulstone D. T., Van Buskirk A. Management Earnings Forecasts and Other Forward-Looking Statements. *Journal of Accounting and Economics*, 2018, vol. 65, no. 1, pp. 1-20. DOI:10.1016/j.jaccoco.2017.11.008.
7. Caserio C., Panaro D., Trucco S. Management Discussion and Analysis: A Tone Analysis on US Financial Listed Companies. *Management Decision*, 2019, vol. 58, no. 3, pp. 510-525. DOI:10.1108/MD-10-2018-1155.
8. Davis A. K., Piger J. M., Sedor L. M. Beyond the Numbers: Measuring the Information Content of Earnings Press Release Language. *Contemporary Accounting Research*, 2012, vol. 29, no. 3, pp. 845-868. DOI:10.1111/j.1911-3846.2011.01130.x.
9. Davis A., Tama-Sweet I. Managers' Use of Language Across Alternative Disclosure Outlets: Earnings Press Releases Versus MD&A. *Contemporary Accounting Research*, 2012, vol. 29, no. 3, pp. 804-837. DOI:10.1111/j.1911-3846.2011.01125.x.

10. Francis J., Schipper K., Vincent L. Expanded Disclosures and the Increased Usefulness of Earnings Announcements. *The Accounting Review*, 2002, vol. 77, no. 3, pp. 515-546. DOI:10.2308/accr.2002.77.3.515.
11. Henry E. Are Investors Influenced by How Earnings Press Releases Are Written? *Journal of Business Communication*, 2008, vol. 45, no. 4, pp. 363-407. DOI:10.1177/0021943608319388.
12. Huang X., Teoh S. H., Zhang Y. Tone Management. *The Accounting Review*, 2014, vol. 89, pp. 1083-1113. DOI:10.2139/ssrn.2024674.
13. Hussainey K., Schleicher T., Walker M. Undertaking Large-Scale Disclosure Studies When AIMR-FAF Ratings Are Not Available: The Case of Prices Leading Earnings. *Accounting and Business Research*, 2003, vol. 33, no. 4, pp. 275-294. DOI:10.1080/00014788.2003.9729654.
14. Li F. Annual Report Readability, Current Earnings, and Earnings Persistence. *Journal of Accounting and Economics*, 2008, vol. 45, no. 2, pp. 221-247. DOI:10.1016/j.jacceco.2008.02.003.
15. Li F. The Information Content of Forward-Looking Statements in Corporate Filings - A Naïve Bayesian Machine Learning Approach. *Journal of Accounting Research*, 2010, vol. 48, no. 5, pp. 1049-1102. DOI:10.1111/j.1475-679X.2010.00382.x.
16. Loughran T., McDonald B. Measuring Readability in Financial Disclosures. *The Journal of Finance*, 2014, vol. 69, no. 4, pp. 1643-1671. DOI:10.2139/ssrn.1920411.
17. Loughran T., McDonald B. Textual Analysis in Accounting and Finance: A Survey. *Journal of Accounting Research*, 2016, vol. 54, no. 4, pp. 1187-1230. DOI:10.1111/1475-679X.12123/
18. Loughran T., McDonald B. When Is a Liability Not a Liability? Textual Analysis, Dictionaries, and 10-Ks. *The Journal of Finance*, 2011, vol. 66, no. 1, pp. 35-65. DOI:10.1111/j.1540-6261.2010.01625.x.
19. Luo Y., Zhou L. Managerial Ability, Tone of Earnings Announcements, and Market Reaction. *Asian Review of Accounting*, 2017, vol. 25, no. 4, pp. 454-471. DOI:10.1108/ARA-07-2016-0078.
20. Matsumoto D., Pronk M., Roelofsen E. What Makes Conference Calls Useful? The Information Content of Managers' Presentations and Analysts' Discussion Sessions. *The Accounting Review*, 2011, vol. 86, no. 4, pp. 1383-1414. DOI:10.2308/accr-10034.
21. Mohammad S., Turney P. Emotions Evoked by Common Words and Phrases: Using Mechanical Turk to Create an Emotion Lexicon. *Proceedings of the NAACL-HLT 2010 Workshop on Computational Approaches to Analysis and Generation of Emotion in Text*, 2010, pp. 26-34.
22. Muslu V., Radhakrishnan S., Subramanyam K. R., Lim D. Forward-Looking MD&A Disclosures and the Information Environment. *Management Science*, 2015, vol. 61, no. 5, pp. 931-948. DOI:10.1287/mnsc.2014.1921.
23. You H., Zhang X. Financial Reporting Complexity and Investor Underreaction to 10-K Information. *Review of Accounting Studies*, 2009, vol. 14, no. 4, pp. 559-586. DOI:10.1007/S11142-008-9083-2.

**«ЭКОНОМИЧЕСКАЯ ПОЛИТИКА»  
В МАГАЗИНАХ**

Москва

- **Циолковский**, Пятницкий пер., д. 8, стр. 1.  
Тел.: (495) 951-19-02. primuzee@gmail.com
- Киоски **Издательского дома «Дело»** в РАНХиГС, просп. Вернадского, д. 82.  
Тел.: (499) 270-29-78, (495) 433-25-02. magazin1@anx.ru

**«ЭКОНОМИЧЕСКАЯ ПОЛИТИКА»  
В ИНТЕРНЕТЕ**

Интернет-магазины

- интернет-магазин **Лабиринт**, <http://www.labyrinth.ru/>

В электронном виде

- <http://ecpolicy.ru/>
- [ulrichsweb.serialssolutions.com/](http://ulrichsweb.serialssolutions.com/)
- <http://dlib.eastview.com/>
- <https://ideas.repec.org/>
- <http://biblioclub.ru/>
- <http://www.econbiz.de/>
- <https://e.lanbook.com/>
- <http://elibrary.ru/>
- <http://cyberleninka.ru/>
- <http://ipscience.thomsonreuters.com/>

**Адрес редакции:** 125009, Москва, Газетный пер., д. 3–5, стр. 1.

**Тел.:** +7 (495) 691-77-21.

**E-mail:** [mail@ecpolicy.ru](mailto:mail@ecpolicy.ru).

**Сайт:** <http://ecpolicy.ru/>.

**Отпечатано в типографии** ООО «Формула цвета».

117292, Москва, ул. Кржижановского, д. 31.

Тираж 600 экз.

---

**Editorial address:** 3–5, Gazetny per., bldg 1,  
Moscow, 125009, Russian Federation.

**Tel.:** +7 (495) 691-77-21.

**E-mail:** [mail@ecpolicy.ru](mailto:mail@ecpolicy.ru).

**Website:** <http://ecpolicy.ru/>.

**Printed by** “Formula Tsveta” Ltd. Address: 31, ul. Krzhizhanovskogo,  
Moscow, 117292, Russian Federation.  
600 copies.