

М. В. Ершов ^{а)}, А. С. Танасова ^{б)}, Е. Ю. Соколова ^{в)}^{а, б, в)} Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации, Москва, Российская Федерация^{а)} <https://orcid.org/0000-0002-5811-9560>^{б)} <https://orcid.org/0000-0001-9796-5762>, e-mail: astanasova@fa.ru^{в)} <https://orcid.org/0000-0003-4240-0080>

О механизмах стимулирования внутреннего спроса как ключевого фактора роста экономики¹

В мировой экономике сохраняется повышенный уровень неопределенности. Высоки риски замедления экономического роста, а также обвалов на глобальных фондовых рынках. В таких условиях в России, экономика которой многие годы зависела от внешних факторов, а сейчас еще действуют и антироссийские санкции, закономерно встает вопрос поиска и обеспечения внутренних основ экономического роста, важнейшей из которых является внутренний спрос. Однако в стране сохраняется довольно неблагоприятная среда для развития экономической активности. Остаются высокими процентные ставки, курс рубля нестабилен, повышаются налоговые ставки, экономическая политика недостаточно понятна. На основе эконометрического анализа статистических данных регионов России (включающих ряд регионов ЦФО) была подтверждена выявленная другими экспертами слабая взаимосвязь инвестиций и валового регионального продукта. Это может быть следствием низкой эффективности осуществляемых инвестиций и относительно невысокого мультипликативного эффекта инвестируемых направлений. В сложившихся условиях правильный выбор отраслей с высоким мультипликатором и эффективностью инвестиций создает потенциал для повышения внутреннего спроса. При этом важны механизмы расширения ресурсов, направленных на региональный экономический рост. В этой связи сформулированы конкретные подходы, которые могут создать условия для расширения финансовых ресурсов регионов с целью поддержания экономической активности, внутреннего спроса и экономики в целом, в том числе с учетом социальной составляющей этих процессов. В числе подходов — формирование механизмов, стимулирующих участие в финансировании экономических процессов со стороны банков, выпуск федеральных или региональных облигаций с участием Банка России в качестве покупателя таких бумаг и др. Предложения в статье учитывают также зарубежный опыт стимулирования роста, включая региональный уровень. Они могут быть применены финансовыми регуляторами, а также профильными ведомствами регионов при выработке экономической политики.

Ключевые слова: экономический рост, внутренний спрос, денежно-кредитная политика, уровень инфляции, валютный курс, оборот торговли, доходы населения, ставка налога, инвестиции, расходы федерального бюджета, процентные ставки

Благодарность

Статья подготовлена по результатам исследований, выполненных за счет средств по Государственному заданию Финансового университета.

Для цитирования: Ершов М. В., Танасова А. С., Соколова Е. Ю. О механизмах стимулирования внутреннего спроса как ключевого фактора роста экономики // Экономика региона. 2021. Т. 17, вып. 1. С. 114-129. <https://doi.org/10.17059/ekon.reg.2021-1-9>

¹ © Ершов М. В., Танасова А. С., Соколова Е. Ю. Текст. 2021.

RESEARCH ARTICLE

Mikhail V. Ershov ^{a)}, Anna S. Tanasova ^{b)}, Elena Yu. Sokolova ^{c)}^{a, b, c)} Financial University under the Government of the Russian Federation, Moscow, Russian Federation^{a)} <https://orcid.org/0000-0002-5811-9560>^{b)} <https://orcid.org/0000-0001-9796-5762>, e-mail: astanasova@fa.ru^{c)} <https://orcid.org/0000-0003-4240-0080>**Stimulating Domestic Demand as a Key Factor of Economic Growth**

World economy shows a high level of uncertainty. There are considerable risks of economic slowdown and stock market collapse. For many years, the Russian economy has been dependent on external factors. Recently, when anti-Russian sanctions are imposed, it is particularly important to find internal sources of growth, including domestic demand as the most significant factor. However, environment for the development of the Russian economy remains unfavourable due to high interest rates, volatile exchange rate, increasing tax rates, and ambiguous economic policy. Based on the analysis of regional statistics (including some regions of the Central Federal District), we confirmed the weak relationship between investments and gross regional product (GRP) revealed by other scientists. This may be the result of poor investment efficiency and its low multiplier effect. In this situation, the right choice of sectors with high multipliers and investment efficiency creates the potential for increasing domestic demand. Simultaneously, mechanisms for the expansion of resources ensuring regional economic growth play an important role. In this regard, we developed approaches aimed at the creation of conditions for the expansion of regional financial resources to support economic activity, domestic demand and economy in general, considering a social aspect of these processes. Some of the proposed mechanisms stimulate the participation of banks in financing economic processes, federal or regional bond issuance (the Bank of Russia would be the main buyer), etc. These proposals consider the experience of other countries in stimulating economic growth, including at the regional level. Financial regulators and relevant regional agencies can use the research results for developing economic policies.

Keywords: economic growth, domestic demand, monetary policy, inflation, exchange rate, trade turnover, real disposable income of households, tax rate, budget spending, budget deficit, interest rate

Acknowledgements

The article has been prepared with the support of budgetary funds in accordance with the state task for the Financial University under the Government of the Russian Federation.

For citation: Ershov, M. V., Tanasova, A. S. & Sokolova, E. Yu. (2021). Stimulating Domestic Demand as a Key Factor of Economic Growth. *Ekonomika regiona [Economy of region]*, 17(1), 114-129, <https://doi.org/10.17059/ekon.reg.2021-1-9>

Введение

Проблема повышения темпов экономического роста и улучшения его качества стоит на повестке дня уже много лет. В очередной раз об этом заявил в 2019 г. Президент РФ В. В. Путин в своем послании Федеральному Собранию РФ, сказал, что «уже в 2021 году темпы роста российской экономики должны превысить 3 процента, а в дальнейшем опережать мировые», и важную роль в этом должны сыграть рост инвестиций и доходы семей¹.

Между тем, даже несмотря на низкий уровень инфляции, темпы роста российской экономики сохраняются невысокими. Более того, вновь наблюдается ухудшение структуры роста экономики, то есть он смещается в пользу сырьевых отраслей при уменьшении доли обрабатывающих сфер с более высокой добавленной стоимостью. Доходы населения в целом снижаются.

В условиях внешних ограничений и санкций опорой экономического роста должны стать внутренние механизмы, опирающиеся на внутренний спрос. Путем расширения внутреннего потребительского спроса государство могло бы повысить уровень жизни и платежеспособности населения, что, в свою очередь, положительно повлияло бы на динамику экономического роста России. Потребительский спрос увеличивает совокупный спрос в экономике и формирует макроэкономическое равновесие. Совокупный спрос — это сумма расходов на произведенные в экономике товары и услуги, которая показывает связь между объемом совокупного выпуска, пользующимся спросом хозяйствующих субъектов, и общим уровнем цен в экономике. Таким образом, если в экономике нет препятствий со стороны производства и имеются возможности обеспечения растущего спроса, то рост потребительского спроса будет положительно влиять на экономический рост страны. При этом государственная политика должна быть нацелена на сохранение экономического баланса через активное потре-

¹ Послание Президента Федеральному Собранию. 20.02.2019. URL: <http://kremlin.ru/events/president/news/59863> (дата обращения: 22.02.2019).

бление и, вместе с этим, оказывать воздействие на корпоративный сектор для предотвращения роста инфляции. Размер потребительского спроса — важный фактор роста экономики, имеющийся у государства. Для поддержания и расширения внутреннего потребительского спроса нужна целенаправленная государственная политика [1]. Данные механизмы должны включать, в частности, меры, стимулирующие корпоративный сектор, которые бы повышали заинтересованность предприятий в участии в этом процессе. Реализация государственных мер должна привести к расширению доходной базы домохозяйств как главного источника формирования потребительского спроса, а также иметь положительный эффект от использования потребительских доходов в экономике страны¹ [2; 3, с. 386–432].

В этой связи использование всего потенциала механизмов поддержания внутреннего спроса как ключевого драйвера роста экономики требует максимального внимания, поскольку от их успешного применения будет в конечном итоге зависеть реализация задач, стоящих перед российской экономикой.

Методы

В работе использованы методы системного анализа, экономико-статистические методы и межстрановые сопоставления. Применялся сопоставительный анализ социально-экономических показателей российских регионов. С помощью регрессионного анализа были рассчитаны зависимости динамики валового регионального продукта (ВРП) от динамики инвестиций и оборота розничной торговли по субъектам Центрального федерального округа на основе годовых данных за период 2000–2017 гг. В ходе анализа применялись также лаги периодом от 1 до 3 лет. В качестве источников исходных показателей для анализа были использованы официальные данные Федеральной службы государственной статистики.

Нестабильный рост и внешние риски

Рост экономики России с 2013 г. стабильно ниже темпов роста мирового ВВП. Согласно различным прогнозам, низкие темпы ро-

¹ Элементы, определяющие внутренний рост и влияющие на рост ВВП, описываются известной формулой $Y = C + I + G + (E - I)$, где Y — ВВП; C — потребительские расходы населения; I — валовые внутренние частные инвестиции; G — государственные закупки; $E - I$ — чистый экспорт (экспорт минус импорт). Каждый из элементов вносит значимый вклад в экономический рост.

ста в России сохранятся и в ближайшие годы². Это осложняет решение задач, поставленных Президентом РФ В. В. Путиным в майских указах 2018 г., где в качестве национальной цели развития, в том числе значится «обеспечение темпов экономического роста выше мировых»³.

Определенное ограничительное давление на расширение экспорта могут оказать и антироссийские санкции. Кроме того, нестабильность на внешних финансовых рынках и геополитическая напряженность способствуют сохранению высокого уровня неопределенности [4]. В случае обвала на мировых финансовых рынках цены на сырьевых рынках могут существенно снизиться, что сократит приток экспортной выручки в РФ.

Важно отметить, что Россия входит в число стран, ключевым драйвером роста экономики которых является внешний спрос [5]. В частности, согласно ЮНКТАД [6, с. 13–14], к таким странам (где ключевым драйвером роста экономики является внешний спрос) относятся 19 из 30 стран (рис. 1). Причем почти половина из них сильно зависит от товарного и нефтяного экспорта. Именно эта группа стран подвержена влиянию нестабильности мировой конъюнктуры и глобального экономического роста, так как динамика товарного экспорта является проциклической и расширяется в периоды роста глобальной экономики и сокращается в периоды спада. Россия пока не добилась значимого прогресса в диверсификации экспорта, и попытки это сделать происходят посредством расширения уже имеющихся линеек продукции, а не новой продукции⁴, поэтому у РФ, безусловно, сохраняются риски быть сильнее подверженной колебаниям мировой конъюнктуры.

Поскольку прогнозы роста в основных странах выглядят сдержанно, а также вносят свою негативную роль санкционные препятствия (включая санкции, которые могут распространяться на третьи стороны), рассчитывать на внешний фактор как существенный меха-

² World Economic Outlook, October 2019. Global Manufacturing Downturn, Rising Trade Barriers. IMF. October 2019. URL: <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2019/10/01/world-economic-outlook-october-2019> (date of access: 01.12.2019).

³ Указ Президента Российской Федерации от 07.05.2018 г. № 204. URL: <http://www.kremlin.ru/acts/bank/43027> (дата обращения: 01.02.2019).

⁴ Russia's Economy: Preserving Stability, Doubling Growth, Halving Poverty — How? December 4, 2018: 40th issue of the Russia Economic Report. World Bank. URL: https://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/celex_32016d0010_en_txt.pdf (date of access: 01.02.2019).

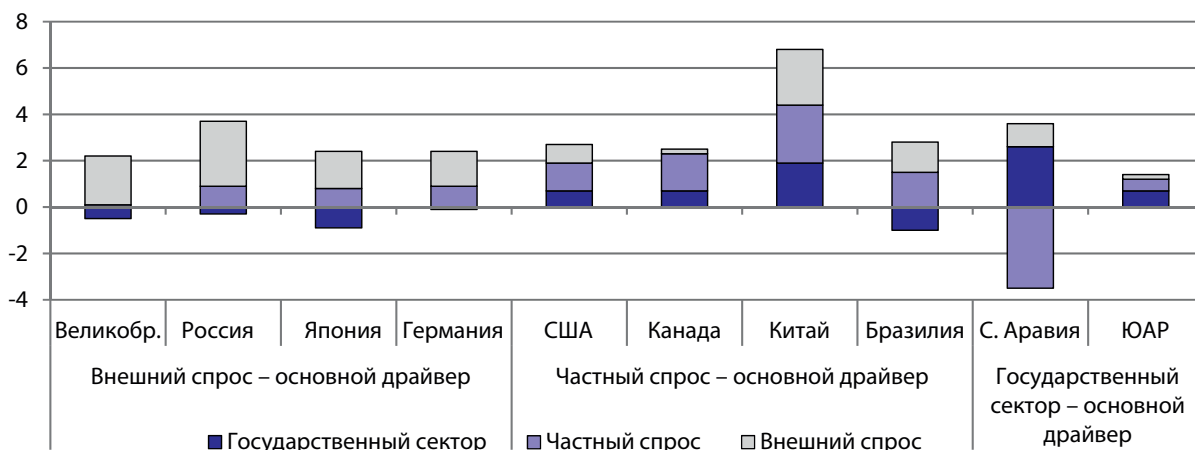


Рис. 1. Драйверы роста в ряде стран в 2017–2018 гг. (источник: составлено по данным ЮНКТАД, https://unctad.org/en/PublicationsLibrary/tdr2018_en.pdf)

Fig. 1. Growth drivers in a number of countries in 2017–2018

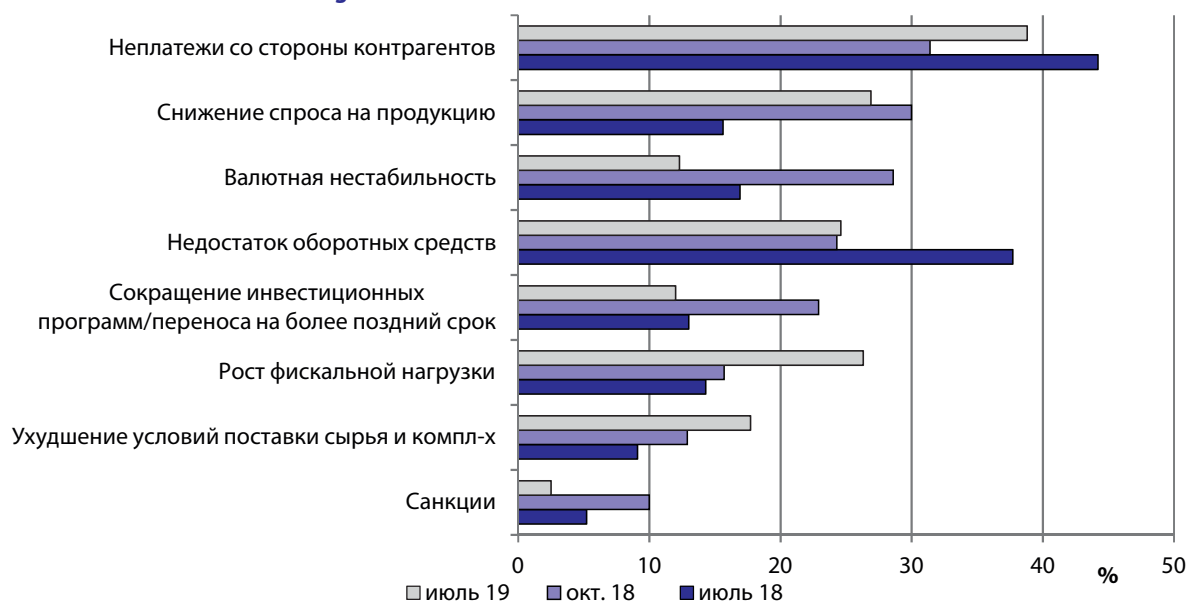


Рис. 2. Опрос РСПП: ограничения, которые оказали наиболее негативное воздействие на деятельность компаний (источник: РСПП, <http://old.rssp.ru/library/section/10>)

Fig. 2. Survey of the Russian Union of Industrialists and Entrepreneurs (RUIE): restrictions that had the most negative impact on activities of companies

низм, стимулирующий спрос на российские товары, приходится лишь с оговорками. В таких условиях представляется целесообразным повышение значимости внутреннего спроса и национальных механизмов как рычагов роста и для отдельных направлений и регионов, и для экономики в целом.

Отметим, что, согласно ряду исследований [7–9], хотя значимость внутренних источников и внутреннего спроса для экономического роста различается по странам, во многих странах внутренние источники являются важнейшей составляющей роста.

Однако проводимая различными ведомствами экономическая политика в РФ — денежно-кредитная, бюджетная, налоговая, — крайне несогласована и создает препят-

ствия для расширения текущей и инвестиционной активности, внутреннего спроса и всей экономики.

Факторы, ограничивающие внутренний спрос в России

Низкие темпы роста экономики во многом являются результатом низкого спроса как со стороны домашних хозяйств, так и со стороны бизнеса. Так, согласно опросу РСПП, именно снижение спроса на продукцию называлось в числе основных ограничений деятельности компаний с конца 2018 г.¹ При этом еще в сере-

¹ Состояние российской экономики и деятельность компаний — октябрь 2018 года. РСПП. URL: <http://xn--o1aabe.xn--p1ai/library/view/200?s=10> (дата обращения: 01.02.2019).

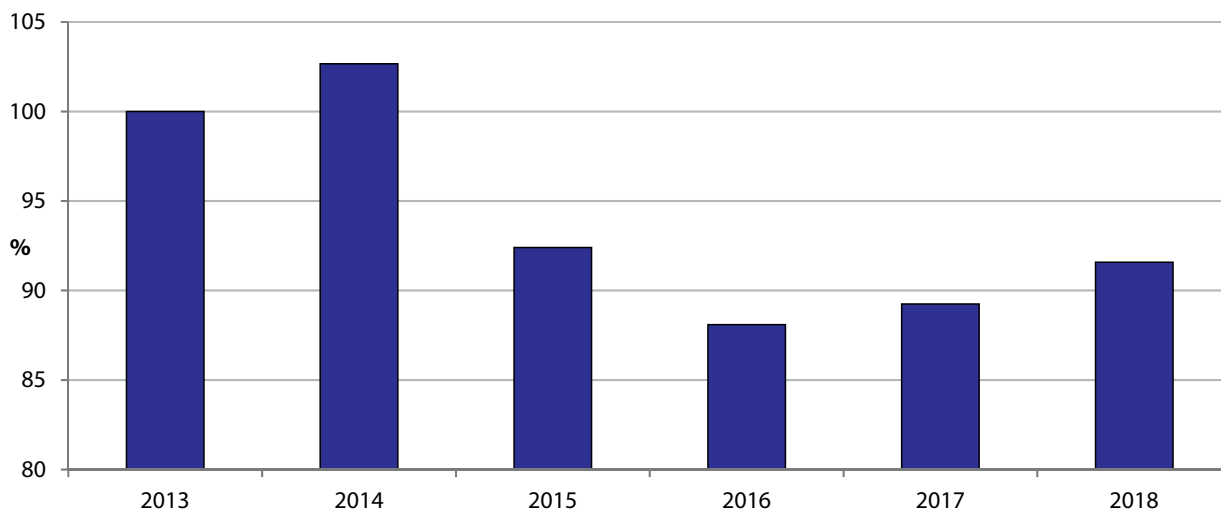


Рис. 3. Индексы физического объема оборота розничной торговли, 2013 г. = 100, % (источник: рассчитано по данным Росстата)

Fig. 3. Indices of retail trade turnover, 2013 = 100, %

дине 2018 г. проблема выглядела легче — данное препятствие обозначали в два раза меньше респондентов. В 2019 г. проблема также сохранилась (рис. 2).

В сложившихся условиях важную роль должен сыграть внутренний спрос — спрос со стороны бизнеса и домашних хозяйств. Однако в последние годы со стороны домашних хозяйств наблюдается низкий спрос. Так, за период 2000–2013 гг. среднегодовой индекс физического объема оборота розничной торговли превысил 109 %, а за период 2014–2018 гг. он составил всего 98,4 %. Это свидетельствует о существенном снижении покупательной активности домохозяйств, а также о формировании отложенного спроса, увеличивая потенциал этого фактора в будущем.

По итогам 2018 г. оборот розничной торговли вырос на 2,8 %. Причем в целом в регионах картина несколько улучшилась. Так, если в 2016 г. положительная динамика оборота розничной торговли была только в 10 регионах

(Чукотский АО, Ленинградская область, Белгородская область, Республика Адыгея, Костромская область, Московская область, Краснодарский край, Санкт-Петербург и Севастополь), то в 2018 г. все регионы за исключением одного (Республика Дагестан) показали рост. Тем не менее в целом оборот розничной торговли в 2015–2018 гг. ниже уровня 2014 г. (рис. 3).

Это во многом обусловлено снижающимися реальными располагаемыми доходами населения с 2014 г., когда его темпы были преимущественно ниже нуля (рис. 4). По итогам 2018 г. был отмечен незначительный рост реальных доходов (1,1 %). При этом в 43 регионах динамика была отрицательной, в четырех рост был нулевой. Естественно, сокращающиеся доходы не являются фактором, поддерживающим внутренний спрос домашних хозяйств.

При этом рост розничной торговли происходит во многом благодаря наращиванию задолженности населения перед банковским сек-

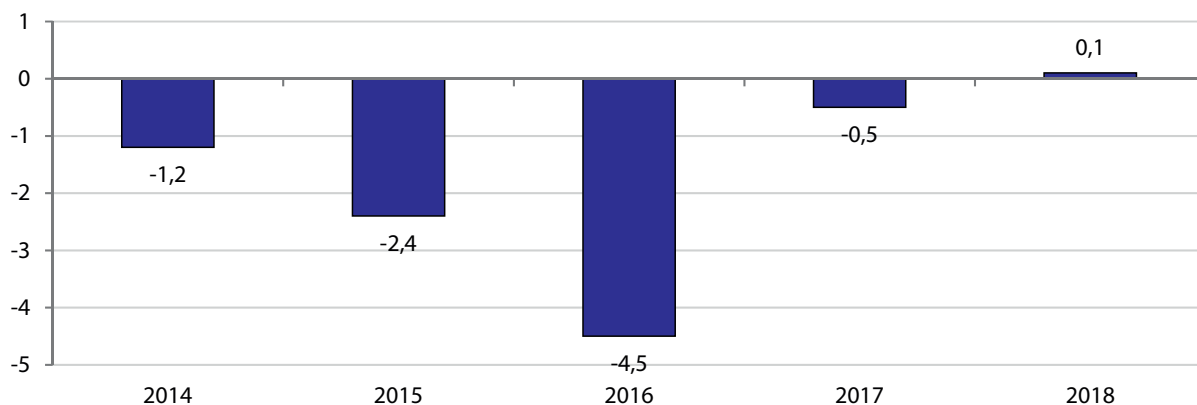


Рис. 4. Реальные располагаемые доходы населения, г/г., % (источник: данные Росстата)

Fig. 4. Real disposable household income, y./y., %

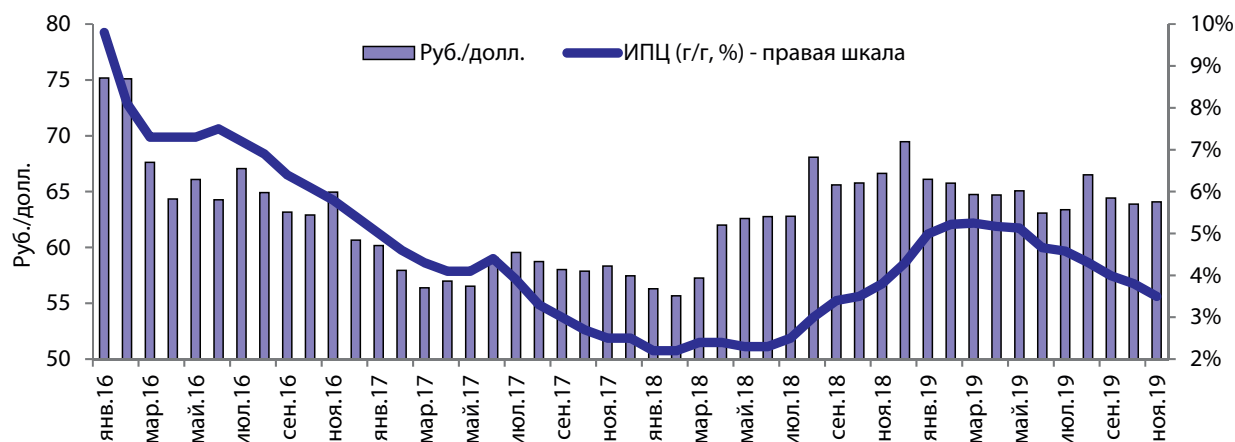


Рис. 5. Инфляция и курс рубля в январе 2016 г. — ноябре 2019 г., % (источник: построено по данным ЦБ РФ)

Fig. 5. Inflation and the rouble exchange rate in the period 2016 — Nov. 2019, %, y./y.

тором. Так, портфель кредитов населению растет темпами, превышающими рост портфеля кредитов нефинансовым организациям (52 % и 15 % соответственно за период 2015 г. — октябрь 2019 г.). Частично рост задолженности происходит вследствие рефинансирования ранее взятых кредитов. Однако в условиях стагнирующих инвестиций и производства, которые будут тормозить повышение доходов населения, такая ситуация несет определенные риски как для населения, так и для стабильности отдельных банков. Учитывая меры Банка России по ограничению потребительского кредитования банками, которые регулятор вводит в последнее время, столь же активное рефинансирование населением ранее взятых банковских кредитов в дальнейшем может быть затруднено. В целом неоправданное наращивание задолженности населения является фундаментальным фактором, снижающим потенциал потребительского спроса в будущем.

Ограничителем потребительского спроса является и сложившийся высокий абсолютный уровень цен, хотя годовой показатель инфляции в 2017–2018 гг. находился на исторически низких для России уровнях. За период 2014–2018 гг. цены на потребительские товары выросли более чем на 40 %. Рост цен на отдельные товары в этот период достиг 50–90 %. Это означает, что даже при невысокой инфляции домашние хозяйства при сокращающихся доходах уже не могут позволить себе покупать тот набор потребительских товаров, который могли позволить себе пять лет назад. Поэтому, несмотря на то, что в 2017–2018 гг. цены росли меньшими темпами, чем в предыдущие годы, важен сложившийся абсолютный уровень цен, который в настоящее время существенно ограничивает потребительский спрос.

Отметим, что в последние годы после введения режима свободного плавления рубля осенью 2014 г. его курс был одним из основных факторов инфляции. При этом ранее, например, в 2005 г., вклад валютного фактора в инфляцию был почти нулевым. Переход к режиму свободного плавления рубля существенно изменил ситуацию. По оценкам МЭР, в 2015 г. валютный фактор внес основной вклад в инфляцию и достиг максимального уровня — свыше 50 %. Так, в 2016 г. Министерство экономического развития РФ подчеркивало: «В среднем за 2015 год к предыдущему году инфляция составила 15,5 %. Основной вклад в ускорение инфляции внесла девальвация рубля, начавшаяся в конце 2014 г. По оценке Минэкономразвития России, вклад девальвации в инфляцию составил в среднем за год около 8 п. пунктов»¹. В частности, обесценение рубля весной и летом 2018 г. сопровождалось ускорением инфляции, которая по итогам 2018 г. составила 4,3 % (рис. 5).

Расчеты показывают, что увеличение курса доллара на 1 рубль приводит к росту инфляции на 0,21 %. Увеличение курса доллара на 1 рубль с лагом в 6 месяцев также оказывает положительное влияние на инфляцию и приводит к росту инфляции на 0,172 %. Таким образом, был выявлен двойной эффект влияния номинального курса доллара США: часть цен изменяется сразу, в том же месяце, а часть — в течение полугодия.

Укажем также, что дешевеющий рубль сжимает внутренний спрос, при этом дорожающий рубль, напротив, оказывает обратный эффект,

¹ Об итогах социально-экономического развития Российской Федерации в 2015 г. // Министерство экономического развития Российской Федерации. 10.02.2016. URL: <http://economy.gov.ru/minec/about/structure/depmacro/2016090201> (дата обращения: 01.02.2019).

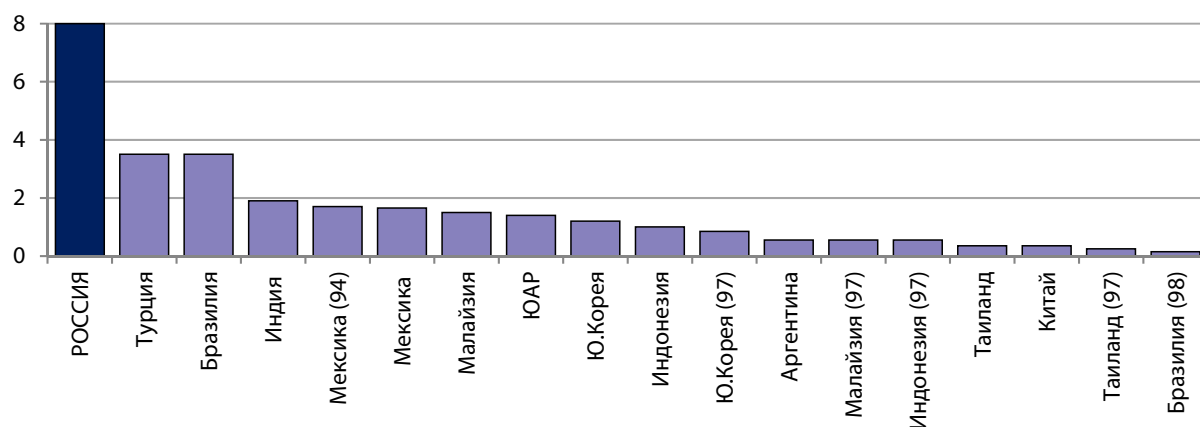


Рис. 6. Волатильность валютных курсов ряда стран в 2015 г. (источник: построено по данным ЕЦБ)

Fig. 6. Volatility of exchange rates in a number of countries, 2015

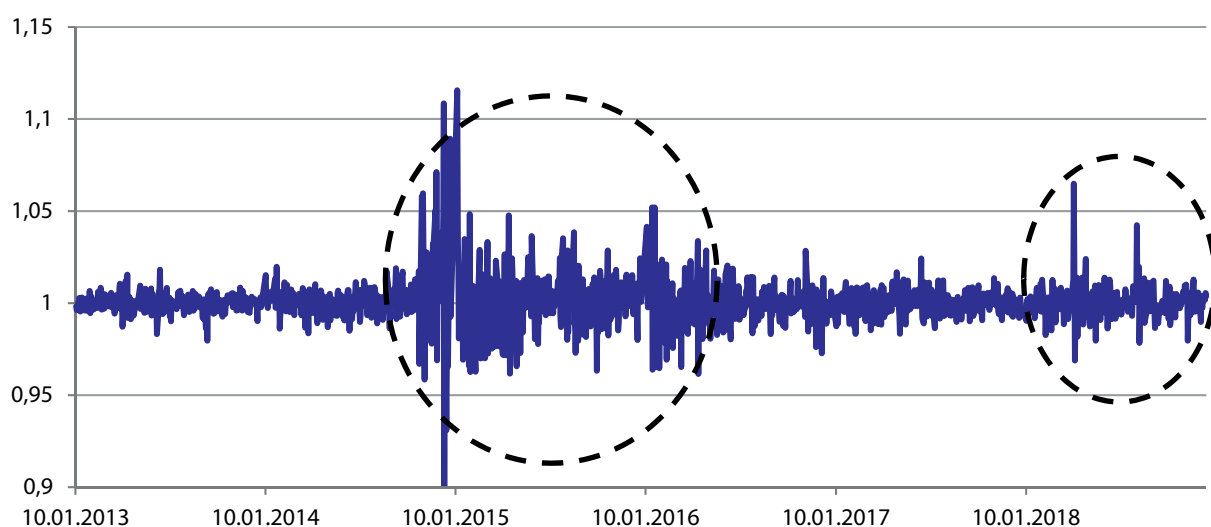


Рис. 7. Волатильность курса рубля (источник: по данным ЦБ РФ)

Fig. 7. Volatility of the rouble exchange rate

тормозя рост цен и создавая тем самым условия для расширения потребительского спроса. Более того, удорожание рубля усиливает эффект дохода, способствуя большей склонности к потреблению в целом [10].

Также дешевеющий рубль вносит значимый вклад в рост цен производителей. Отметим, что за период 2014–2018 гг., то есть после введения режима свободного плавления, цены производителей повысились на 55 %. За 2014–2018 гг. уровень цен на продукцию инвестиционного назначения увеличился на 35 %, уровень цен приобретения машин и оборудования инвестиционного назначения повысился на 45 %. Рост цен производителей сокращает эффективность их деятельности и ограничивает доходы работников.

Нестабильность курса рубля была названа в опросе РСПП в числе первых трех факторов, тормозящих развитие.

Резкому росту волатильности рубля способствовал переход в режим свободного плава-

ния. Более того, в 2015 г. рубль был самой волатильной валютой в мире (рис. 6). Это значительно ухудшило инвестиционные планы бизнеса и подорвало спрос населения. В целом высокая волатильность национальной валюты затрудняет нормальное планирование бизнеса и ухудшает перспективы развития [11].

В 2018 г. волатильность рубля росла каждый раз, когда объявлялись антироссийские санкции (весной и осенью) и рубль дешевел (рис. 7). Дешевающий рубль затрудняет инвестиционный импорт, что ограничивает развитие отдельных отраслей, особенно сильно зависящих от импортных комплектующих и сырья.

Подчеркнем, что недостаточное внимание регуляторов к такому фактору инфляции, как курс рубля, может привести к повышению вклада этого компонента в инфляцию и, в конечном итоге, будет способствовать общему увеличению уровня цен. С целью снижения уровня инфляции и уменьшения инфляционных рисков нельзя допускать увеличения вола-

тельности курса рубля, значительной девальвации курса рубля, а также существенного усиления нынешнего достаточно высокого уровня недооценки курса рубля по отношению к курсу по ППС (в 2,5 раза).

Еще одним фактором роста инфляции является повышение базовой ставки НДС с 2019 г., решение о котором было принято в 2018 г. Оно спровоцировало рост потребительских цен уже во второй половине 2018 г. В 2019 г. вклад повышения НДС в инфляцию оказался умеренным и отмечался в основном в первой половине года, что является результатом ряда факторов: частичного включения в уровень цен ожидаемого роста НДС уже в 2018 г., укрепления рубля в 2019 г., более плавного повышения цен крупными розничными торговыми сетями.

Планы по росту НДС способствовали повышению ожиданий населения по инфляции с середины 2018 г. Банк России, расценив, что неопределенность с дальнейшей динамикой цен и инфляционными ожиданиями высока, во второй половине 2018 г. дважды повысил ключевую ставку (до 7,75 % в декабре).

Кроме того, повышение ставки НДС будет способствовать дальнейшему ухудшению структуры роста экономики, замедляя рост в отраслях с повышенной добавленной стоимостью. Отметим, что в 2018 г. рост в добывающих производствах вновь превышал рост в обрабатывающих (4,1 % и 2,6 % соответственно). В 2019 г. данная тенденция продолжилась.

Отметим, что снижение уровня налогов является значимым и активно применяемым инструментом для стимулирования экономического роста в мире. В частности, в последние годы отмечалось значительное уменьшение ставки налогов в США и Китае. За последние 20 лет заметно снижен налог на корпоративные доходы в странах ОЭСР. В России этот налог также уменьшен, но существенно меньше, чем в среднем в странах ОЭСР (рис. 8).

Вследствие высоких процентных ставок на российском рынке, нестабильного курса рубля, постоянно меняющейся налоговой нагрузки, а также в целом высокой неопределенности перспектив развития динамика инвестиций в основной капитал в 2014–2016 гг. была отрицательной. Снизилась и доля инвестиций в ВВП (рис. 9). Хотя в целом отношение инвестиций к ВВП в России соответствует показателю ряда развитых стран, тем не менее она существенно ниже, чем у лидеров в группе развивающихся стран, которые показывают высокие темпы роста экономик.

Объем инвестиций в 2018 г. в России вырос на 4,3 %. Укажем при этом, что в 38 регионах из 85 динамика инвестиций была отрицательной (год к году). По итогам 2017 г. таких регионов было 32.

В России инвестиционные показатели характеризуются высокой концентрацией в отдельных регионах. Отметим, что уровень концентрации инвестиций в 10 российских регионах, на которые приходится наибольший объем инвестиций, нестабилен, но имеет в целом тенденцию к сокращению: с 53 % в 2000 г. до 48 % в 2017 г. Однако в 32 регионах суммарный объем инвестиций составляет всего 1,2 трлн руб., что соответствует 7,6 % от общего объема инвестиций.

В последние годы на региональном уровне применяется широкий комплекс мер для стимулирования инвестиций (например, создание территорий опережающего развития, особых экономических зон и др.). Интересно, что в ряде регионов отношение инвестиций к ВВП заметно превосходит средние показатели по России. При этом в ряде таких регионов динамика ВВП имеет негативную динамику за ряд лет (например, Республика Коми, Оренбургская область, Республика Бурятия, Смоленская область, Самарская область, Кемеровская область, Челябинская область и др.).

Отметим, что увеличение инвестиций не является гарантией экономического роста или единственным источником роста [12, 13]. Ряд исследований подтверждает, что связь между ростом экономики и ростом инвестиций часто довольно слабая, однако рост инвестиций при этом действительно препятствует замедлению экономического роста [14]. Согласно другим исследованиям, в странах с высокими доходами связь инвестиций и экономического роста со временем ослабевает, и в ряде таких стран связь может стать негативной, при этом в странах с низкими доходами связь между инвестициями и экономическим ростом чаще положительная [15]. В целом влияние инвестиций на экономический рост различается по странам и может изменяться со временем [16]. Это связано не только с законом снижения отдачи на капитал, но и с более высокими требованиями к организации инвестиционных проектов в развитых странах, что отдаляет получение дохода от капитальных вложений с момента осуществления инвестиций [17].

Проведенный анализ взаимосвязи роста валового регионального продукта (ВРП) с инвестициями и оборотом розничной торговли по ряду субъектов Центрального федерального

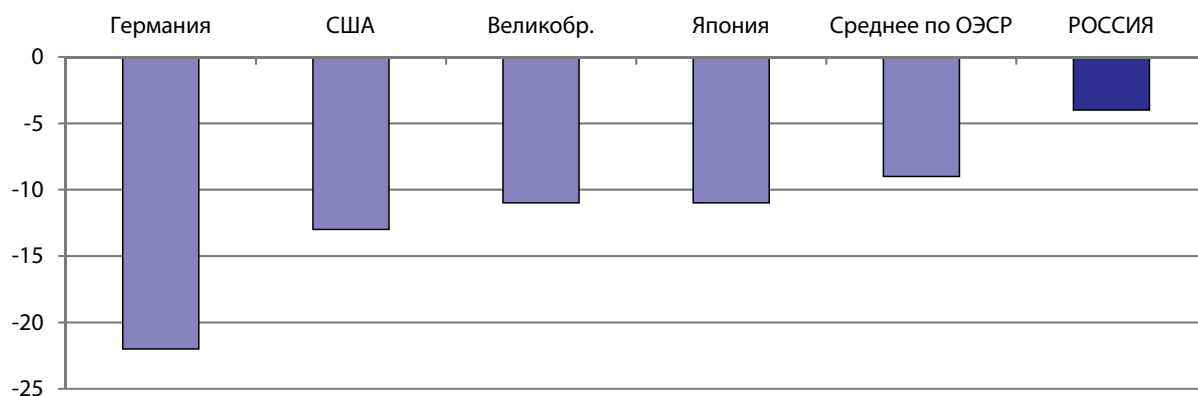


Рис. 8. Динамика ставок налога на корпоративные доходы за 2000–2019 гг., % (источник: ОЭСР)

Fig. 8. Dynamics of corporate income tax rates for the period 2000–2019, %

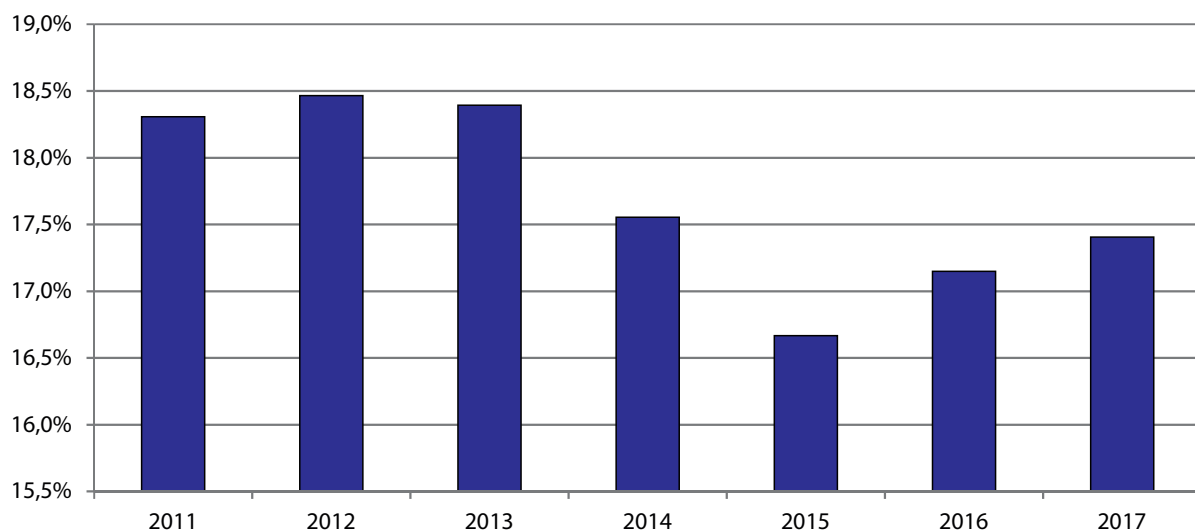


Рис. 9. Отношение инвестиций к ВВП, % (источник: рассчитано по данным Росстат)

Fig. 9. Ratio of investment to GDP, %

округа показал, что связь между данными показателями достаточно малозаметна, в отдельных регионах связь выявляется лишь с учетом лагов (в один год или более). Такой вывод в целом соответствует исследованиям, проведенным и на международном уровне. Низкая взаимосвязь может быть обусловлена как низким уровнем эффективности инвестиций и часто их невысоким мультипликативным эффектом, так и техническими обстоятельствами (речь, в частности, может идти о неточности статистического учета данных).

Отметим, что во многих странах (Германия, Италия, Япония, Южная Корея, Китай, Малайзия и др.) повышение нормы инвестиций с 20 % до 30 % и выше способствовало устойчивости темпов роста экономики 5–6 % [18, с. 216]. В российских регионах, учитывая сложившуюся ситуацию с низкими и сжимающимися доходами и ухудшающимся уровнем жизни населения, инвестиции играют крайне важную роль в стимулировании роста произ-

водства и формирования новых рабочих мест. Это должно способствовать повышению доходов домашних хозяйств и расширению спроса. Однако размещение инвестиций требует тщательного подхода, в том числе с учетом структуры экономики региона и мультиплицирующего эффекта от инвестиций [19], который, как представляется, во многих регионах остается низким.

Важным фактором низкого уровня инвестиций является сохраняющийся длительный период высоких процентных ставок. Это, по мнению многих экономистов, является существенным фактором, тормозящим развитие экономики, и в особенности обрабатывающей промышленности и несырьевых отраслей [18 с. 68–96; 20, с. 305–314]. При этом уровень ставок превышает среднюю рентабельность в экономике¹. Большинство отраслей имеет рента-

¹ Центр макроэкономического анализа и краткосрочного прогнозирования. Тринадцать тезисов об экономике.

бельность оборотных средств ниже, чем ставка по банковским кредитам (такая ситуация наблюдается в том числе в таких основополагающих отраслях как машиностроение, строительство и др.). В 2019 г. Банк России неоднократно снижал ключевую ставку, что очевидно способствует созданию более благоприятной среды с точки зрения расширения потребительского и инвестиционного спроса, и, следовательно, экономики в целом. Отметим, однако, что руководство Банка России говорит о том, что процентные ставки на нынешнем этапе не играют той роли, которую могли бы, для стимулирования роста экономики. Действительно, укажем, что решение проблемы уже вышло за решение собственно денежно-кредитных вопросов и связано и с деловым климатом, и с повышением неопределенности в целом и др., что, естественно, тормозит осуществление нормальных экономических процессов. Об этом же свидетельствует и значительный объем невостребованных средств частного бизнеса в коммерческих банках (более 30 трлн руб.).

(Справочно: в свою очередь, в таких условиях в российском банковском секторе сформировался структурный профицит ликвидности, то есть накопились средства, которые не востребованы экономикой. Объем этих ресурсов на середину декабря 2019 г. превысил 3 трлн руб., что соответствует 17 % совокупных инвестиций в экономику России за весь 2018 г. и совокупному объему инвестиций в 48 регионах. Причем, по прогнозам Банка России, уровень профицита ликвидности сохранится и к концу 2022 г. достигнет 5 трлн руб.¹, что свидетельствует о том, что регулятор не планирует стимулировать направление этих средств в реальную экономику.)

В таких условиях Банк России справедливо говорит, что «устойчивое повышение темпов роста российской экономики, основанное на внутренних источниках развития, возможно только при координации действий всех органов власти, объединении усилий частного и государственного секторов на всех уровнях, а также улучшении делового климата, неотъемлемым элементом которого является ценовая стабильность»².

Отметим, что тенденции к более жесткой увязке к денежно-кредитной и бюджетной по-

литике становятся более распространенными во всем мире. В частности, бывший глава ЕЦБ М. Драги подчеркивал необходимость повышения роли бюджетных механизмов в дополнение к механизмам денежно-кредитной политики³. В российских условиях аналогичные подходы становятся все более актуальными и востребованными.

Возможности бюджетов регионов в России во многом определяются возможностями федерального бюджета. При этом важно отметить, что к ключевым факторам, ограничивающим инвестиционные процессы в регионах, относится также недостаток у них собственных финансовых ресурсов [21, 22]. Одной из причин этого является целевая направленность финансовых ресурсов, предоставляемых из центра в регионы, основная часть которых предназначена на социальные нужды без должного учета инвестиционных нужд регионов [23, с. 115]. В определенной мере ситуацию могут улучшить трансферты из федерального бюджета для реализации национальных проектов, которые начались в 2019 г. Это привело к росту доли трансфертов в доходах консолидированных региональных бюджетов, и способствовало росту региональных расходов в постоянных ценах. Однако с 2020 г. предусматривается сокращение доли трансфертов в региональных доходах. Планируемое сокращение доли бюджетных трансфертов в доходах регионов создает риски для реализации национальных проектов, особенно на фоне неравномерности развития и бюджетной обеспеченности регионов. При общем снижении трансфертов увеличение средств на исполнение нацпроектов усилило централизацию принятия решений и уменьшило самостоятельность регионов за счет жесткого регламента расходования распределяемых средств.

При этом анализ результатов исполнения консолидированных бюджетов регионов свидетельствует об их недостаточной сбалансированности и значительном уровне дифференциации субъектов РФ.

В целом положение региональных финансов остается непростым, хотя в 2018–2019 гг. показатели региональных бюджетов улучшились [24]. Расходы бюджетов в целом имеют растущую динамику.

Политика федерального центра в последние годы была связана с давлением на регионы

Вып. 6. 21.10.2018. URL: http://www.forecast.ru/_ARCHIVE/Mon_13/2018/oct2018.pdf (дата обращения: 01.02.2019).

¹ Банк России. Основные направления единой денежно-кредитной политики на 2020 год и период 2021 и 2022 годов. М., 2019.

² Там же. С. 4.

³ Draghi M. Policymaking, responsibility and uncertainty. 11.10.2019. URL: <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2019/html/ecb.sp191011~b0a4d1e7c5.en.html> (date of access 15.10.2019).

с целью снижения последними бюджетного дефицита и долга. Совокупный долг регионов сокращается третий год подряд и за период с начала 2017 г. снизился на 18,5 %, составив 1,9 трлн руб. на 1 декабря 2019 г. В 2019 г. сокращение долга наблюдалось в большинстве регионов, а рост — лишь в 7 регионах.

Динамика структуры регионального долга за последние шесть лет характеризуется существенным увеличением доли бюджетных кредитов и постепенным сокращением доли коммерческих кредитов банков (то есть более дорогих кредитов). Основная часть долга регионов на начало декабря 2019 г. приходилась на бюджетные кредиты — более 46 %, доля банковских кредитов сократилась до 20 % (с 34 % в конце 2016 г.). Отметим, что предоставление бюджетных кредитов из федерального бюджета бюджетам субъектов РФ с 2020 г. не предусмотрено.

В 2018 г. общий бюджет регионов был сведен с профицитом, это произошло впервые с 2007 г., когда профицит составил менее 40 млрд руб. В 2018 г. профицит достиг около 500 млрд руб., а в первом полугодии 2019 г. — почти 700 млрд руб., на треть превысив показатель первого полугодия 2018 г.

Согласно оценкам Минфина¹, в 2020–2022 гг. консолидированные бюджеты субъектов будут профицитными. Объем профицита будет расходоваться на погашение кредитов, полученных от банков, а также бюджетных кредитов, на выкуп ценных бумаг.

В то же время, при том, что дефицит бюджета во многих странах является механизмом развития экономики (например, ряд ведущих стран имеют дефицитный бюджет на протяжении последних 40 лет — в США, Японии, Великобритании), сохранение профицитных бюджетов в российских регионах, означающее изъятие средств из экономического оборота, особенно в ситуации низкой экономической активности, требует обстоятельного анализа для подтверждения целесообразности применения таких подходов.

По оценкам Минфина, уже в 2019–2021 гг. российские регионы могли столкнуться с недостатком средств на финансирование социальных расходов, что вновь могло способствовать росту их долга. Ожидалось, что за этот период долг вырастет и к 01.01.2021 г. составит 2,8 трлн руб. Некоторый позитивный вклад в ситуацию с кредитной задолженностью отдельных ре-

гионов предполагался в связи с реструктуризацией, которая предусматривалась в федеральном бюджете на 2020–2022 гг. (предполагается пролонгирование срока возврата бюджетных кредитов, если регионы возьмут на себя обязательства направить на финансирование объектов инфраструктуры средства, высвободившиеся от снижения ежегодного объема погашения задолженности).

Отметим, что агентство Moody's в декабре 2019 г. дало стабильный прогноз по финансовому состоянию российских регионов на 2020 г., обозначив в числе ключевых факторов такой оценки растущие доходы бюджетов субъектов. Эксперты считали, что снижение ставок и инфляции при низком спросе на кредиты создаст условия для рефинансирования долгов бюджетов². При этом рейтинговое агентство АКРА придерживалось более осторожных оценок, подчеркивая, что возможность реструктуризации бюджетных кредитов, предусмотренная в федеральном бюджете на 2020–2022 гг., могло привести к росту расходов и долговой нагрузки отдельных регионов за счет новых коммерческих кредитов. Кризис, начавшийся в 2020 г. вследствие пандемии, внес свои коррективы в бюджеты регионов и еще больше осложнил их положение³.

Важно иметь в виду, что в целом наблюдается все большая зависимость домохозяйств от доходов из бюджета. Так, за период 2007–2018 гг. доля населения, которое зависит от доходов из бюджета (то есть от пенсий и социальных выплат), выросла с 39 % до 42 %, а расходы консолидированного бюджета на поддержку домохозяйств увеличилась с 45 % до 60 %. Дальнейшая стагнация в экономике будет способствовать увеличению доли зависимых домохозяйств и потребует еще больших расходов из бюджета.

Наращивание долгов для покрытия социальных расходов едва ли будет способствовать развитию регионов. Повышение задолженности оправданно, если оно будет создавать новые производства и рабочие места, которые будут стимулировать спрос; иначе в долгосрочном периоде эффект будет скорее отрицательным [25, с. 211].

Прогнозируемые низкие темпы роста экономики в ближайшие годы в совокупности

² Регионам обещан покой // Коммерсант. 10.12.2019. URL: <https://www.kommersant.ru/doc/4188240> (дата обращения: 12.12.2019).

³ Сложно инвестировать, снижая долговую нагрузку // Аналитическое кредитное рейтинговое агентство АКРА. 09.12.2019. URL: <https://www.acra-ratings.ru/research/1561> (дата доступа 12.12.2019).

¹ О Федеральном бюджете на 2020 год и на плановый период 2021 и 2022 годов. ФЗ от 02.12.2019 № 380-ФЗ.

с долгами регионов, которые ограничивают их возможности инвестирования, вновь поставят регионы в непростое положение, когда нужно будет перераспределять расходы с возможным ухудшением качества жизни населения и развития региона. Это сделает дальнейшие выплаты по долгам для бюджетов еще более затруднительными.

Опасения, связанные с возможным ростом инфляции вследствие мер по стимулированию внутреннего спроса, не всегда оправданы. Так, в отдельные периоды расширение спроса посредством увеличения инвестиций и доходов не приводило к росту цен [26].

В этой связи тем более необходима более целенаправленная поддержка в отношении регионов по расширению их финансовых возможностей не только на расходы по социальной направленности, но и для инвестиционных целей (помимо национальных проектов). Причем поддержка должна опираться на различные механизмы, которые будут вовлекать и частный сектор.

Повышение активности региональных властей в расширении инвестиций увеличит уровень определенности для бизнеса и привлекательность регионов для частных инвестиций, стимулируя, в частности, государственно-частные партнерства.

О поддержании спроса: возможные меры

В условиях повышенной внешней неопределенности и нестабильности внешнего фактора как основного источника развития крайне необходимо развивать внутренние национальные основы роста экономики. В частности, проведенный анализ показал, что важно обеспечить благоприятные условия развития бизнеса и внутреннего спроса в целом, что потребует более мягкой денежно-кредитной политики. При этом также важно дополнить эти меры целенаправленными действиями по поддержанию инвестиционной активности в регионах. В этой связи целесообразно способствовать расширению финансовой базы регионов и ее устойчивости.

Для этого необходим комплексный подход, который будет вовлекать в процесс различные сферы экономики. С этой целью, в частности, важно:

1. Снижение процентных ставок регулятором до уровня рентабельности приоритетных отраслей экономики.

Отметим, что проблема неперетекания финансовых ресурсов в реальный сектор экономики наблюдалась и в развитых странах по-

сле мирового финансового кризиса 2007–2009 гг. Для ее решения регуляторы применяли как стандартные, так и нестандартные меры. Например, Европейский центральный банк (ЕЦБ) в середине 2016 г. по программе длинного финансирования (TLTRO), которая направлена на стимулирование кредитования коммерческими банками приоритетных направлений экономики, ввел отрицательные ставки (привязав их к ставке по депозитам в ЕЦБ)¹. Это означает, что регулятор платит банкам за то, что банки берут у него кредит, который затем направляется ими в приоритетные сферы, определенные экономической политикой в стране. Спустя три года ЕЦБ положительно оценил данную программу, сказав, что TLTRO «оказались очень успешным инструментом в устранении недостатков трансмиссии денежно-кредитной политики, и остаются в арсенале» регулятора².

Безусловно, о введении отрицательных ставок в российских условиях пока речь не идет. Но снижение процентных ставок до уровня рентабельности приоритетных отраслей представляется целесообразным для расширения доступа реального сектора к банковским кредитам.

2. Предусмотреть возможность установления дифференцированных значений процентных ставок (по которым коммерческие банки берут ресурсы у ЦБ) в зависимости от приоритетности и возможности соответствующих направлений и программ финансирования.

3. Предусмотреть механизмы, стимулирующие участие в финансировании региональных проектов и программ со стороны банков и компаний. Закрепить уровень участия, при достижении которого соответствующие банки и компании получают возможность использования соответствующих компенсационных механизмов (более низкой процентной ставки рефинансирования в Банке России, уменьшение налоговой базы на величину такого участия и др.). При этом целесообразно активнее принимать во внимание зарубежный опыт.

В частности, в США уже многие годы довольно эффективно действует «Акт о реинве-

¹ Decision (EU) 2016/810 of the European Central Bank of 28 April 2016 on a second series of Targeted Longer-Term Refinancing Operations (ECB/2016/10). URL: https://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/celex_32016d0010_en_txt.pdf (Date of access: 02.02.2019).

² Praet P. Member of executive Boar. Interview with *Börsen-Zeitung*. 11.02.2019 [Electronic source]. URL: <https://www.ecb.europa.eu/press/inter/date/2019/html/ecb.in190218~d240384f1d.en.html> (date of access: 20.02.2019).

стициях в местное сообщество» (Community Reinvestment Act), который был принят после Великой депрессии. Акт нацелен на поощрение банков и финансовых компаний к осуществлению инвестиций на местах, а также к финансированию инвестиционных программ с высокой эффективностью. Реализацию акта контролируют ФРС США, министерство финансов и другие ведомства. Параметры акта имеют рекомендательный характер, но тем не менее участники рынка заинтересованы в их выполнении и стараются им соответствовать, поскольку ФРС уделяет этому внимание при обращении к ней банков.

Примечательно, что от выполнения данного акта на участников распространяется действие и иных актов. Например, один из законов — Гласса — Стигала, принятый еще в 1933 г., накладывал существенные ограничения на участников рынка. Далее из-за нецелесообразности жесткого регулирования этот закон был отменен и был принят более либеральный закон Грэма — Лича — Блайли. Однако при этом ряд послаблений нового закона не распространялся на участников, нарушивших «Закон о региональных реинвестициях». В итоге обеспечивается более равномерное и недорогое финансирование региональных инвестиционных программ часто с низкой рентабельностью, но имеющих важное значение для развития региона.

4. Предусмотреть возможность целевой эмиссии федеральных и региональных облигаций на цели привлечения финансовых ресурсов для финансирования региональных инвестиционных программ. При этом важно активизировать участие ЦБ РФ в качестве покупателя таких бумаг (по опыту ведущих развитых стран). Указанный подход обеспечит приток финансовых ресурсов в регионы, повысит ликвидность финансового рынка и позволит воспрепятствовать оттягиванию средств из других отраслей экономики региона (что может затормозить общий рост экономики).

5. Расширить перечень региональных бумаг в ломбардном списке ЦБ РФ, дающем возможность получения целевого рефинансирования для банков, участвующих в региональных инвестиционных программах.

Использование обозначенных выше механизмов даст возможность обеспечить экономический рост, не сокращая объемов региональных программ, создаст устойчивую базу для финансирования регионов. Будут также сформированы основы для длинных (в том числе инвестиционных) финансовых ресурсов, причем без ущерба для отдельных отраслей и регионов.

Заключение

Расширение внутреннего спроса и национальных основ развития важно для любой экономики, их значимость еще больше повышается в условиях внешней конъюнктурной и геополитической нестабильности, а также при повышенных рисках глобального экономического спада. При этом важно усиление координации решений и мер между регуляторами. Подчеркнем, важность комплексных подходов с использованием всех возможных рычагов денежно-кредитной, бюджетной, валютной, а также их региональной составляющей.

Тесное взаимодействие крайне важно в формировании благоприятной среды и стимулировании расширения инвестиций, приводящих к росту доходов организаций и населения, повышению внутреннего спроса, которые, в свою очередь, будут стимулировать новые инвестиции и экономический рост. Применение предложенных механизмов будет способствовать расширению финансовых возможностей регионов и повысит их финансовую стабильность. Участие в реализации инвестиционных проектов (в том числе инфраструктурных) будет повышать и инвестиционную привлекательность региона. Все это создаст условия для устойчивого развития и осуществления качественных структурных преобразований.

Список источников

1. Государственное управление современным социально-экономическим развитием. Мифы и реальность / Минакова И. В., Быковская Е. И., Харланова В. Н., Реутова Ю. И. // Вестник Алтайской Академии экономики и права. 2019. № 2. С. 123–12.
2. Ганкевич О. Д. Механизм государственного воздействия на активизацию потребительского спроса в условиях российской экономики // Современные проблемы науки и образования. 2008. № 1. С. 70–74. URL: <http://science-education.ru/ru/article/view?id=676> (дата обращения: 24.09.2019).
3. Аганбегян А. Г. О приоритетах социальной политики. М.: Издательский дом «Дело» РАНХиГС, 2018. 512 с.
4. Ершов М. В. С. 10 лет после глобального кризиса. Риски и перспективы // Вопросы экономики. 2019. № 1. С. 37–53. DOI: 10.32609/0042-8736-2019-1-37-53.

5. Как придать импульс развитию российской экономики. Приоритеты действий. Предложения к Основным направлениям деятельности Правительства РФ до 2024 г. / Ивантер В. В. и др. // *Финансы. Теория и практика*. 2018. 22 (S7). С. 4–15. doi.org/10.26794/2587–5671–2018–0–0–4–15.
6. Trade and Development Report 2018. Power, Platforms and the Free Trade Delusion. UNCTAD. New York and Geneva 2018. URL: <https://unctad.org/webflyer/trade-and-development-report-2018>. (date of accesse: 02.01.2019).
7. Wah L. Y. The role of domestic demand in the economic growth of Malaysia: a cointegration analysis // *International Economic Journal*. 2004. Vol. 18. P. 337–352. DOI: 10.1080/1016873042000269993.
8. Alvarado R., Ochoa-Jiménez D., García-Tinizaray D. Effect of exports and domestic demand on economic growth in Latin America: an analysis using the Bulmer-Thomas approach with panel data // *Revista de Investigacion Operacional*. 2018. Vol. 39 (2). P. 255–264.
9. Mishra B. R. Role of External and Domestic Demand in Economic Growth: A Study of BRICS Countries // *Global Business Review*. 2019. Vol. 21 (2). P. 547–566. DOI: 10.1177/0972150919850408.
10. Ершов М. В., Танасова А. С., Татузов В. Ю. Об ориентирах по курсу рубля. Какой уровень предпочтительнее? // *Известия Уральского государственного экономического университета*. 2018. № 6. С. 16–32. DOI: 10.29141/2073–1019–2018–19–6–2.
11. Bahmani-Oskooee M., Hajilee M. On the relation between currency depreciation and domestic investment // *Journal of Post Keynesian Economics*. 2010. Vol. 32, № 4. P. 645–660.
12. Blomstrom M., Lipsey R. E., Zejan M. Is Fixed Investment the Key to Economic Growth? // NBER Working Paper. 1993. No. 4436 [Also Reprint No. r2065].
13. Миронов В. В. О диагностике текущего состояния российской экономики и среднесрочных перспектив роста // *Вопросы экономики*. 2019. № 2. С. 5–35. DOI: 10.32609/0042–8736–2019–2–5–35.
14. Jones B. F., Olken B. A. The anatomy of start-stop growth // *Review of Economics and Statistics*. 2007., Vol. 90, No 3. P. 582–587.
15. Aghion P., Howitt P. A model of growth through creative destruction // *Econometrica*. 1992. Vol. 60, № 2. P. 23–351
16. Yin-Wong Cheung, Dooley M. P., Sushko V. Investment and growth in rich and poor countries // NBER Working Paper. 2012. № 17788.
17. Markusen J., Venables A. Foreign direct investment as a catalyst for industrial development // *European Economic Review*. 1999. Vol. 43, No. 2, pp. 335–356.
18. Аганбегян А. Г. *Финансы, бюджет и банки в новой России*. М.: Издательский дом «Дело» РАНХиГС, 2018. 400 с.
19. Сильвестров С. Н., Бауэр В. П., Еремин В. В. Оценка зависимости мультипликатора инвестиций от изменения структуры экономики региона // *Экономика региона*. 2018. Т. 14, вып. 4. С. 1463–1476. DOI: 10.17059/2018–4–31.
20. Фетисов Г. Г. *Монетарная политика и развитие денежно-кредитной системы России в условиях глобализации: национальный и региональный аспекты*. М.: ЗАО «Издательство “Экономика”», 2006. 509 с.
21. Юшков А., Одинг Н., Савулькин Л. Судьбы российских регионов-доноров // *Вопросы экономики*. 2017. № 9. С. 83–97.
22. Зубаревич Н. Региональная проекция нового российского кризиса // *Вопросы экономики*. 2015. № 4. С. 37–52. DOI: 10.32609/0042–8736–2015–4–37–52.
23. Структурно-инвестиционная политика в целях обеспечения экономического роста в России / Под науч. ред. Акад. В. В. Ивантера. М.: Научный консультант. 2017. 196 с.
24. Зубаревич Н. В. Развитие регионов России. 2018. № 21(82), дек. С. 5–9.
25. Трансформация структуры экономики. Механизмы и управление / Под науч. ред. А. А. Широа. М.: МАКС Пресс, 2018. 264 с.
26. Ильяшенко В. В., Куклина Л. Н. Взаимосвязь доходов и инфляции с совокупным спросом в российской экономике // *Экономика региона*. 2018. Т. 14, вып. 4. С. 1477–1487. DOI: 10.17059/2018–4–32.

References

1. Minakova, I. V., Bykovskaya, E. I., Kharlamova, V. N. & Reutova, Yu. I. (2019). State management of modern socio-economic development: myths and reality. *Vestnik Altayskoy Akademii ekonomiki i prava [Journal of Altai academy of economics and law]*, 2, 124–129. (In Russ.)
2. Gankevich, O. D. (2008). Mechanism of state influence on consumer demand activation in conditions of Russian economics. *Sovremennye problemy nauki i obrazovaniya [Modern problems of science and education]*, 1, 70–74. Retrieved from: <http://science-education.ru/ru/article/view?id=676>.
3. Aganbegyan, A.G. (Ed.) (2018). *O prioritetakh sotsialnoy politiki [On the priorities of social policy]*. Moscow: Delo, RANEPa, 512. (In Russ.)
4. Ershov, M. V. (2019). Ten years after the global crisis: Risks and prospects. *Voprosy ekonomiki*, 1, 37–53. DOI: 10.32609/0042–8736–2019–1–37–53. (In Russ.)
5. Ivanter, V.V., Porfiriyev, B. N., Sorokin, D. E., Eskindarov, M. A., Maslennikov, V. V., Shirov, A. A., ..., Fedotova, M. A. (2018). How to Boost the Development of the Russian Economy: Priority Actions (Suggestions for the Main Activities of the State until 2024). *Finansy: Teoriya i praktika [Finance: Theory and Practice]*, 22(S7), 4–15. DOI: doi.org/10.26794/2587–5671–2018–0–0–4–15 (In Russ.)

6. UNCTAD. (2018). *Trade and Development Report 2018. Power, Platforms and the Free Trade Delusion*. New York and Geneva 2018
7. Yew Wah, L. (2004). The role of domestic demand in the economic growth of Malaysia: a cointegration analysis. *International Economic Journal*, 18(3), 337–352. DOI: 10.1080/1016873042000269993.
8. Alvarado, R., Ochoa-Jiménez, D. & García-Tinisaray, D. (2018). Effect of exports and domestic demand on economic growth in Latin America: an analysis using the Bulmer-Thomas approach with panel data. *Revista de Investigacion Operacional*, 39(2), 255–264.
9. Mishra, B. R. (2019). Role of External and Domestic Demand in Economic Growth: A Study of BRICS Countries. *Global Business Review*, 21(2), 547–566. DOI: 10.1177/0972150919850408.
10. Yershov, M. V., Tanasova, A. S. & Tatuzov, V. Yu. (2018). The ruble exchange rate: what is the preferable level? *Izvestiya Uralskogo gosudarstvennogo ekonomicheskogo universiteta [Journal of the Ural State University of Economics]*, 6, 16–32. DOI: 10.29141/2073-1019-2018-19-6-2. (In Russ.)
11. Bahmani-Oskooee, M. & Hajilee, M. (2010). On the relation between currency depreciation and domestic investment. *Journal of Post Keynesian Economics*, 4(32), 645–660.
12. Blomstrom, M., Lipsey, R. E. & Zejan, M. (1993). *Is Fixed Investment the Key to Economic Growth?* NBER Working Paper No. 4436 (Also Reprint No. r2065).
13. Mironov, V. V. (2019). On the diagnostics of the current situation of the Russian economy and its medium-term growth prospects. *Voprosy ekonomiki*, 2, 5–35. (In Russ.)
14. Jones, B. F. & Olken, B. A. (2007). The anatomy of start-stop growth. *Review of Economics and Statistics*, 90(3), 582–587
15. Aghion, P. & Howitt, P. (1992). A model of growth through creative destruction. *Econometrica*, 2(60), 323–351.
16. Cheung, Y.-W., Dooley, M. P. & Sushko, V. (2012). *Investment and growth in rich and poor countries*. NBER Working Paper 17788.
17. Markusen, J. & Venables, A. (1999). Foreign direct investment as a catalyst for industrial development. *European Economic Review*, 43(2), 335–356.
18. Aganbegyan, A. G. (Ed.) (2018). *Finansy, byudzhet i banki v novoy Rossii [Finance, budget and banks in new Russia]*. Moscow: Delo, RANEPa, 400. (In Russ.)
19. Silvestrov, S. N., Bauer, V. P. & Eremin, V. V. (2018). Estimation of the Dependence of the Investment Multiplier on the Structure of the Regional Economy. *Ekonomika regiona [Economy of Region]*, 14(4), 1463–1476. (In Russ.)
20. Fetisov, G. G. (Ed.) (2006). *Monetarnaya politika i razvitie denezhno-kreditnoy sistemy Rossii v usloviyakh globalizatsii: natsionalnyy i regionalnyy aspekty [Monetary policy and development of monetary system in Russia: national and social aspects]*. Moscow: Ekonomika, 509. (In Russ.)
21. Yushkov A., Oding, N. & Savulkin L. (2017). The trajectories of donor regions in Russia. *Voprosy ekonomiki*, 9, 83–97. (In Russ.)
22. Zubarevich, N. V. (2015). Regional Dimension of the New Russian Crisis. *Voprosy ekonomiki*, 4, 37–52. DOI: 10.32609/0042-8736-2015-4-37-52 (In Russ.)
23. Ivanter, V. V. (Ed.) (2017). *Strukturno-investitsionnaya politika v tselyakh obespecheniya ekonomicheskogo rosta v Rossii: monografiya [Structural and investment policy for economic growth in Russia]*. Moscow: Nauchnyy konsultant, 196. (In Russ.)
24. Zubarevich, N. V. (2018). Development of Russian regions: autumn trends in 2018. *Monitoring ekonomicheskoy situatsii v Rossii [Monitoring of Russia's Economic Outlook]*, 21(82), 5–9. (In Russ.)
25. Shirov, A. A. (Ed.) (2018) *Transformatsiya struktury ekonomiki. Mekhanizmy i upravlenie [Transformation of the structure of the economy: mechanisms and management]*. Moscow: MAX Press, 264. (In Russ.)
26. Ilyashenko, V. V. & Kuklina, L. N. (2018). Interrelation of Income, Inflation and Aggregate Demand in the Russian Economy. *Ekonomika regiona [Economy of Region]*, 14(4), 1477–1487. (In Russ.)

Информация об авторах

Ершов Михаил Владимирович — доктор экономических наук, директор, Центр денежно-кредитной политики и финансовых рынков, Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации; <https://orcid.org/0000-0002-5811-9560> (Российская Федерация, 125993, г. Москва, Ленинградский пр-т, 49; e-mail: mvershov@fa.ru).

Танасова Анна Станиславовна — кандидат экономических наук, заместитель директора, Центр денежно-кредитной политики и финансовых рынков, Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации; <https://orcid.org/0000-0001-9796-5762> (Российская Федерация, 125993, г. Москва, Ленинградский пр-т, 49; e-mail: astanasova@fa.ru).

Соколова Елена Юрьевна — кандидат экономических наук, ведущий научный сотрудник, Центр денежно-кредитной политики и финансовых рынков, Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации; <https://orcid.org/0000-0003-4240-0080> (Российская Федерация, 125993, г. Москва, Ленинградский пр-т, 49; e-mail: eyokolova@fa.ru).

About the authors

Mikhail V. Ershov — Dr. Sci. (Econ.), Director of the Center for Monetary Policy and Financial Markets, Financial University under the Government of the Russian Federation; <https://orcid.org/0000-0002-5811-9560> (49, Leningradskiy Ave., Moscow, 125993, Russian Federation; e-mail: mvershov@fa.ru).

Anna S. Tanasova — Cand. Sci. (Econ.), Deputy Head of the Center for Monetary Policy and Financial Markets, Financial University under the Government of the Russian Federation; <https://orcid.org/0000-0001-9796-5762> (49, Leningradskiy Ave., Moscow, 125993, Russian Federation; e-mail: astanasova@fa.ru).

Elena Yu. Sokolova — Cand. Sci. (Econ.), Leading Research Associate, Center for Monetary Policy and Financial Markets, Financial University under the Government of the Russian Federation; <https://orcid.org/0000-0003-4240-0080> (49, Leningradskiy Ave., Moscow, 125993, Russian Federation; e-mail: eusokolova@fa.ru).

Дата поступления рукописи: 25.09.2019.

Прошла рецензирование: 23.12.2019.

Принято решение о публикации: 18.12.2020.

Received: 25 Sep 2019

Reviewed: 23 Dec 2019

Accepted: 18 Dec 2020