

# Вопросы ЭКОНОМИКИ™

[www.vopreco.ru](http://www.vopreco.ru)

**В НОМЕРЕ :**

**Российская экономика  
в условиях санкционных вызовов**

---

**Новая концепция международных резервов:  
основные подходы**

---

**Экономика экспортера сырья  
в «новой реальности»**

---

12

2 0 2 2

# Voprosy Ekonomiki

## [Issues of Economics]

Since 1929

December

12

2022

### EDITORIAL BOARD

**Oleg Ananyin**

National Research University Higher School of Economics, Russian Federation

**Ruslan Grinberg**

Institute of Economics, Russian Academy of Sciences, Russian Federation

**Natalya Ivanova**

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

**Andrey Kotkovsky (Executive Editor)**

NP “Voprosy Ekonomiki”, Russian Federation

**Yaroslav Kouzminov**

National Research University Higher School of Economics, Russian Federation

**Vladimir Mau**

Russian Presidential Academy of National Economy and Public Administration, Russian Federation

**Alexander Nekipelov**

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

**Rustem Nureev**

National Research University Higher School of Economics, Russian Federation

**Gavriil Popov**

International University in Moscow, Russian Federation

**Sergey Popov (Executive Secretary)**

NP “Voprosy Ekonomiki”, Russian Federation

**Vadim Radaev**

National Research University Higher School of Economics, Russian Federation

**Alexander Rubinstein**

Institute of Economics, Russian Academy of Sciences, Russian Federation

**Evgeny Yasin**

National Research University Higher School of Economics, Russian Federation

---

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

### AIMS AND SCOPE

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

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

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

Homepage: [www.vopreco.ru](http://www.vopreco.ru). Email: [mail@vopreco.ru](mailto:mail@vopreco.ru)

© 2022 NP “Voprosy Ekonomiki”. All rights reserved.

**Международная экономика**

- М. В. Ершов** — Российская экономика в условиях новых санкционных вызовов ..... 5
- Е. Ю. Винокуров, М. В. Гричик** — Новая концепция международных резервов: безопасность, диверсификация, неортодоксальные подходы..... 24

**Макроэкономика**

- М. С. Лымарь, А. А. Реентович, А. А. Синяков** — Экономика экспортера сырья в «новой реальности»: количественные и структурные параметры..... 44
- М. Ю. Андреев** — Эффективность стабилизационного бюджетного правила стран-экспортеров ..... 72

**Экономика общественного сектора**

- Ю. М. Горлин, В. Ю. Ляшок** — Факторы роста пенсий в долгосрочной перспективе..... 98

**Методология экономического анализа**

- М. О. Мамедли, А. В. Умнов** — Оценка стоимости недвижимости на основе больших данных ..... 118

**Дискуссионный клуб**

- В. Л. Тамбовцев** — Кризис научных публикаций в период неолиберальной научной политики ..... 137

- 
- Содержание журнала-«Вопросы экономики» за 2022 год..... 151
- Russian Journal of Economics ..... 157
- Мобильное приложение «Вопросы экономики»..... 158
- Льготная подписка на журнал «Вопросы экономики»..... 159



## Международная экономика

---

# Российская экономика в условиях новых санкционных вызовов

М. В. Ершов<sup>1,2</sup>

<sup>1</sup> *Институт энергетики и финансов (Москва, Россия)*

<sup>2</sup> *Финансовый университет при Правительстве РФ (Москва, Россия)*

В 2022 г. произошел ряд знаковых событий, которые позволили выявить степень устойчивости российской и мировой экономики. Россия 30 лет назад приступила к проведению рыночных реформ, что положило начало радикальным преобразованиям в стране и заложило основы долгосрочных тенденций, которые наблюдаются в ней до сих пор. Либерализация цен и последовавшие введение единого валютного курса, вхождение России в глобальную финансовую систему, активизация рыночных принципов взаимодействия экономических агентов определили контуры дальнейшего развития экономики РФ. Затем последовала реальная проверка на прочность мировой и отечественной экономики в ходе череды локальных и глобальных кризисов, а с введением нескольких пакетов санкций против РФ в 2022 г. «тестирование» достигло апогея. Пандемический шок сменился масштабным геополитическим напряжением под влиянием событий на Украине. Часть российских зарубежных активов была заморожена, сложившаяся система мирохозяйственных связей испытала масштабную деформацию, а отечественная экономика вынуждена заново выстраивать механизмы внутреннего и международного развития. При этом Россия располагает потенциалом формирования новых точек опоры, который следует активнее использовать.

*Ключевые слова:* санкции, экономический рост, экономический кризис, модели роста, валютный курс, внутренний спрос.

*JEL:* E52, E58, G15.

После стресса коронакризиса в российской экономике только начали намечаться положительные тенденции, но в 2022 г. произошел новый шок: вследствие событий на Украине практически все развитие

---

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

## Справочно о санкциях

Санкции развитых стран против РФ стали вводить в феврале 2014 г. после начала конфликта на Донбассе и присоединения Крыма к России. Они были направлены против частных и должностных лиц, а также ряда компаний.

В феврале 2022 г. после признания Россией независимости ЛНР и ДНР и начала спецоперации на Украине санкционная политика развитых стран против РФ резко расширилась. Санкции вводятся несколькими пакетами (за период с февраля по октябрь 2022 г. введено 8 пакетов), причем органами различного уровня (вплоть до отдельных штатов и провинций). По ряду направлений (госдолг, энергосырье) развитые страны координируют санкции между собой, отдельные санкции вводят их сателлиты.

Некоторые страны объявили, что в антироссийских санкциях не участвуют, но блокируют их обход (Китай, Израиль, Казахстан). Ряд компаний из дружественных стран (включая банки), опасаясь вторичных санкций, ограничивают связи с компаниями из РФ.

Международные организации по-разному ограничивают участие РФ: приостанавливают членство и/или сотрудничество, вводят запрет и/или приостанавливают совместные программы, запрещают участие в их мероприятиях и т. д. (Совет Европы, Всемирный банк, Группа разработки финансовых мер борьбы с отмыванием денег (FATF), Банк международных расчетов, Азиатский банк инфраструктурных инвестиций, Международная ассоциация пожарных и спасательных служб, Совет государств Балтийского моря и др.).

Некоторые санкции после принятия были скорректированы или даже отменены (в частности, ЕС снял ограничения на торговлю продовольствием, удобрениями, медикаментами и др.). Ряд компаний, заявивших о сворачивании деятельности в РФ, были переименованы и продолжили работу.

С определенной условностью санкции можно разделить на несколько крупных блоков:

— *дипломатическая сфера*: разрыв или понижение уровня дипломатических отношений с РФ; отзыв послов; высылка российских дипломатов; отказ от приглашения российских официальных лиц на официальные мероприятия и др.;

— *активы и транзакции с участием госструктур*: замораживание ЗВР РФ, которые находятся в банках стран G7; запрет операций с Минфином РФ, ЦБ РФ, ФНБ, РФПИ; запрет на сделки с ОФЗ РФ; приостановка обмена налоговой информацией и др.;

— *финансовая сфера*: отключение ряда банков от SWIFT, ограничения для ряда банков с госучастием; запрет на ввоз в РФ банкнот; приостановка торгов расписками российских компаний на биржах; ограничение на заимствования на рынках и др.;

— *внешняя торговля*: отказ от импорта ряда товаров из РФ; ограничение экспорта в РФ широкой номенклатуры товаров, отмена режима наибольшего благоприятствования в торговле и др.; запрет на экспорт в РФ высокотехнологичной продукции, товаров двойного назначения и др.;

— *энергетический сектор*: запрет на ввоз из РФ газа, нефти и нефтепродуктов, угля; постепенный отказ от их импорта к концу 2022–2024 гг.; запрет на новые инвестиции в РФ, ограничения на поставку оборудования и услуг для нужд сектора и др.;

— *транспортно-логистическая сфера*: закрытие воздушного пространства; отзыв самолетов по лизингу; приостановка действия сертификатов российских предприятий гражданской авиации; ограничение/закрытие портов для российских судов; ограничение контейнерных перевозок в/из России; запрет на грузоперевозки российскими автомобилями; ограничения перевозок грузов на ж/д транспорте и др.;

— *другие меры*: ограничения для российских СМИ; уход компаний с российского рынка; персональные санкции; ограничение въезда, проживания и получения гражданства и проч.

страны ввели широкомасштабные санкции против России. Они стали продолжением санкций 2014 г., однако сейчас носят всеобъемлющий характер. Их можно назвать беспрецедентными по охвату, масштабам и глубине. В целом число санкций к концу 2022 г. превысило 10 тыс., они направлены на финансовую сферу, реальный сектор экономики, частных лиц. Под санкции с разной степенью жесткости подпали более 20 российских банков, на которые приходится свыше 80% активов всего банковского сектора РФ.

В странах «большой семерки» было заморожено более половины международных резервов (ЗВР) России — свыше 300 млрд долл. Хотя такую меру в нашей стране мало кто ожидал, раньше мы писали: «В целом важно рассмотреть вопрос о сокращении вложений ЗВР России в американские активы, которые остаются слишком большими с учетом нынешней геополитической ситуации. (На конец 2016 г. в американские активы вложены 24% активов Банка России.) В прошлом США неоднократно прибегали к конфискационным мерам» (Ершов, 2017).

Замораживание российских ЗВР нередко называют дефолтом западных стран перед Россией. Однако он предполагает отсутствие возможности произвести платеж. В 2022 г. развитые страны были в состоянии выполнить свои обязательства, однако не захотели этого делать. Ситуация с замораживанием ЗВР России, по сути, граничит с «отъемом» средств. Тем более что в октябре 2022 г. глава Еврокомиссии уже прямо заявила о намерениях конфисковать как минимум часть российских ЗВР и направить их на восстановление Украины<sup>1</sup>. После таких заявлений необходимо выстраивать новую систему взаимодействия стран, которая будет предполагать приемлемые уровни взаимного доверия.

### **О новых моделях и механизмах развития РФ в текущей ситуации**

Санкции 2022 г. со всей остротой высветили ряд вопросов. По какому пути пойдет российская экономика? Будет ли она и дальше пытаться «интегрироваться» в международную экономическую систему, независимо от рисков и издержек такой интеграции? Или, напротив, она станет формировать внутренние основы своего развития? И насколько в этой связи внутренний рынок будет в состоянии восполнить сокращающиеся возможности внешней сферы? Какие механизмы и шаги могут увеличить потенциал и емкость нашего внутреннего рынка и внутреннего спроса?

Представляется, что в сложившихся условиях развитие российской экономики будет происходить под действием двух принципиально новых обстоятельств. Первое — отечественная экономика в целом и финансовые рынки в частности станут развиваться прежде всего на основе внутренних факторов, а не внешних международных, как

<sup>1</sup> RG.ru. 2022. 25 октября. <https://rg.ru/2022/10/25/glava-evrokomissii-zaiavila-ona-merenii-es-konfiskovat-rossijskie-aktivy.html>

раньше. Второе обстоятельство связано с тем, что новые задачи и риски потребуют дополнительных расходов, для чего нужны соответствующие механизмы.

При этом опора на внутренние факторы развития предполагает другой набор рычагов и инструментов. В частности, еще более актуальным, чем раньше, становится наличие:

- большего объема ликвидности в экономике;
- доступных ресурсов по низким процентным ставкам;
- более сильного внутреннего спроса;
- адекватного объема «длинных» денег;
- устойчивого курса рубля, без тенденций к обесценению.

Ряд обозначенных проблем — например, «длинные» деньги или низкие процентные ставки — были актуальными и раньше. Однако тогда имелась возможность использовать ресурсы внешней сферы, если их было недостаточно внутри, но сейчас она практически исчезла.

Среди внутренних факторов роста большую роль играет внутренний спрос. Он зависит от повышения зарплат, пенсий граждан и проч. Отметим, что, по оценкам Росстата, по итогам 2021 г. примерно 16 млн россиян (около 11%) жили на доходы ниже прожиточного минимума<sup>2</sup>. По мнению акад. А. Г. Аганбегяна, важно повысить минимальную зарплату и средний размер пенсий почти в 2–2,5 раза — до 30 тыс. руб.<sup>3</sup> Это приведет к расширению спроса в экономике и ускорению темпов ее роста.

Второй фактор означает необходимость новых расходов для обеспечения экономического развития. Сейчас на первый план выходит поиск внутренних источников их финансирования.

Отметим, что многие проблемы, острота которых возросла из-за введения санкций против РФ, возникли в российской экономике еще 30 лет назад, в начале перехода к рыночным принципам функционирования. Это касается, в частности, основ роста экономики, а также механизмов, которые должны его обеспечивать, — формирования денежной массы, осуществления инвестиций, политики валютного курса и др. Параметры монетарной системы, которые были установлены в тот период, привели к усилению экспортной ориентации российской экономики и гипертрофированному развитию ее сырьевого сектора. В результате она стала уязвимой к санкциям.

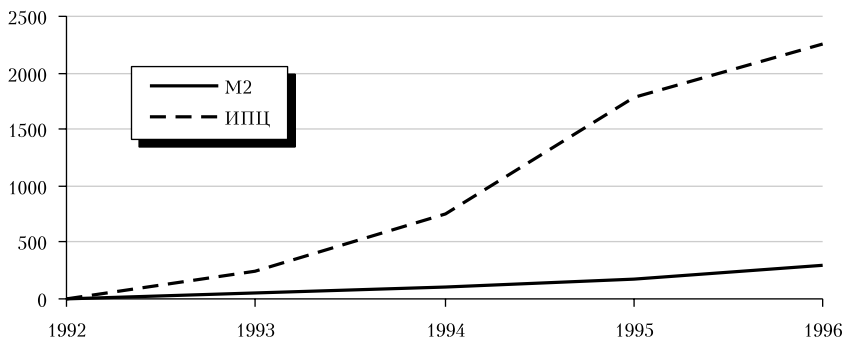
### **Перекосы рынка и экспортная ориентация российской экономики**

В результате либерализации цен в России в начале 1990-х годов их рост значительно обогнал рост денежной массы, что вызвало ее реальное сжатие. За период 1992–1996 гг. индекс потребительских цен (ИПЦ) и индекс-дефлятор ВВП возросли примерно в 2400–2500 раз, а агрегат денежной массы M2 — примерно в 280 раз (рис. 1).

<sup>2</sup> РБК. 2022. 11 марта. <https://www.rbc.ru/economics/11/03/2022/622b53209a7947ef35d91afb>

<sup>3</sup> Новые известия. 2022. 16 апр. <https://newizv.ru/interview/16-08-2022/akademik-abel-aganbegyan-k-kontsu-goda-30-rossiyan-budut-zhit-na-300-rublej-v-den>

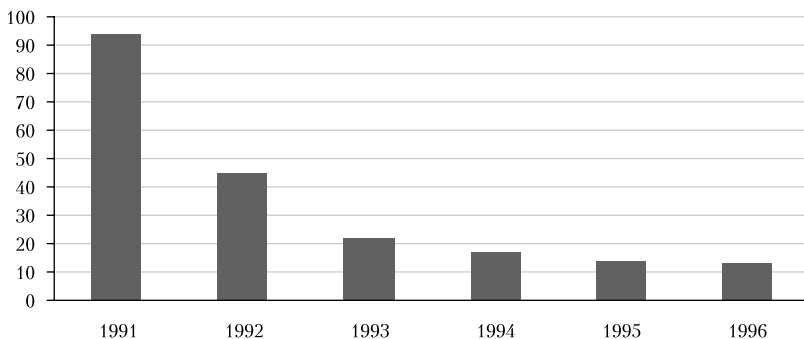
**Инфляция и денежная масса (M2) в России  
в 1992–1996 гг. (1992 г. = 1)**



Источник: Банк России.

Рис. 1

**Монетизация российской экономики (M2/ВВП, в %)**



Источник: Банк России.

Рис. 2

В результате реальная денежная масса (с поправкой на рост цен) сократилась более чем в 8 раз (Ершов, 2005). Как следствие, монетизация экономики ( $M2/ВВП$ ) в РФ упала до 15% (рис. 2). При этом скорость обращения денег, увеличение которой могло бы компенсировать сжатие их объема, не возросла. Более того, в российской экономике отмечались торможение прохождения денег, неплатежи и др. Нагрузка на денежную массу выросла также в связи с функционированием рынка акций, облигаций и т. д. Поскольку приток дополнительных активов на рынок не сопровождался соответствующим приростом денежной массы, возникновение новых объектов купли-продажи, во-первых, еще больше увеличило нагрузку на денежную массу и, во-вторых, обусловило недооценку продаваемых активов и низкую ликвидность фондового рынка в целом.

Очевидно, что нехватка денег (согласно классическим законам рынка) предопределила их дороговизну. Как известно, на отдельных этапах (до 1998 г.) ставка рефинансирования и ставки на рынке межбанковских кредитов превышали 100%. Это не позволяло финансировать инвестиционные проекты, рентабельность которых была во много



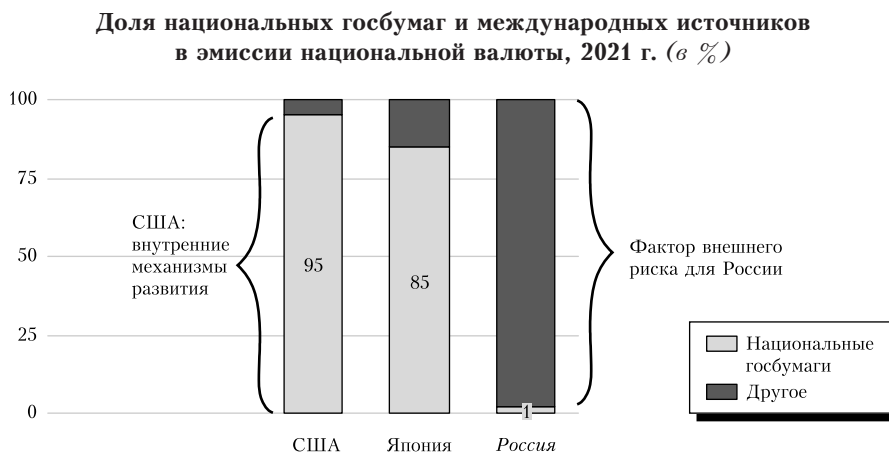
раз ниже. Ресурсы при этом носили краткосрочный характер, поскольку были ориентированы на текущие параметры доходности, которые определялись денежными ограничениями. Средства, привлекаемые организациями на внутреннем рынке, направлялись в первую очередь на финансирование оборотного капитала. В таких условиях обеспечить эффективность мог лишь ограниченный круг отраслей. В итоге под влиянием завышенной процентной ставки в экономике произошли структурные сдвиги, главную роль в ней начали играть сырьевые отрасли, а обрабатывающие производства были отодвинуты на второй план.

Этому содействовала и политика в валютной сфере. Изначально заложенный слабый курс рубля также предоставлял более широкие возможности сырьевым отраслям. В частности, курс, который устанавливался на валютных аукционах в конце 1980-х годов (затем они стали ориентиром для всего последующего развития валютного рынка), лишь формально отражал равновесие спроса и предложения (15–20 руб. и более за 1 долл.). Именно по такому курсу определенное количество продавцов и покупателей были готовы осуществить куплю-продажу валюты. Однако этот уровень был эффективным для очень узкого набора операций, главным образом в сфере потребительского импорта.

Так, стоимость платежей в России, например, за квартиру была в несколько сотен раз ниже, чем за аналогичное жилье в западных странах. Стоимость поездки в метро в России равнялась 5 коп., а в Нью-Йорке — около 1 долл., стоимость батона хлеба составляла 20 коп. и 1–2 долл. соответственно. При этом стоимость промышленных активов в России была также многократно ниже аналогичных западных. Другими словами, огромные производственные активы, которые были относительно более дешевыми (и которые должны были сделать рубль более дорогим), сыграли меньшую роль в формировании валютного курса рубля, чем узкая группа более дорогих товаров потребительского импорта.

Было абсолютно неправильным утверждать, что по такому «равновесному» курсу можно было осуществлять промышленный или любой другой импорт, эффективность которого выходила бы за пределы указанных рамок. Тем более нельзя было говорить, что такой «маргинальный», предельный курс отражал ценовые соотношения в США и СССР с учетом паритета покупательной способности (ППС) по широкой корзине промышленных товаров (имея в виду, по сути, фиксированный и дотированный уровень цен в СССР). В ноябре 1990 г. коммерческий курс рубля, который применялся во внешнеторговых операциях и был существенно дороже аукционного, был девальвирован на 200% и установлен на уровне 1,8 руб. за 1 долл. Одновременно отменялась система дифференцированных валютных коэффициентов (ДВК). При значительных различиях по издержкам и ценам в секторах российской экономики и разнице с соответствующими секторами и товарными группами за рубежом введение единого курса рубля фактически стало шоковой терапией во внешней торговле. В результате такой политики, когда рубль был установлен на сильно недооцененном уровне, успешно развиваться могли главным образом сырьевые отрасли. На то, что завышенная процентная ставка и чрезмерно ослабленный курс рубля заложили основу сырьевой ориентации российской экономики, позднее обращали внимание и другие авторы (см.: Широв, 2022).

В дальнейшем опора крупнейших отраслей на иностранные займы (они были дешевые и «длинные») и формирование денежного предложения в российской экономике на основе притока экспортной выручки сделали внешние рынки и международную конъюнктуру главными факторами развития отечественной экономики в течение многих лет. Это, в свою очередь, привело к системному росту внешних рисков для российской финансовой сферы и экономики в целом. Между тем в ведущих экономиках главным источником монетизации выступают внутренние рынки (рис. 3).



*Примечание.* К другому в РФ относится экспортная выручка, внешние займы и т. д.  
*Источник:* рассчитано автором по данным ЦБ соответствующих стран.

Рис. 3

Отметим, что валютный курс — уникальный инструмент, который одновременно выступает операционно-техническим и выполняет функции стратегического рычага. О его геостратегической роли свидетельствует также то, что он фактически определяет возможности входа в национальную экономику извне, а также участие национальных инвесторов в иностранных экономиках. В целом чем прочнее рубль, тем эффективнее будут указанные операции, тем сильнее станет рублевая экономика в целом.

Именно поэтому оппоненты РФ решили подорвать устойчивость рубля посредством санкционных мер<sup>4</sup>, что очень осложнило бы восстановительный рост российской экономики. Таким образом, курсовые проблемы в нынешних условиях приобретают санкционный/антисанкционный контекст. Тогда, очевидно, антисанкции должны иметь противоположную направленность по сравнению с тем, что предлагают оппоненты: важно не допустить падение курса рубля и его повышенную волатильность.

<sup>4</sup> О том, что обесценение рубля было одной из целей антироссийских санкций и расчет был сделан на обвал рубля, по сути, говорил президент США Дж. Байден, подчеркивая, что после введения санкций российская валюта «почти немедленно превратилась в щебень» (Газета.ru. 2022. 26 марта. <https://www.gazeta.ru/business/news/2022/03/26/17481205.shtml>).

В начале введения санкций в 2022 г. наблюдалось его резкое обесценение. Действительно, обвал рубля сопряжен с негативными тенденциями:

- снижением доверия к нему со стороны населения и бизнеса;
- сокращением сбережений и инвестиций в национальной валюте;
- ростом инфляции;
- сокращением совокупного спроса и замедлением роста экономики в целом.

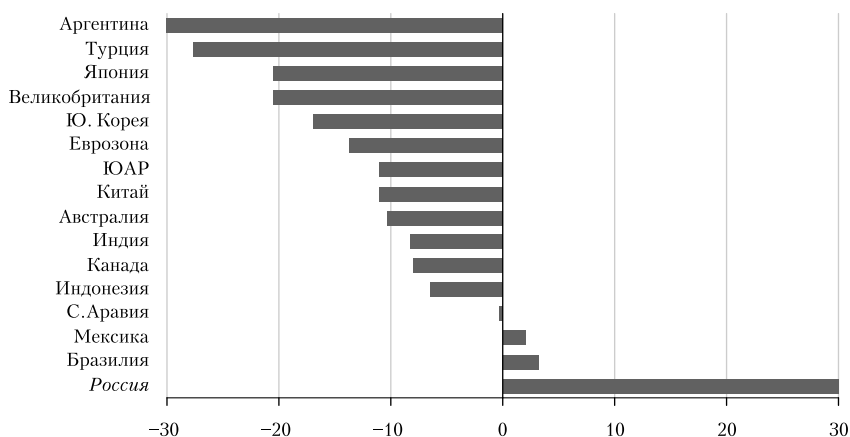
Применение мер валютного регулирования и валютного контроля после ужесточения санкций в 2022 г., а также ограничение спроса на валюту способствовали развороту тренда — от обесценения рубля к его укреплению. В результате в первом полугодии 2022 г. российский рубль был одной из наиболее окрепших валют (рис. 4). Примечательно, что укрепление рубля, начавшееся в марте 2022 г., продолжилось, даже несмотря на:

– смягчение валютных ограничений (отмена обязательной продажи валютной выручки, разрешение не репатриировать выручку в РФ, увеличение объемов перевода средств физическим лицам в дружественные страны и др.);

– снижение ключевой ставки (что в теории должно было уменьшить привлекательность рубля и привести к его удешевлению).

Укрепление рубля вызвало опасения Минфина РФ относительно наполняемости бюджета и вновь обострило вопрос о целесообразном уровне курса для российской экономики. Более крепкий рубль часто рассматривают как препятствие для развития импортозамещения, важность которого в текущих условиях возросла. Однако для сглаживания такого эффекта можно применять различные механизмы поддержки национальных производителей: разрешать необходимый импорт (из-за крепкого рубля он становится дешевле), но ограничивать тот, который создает трудности для внутренних производителей, активнее

**Укрепление (+)/обесценение (–) курсов национальных валют к доллару США за первое полугодие 2022 г. (в %)**



Источник: ОЭСР.

Рис. 4

задействовать рычаги торговой политики (торговые пошлины, тарифы, налоги, субсидии и др.).

Укажем, что импортозамещение в целом и усиление локализации производств в частности очень важны для развития российской экономики в условиях санкций. В то же время максимальная локализация, по сути, граничит с автаркией (максимальной автономией от внешнего мира), что вряд ли можно рассматривать как желаемый результат.

Характерна политика США с начала 2000-х годов. Хотя в стране было сложное экономическое положение, процентные ставки достигли самого низкого за последние 40 лет уровня, группы экспортеров и промышленников говорили о целесообразности ослабления доллара, денежные власти США продолжали подчеркивать свою приверженность сильному доллару. В частности, еще в конце 2000 г. Л. Саммерс (тогда министр финансов США) заявил, что сильный доллар отвечает национальным интересам Соединенных Штатов (Fisher, 2000. P. 816). Его последователи не раз делали похожие заявления.

Дорогой рубль также сокращает доходы государственного бюджета. В условиях, когда *новые задачи объективно требуют новых расходов*, еще больше повышается значимость механизмов, которые позволили бы восполнить выпадающие доходы. Одна из наиболее распространенных мер в таких случаях — повышение налогов. Однако в условиях санкций и кризисной ситуации в экономике рост налоговой нагрузки будет тормозить экономическое развитие, нарушая его равномерность и структуру.

Другая альтернативная мера — дефицит государственного бюджета. При этом возникает вопрос о его финансировании. Здесь важно рассмотреть альтернативу: что эффективнее — дешевый рубль или бюджетный дефицит?

Многие страны предпочитают использовать дефицит государственного бюджета как механизм, который решает проблему финансирования расходов с меньшими издержками. Хотя большинство ведущих стран имеют дефицитные бюджеты в течение многих лет, это особенно актуально в кризисные периоды. Однако Министерство финансов РФ неоднократно подчеркивало свою приверженность бездефицитному бюджету. В 2022 г. Минфин был вынужден сверстать дефицитный бюджет на ближайшие три года. При этом размер дефицита будет сокращаться с 2% ВВП в 2023 г. до 0,7% ВВП в 2025 г.<sup>5</sup> Основным источником покрытия дефицита бюджета, как планируется, будут внутренние государственные заимствования и повышение налоговой нагрузки на сырьевой экспорт. Однако в условиях санкций, когда источники финансирования экономики ограничены, размещение госбумаг среди участников на внутреннем рынке может затормозить развитие экономики.

Среди важных новых подходов, которые анонсировал Банк России в качестве антикризисных мер, была высказана готовность начать покупки регулятором ОФЗ: «Для обеспечения сбалансированной ликвидности на рынке ценных бумаг и предотвращения избыточной волатильности Банк России принял решение осуществлять покупку облигаций

---

<sup>5</sup> Согласно проекту федерального бюджета на 2023–2025 гг., переданному в Государственную думу ФС РФ 28 сентября 2022 г.

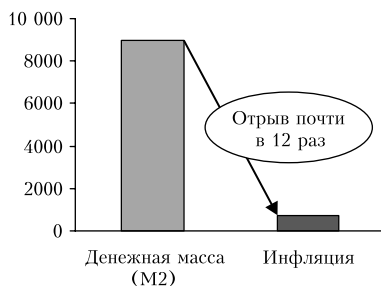
федерального займа Российской Федерации в объемах, необходимых для ограничения рисков для финансовой стабильности»<sup>6</sup>. Однако, по данным ЦБ РФ, после открытия торгов ОФЗ на Московской бирже 21 марта 2022 г. объем покупок со стороны регулятора был незначительным, а с 23 марта ЦБ РФ не покупал ОФЗ (Банк России, 2022а). Между тем подобные покупки должны стать важным элементом экономической политики, а не иметь разовый или пробный характер. Применение такого механизма позволит насытить экономику необходимым объемом новых «длинных» ресурсов, сделает использование денег более целевым и будет способствовать снижению процентных ставок для реальной экономики.

В кризис пандемии покупка национальных госбумаг со стороны ЦБ получила распространение во многих странах с формирующимся рынком. А ведущие государства используют такой механизм уже десятки лет (!). Это позволяет эффективно поддерживать необходимый уровень госрасходов. Тогда смягчается острота проблемы их оптимизации, поскольку в экономике сохраняется ликвидность и ее не оттягивают из других секторов (так называемый эффект вытеснения — crowding out effect, когда одно направление финансируется за счет другого). Сейчас покупка отечественных госбумаг национальными ЦБ стала важным механизмом геэкономической политики.

О том, что целевые расходы, направленные на инвестиции, не имеют инфляционного эффекта, заявил, наконец, и Банк России: «Государственные расходы, в частности инвестиции в развитие отдельных значимых отраслей, могут вносить вклад в расширение производственного потенциала экономики и изменение ее структуры. В этом случае ускорение экономического роста не будет формировать повышательного давления на инфляцию» (Банк России, 2022б). Отметим, что в целом за последние 20 с лишним лет прирост денежной массы в российской экономике, в отличие от первой половины 1990-х годов, значительно опережал темпы инфляции — более чем в 10 раз (рис. 5). С учетом во многом немонетарного характера инфляции, отрыв будет еще больше. Это говорит о возможности увеличить монетизацию российской экономики при умеренном росте инфляции.

Как считает Банк России, «ограничения по счету капитала ослабляют возможность финансовых рынков, финансовых потоков сглаживать колебания валютного курса, сезонные колебания»<sup>7</sup>. Заметим,

**Суммарный прирост денежной массы (M2) и инфляции в России за 2000—2021 гг. (в %)**



Источник: расчеты автора по данным Росстата, ЦБ РФ.

Рис. 5

<sup>6</sup> Комментарий Банка России по операциям на рынке государственного долга. 2022. 18 марта. <http://www.cbr.ru/eng/press/event/?id=12763>

<sup>7</sup> Заявление Председателя Банка России Э. Набиуллиной по итогам заседания Совета директоров Банка России 29 апреля 2022 года. <https://www.cbr.ru/press/event/?id=12857>

однако, что в нормальных условиях свободное движение капитала действительно может балансировать счета платежного баланса и ограничивать волатильность курса. Однако в условиях санкций это может быть чревато бегством от рубля, что еще больше повысит волатильность, сужая возможности для экономического роста.

Определенные риски формируются в связи со смягчением валютного контроля. Согласно Минфину России, валютное законодательство РФ полностью либерализовано<sup>8</sup>. Более того, он готов рассмотреть дополнительные возможности в этой сфере. В ситуации санкций такое решение неочевидно. С одной стороны, выталкивание валюты из экономики может сократить ликвидность и привести к удешевлению рубля. С другой — это сужает возможности снизить инфляцию, а ограничение притока ликвидности в страну уменьшит глубину российского валютного рынка. Кроме того, отмена репатриации валютной выручки отечественных экспортеров повышает риски замораживания их средств. О важности мер по контролю за трансграничным движением капитала заявлял даже МВФ, несмотря на свои либеральные подходы, отмечая, что введение мер по управлению движением капиталов может быть полезно для стабильности финансовой системы (IMF, 2012).

Одной из важных антисанкционных мер, которая способствовала укреплению рубля, был переход на расчеты в рублях при экспорте российского газа. О действенности этого шага и, по сути, о важности валютного курса говорила также Еврокомиссия, которая сделала заключение, что эта мера подрывает действие санкций и *позволит России регулировать обменный курс в свою пользу*<sup>9</sup>.

Очевидно, нужно переходить на расчеты в рублях при экспорте не только газа, но и других товаров. В более долгосрочной перспективе это может привести к изменению концепции курсообразования. Экспортеры будут в большей степени заинтересованы в удорожании рубля, поскольку им будет выгоднее получать платежи в более крепкой валюте. Отметим, что ожидания удорожания китайского юаня были важной предпосылкой его интернационализации. Кроме того, расширение применения отечественной валюты во внешнеэкономических операциях будет закладывать основы для перехода к ценообразованию в рублях.

Сильная волатильность курса рубля, а также различия в цене его фондирования и хеджирования могут ограничивать расчеты в рублях во внешней торговле. Отметим, что плавающий курс рубля был введен в других условиях. Сейчас ситуация на рынке и риски принципиально изменились. Поэтому следует подумать о модификации указанного режима (например, переходе к режиму управляемого плавания с неким заданным диапазоном, то есть своего рода *forward guidance* по аналогии с режимами процентных ставок в развитых странах).

Высокие ставки по рублевым кредитам невыгодны для российских экспортеров и тормозят использование рубля в качестве средства платежа. В случае привлечения валютных кредитов возникают валютные риски (так как экспортная выручка будет в рублях), стоимость хеджи-

<sup>8</sup> Финмаркет. 2022. 29 июня. <http://www.finmarket.ru/currency/news/5750418>

<sup>9</sup> РИА Новости. 2022. 14 апр. <https://ria.ru/20220414/gaz-1783434893.html>

рования которых может быть значительной. Тогда регулятор мог бы на начальном этапе брать на себя риски хеджирования, а также устанавливать специальные более низкие ставки по экспортным кредитам. (В мире подобные подходы неоднократно практиковались: в частности, в США длительное время действовала программа Adjustment credit и др.) Далее, по мере становления указанных механизмов их можно постепенно отменять.

### **О внутренних источниках роста**

Сегодня актуален вопрос: как перейти от модели ликвидности с преобладанием внешнего фактора к модели ликвидности, формируемой на внутренней основе? Поскольку экономика РФ в новых условиях сталкивается с необходимостью усилить действие внутренних рычагов роста, необходимо тщательнее проработать возможные инструменты развития внутренних источников финансирования. Важно увеличить капитализацию банков и предоставить им необходимую кратко- и долгосрочную ликвидность, в том числе через использование специальных инструментов. Процентные ставки должны находиться на уровне, обеспечивающем доступность ресурсов для экономики. Тенденция их снижения началась, и к середине сентября 2022 г. ключевая ставка была снижена до 7,5% после ее шокового повышения Банком России в феврале до 20%.

К подходам, при которых усиливается опора на внутренние источники экономического роста, прибегали и другие страны. В частности, успешным примером стала Япония, которая, будучи экспорто-ориентированной экономикой, уделяет большое внимание развитию внутреннего рынка, широко использует инвестиционные стимулы для своих участников и проводит скоординированную политику валютного и экспортного контроля. По оценкам международных экспертов (The Economist, 2003), политика опоры на собственные силы, а не на иностранные инвестиции, защита национальных компаний и банков позволили Японии достичь финансовой независимости.

В КНР также была поставлена задача повысить роль внутренних факторов в развитии национальной экономики. Соответственно изменились подходы Народного банка Китая, в частности, было приостановлено наращивание международных резервов, повышена роль регулятора в кредитовании банков. (За период с 2014 по 2021 г. в активах китайского центробанка объем выданных кредитов коммерческим банкам увеличился в 4 раза, а их доля возросла с менее 10 до более 30%, согласно данным Народного банка Китая.)

Отметим, что эскалация геополитического конфликта на Украине обуславливает перестройку российской экономики и усиление ее мобилизационной составляющей. Очевидно, что отечественный финансовый сектор играет важную роль в этом процессе. О необходимости в большей степени опираться на внутренние ресурсы и источники говорят и в Банке России — это подчеркивается в ряде его документов (Банк России, 2022b).

Однако в целом подходы отечественного регулятора меняются медленно. Положительный аспект в его денежной программе — увеличение роли чистых внутренних активов при формировании денежной базы рубля. Однако рост этой составляющей планируется во многом обеспечить за счет чистого кредита расширенному правительству и в меньшей степени — путем кредитования банков.

Отметим также расхождения в макроэкономических прогнозах Банка России и Минэкономразвития, которые видны при сопоставлении двух важнейших документов — основных направлений денежно-кредитной политики и федерального бюджета (см. таблицу). Определенные расхождения в прогнозах двух ведомств наблюдались и раньше, однако в текущих условиях необходима большая координация их подходов.

Т а б л и ц а

**Банк России и Минэкономразвития: прогноз роста ВВП (г/г, в %)**

Сценарий	2022	2023	2024	2025
Банк России (базовый сценарий, 27.09.2022)	(-6,0)– (-4,0)	(-4,0)– (-1,0)	1,5–2,5	1,5–2,5
Министерство экономического развития (базовый сценарий, 28.09.2022)	-2,9	-0,8	2,6	2,6

Источники: Минэкономразвития (2022); Банк России (2022b).

Подходы и механизмы, которые использовались в РФ при переходе от плановой экономики к рыночной, заложили основы для включения страны в глобальную экономику. За 30 лет рыночных преобразований удалось уйти от старой модели и начать встраиваться в сложившиеся международные механизмы. Но сегодня экономическая и политическая среда принципиально изменилась. Она делает крайне важными для РФ не встраивание в существующие экономические системы, а разработку собственной, новой модели развития с учетом усиления роли внутреннего рынка при одновременном нахождении новых внешних и эффективном взаимодействии с ними. Все это предполагает активное использование валютных, денежно-кредитных и бюджетных механизмов.

Несмотря на наличие острых проблем и задач, стоящих перед российской экономикой, которые требуют оперативных решений, мы должны сохранить системное видение наших долгосрочных экономических целей. Выработка сбалансированных комплексных решений с учетом перспектив развития различных секторов национальной экономики будет способствовать укреплению ее позиций в мире.

### Международная среда

В настоящее время повышенная волатильность наблюдается на многих мировых фондовых, денежных, товарных и сырьевых рынках. В частности, в еврозоне волатильность производства в последние два года была в пять раз выше, чем в кризис 2008–2009 гг., а инфляция стала максимальной с 1970-х годов (Schnabel, 2022). В начале



осени 2022 г. настроения глобальных инвесторов были самыми пессимистичными за период после кризиса 2008–2009 гг. (по оценкам Bank of America)<sup>10</sup>. Переход к ужесточению денежно-кредитной политики (ДКП) центральных банков вызывает опасения начала рецессии. Неопределенность усиливается военным конфликтом на Украине и другими геополитическими конфликтами в мире.

После глобального финансового кризиса 2008–2009 гг. в развитых странах более десяти лет проводили чрезмерно мягкую ДКП, что нарушило связи между реальной экономикой и финансовым сектором. Фондовые индексы ведущих стран росли на протяжении длительного периода, а темпы роста их экономик были сравнительно низкими. Масштабное вливание долларовой ликвидности не сопровождалось ни удешевлением доллара, ни повышением цен (оно произошло лишь годы спустя, да и то после новой волны сверхмасштабных вливаний), ни ростом процентных ставок. Более того, ставки долгие годы находились на околонулевых и даже отрицательных уровнях, что создавало для участников финансового рынка дополнительные проблемы (снижение маржи, поиск доходности, использование инструментов низкого качества с высокой доходностью и др.). В итоге в начале 2020 г. на фоне вспышки пандемии коронавируса на фондовых рынках произошла резкая коррекция.

Дополнительный беспрецедентный объем ликвидности, влитый в экономики для решения проблем, которые были вызваны пандемией, еще больше усилил рыночные перекосы. Также обострилась проблема неравенства, так как главными бенефициарами роста акций были более богатые слои общества. При этом значительная часть средств компаний была направлена на покупку собственных акций на бирже (операции buy-back), что во многом способствовало достижению биржевыми индексами в развитых странах рекордных значений к концу 2021 г.

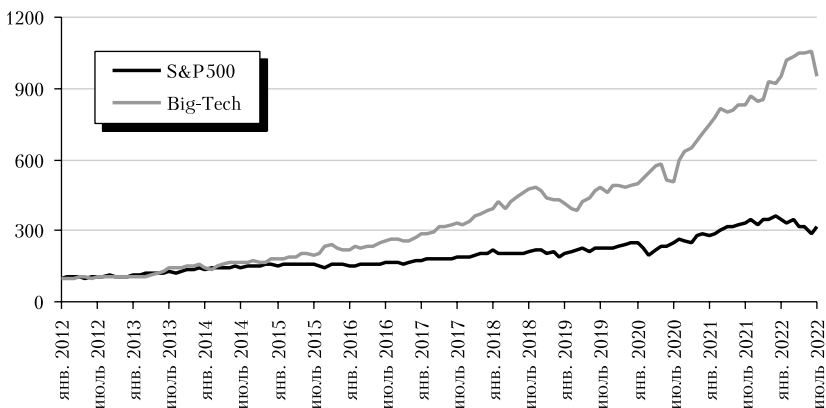
Примечательно, что рост биржевых индексов был во многом обеспечен повышением котировок компаний ИТ-сектора (рис. 6). Причем их капитализация превысила капитализацию компаний реального сектора. В преддверии кризиса доткомов в 2001 г. отмечались похожие несоответствия. Так, компания Apple стоила тогда во много раз дороже, чем одна из крупнейших производственных компаний металлургического сектора США US Steel. Это создало условия для развития кризисных процессов и в итоге привело к краху рынка доткомов.

На глобальных фондовых рынках с конца 2021 г. наметился спад, даже несмотря на упомянутые рекордные объемы покупки компаниями собственных акций (рис. 7). При этом на американском фондовом рынке происходит «ступенчатое схлопывание» — череда локальных и менее глубоких падений в условиях общего нисходящего тренда. Такая динамика позволяет постепенно учитывать снижение стоимости активов на балансах компаний, не вызывая в них резких изменений.

Проблемы, с которыми столкнулся мир в ходе борьбы с пандемией коронавируса, носят более устойчивый характер, чем предполагалось ранее. В развитых странах в конце 2021 г. денежные регуляторы стали

<sup>10</sup> The Economic Times. 2022. Sept. 23. <https://economictimes.indiatimes.com/markets/stocks/news/bofa-says-cash-is-king-as-investor-pessimism-hits-2008-era-high/articleshow/94396373.cms>

**Прирост индекса S&P 500 и стоимости акций компаний Big-Tech**  
(в %, начало 2012 г. = 100%)

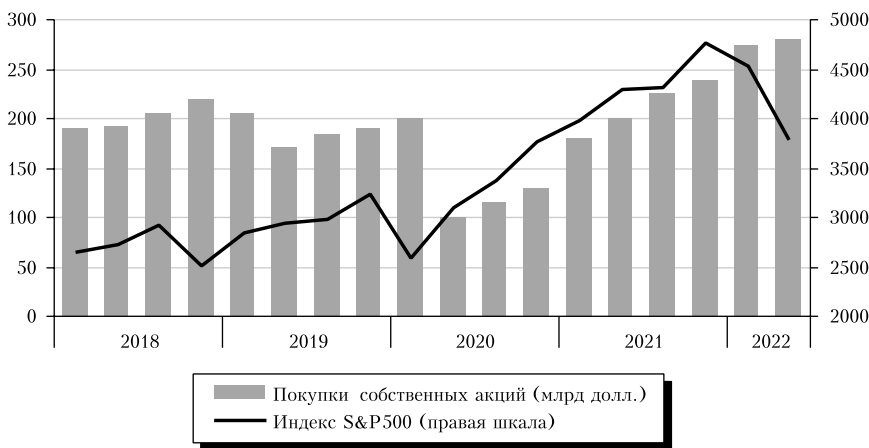


*Примечание.* Портфель акций пяти крупнейших ИТ-компаний – Alphabet (Google), Amazon, Apple, Microsoft, Meta\* (Facebook).

*Источник:* ЕЦБ.

Рис. 6

**Индекс S&P 500 и объем операций по покупке компаниями своих акций**



*Источники:* S&P Global; yahoo!finance.

Рис. 7

пересматривать свои позиции относительно непродолжительного характера высокой инфляции и заявлять о переходе к более жесткой ДКП и о сворачивании мер поддержки. Еще до кризисных событий 2022 г. международные организации (см., в частности: IMF, 2021; UN, 2022) подчеркивали, что для обеспечения экономического роста необходимо сохранять поддерживающую фискальную политику и предостерегали от преждевременной бюджетной консолидации. Можно заключить, что без стимулирующих мер экономика не в состоянии расти, но в то

\* Признана экстремистской организацией и запрещена в РФ.

же время от них надо отказываться из-за угрозы высокой инфляции и необходимости сокращать бюджетные расходы.

Дестабилизация ситуации в 2022 г. еще больше ухудшила положение центробанков, которые после пандемии оказались перед непростым выбором, так как инфляция к концу 2021 г. начала устойчиво расти и стало очевидно, что проблема носит не временный характер: для ее решения требуется переход к более жестким денежно-кредитным мерам. В развитых странах летом 2022 г. инфляция достигла двузначных показателей, выйдя на исторические максимумы за последние 30–40 лет. Политика отказа от поставок энергоресурсов из России лишь усилила инфляционные тенденции и еще больше усугубила положение европейских стран.

При этом ускорение перехода к более жесткой ДКП несет риски замедления экономического роста, обострения долговых проблем, обесценения активов с соответствующим удешевлением залогов, роста числа банкротств, дальнейшего обострения проблемы неравенства и т. д. Повышение процентных ставок и сворачивание мер поддержки спровоцировали рост волатильности на всех рынках. Инвесторы стали уходить от рисков. Под влиянием повышения ставок в развитых странах они выросли и в странах с формирующимся рынком, усилились глобальные перетоки капиталов, что привело к обесценению валют этих стран.

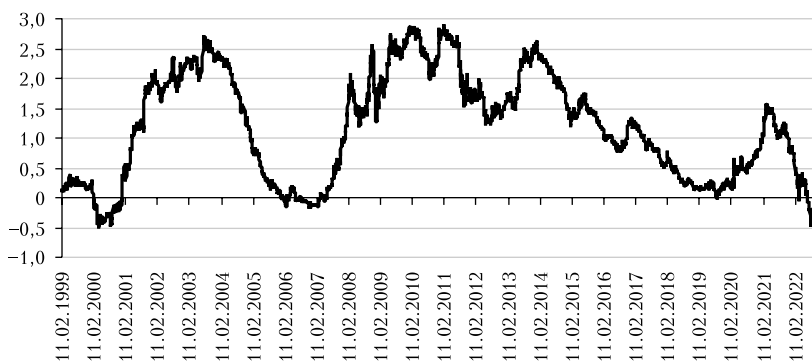
В целом поведение рынков говорит о повышенной напряженности и о снижении доверия к политике регуляторов. Существенно возросла доходность долгосрочных гособлигаций, в том числе в развитых странах. В частности, в США доходность 10-летних гособлигаций превысила 4% впервые с 2008 г. Летом 2022 г. стала заметна инверсия доходности долго- и краткосрочных американских казначейских облигаций, что традиционно служит признаком приближающейся рецессии (рис. 8).

Отметим, что на рынке американских казначейских облигаций, которые традиционно считаются высоколиквидным и безопасным активом, возникла напряженность с ликвидностью. Рынок уже не готов абсорбировать объем облигаций, выпускаемых США. Это лишний раз свидетельствует о снижении доверия к политике регуляторов.

Как часто бывает в кризисные периоды, американский доллар начал укрепляться, причем с повышенной скоростью. Это происходило в том числе по отношению к валютам ведущих стран (рис. 9). Евро, который ослабевал с мая 2021 г., достиг паритета с долларом к концу августа 2022 г. и даже стал дешевле американской валюты. В начале сентября английский фунт стерлингов подешевел до минимумов с 1985 г. Из-за ослабления иены японские регуляторы впервые за длительный период начали интервенции в ее поддержку.

Симптоматично в этих условиях поведение ЦБ Швейцарии. Отметим, что это один из наиболее опытных финансовых регуляторов, стремящийся поддерживать статус швейцарского франка как валюты-убежища для мира. Характерно, что он одновременно предоставлял максимальную ликвидность рынку и устанавливал минимальные ставки. Так, в 2007–2014 гг. центробанк Швейцарии увеличил денежную базу франка на 720%, что заметно больше, чем другие ведущие ЦБ. И даже «ужесточение по-швейцарски» выглядело специфично: впервые за последние 15 лет в июне 2022 г. ставка была повышена на 0,5 п. п., что позволило достичь уровня минус 0,25% (!).

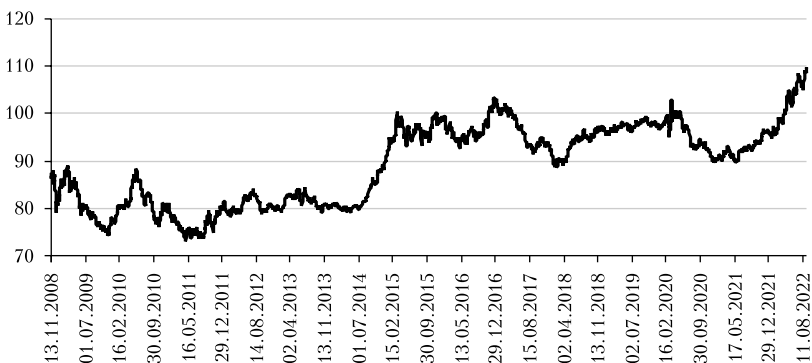
**Сред доходности 10-летних и 2-летних казначейских облигаций США (в %)**



Источник: ФРБ Сент-Луиса.

Рис. 8

**Индекс доллара (DXY) к шести ведущим валютам**



Источник: yahoo!finance.

Рис. 9

Насколько продолжительным будет тренд на ужесточение ДКП в ведущих странах? В ответ на ухудшение ситуации Банк Англии уже в конце сентября 2022 г. был вынужден приостановить объявленную раньше программу продажи государственных облигаций на фоне резкого роста их доходности. Вместо этого он начал временную программу покупки долгосрочных гособлигаций, по сути вернувшись к политике количественного смягчения.

Отметим, что с середины апреля 2022 г. началось ослабление китайского юаня к доллару США, что может вызвать рост инфляции в КНР. В настоящее время это ограничивает возможности Народного банка Китая по снижению ставки для стимулирования экономического роста. Напомним, что раньше из-за слабого курса юаня США обвиняли Китай в намеренном его занижении с целью создать преимущества для китайских экспортеров. Но в настоящее время укрепление доллара к юаню может быть выгодно США, поскольку приведет к снижению цен на импорт из КНР, а значит — и инфляции. В ближайшие годы ожидается замедление темпов роста китайской экономики.

В целом, по оценкам МВФ, риски для глобальной финансовой стабильности возросли (IMF, 2022). Можно предположить, что сохранение геополитической напряженности и рост военных расходов ведущих стран выступают одним из механизмов поддержания ими экономического роста.

\* \* \*

Ситуация в глобальной экономике после вспышки пандемии коронавируса была непростой, а антироссийские санкции 2022 г. еще больше ее осложнили. Складывающиеся новые условия меняют характер товарных потоков, движение финансовых ресурсов, динамику валютных курсов. Существенно изменяются отношения и связи между странами в целом. Во многих странах резко возросла роль регуляторов, мир все чаще сталкивается с глобальной нестабильностью и геополитической турбулентностью, на повестку дня выходят вопросы о новых «якорях стабильности», звучат предложения о Бреттон-Вудсе-2, двухконтурной финансовой системе и проч. Будущее покажет, как можно эффективно функционировать в этих условиях и какие возникнут модели развития. Требуется готовность к поиску новых рынков и стран для сотрудничества, нужно разработать механизмы, которые позволили бы смягчить внешние риски и развиваться с большей опорой на внутренние источники. Это сложная и многоуровневая задача, но ее решение заложит основы для развития России на годы вперед.

### Список литературы / References

- Банк России (2022a). Обзор рисков финансовых рынков. № 2–3. [Bank of Russia (2022a). *Survey of financial market risks*, No. 2–3. (In Russian).]
- Банк России (2022b). Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2023 год и на период 2024 и 2025 годов. Москва, 1 ноября. [Bank of Russia (2022b). *Monetary policy guidelines for 2023–2025*. Moscow, November 1. (In Russian).]
- Ершов М. В. (2005). Экономический суверенитет России в глобальной экономике. М.: Экономика. [Ershov M. V. (2005). *Russia's economic sovereignty in the global economy*. Moscow: Ekonomika. (In Russian).]
- Ершов М. (2017). Россия и мир: насколько устойчив экономический рост? Риски и препятствия // Вопросы экономики. № 12. С. 63–80. [Ershov M. (2017). Russia and the world: How sustainable is economic growth? Risks and barriers. *Voprosy Ekonomiki*, No. 12, pp. 63–80. (In Russian).] <https://doi.org/10.32609/0042-8736-2017-12-63-80>
- Минэкономразвития (2022). Прогноз социально-экономического развития Российской Федерации на 2023 год и на плановый период 2024 и 2025 годов. Москва, 28 сентября. [RF Ministry of Economic Development (2022). *Forecast of the socio-economic development of the Russian Federation for 2023 and for the planned period of 2024 and 2025*. Moscow, September 28. (In Russian).]
- Широв А. А. (ред.) (2022). Потенциальные возможности роста российской экономики: анализ и прогноз (Научный доклад ИМП РАН). М.: Артик Принт. [Shirov A. A. (ed.) (2022). *Potential growth opportunities for the Russian economy: Analysis and forecast* (IEF Scientific report). Moscow: ArticPrint. (In Russian).]

- Fisher P. R. (2000). Treasury and Federal Reserve foreign exchange operations. *Federal Reserve Bulletin*, Vol. 86, No. 12, pp. 813–817.
- IMF (2012). *The liberalization and management of capital flows: An institutional view*. Washington, DC: International Monetary Fund.
- IMF (2021). *World economic outlook. Recovery during a pandemic: Health concerns, supply disruptions, and price pressures*. Washington, DC: International Monetary Fund, October.
- IMF (2022). *Global financial stability report: Navigating the high-inflation environment*. Washington, DC: International Monetary Fund, October.
- Schnabel I. (2022). *Monetary policy and the Great Volatility*. Speech at the “Reassessing Constraints on the Economy and Policy” economic policy symposium sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole, Wyoming, August 27. <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2022/html/ecb.sp220827-93f7d07535.en.html>
- The Economist (2003). Japanese spirit, western things — 150 years after Commodore Perry. *The Economist*, Vol. 368, No. 8332, pp. 20–22.
- UN (2022). *World economic situation and prospects*. January. New York: United Nations Department of Economic and Social Affairs. <https://doi.org/10.18356/9789210011839>
- 

## **Russian economy in the face of new sanctions challenges**

Mikhail V. Ershov<sup>1,2</sup>

*Author affiliation:* <sup>1</sup> Institute for Energy and Finance (Moscow, Russia);

<sup>2</sup> Financial University under the Government of RF (Moscow, Russia).

Email: lupandina@fief.ru

The year 2022 was characterized by a number of significant processes and events that made it possible to reveal the stability of the Russian and world economies. Thirty years ago Russia started moving to the market that marked the beginning of radical changes and transformations of the Russian economy and laid the basis for long-term trends that we are still observing. The liberalization of prices and the subsequent introduction of a single exchange rate regime, large-scale entry into the global financial system, and the strengthening of market principles of interaction of economic agents determined the contours of further development of the Russian economy. This was followed by a real test of strength — through a period of local and global crises, and in the sanctions of 2022, this “testing” has reached its apogee. The pandemic shock was replaced by a large-scale geopolitical tension due to the events in Ukraine. Russian assets were frozen, the existing system of world economic relations was massively deformed, and the Russian economy is forced to rebuild the mechanisms and foundations of its domestic and international development. At the same time, RF has the potential for forming new points of support, and it should be used more actively.

*Keywords:* sanctions, economic growth, economic crisis, growth models, exchange rate, domestic demand.

*JEL:* E52, E58, G15.