

ИССЛЕДОВАТЕЛЬСКАЯ СТАТЬЯ

<https://doi.org/10.31063/AlterEconomics/2024.21-2.1>

УДК 330.3

JEL A12, E22, E27, E58, E52



О возможности таргетирования экономического роста: теоретический аспект¹

Владимир И. МАЕВСКИЙ  *Институт экономики РАН, г. Москва, Российская Федерация*

Для цитирования: Маевский, В. И. (2024). О возможности таргетирования экономического роста: теоретический аспект. *AlterEconomics*, 21(2), 159–178.

<https://doi.org/10.31063/AlterEconomics/2024.21-2.1>

Аннотация. В статье предложен оригинальный целевой показатель макроэкономической денежно-кредитной политики (ДКП), а именно показатель s (от англ. *scope*), рассчитываемый как отношение среднегодовой инфляции к среднегодовому темпу роста реального ВВП за определенный период времени. Этот показатель, по сути, отражает степень не-нейтральности денег в долгосрочной перспективе. Ортодоксальная макроэкономическая теория отрицает не-нейтральность денег, однако теория переключающегося режима воспроизводства признает (Маевский и др., 2020). Если показатель s меньше 1, в стране имеет место сильная не-нейтральность денег, если больше 1, то слабая. И слабая, и сильная не-нейтральность денег сопровождаются негативными социальными эффектами, которые усиливаются по мере удаления показателя s от 1. Поэтому денежные власти, стремясь к компромиссу, стараются принимать такие решения, при которых целевой показатель s близок или равен 1. Статистические расчеты по 49 странам подтверждают этот вывод: в развитых и большинстве развивающихся стран показатель s близок к 1. Однако Россия не входит в это большинство, что означает необходимость серьезных институциональных изменений в системе ДКП. Рассмотрено одно из возможных изменений, а именно частичное замещение валютного способа обеспечения эмиссии первичных денег на долговой способ, т. е. эмиссию под покупку государственных ценных бумаг. Поставлен дискуссионный вопрос о монетарном стимулировании экономического роста при условии нормализации показателя s . Обсуждается заявление Главы Сбербанка России Г. О. Грефа в Совете Федерации РФ от 4 июня 2024 г. о перегреве российской экономики вследствие большой загрузки мощностей. Мы доказываем, что нужно не ограничивать рост, но преодолевать дефицит мощностей через политику монетарного стимулирования инвестиций в основной капитал. Наши выводы корреспондируют с выводами российских ученых Центрального экономико-математического института Российской академии наук, полученными на основе разработанной ими модифицированной модели равновесия, учитывающей эндогенный фактор научно-технического прогресса.

Ключевые слова: нейтральность и не-нейтральность денег, таргетирование ДКП, показатель s , компромисс, монетарное стимулирование роста

Благодарность: Настоящая работа выполнена в рамках Государственного задания Института экономики РАН, рег. № НИОКТР 124013000799-0 по теме «Институциональные основания и воспроизводственные факторы экономической политики России, способствующие переходу к экономике развития».

¹ © Маевский В. И. Текст. 2024.

The Possibility of Targeting Economic Growth: Theoretical Aspect

Vladimir I. MAEVSKY  

Institute of Economics of the Russian Academy of Sciences, Moscow, Russian Federation

For citation: Maevsky, V. I. (2024). The Possibility of Targeting Economic Growth: Theoretical Aspect. *AlterEconomics*, 21(2), 159–178. <https://doi.org/10.31063/AlterEconomics/2024.21-2.1>

Abstract. The article proposes an original target indicator for macroeconomic monetary policy, namely the s indicator (corresponding to the word “scope”), calculated as the ratio of average annual inflation to the average annual growth rate of real GDP over a certain period. This indicator essentially reflects the degree of non-neutrality of money in the long term. While orthodox macroeconomic theory denies the non-neutrality of money, the switching regime reproduction theory (SRRT) acknowledges it (Maevsky et al., 2020). If the s indicator is less than 1, there is strong non-neutrality of money in the country; if it is greater than 1, then non-neutrality is weak. Both weak and strong non-neutralities of money are accompanied by negative social effects, which intensify as the s indicator moves further from 1. Therefore, monetary authorities, striving for compromise, aim to make decisions that bring the s indicator close to or equal to 1. Statistical calculations for 49 countries support this conclusion: in developed and most developing countries, the s indicator is close to 1. However, Russia does not fall into this majority, which points to the need for substantial institutional changes in its monetary policy system. One possible change considered is the partial replacement of currency-backed primary money issuance with debt-backed issuance, i. e., issuance against the purchase of government securities. The study discusses the controversial issue of using monetary policy to stimulate economic growth by normalizing the s indicator. It also examines the statement made by German Gref, the head of Sberbank of Russia, to the Federation Council on June 4, 2024, about the Russian economy overheating due to high capacity utilization. It is shown that instead of restricting growth, the capacity deficit should be overcome through a policy of monetary stimulation of investments in fixed capital. These findings are consistent with those of the team from the Central Economics and Mathematics Institute of the Russian Academy of Sciences, who used a modified equilibrium model that includes the endogenous factor of scientific and technological progress.

Keywords: neutrality and non-neutrality of money, targeting of monetary policy, indicator s , compromise, monetary stimulation of growth

Acknowledgments: This research was conducted in accordance with the State Assignment of the Institute of Economics, Russian Academy of Sciences, registration number NIOKTR 124013000799-0, ‘Institutional Foundations and Reproductive Factors of Russia’s Economic Policy Contributing to Transition to a Development Economy’.

1. Введение: существующие попытки таргетирования роста

Несмотря на то, что денежно-кредитная политика (ДКП) центральных банков ориентирована в конечном счете на обслуживание процессов функционирования и роста нефинансового (реального) сектора экономики, показатели нефинансового сектора, как правило, не входят в число целевых показателей ДКП. Денежные власти таргетируют показатели или инфляции, или валютного курса, или денежной базы, или резервных денег, или некоторые комбинации этих показателей. Так, в настоящее время ФРС США, ЕЦБ, Банк России и еще несколько десятков центральных банков развитых и развивающихся стран проводят политику таргетирования инфляции (как правило, это Индекс потребительских цен, или ИПЦ; ФРС США и ЕЦБ установили его на уровне 2 %, Банк России — 4 %)¹.

¹ Эксперты Банка России отмечают, что «денежно-кредитную политику в рамках стратегии таргетирования инфляции де-юре или де-факто проводят центральные банки 47 стран и интеграционных объединений. По оценкам за 2022 г., на эти страны приходится около 70 % мирового ВВП. И практически все из них относятся к странам с высоким или средним уровнем дохода, согласно классификации

Разумеется, многие центральные банки отслеживают ситуацию в нефинансовом секторе и в случае необходимости переходят то к жесткой денежно-кредитной политике, то к политике количественного смягчения и т. д. Однако факт остается фактом: показатели, характеризующие уровень производства или экономический рост, не подключаются напрямую к системе таргетирования, применяемой денежными властями. Это обстоятельство на протяжении последних 50 лет вызывает возражения со стороны ряда теоретиков-макроэкономистов, предлагающих при проведении ДКП совмещать интересы развития нефинансового сектора и задачи по обеспечению финансовой стабильности и устойчивости национальной валюты с помощью некоторого синтетического показателя, учитывающего и то и другое, например, посредством таргетирования среднегодового темпа роста номинального ВВП или просто уровня номинального ВВП.

Так, в конце 1970-х гг. в пользу таргетирования среднегодовой скорости роста номинального ВВП выступили лауреаты Нобелевской премии Дж. Тобин (Tobin et al., 1980) и Дж. Мид (Meade, 1978). Это произошло в период так называемого интеллектуального и прикладного триумфа монетаризма, когда его лидер — лауреат Нобелевской премии М. Фридман, сумел убедить банковское сообщество в целесообразности использования количества денег в качестве целевого показателя при осуществлении ДКП.

«Прикладной триумф произошел благодаря проникновению монетаризма в стены центральных банков. Таргетирование денежного предложения было взято на вооружение ЦБ ведущих стран. Его пытались реализовать ФРС США (1972–1993 гг.), немецкий Бундесбанк (1974–1998 гг.), Национальный банк Швейцарии (1974–1999 гг.), Банк Канады (1975–1982 гг.), Банк Англии (1973–1987 гг.), Банк Японии (1978–1989 гг.). За границами развитых стран Народный банк Китая с 1998 г. продолжает придерживаться парадигмы монетаризма. Среди других развивающихся стран таргетирование денежного предложения использовали Банк Кореи (до 1995 г.), Банк Индонезии (до 2002 г.), Центральный банк Турции (до 2001 г.) и др.» (Моисеев, 2018, с. 29).

Дж. Тобин и Дж. Мид видели, что, действуя по рецептам монетаристов, центральные банки многих стран вместо таргетирования показателя, отражающего интересы не только финансового, но и нефинансового сектора (рост номинального ВВП хотя бы приближенно, но соответствует этой цели), таргетируют денежное предложение, представляющее инструмент, средство достижения актуальной социально-экономической цели, но не саму цель.

Дж. Тобин четко зафиксировал инструментальную сущность монетарного таргета: «Я думаю, что для Федеральной резервной системы было бы предпочтительнее объявлять диапазоны роста MV на год вперед, а то и на несколько лет вперед. В качестве альтернативы они могли бы быть выражены в виде задаваемых диапазонов как инфляции ВВП, так и реального роста ВВП. Это позволило бы Федеральной резервной системе свободно проводить политику, соответствующую этим существенным целям, не рискуя своим авторитетом в связи с достижением целей, имеющих лишь инструментальное или индикативное значение» (Tobin et al., 1980, p. 51).

Всемирного банка. В свою очередь, на 20 крупнейших стран и экономик мира, где реализуется политика таргетирования инфляции, приходится примерно 60 % мирового ВВП по паритету покупательной способности (по данным Всемирного банка)» (Банк России, 2023, с. 139–140).

Несмотря на то, что позицию Дж. Тобина и Дж. Мида поддержал Ф. Модильяни — еще один лауреат Нобелевской премии¹, а также другие экономисты, повлиять на политику таргетирования ФРС США им не удалось. В ответ на предложения учитывать при таргетировании ДКП интересы нефинансового сектора были выдвинуты аргументы технического характера, касающиеся трудностей формирования денежно-кредитной политики, если последняя ориентирована на поддержание определенного темпа роста номинального ВВП (или ВВП). Так, У. Пул — одиннадцатый исполнительный директор Федерального резервного банка Сент-Луиса — писал: «Важным является фактический вопрос. При нынешнем уровне знаний, насколько тщательно Федеральная резервная система может контролировать, скажем, номинальный ВВП? Поскольку я считаю, что скорость движения денег по годам довольно изменчива и трудно предсказуема — и Тобин разделяет эту точку зрения, — то, на мой взгляд, Федеральный резерв не знает, как достаточно тщательно контролировать годовой ВВП, поэтому неразумно возлагать на этот орган ответственность за годовые колебания ВВП» (Tobin et al., 1980, p. 84).

Попытки убедить денежные власти в целесообразности таргетирования интересов нефинансового сектора продолжились и в текущем XXI в., когда центральные банки большинства развитых стран вместо денежного предложения стали таргетировать инфляцию². Активные дебаты на эту тему ведутся не только в экономической литературе (см., например, Binder, 2020; Ireland, 2022; Sumner, 2013), но и в различных экономических блогах, например, Scott Sumner (themoneyillusion.com); Jeffrey Frankel (jeffrey-frankel.com); Simon Wren-Lewis (mainly-macro.blogspot.com); Tony Yates (longandvariable.wordpress.com) и др. При этом среди сторонников номинального ВВП наблюдается смещение акцента с таргетирования темпа роста номинального ВВП на таргетирование уровня номинального ВВП (NGDPLT).

В качестве примера смещения акцентов сошлемся на статью (Beckworth & Horan, 2022). Авторы отмечают, что после того, как ФРС в августе 2020 г. изменила показатели своей денежно-кредитной политики, перейдя от гибкого целевого показателя инфляции (FIT) на гибкий целевой показатель средней инфляции (FAIT), инфляция выросла до самого высокого уровня за последние 40 лет. Подчеркнув далее, что стратегия борьбы с инфляцией в рамках FAIT привела к большой путанице, авторы заявили, что «FAIT можно спасти, модифицировав ее как особый случай таргетирования уровня номинального ВВП (NGDPLT)... Предлагается новый способ, при котором FAIT фактически превращается в NGDPLT: взять прогноз отклонений номинального ВВП от нейтрального уровня³ — разрыв номинального ВВП - и включить его в правило Тейлора. Таким образом создается практичная и похожая на FAIT функция реакции, необходимая для FOMC — Комитета, осуществляющего надзор за операциями ФРС на открытом рынке» (Beckworth & Horan, 2022, p. 4).

¹ Он отметил, что «таргетирование реального дохода, номинального ВВП или других переменных, имеющих непосредственное отношение к политике, будет иметь большее значение для принятия решений в частном секторе, чем таргетирование промежуточных переменных, таких как денежные агрегаты» (Tobin et al., 1980, p. 88).

² Однако десятки развивающихся стран в качестве операционной цели используют денежную базу, валютный курс, резервные деньги, денежный агрегат M1, международные резервы.

³ Нейтральный уровень NGDP равен среднему значению за последние 20 кварталов консенсус-прогнозов уровня номинального ВВП на текущий квартал.

Трудно оценить, как бы повели себя основные макроэкономические показатели США в случае, если бы переход к таргетированию уровня номинального ВВП состоялся. Но перехода не последовало, так что вопрос об эффективности использования в качестве таргета синтетического показателя, учитывающего одновременно интересы нефинансового сектора и задачи по обеспечению устойчивости национальной валюты, остается открытым.

2. Показатель s и его экономический смысл

До сих пор в роли таргетируемого синтетического показателя экономисты предлагали использовать или произведение среднегодовой инфляции и среднегодового темпа роста реального ВВП, или произведение дефлятора ВВП на уровень реального ВВП. Между тем в роли синтетического показателя может выступать не только произведение двух составляющих номинального ВВП, но и их отношение. Действительно, если операция умножения скрывает от регулятора информацию о том, какая именно инфляция и какой именно темп реального ВВП заключен в темпе номинального ВВП, то отношение двух составляющих номинального ВВП раскрывает ее.

Такая информация полезна для регулятора: например, одно дело, когда темп прироста номинального ВВП на 80–90 % определяется темпом прироста реального ВВП, другое, когда этот же темп на 80–90 % определяется инфляцией. В зависимости от того, какой из этих двух показателей доминирует в рамках темпа прироста номинального ВВП, возможны не только разные варианты денежно-кредитной политики центрального банка, но и изменения в курсовой политике, в налоговой политике и т. д.

Сторонники целевого показателя номинального роста ВВП не всегда обращают внимание на подобного рода нюансы. Так, по мнению шведских экономистов Б. Андерсона и К.А. Классена, «один из аргументов в пользу целевого показателя номинального роста заключается в том, что он позволяет центральному банку лучше реагировать на шоки предложения¹, чем при инфляционном таргетировании. Например, повышение цен на нефть вызовет рост инфляции в краткосрочной перспективе. Но в то же время инфляция повышает производственные издержки и тем самым замедляет рост. При инфляционном таргетировании это приводит к конфликту между целями стабильности цен и реальной экономической стабильности, поскольку возвращение инфляции к целевому уровню еще больше замедлит рост. Однако при целевом номинальном росте такой конфликт не возникает, поскольку эти два эффекта компенсируют друг друга, оставляя номинальный рост более или менее неизменным в результате повышения цен на нефть. Поэтому, возможно, не будет необходимости в том, чтобы денежно-кредитная политика реагировала на этот шок» (Andersson & Claussen, 2017, p. 60). Хотелось бы спросить шведских коллег, как должен реагировать центральный банк на отмеченный ими шок предложения, если в результате этого шока роль инфляции в темпе номинального ВВП подскочит до 80 %? Еще вопрос: не является ли подобного рода угроза одной из причин отказа денежных властей от таргетирования номинального роста?

Итак, мы предлагаем вниманию новый синтетический показатель таргетирования ДКП, равный отношению среднегодовой инфляции и среднегодового темпа

¹ Под шоками предложения авторы понимают сбои в экономике, которые заставляют инфляцию и рост «двигаться в разных направлениях».

роста реального ВВП. Обозначим этот показатель символом s (от англ. *score*) и запишем его в виде (1):

$$s = \frac{\pi}{g}, \quad (1)$$

где π — среднегодовая инфляция; g — среднегодовой темп роста реального ВВП.

Поскольку синтетический показатель s до сих пор не претендовал в экономической литературе на роль целевого показателя ДКП, имеет смысл оценить обоснованность подобного рода претензии с точки зрения таких понятий, как нейтральность / не-нейтральность денег в долгосрочном периоде¹.

Справочно: Нейтральность денег в долгосрочном периоде означает, что рост денежного предложения в долгосрочном периоде не оказывает воздействие на реальную экономическую активность (на g — темп роста реального ВВП), а лишь ведет к увеличению инфляции π . Соответственно, не-нейтральность денег предполагает, что рост денежного предложения в долгосрочном периоде влияет на реальную экономическую активность (g), хотя при этом возможна инфляция π .

Если на вопрос о не-нейтральности денег смотреть с позиций ортодоксальной (неокейнсианской и монетаристской) макроэкономической теории, то ответ будет отрицательным. По мнению сторонников этих теорий, деньги, как правило, нейтральны в долгосрочном периоде², т. е. рост денежного предложения ведет лишь к увеличению инфляции, но не реального ВВП. Имеющий место рост реального ВВП они объясняют технологическими шоками и другими немонетарными факторами. Рост денежного предложения воспринимается ими как следствие технологических шоков, не играющее самостоятельную роль. Но если это действительно так, то возникает законный вопрос, зачем центральному банку таргетировать показатель s , если проводимая им ДКП не оказывает самостоятельное влияние на входящий в состав s показатель g — темп роста реального ВВП? Куда более логично таргетировать не показатель s , а инфляцию π . Именно это и происходит в реальной жизни, в частности в России.

Однако на поставленный выше вопрос можно смотреть и иначе. Нами предложен другой, неортодоксальный подход, основанный на результатах математического моделирования переключающегося режима воспроизводства капитала (модель ПРВ)³ и восходящий к марксовому представлению о кругообороте метамор-

¹ Проблема нейтральности / не-нейтральности денег в краткосрочном периоде активно обсуждается в экономической литературе в контексте жесткости номинальных цен и заработных плат (см., например, Ромер, 2015, гл. 6). Однако она не представляет особого интереса с точки зрения задач таргетирования ДКП, поскольку целевые ориентиры такой политики обычно задаются на срок, превосходящий длину краткосрочного периода.

² Исключение составляют работы, связанные с объяснением теоретических предпосылок политики количественного смягчения (см., например, Ball, 2014; Benigno & Fornaro, 2015; Blanchard et al., 2015), а также недавно появившиеся исследования экспертов Банка международных расчетов, предложивших так называемый макрофинансовый подход. В рамках этого подхода показано, что «структура финансовых рынков, существующие финансовые жесткости и несовершенства влияют на особенности финансирования проектов и физических лиц, что и определяет макроэкономическую динамику, в том числе динамику цен и других переменных реального сектора» (Грищенко, Синяков, 2024, с. 233). Но если оставить в стороне эти работы, то можно констатировать, что положение о нейтральности денег в долгосрочном периоде по-прежнему сохраняет статус господствующей догмы.

³ Описание модели ПРВ см. (Маевский и др., 2020).

фозов капитала¹, где денежный капитал играет роль первичного двигателя экономического роста. В рамках этого подхода проблему нейтральности / не-нейтральности денег мы связываем (в отличие от неокейнсианцев) не с жесткостью номинальных цен, возникающей в краткосрочном периоде в связи с монетарными шоками, а с постоянно действующим и потому долгосрочным процессом распределения единого денежного потока между инвестиционной деятельностью и производством и потреблением непродуцированных (неинвестиционных) благ.

Одна часть денежного потока, представляющая инвестиции в основной капитал, — это поток не просто денег, это поток денежного капитала, который, как писал К. Маркс, выступает «в качестве *primus motor* для каждого вновь возникающего предприятия» (Маркс, 2011, с. 424). Рост данной части денежного потока не может быть нейтральным: обеспечивая финансирование производства нового основного капитала и соответствующих технологических и организационных инноваций, денежный капитал превращается в новый основной капитал (это превращение — часть марковского кругооборота метаморфозов капитала). Последний, в свою очередь, активно влияет на рост совокупного предложения, а значит на темп g — темп роста реального ВВП.

Другая, неинвестиционная часть денежного потока, обслуживающая текущее производство и потребление непродуцированных благ, в случае своего роста влияет прежде всего на совокупный спрос, а потому оказывается нейтральной, генерирующей инфляцию π (Маевский и др., 2023, с. 111).

В модели ПРВ распределение единого денежного потока на инвестиционную и неинвестиционную части осуществляется через управление нормой потребления, конкретнее — через коэффициент q , который в случае $q < 1$ уменьшает норму потребления и увеличивает норму накопления, а в случае $q > 1$, напротив, увеличивает норму потребления и уменьшает норму накопления. Расчеты по модели ПРВ показали, что чем больше норма накопления, тем больше величина первой (инвестиционной) части денежного потока в едином денежном потоке, тем больше g — темп реального ВВП, и меньше π — инфляция, тем большую роль играет феномен не-нейтральности денег в развитии экономики страны и тем меньшее значение принимает синтетический показатель s^2 .

Эксперименты с моделью ПРВ позволили построить таблицу зависимости синтетического показателя s от изменения q и скорости эмиссии (табл. 1).

Согласно данным таблицы 1, показатели s существенно зависят от коэффициента q (данный коэффициент в наших расчетах меняется в пределах от 0,96 до 1,08) и слабо зависят от скорости эмиссии (темп эмиссии меняется от 1,02 до 1,11). Так, при постоянном темпе эмиссии, например, темпе 1,06, значение показателя s растет с 0,954 до 1,054 при росте q с 0,96 до 1,05. Зависимость прямо пропорциональная. Иное дело зависимость показателя s от темпа эмиссии. Она примерно на порядок слабее зависимости s от q , поэтому мы от нее абстрагируемся³.

¹ Имеется в виду исследованный К. Марксом в первой части II тома «Капитала» процесс превращения денежного капитала в производительный, производительного капитала в товарный капитал и товарного снова в денежный капитал. Данное исследование мы относим к числу выдающихся достижений мировой экономической науки.

² Эти расчеты подробно описаны в статьях (Маевский и др., 2019а; Маевский и др. 2019b).

³ Слабая зависимость показателя s от темпа эмиссии не означает, что входящие в него параметры π и g также слабо зависят от темпа эмиссии. Зависимость есть, но в модели ПРВ она проявляется примерно одинаково, а потому не отражается на s .

Таблица 1

Изменения показателя s в зависимости от q и темпа эмиссии

Table 1

Changes in the Indicator s Depending on q and the Emission Rate

	Темп эмиссии										
	1,02	1,03	1,04	1,05	1,06	1,07	1,08	1,09	1,10	1,11	
0,96	0,954	0,954	0,954	0,954	0,954	0,954	0,954	0,954	0,954	0,955	0,955
0,97	0,965	0,965	0,965	0,965	0,965	0,965	0,965	0,965	0,965	0,965	0,965
0,98	0,977	0,976	0,976	0,976	0,976	0,976	0,976	0,976	0,976	0,976	0,976
0,99	0,988	0,987	0,987	0,987	0,987	0,987	0,987	0,987	0,987	0,987	0,987
1,00	0,999	0,999	0,998	0,998	0,998	0,998	0,998	0,998	0,997	0,997	0,998
1,01	1,010	1,010	1,009	1,009	1,009	1,009	1,009	1,009	1,008	1,008	1,008
1,02	—	1,021	1,021	1,020	1,020	1,020	1,020	1,020	1,019	1,019	1,019
1,03	—	—	1,032	1,032	1,031	1,031	1,031	1,031	1,031	1,030	1,030
1,04	—	—	—	1,043	1,043	1,042	1,042	1,042	1,042	1,041	1,041
1,05	—	—	—	—	1,054	1,054	1,053	1,053	1,053	1,053	1,052
1,06	—	—	—	—	—	1,065	1,064	1,064	1,064	1,064	1,064
1,07	—	—	—	—	—	—	1,076	1,075	1,075	1,075	1,075
1,08	—	—	—	—	—	—	—	1,087	1,086	1,086	1,086

Источник: составлено авторами.

Отсюда следует, что s — не просто техническое отношение двух макроэкономических параметров π и g . Это синтетический макропоказатель, улавливающий прежде всего эффект распределения денежного потока на инвестиционную и неинвестиционную части (эффект управления коэффициентом q) и в силу этого характеризующий степень не-нейтральности денег в долгосрочном периоде.

3. О существовании компромиссного показателя s

Прежде чем обсудить особенности применения s как целевого показателя ДКП, рассмотрим два основных типа показателей s : s_1 и s_2 .

Первый тип — s_1 , включает все случаи экономического развития, когда при росте денег в обращении темп роста реального ВВП доминирует над инфляцией, т. е. $s_1 < 1$. Будем называть их случаями сильной не-нейтральности денег в долгосрочном периоде.

Второй тип — s_2 , имеет прямо противоположный смысл. Он включает все случаи экономического развития, когда при росте денег в обращении инфляция доминирует над темпом роста реального ВВП. Здесь мы выделяем случаи слабой не-нейтральности денег в долгосрочном периоде, когда $s_2 > 1$ при $g > 1$, а также крайне нежелательные случаи отрицательной не-нейтральности, когда при растущей инфляции реальный ВВП или не растет, или снижается ($s_2 > 1$ при $g \leq 1$), т. е. когда в экономике страны наблюдается или стагфляция, или тот самый феномен не-нейтральности денег, который некоторые входящие в мейнстрим научные школы считают единственно возможным в долгосрочном периоде. Поскольку отрицательная не-нейтральность денег — крайне редкое явление, мы не будем рассматривать ее в дальнейшем тексте работы.

Разделение показателей s на два типа (s_1 и s_2) не означает, что один из типов обладает только достоинствами, а другой только недостатками. Так, экономики, развивающиеся в режиме сильной не-нейтральности денег (тип s_1), добиваются высоких темпов роста реального ВВП и умеренной или низкой инфляции за счет того, что рост инвестиций в основной капитал превышает рост доходов домашних хозяйств. В этом случае образуется разрыв между высоким темпом роста интенсивности и производительности труда, с одной стороны, и менее высоким темпом роста его оплаты, с другой. Чем больше этот разрыв, тем больше вероятность усиления социальной напряженности, тем актуальнее меры правительства по снятию этой напряженности. Как правило, такой вариант роста могут позволить себе страны с развивающейся экономикой, для которых в качестве наследия прошлого характерен низкий стартовый уровень доходов домашних хозяйств.

У экономик, функционирующих в режиме слабой не-нейтральности денег (тип s_2), проблемы опережающего роста интенсивности и производительности труда относительно его оплаты не возникают. Но есть свои проблемы, они хорошо известны и связаны с влиянием инфляции на снижение реальных доходов, на обесценение ценных бумаг, фонда накопления, кредитов, на обострение спекуляции и т. д. Эти негативные проявления также порождают социальную напряженность и вызывают со стороны правительства потребность в снятии этой напряженности.

Возникает любопытная ситуация, когда чрезмерно сильная не-нейтральность денег столь же нежелательна с точки зрения социально-экономических последствий, что и чрезмерно слабая не-нейтральность. В этой ситуации вполне логично, что правительства методом проб и ошибок стремятся избегать крайности и ищут компромиссные решения. По нашему мнению, идеальный компромисс находится на границе между s_1 и s_2 , т. е. в точке $s = 1$, когда среднегодовой темп реального ВВП равен среднегодовой инфляции.

Однако этот идеальный компромисс в силу политических, экономических, социальных причин далеко не всегда может быть достигнут. Поэтому в реальной жизни речь должна идти о формировании некоторой области компромиссных (допустимых) значений s , концентрирующихся возле $s = 1$. Очевидно, что в эту область входят как показатели s_1 , так и показатели s_2 .

Объективных критериев, на основе которых можно установить границы области компромиссных (допустимых) значений s , по-видимому, не существует. Поэтому введем предположение, что данные границы равноудалены от точки идеального компромисса (от $s = 1$). Данное предположение ограничивает множество вариантов установления таких границ, но не решает проблему выбора единственного варианта. Чтобы выбрать такой вариант, обратимся к статистическим расчетам показателя s , проведенным по 49 странам мира на основе среднегодовых за 2015–2022 гг. данных о темпах роста реального ВВП и инфляции (табл. 2).

Согласно таблице 2, имеет место сильный перекося в распределении стран по типам s_1 и s_2 . Так, из 49 стран лишь 15 или 30 % от всей совокупности росли в 2015–2022 гг. в режиме $s_1 < 1$ — сильной не-нейтральности денег в долгосрочном периоде. В эту группу стран вошли Вьетнам, Китай, Сенегал, Израиль, Малайзия, Боливия, Корея, Марокко, Индия Польша, Ирак, Таиланд, Индонезия, Саудовская Аравия и Новая Зеландия. Остальные 34 страны, включая страны — члены G7, оказались в группе стран со слабой не-нейтральностью в долгосрочном периоде ($s_2 > 1$).

Таблица 2

Ранжирование 49 стран по показателю s

Table 2

Ranking of 49 Countries by Indicator s

Вьетнам	0,9644	Швеция	1,0018	ЮАР	1,0469
Китай	0,9652	Австралия	1,0018	Монголия	1,0516
Сенегал	0,9673	Франция	1,0031	Молдова	1,0553
Израиль	0,9762	Сербия	1,0048	Бразилия	1,0652
Малайзия	0,9856	США	1,0049	Россия	1,0712
Боливия	0,9869	Великобритания	1,0087	Казахстан	1,0740
Корея	0,9906	Канада	1,0104	Египет	1,0747
Марокко	0,9928	Германия	1,0116	Нигерия	1,0767
Индия	0,9930	Кения	1,0126	Замбия	1,0791
Польша	0,9934	Перу	1,0128	Узбекистан	1,0908
Ирак	0,9975	Гондурас	1,0160	Беларусь	1,1212
Таиланд	0,9975	Румыния	1,0190	Турция	1,1652
Индонезия	0,9988	Пакистан	1,0267	Иран	1,2545
Сауд. Аравия	0,9998	Болгария	1,0295	Украина	1,2619
Новая Зеландия	0,9998	Чили	1,0296	Аргентина	1,4235
Сингапур	1,0001	Алжир	1,0309	—	—
Япония	1,0003	Мексика	1,0399	—	—

Примечание: в белом цвете — зона допустимых значений s , сером — зона нежелательных значений.

Источник: составлено авторами.

Еще более резкий перекося наблюдается по части максимальных отклонений показателей s_1 и s_2 от точки идеального компромисса: $s = 1$. Так, максимальное отклонение по показателю s_1 , присущее экономике Вьетнама ($s_1 = 0,9644$), составляет: $1,0000 - 0,9644 = 0,0356$. В то же время максимальное отклонение показателей s_2 от идеального компромисса $s = 1$ характерно для экономики Аргентины ($s_2 = 1,4325$) и составляет $1,4325 - 1,0000 = 0,4325$, т. е. величину на порядок большую, чем в противоположном случае.

Учитывая выше сформулированное правило равноудаленности границ от точки идеального компромисса и сложившуюся в мировой экономике ситуацию с показателем s , можно задать вариант максимально возможной области допустимых (компромиссных) значений s . Примем, что отклонения s в обе стороны от идеального состояния ($s = 1$) равно $0,0356$ — отклонению, присущему экономике Вьетнама. В результате получаем область допустимых значений (2):

$$0,9644 \leq s \leq 1,0356, \quad (2)$$

в которую попадет 33 государства из 49, т. е. 67,3 %. Все эти государства в таблице 2 окрашены в белый цвет. Остальные 16 стран выделены серым цветом, они оказываются за пределами выделенной области. Среди них находится и Россия, ее s равен 1,0712. В этом смысле Россия — один из аутсайдеров мирового развития.

4. О роли показателя s в таргетировании ДКП и факторе его нормализации в России

Обратимся к особенностям таргетирования ДКП с помощью синтетических показателей s . По нашему мнению, в иерархии целей денежно-кредитной политики любой страны или группы стран эти синтетические показатели можно рассматривать как цели высшего уровня, стоящие над основной и операционной целями центрального банка¹ и защищающие интересы нефинансового сектора экономики страны. При этом защитная функция показателей s будет различна в зависимости от того, входит ли показатель s конкретной страны в зону допустимых значений или не входит.

Если входит, то защитная функция s должна сводиться лишь к контролю за тем, чтобы при действующей системе основных и операционных целей не произошло выхода синтетического показателя s за границы допустимых значений. В этом случае со стороны показателя s никаких воздействий на действующую практику таргетирования инфляции или другого показателя, используемого центральным банком страны, не требуется.

Если значение показателя s конкретной страны не входит в зону допустимых значений, то сам факт возникновения такой ситуации служит сигналом денежным властям к активному вмешательству как в практику таргетирования ДКП, так и в основные правила (институты) макроэкономической политики, допустившие подобного рода эксцессы. В последнем случае показатель s может выступать в роли показателя высшего уровня не только в иерархии целей ДКП, но и в системе целей экономического блока правительства.

В российской экономике среднегодовой синтетический макропоказатель s находится далеко за пределами области допустимых значений ($s = 1,071$ за период 2015–2022 гг.). Стало быть, в России необходимо попытаться перевести значения показателя s в допустимую зону, другими словами, нормализовать показатель s .

Существуют различные макроэкономические и институциональные причины выхода российского макропоказателя s за пределы области допустимой нейтральности денег в долгосрочном периоде. На наш взгляд, среди них заметную роль играет тот факт, что монетизация экономики, осуществляемая непосредственно Банком России через эмиссию первичных денег, длительное время производилась на валютной основе (эмиссия под валютную выручку и внешние займы), тогда как роль долгового способа эмиссии (эмиссии под государственные ценные бумаги) была ничтожно мала².

Валютный способ эмиссии первичных денег стал господствующим в экономике России после дефолта 1998 г., когда в связи с крахом ГКО, с одной стороны, возникло недоверие к монетизации под государственные ценные бумаги, с другой, сформировалось представление, будто монетизация через внешние источники —

¹ Например, основной целью денежно-кредитной политики Банка России является поддержание инфляции вблизи 4 %, а операционной целью — поддержание однодневных ставок в необеспеченном сегменте овернайт межбанковского денежного рынка вблизи ключевой ставки (Банк России, 2023, с. 166).

² Можно различать два канала монетизации экономики. Первый — это эмиссия первичных денег непосредственно центральным банком (определение первичных денег см. <https://vocabulary.ru/termin/dengi-pervichnye.html>); второй — эмиссия кредитных денег коммерческими банками при косвенном участии центрального банка, управляющего ключевой ставкой и нормами обязательных резервов. Первый канал по своей мощности в несколько раз слабее второго (примерно на величину денежного мультипликатора). Однако он важен тем, что обеспечивает реализацию бюджетных приоритетов и порождает ориентиры для частного бизнеса.

это гарантия от новых дефолтов в будущем. Это было изначально спорное представление. Как писал проф. М. В. Ершов: «В настоящее время „привязка” к другой валюте ... является основой так называемого „валютного управления” — „*currency board*” (предполагающего внешнее управление эмиссией). Подобные подходы применяются в небольших экономиках, бывших колониях или странах, для которых такой внешний эмиссионный центр — основной экономический партнер, с которым они, по сути, образуют единое экономическое пространство. Да и там, как показывают события в Аргентине, результаты оставляют желать лучшего» (Ершов, 2001, с. 10). Аналогичного мнения придерживаются многие российские экономисты, прежде всего — представители академического сообщества. В пользу восстановления долгового способа эмиссии первичных денег выступили А. Г. Аганбегян, И. С. Букина, С. Ю. Глазьев, М. В. Ершов, В. В. Ивантер, Д. С. Львов, В. И. Маевский, В. Е. Маневич, А. Д. Некипелов и др. (Маевский и др. 2021, с. 24). Однако денежные власти проигнорировали данное мнение. Как следствие, в России по состоянию на 2023 г. доля национальных госбумаг в эмиссии первичных денег крайне незначительна, что резко контрастирует с ситуацией в США и Японии, где аналогичный показатель составляет 95 % и 85 % соответственно (рис. 1).

Доминирование валютного способа эмиссии первичных денег означает приоритет внешних источников монетизации экономики над внутренними. В результате резко усиливается фактор внешнего риска для нашей финансовой системы, создаются угрозы ее суверенитету и устойчивости, что особенно опасно для России в условиях специальной военной операции.

Назрела необходимость усилить роль долгового способа эмиссии и сформировать государственную программу частичного замещения валютного способа эмиссии на долговой. Эта программа способна ослабить роль фактора внешнего риска, а также укрепить связь бюджетной и монетарной политики. С точки зрения нор-

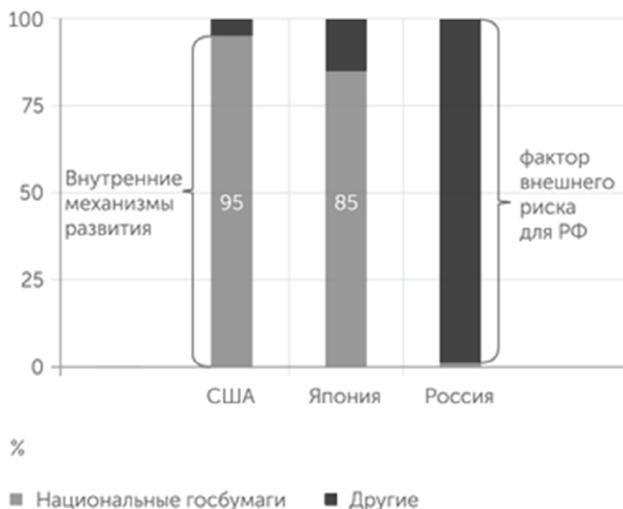


Рис. 1. Доля национальных госбумаг в эмиссии доллара, иены и рублей (источник: Ершов М. (2023). О денежно-кредитной политике: условия изменились сильно, а подходы мало. *Монокль*. <https://monocle.ru/2023/11/27/o-denezhno-kreditnoy-politike-usloviya-izmenilis-silno-a-podkhody-malo/> (дата обращения: 07.04.2024))

Fig. 1. The Share of National Government Bonds in the Issuance of Dollars, Yen, and Rubles

мализации синтетического показателя s операция замещения может дать следующие позитивные результаты:

— вероятно, ограничит заинтересованность Минфина в существующей чрезмерно высокой недооцененности рубля¹. При валютном способе монетизации завышенная недооцененность воспринималась данным министерством как нечто нормальное, поскольку способствовала наполнению доходной части бюджета. При частичном замещении валютного способа на долговой Минфин может согласиться с некоторым ее снижением, если выпадающие при этом доходы будут компенсированы эмиссией госбумаг. Разумеется, здесь необходимы расчеты. Предварительная экспертная оценка такова: снижение недооцененности рубля до уровня китайского юаня (примерно на 33 %) при условии, что импортные товары в России составляют относительно ВВП около 19 %, может привести к торможению инфляции, как минимум, на 1–2 п. п., что позитивно скажется на нормализации показателя s . Кроме того укрепление курса рубля расширит возможности импортеров машин и оборудования. А это фактор роста;

— операция замещения ограничит потребность в ФНБ задачами пенсионного обеспечения (смягчается острота задачи обеспечения сбалансированности федерального бюджета за счет данного фонда), что позволит изменить бюджетное правило и, возможно, высвободит часть ресурсов на цели финансирования инвестиций в основной капитал². Здесь уместно сослаться на профессора О.Г. Дмитриеву, которая в своем докладе на Московском экономическом форуме 2 апреля 2024 г. предложила отказаться от политики профицитных бюджетов, отменить «бюджетное правило» и все нефтегазовые доходы пропускать через бюджет. В этом случае, по ее мнению, темп прироста ВВП может ускориться с нынешних 3,6 % до 7–8 % в год³. Наша оценка: предлагаемые меры могут способствовать ускорению роста ВВП и, соответственно, нормализации показателя s ;

— позволит снизить размеры международных резервов. По этому показателю, исчисленному в месяцах импорта, Россия среди стран G20 занимает высокое 2-е место. Впереди нее только Саудовская Аравия⁴. Наши резервы в 10 раз больше, чем в США, и на 42 % выше, чем в Китае⁵. За счет снижения российских резервов хотя бы до китайского уровня можно было бы добиться как снижения недооцененности рубля, так и активизации финансирования инвестиций в основной капитал, а значит, нормализации показателя s .

Есть и другие вопросы, связанные с эффектами активизации долгового способа эмиссии, например, вопрос о правилах покупки Банком России госбумаг, об ори-

¹ О степени недооцененности курса рубля косвенно можно судить по тому факту, что среди стран G20 Россия по индексу Биг мака (–51,9) занимала в начале 2024 г. четвертое место после Индонезии (–57,3), ЮАР (–52,5) и Индии (–54,5). См. Индекс Биг мака (Economist) <https://www.economist.com/big-mac-index> (дата обращения: 07.04.2024).

² Минфин России намеревается в 2024 г. сократить на 219 млрд руб. объем данного Фонда вместо планировавшегося ранее увеличения на 519 млрд руб.

³ <https://me-forum.ru/#live>. Надо сказать, что правительство фактически уже отказалось от практики профицитных бюджетов. В текущем 2024 г. бюджетный дефицит предполагается увеличить дополнительно примерно на 0,5 трлн руб., он составит 2,1 трлн руб. вместо запланированных 1,6 трлн руб.

⁴ Всемирный банк. <https://databank.worldbank.org/reports.aspx?source=2&series=FI.RES.TOTL.MO> (дата обращения: 28.03.2024).

⁵ Там же.

ентации Минфина на выпуск по преимуществу долгосрочных и даже сверхдолгосрочных (как это делается в Китае¹) облигаций и т. д.

Завершая текущий раздел, отметим, что мы не ставили перед собой задачу дать развернутое описание того, как повлияет процесс замещения валютного способа эмиссии первичных денег на переход российского s в зону допустимых (компромиссных) значений. Задача заключалась в том, чтобы на примере данного замещения показать, сколь существенно отличается таргетирование данного показателя (как цели высшего уровня) от таргетирования инфляции или денежной массы, или валютного курса и других показателей, используемых в качестве основной цели центрального банка. Одно дело — осуществлять управление денежно-кредитной политикой при сложившейся системе институтов (правил) управления, чем занимается Банк России. Другое — управлять самими институтами, настраивать их на режим, обеспечивающий нормализацию показателя s .

5. Заключение: к дискуссии о монетарном стимулировании роста

Выше отмечалось, что одно из различий между гетеродоксальной экономической моделью ПРВ и ортодоксальными макроэкономическими моделями роста состоит в том, что гетеродоксальная модель допускает существование феномена не-нейтральности денег в долгосрочном периоде, а ортодоксальные модели, как правило, отрицают данный феномен (исключения приведены в сноске 2 на стр. 164).

Это чисто теоретическое различие влечет за собой различное отношение к политике монетарного стимулирования экономического роста. Гетеродоксальный подход признает такую политику, особенно в случаях, когда синтетический макроэкономический показатель s находится в области допустимых (компромиссных) значений. Напротив, ортодоксальный подход, независимо от значения показателя s , отрицает целесообразность монетарного стимулирования в рамках долгосрочного периода. Стандартный аргумент в пользу такого отрицания состоит в следующем: на коротком интервале времени, когда имеет место жесткость номинальных цен и зарплат, монетарное стимулирование может дать положительный результат, если существует разрыв между потенциальным и фактическим уровнем выпуска, т. е. если есть резервные мощности и отсутствует дефицит труда. Но как только разрыв исчезает, а цены и зарплаты из жестких превращаются в гибкие, никакие монетарные стимулы не помогут: рост остановится и начнется инфляция.

Чтобы не быть голословными, процитируем известных ортодоксальных экономистов А.Л. Кудрина, Е.Л. Горюнова и П.В. Трунина, которые еще в 2017 г. утверждали, что предлагаемая сторонниками монетарного стимулирования «программа мер в области денежно-кредитной и валютной политики не позволит достичь поставленных целей, а приведет к макроэкономическим деформациям, нарушит нормальное функционирование валютных и финансовых рынков, вызовет сильный рост инфляции и процентных ставок и создаст риски масштабного кризиса... Показатели экономической активности свидетельствуют, что выпуск в российской экономике близок к своему потенциальному уровню, поэтому монетарная экспансия позволит повысить темпы роста ВВП только в краткосрочной перспективе, а затем наступит стагфляция» (Кудрин и др., 2017, с. 6). Позиция, отрицающая

¹ China's central bank hints it may add treasury bond trades to policy toolkit | Reuters PBOC may up bond trading — Chinadaily.com.cn. (Date of access: 05.06.2024).

монетарное стимулирование роста, была реализована на практике. Как следствие, в 2015–2022 гг. среднегодовой темп прироста ВВП не превысил одного процента.

Мало что изменилось и в настоящее время. В самом деле, на фоне успешного 2023 г., когда правительство в условиях жесточайших санкций и специальной военной операции приняло меры по монетарному стимулированию экономического роста (были усилены бюджетные импульсы), противники такой политики вновь стали проявлять активность. Аргументы те же: у нас дефицит трудовых ресурсов, у нас чрезмерно высока степень использования производственных мощностей.

Так, 4 июня 2024 г., выступая на Совете Федерации РФ, председатель Сбербанка Г.О. Греф заявил: «У нас экономика точно и сильно перегрета, у нас никогда за всю историю не были так загружены основные мощности — на уровне 84 %. Это предел, выше которого уже двигаться просто невозможно»¹. Естественно, что Г. Греф поддержал текущую политику Банка России, назвав ее «неприятной, но рациональной»².

Мы не согласны с такой позицией, ибо она связана только со статическими ситуациями. Если в статике дефицит труда или производственных мощностей действительно ограничивает размеры выпуска, то в динамике, которую имитирует гетеродоксальная модель ПРВ, предполагается существование обратной зависимости, когда ресурсные ограничения меняются под действием выпуска: одни исчезают, другие появляются и т. д. Экономика растет, преодолевая ограничения. И происходит это исключительно за счет инновационной активности экономических агентов и монетарной поддержки этой активности³.

Например, с течением времени при нарастающей роботизации и цифровизации экономики каждая новая порция основного капитала будет требовать все меньшего числа занятых при сохранении устойчивого роста ВВП. Такая ситуация наблюдается в Китае в последние годы, а именно, в 2015–2022 гг. (рис. 2, рис. 3). За этот период валовое накопление основного капитала под действием активной монетарной политики выросло почти на 70 %, а численность занятых сократилась на 4 % при неизменном 6–7 %-ом темпе прироста ВВП (вплоть до пандемии 2020 г.).

В России ситуация прямо противоположная: имеет место дефицит трудовых ресурсов. Так, по оценке Н.Ю. Ахапкина, «нехватка работников в 2023 г., ориентировочно, составит 4,8 млн человек, В целом по экономике дефицит кадров уже стал фактором, тормозящим ее рост» (Ахапкин, 2023, с. 22). С выводом о дефиците труда, тормозящим рост, нельзя не согласиться. Однако парадокс в том, что выйти из данного затруднения можно лишь через экономический рост. В связи с этим стоит процитировать А.Л. Сафонова — профессора Финансового универси-

¹ Греф назвал экономику России сильно перегретой. РБК. https://www.rbc.ru/economics/04/06/2024/665f46cf9a7947c8c095dc54?utm_source=uxnews&utm_medium=desktop (дата обращения: 06.06.2024).

² Банк России оценивает ситуацию в экономике страны примерно так же, как и Г.О. Греф. Так, 10 июня 2024 г. директор департамента денежно-кредитной политики Банка К. Тремасов заявил журналу: «Пик перегрева экономики — верхняя точка бизнес-цикла где-то здесь, мы где-то рядом находимся». Но, в отличие от Грефа, он считает, что перегрев происходит на фоне «беспрецедентного дефицита трудовых ресурсов». https://www.rbc.ru/economics/10/06/2024/6666ebc89a79475006b6aa20?utm_source=uxnews&utm_medium=desktop (дата обращения: 11.06.2024).

³ В модели ПРВ непрерывная инновационная активность реализуется через так называемый режим скоординированного роста и эволюционную «Игру Красной королевы».

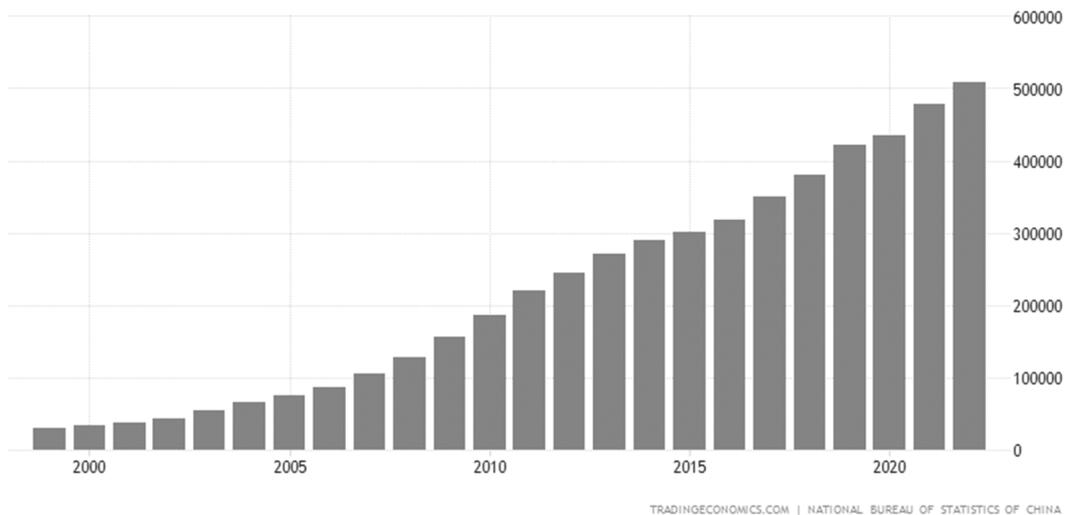


Рис. 2. Динамика валового накопления основного капитала (в сотнях млн юаней)
(источник: TradeEconomics.Com; National Bureau of Statistics of China)

Fig. 2. Dynamics of Gross Accumulation of Fixed Capital (in Hundreds of Millions of Yuan)

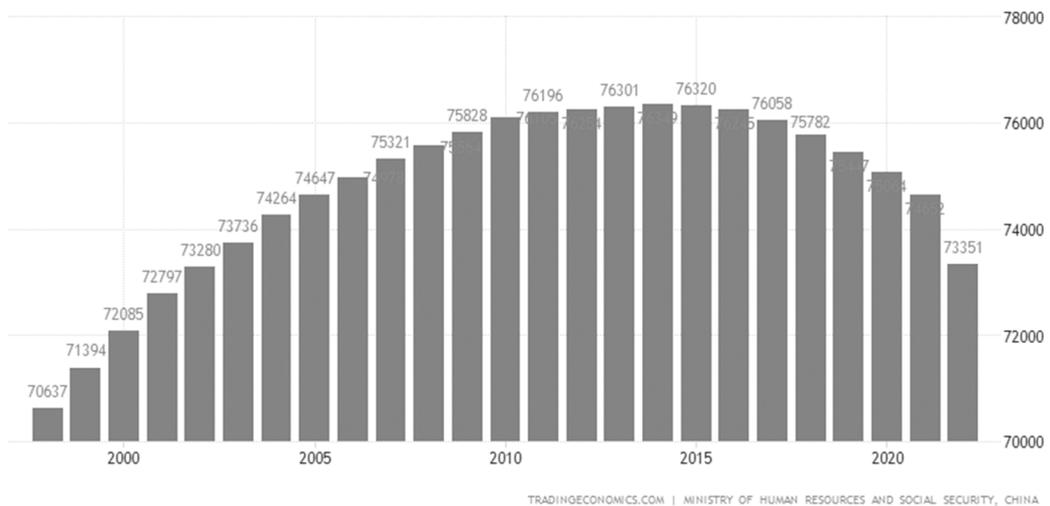


Рис. 3. Динамика занятых (в десятках тысяч человек)
(источник: TradeEconomics.Com; National Bureau of Statistics of China)

Fig. 3. Employment Dynamics (in Tens of Thousands of People)

тета при правительстве РФ: «Степень дефицита кадров будет зависеть от темпов экономического роста. Сокращение спроса на рабочую силу возможно при инвестировании бизнеса в новые технологии и оборудование. Однако высокая стоимость кредитов затрудняет решение проблемы таким способом»¹.

Соглашаясь с А. Сафоновым, добавим, что инвестиции нужны не только в новые технологии и оборудование, но и в человеческий капитал, в «экономику знаний». Без активизации подготовки новых кадров, без создания технополисов типа «Эра»,

¹ Строителева, М. (2023, 24 декабря). Как же без рук: дефицит работников в 2023 году составил 4,8 млн. Известия.

решить проблему дефицита труда невозможно. Эта задача актуальна еще и потому, что в настоящее время, по данным академика А.Г. Аганбегяна, инвестиции в «экономику знаний» (в % к ВВП) составляют в России всего 14 %, тогда как в развитых странах — 30–40 %, а в Китае — 22 %.

Итак, если Г.О. Греф и другие ортодоксальные макроэкономисты предлагают при 84 %-ной загруженности производственных мощностей в России затормозить процесс монетарного стимулирования роста, то мы предлагаем не делать этого, а использовать возможные в рыночных условиях рычаги управления для того, чтобы попытаться направить новые деньги на инвестиции в обновление основного капитала, на замещение менее эффективных мощностей более эффективными. Конечно, в этом случае возможны ошибки и сбои, многое зависит от качества управления. Однако лучше принять данные риски, чем согласиться с отказом от политики монетарного стимулирования, который гарантированно приведет к крайне низким темпам роста.

И последнее. Параллельно с нами и независимо от нас критическое отношение к ортодоксальной догме нейтральности денег в долгосрочном периоде сформировалось в Центральном экономико-математическом институте (ЦЭМИ) РАН. Так, по мнению директора ЦЭМИ РАН члена-корреспондента А.Р. Бахтизина, «одна из навязанных извне догм заключается в том, что денежная эмиссия является причиной инфляции, а желаемых целей по увеличению темпов роста экономики достигнуть она не поможет. Эта установка подкрепляется расчетами, осуществляемыми с помощью модельных комплексов, большинство из которых навязывается международными организациями (МВФ и др.) в качестве стандартных инструментов для осуществления прогнозов и сценарного анализа. Как правило, это модели общего равновесия либо векторной авторегрессии. ... Какой вывод можно сделать, проведя вычислительные эксперименты с использованием таких моделей? Если напрямую повысить уровень монетизации или снизить ставку Центрального банка в нашей стране, то пересчет уравнений модели приведет к повышению инфляции и снижению темпов экономического роста. Почему так? Потому что „зашитые“ в них коэффициенты определяют одностороннюю возможность распределения финансовых потоков, что порождает миф о невозможности освоения дополнительных эмиссионных средств российской экономикой в силу ее отсталости» (Бахтизин, 2023, с. 8–9)¹.

И еще одна цитата от А. Бахтизина по поводу политики МВФ, демонстрирующей «определенный цинизм в транслируемых для развивающихся стран установках (о крайней нежелательности эмиссии денежных средств), в то время как страны-метрополии, пренебрегая собственными рекомендациями, обеспечивают необходимый для развития уровень монетизации своих экономических систем» (Бахтизин, 2023, с. 9–10).

Итак, получается, что два крупнейших академических экономических института России ставят под сомнение одно из центральных положений современного макроэкономического мейнстрима о нейтральности денег в долгосрочном периоде. Именно это положение, на наш взгляд, служит теоретическим основанием

¹ Здесь нельзя не сказать о модифицированной модели равновесия, разрабатываемой академиком В.Л. Макаровым и А.Р. Бахтизиным в ЦЭМИ РАН. Эта модель через учет эндогенного фактора научно-технического прогресса позволяет сорбировать новые деньги, а это значит, что «денежные вливания приводят и к увеличению темпов экономического роста, и к снижению инфляции» (Бахтизин, 2024, с. 73).

для выше процитированных заявлений Г. О. Грефа и других ортодоксальных экономистов. Но если положение спорное, то не имеет ли смысл нашим денежным властям поступить точно так же, как поступают денежные власти «стран-метрополий»?

Список источников

- Ахапкин, Н. Ю. (2023). Российская экономика в условиях санкционных ограничений. *Вестник Института экономики Российской академии наук*, (6), 7–25. https://doi.org/10.52180/2073-6487_2023_6_7_25
- Банк России (2023). *Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2024 год и на период 2025 и 2026 годов*. Москва: Центральный банк Российской Федерации, 190.
- Бахтизин, А. Р. (2023). Вместо предисловия. Под ред. Бабакова А. М., Универсальная экономическая машина. *Новый курс для России*. Москва: Грифон.
- Бахтизин, А. Р. (2024). Национальная сила: моделирование, оценка и практическое применение. Под общ. ред. академика РАН Тосуяна Г. А., *Национальная сила: моделирование, оценка и практическое применение. Гипотеза общественного прогресса: аргументы «за» и «против»: материалы заседания 24 июня 2023 года* (с. 20–43). Москва: ООО «Новые печатные технологии».
- Грищенко, В. О., Синяков, А. А. (2024). Демография и равновесные процентные ставки: конкурирующие концепции и российский опыт. *Журнал Новой экономической ассоциации*, (1(62)), 229–239. https://doi.org/10.31737/22212264_2024_1_229-239
- Ершов, М. В. (2001). О стереотипах в экономической политике. *Вопросы экономики*, (12), 4–17.
- Кудрин, А., Горюнов, Е., Трунин, П. (2017). Стимулирующая денежно-кредитная политика: мифы и реальность. *Вопросы экономики*, (5), 5–28.
- Маевский, В. И., Малков, С. Ю., Рубинштейн, А. А. (2019а). Анализ связи между эмиссией, инфляцией и экономическим ростом с помощью модели переключающегося режима воспроизводства. *Вопросы экономики*, (8), 45–66. <https://doi.org/10.32609/0042-8736-2019-8-45-66>
- Маевский, В. И., Малков, С. Ю., Рубинштейн, А. А. (2021). О долговом способе монетизации российской экономики. *Terra Economicus*, 19(4), 21–35. <http://dx.doi.org/10.18522/2073-6606-2021-19-4-21-35>
- Маевский, В. И., Малков, С. Ю., Рубинштейн, А. А., Красильникова, Е. В. (2020). *Теория воспроизводства капитала и не-нейтральность денег*. Москва; Санкт-Петербург: Нестор-История, 160.
- Маевский, В. И., Малков, С. Ю., Рубинштейн, А. А., Красильникова, Е. В. (2019б). Об одном направлении развития мезоэкономической теории. *Journal of Institutional Studies*, 11(3), 21–38. <http://dx.doi.org/10.17835/2076-6297.2019.11.3.021-038>
- Маркс, К. (2011). *Капитал. Критика политической экономии. Т. II*. Москва: Эксмо, 1200.
- Моисеев, С. Р. (2018). «Ренессанс» монетаризма: чем жила знаменитая теория в 2000–2018 годах. *Вопросы экономики*, (1), 26–44. <https://doi.org/10.32609/0042-8736-2018-1-26-44>
- Andersson, B., Claussen, C. A. (2017). Alternatives to Inflation Targeting. *Sveriges Riksbank Economic Review*, 1, 51–82.
- Ball, L. (2014). Long-Term Damage from the Great Recession in OECD Countries. *NBER Working Paper*, (20185). <https://doi.org/10.3386/w20185>
- Beckworth, D., Horan, P. (2022). The Fate of FAIT: Salvaging the Fed's Framework. *Mercatus Research Paper*.
- Benigno, G., Fornaro, L. (2015). Stagnation Traps. *Working Papers*, (832). Barcelona School of Economics.
- Binder, C. (2020). NGDP Targeting and the Public. *Cato Journal*, 40(2), 321–342.
- Blanchard, O., Cerutti, E., Summers, L. (2015). Inflation and Activity: Two Explorations and Their Monetary Policy Implications (No. w21726). National Bureau of Economic Research.

Ireland, P. N. (2022). The Continuing Case for Nominal GDP Level Targeting. *Shadow Open Market Committee, April*.

Meade, J. (1978). The Meaning of “Internal Balance”. *The Economic Journal*, 88(351), 423–435. <https://doi.org/10.2307/2232044>

Sumner, S. (2013). A Market-Driven Nominal GDP Targeting Regime. *Mercatus Research*. <https://dx.doi.org/10.2159/ssrn.3255034>

Tobin, J., Phelps, E. S., Poole, W., Feldstein, M., Houthakker, H., Modigliani, F., Hendershott, P., Friedman, B., Perry, G., Duesenberry, J., Fellner, W., Gordon, R., Branson, W., Baily, M., Nordhaus, W. (1980). Stabilization Policy Ten Years After. *Brookings Papers on Economic Activity*, 1980(1), 19–89. <https://doi.org/10.2307/2534285>

References

Akhapkin, N. Yu. (2023). Russian Economy Under Sanctions: Dynamics and Structural Changes. *Vestnik Instituta Ekonomiki Rossiyskoy Akademii Nauk [The Bulletin of the Institute of Economics of the Russian Academy of Sciences]*, (6), 7–25. https://doi.org/10.52180/2073-6487_2023_6_7_25 (In Russ.)

Andersson, B., & Claussen, C. A. (2017). Alternatives to Inflation Targeting. *Sveriges Riksbank Economic Review*, 1, 51–82.

Bakhtizin, A. R. (2023). Instead of a Preface. In A. M. Babakov (Ed.), *Universal'naya ekonomicheskaya mashina. Novyy kurs dlya Rossii [Universal economic machine. New Course for Russia]*. Moscow: Grifon. (In Russ.)

Bakhtizin, A. R. (2024). Modeling and Assessing the National Strength of Russia. In G. A. Tosunyan (Ed.), *Natsional'naya sila: modelirovanie, otsenka i prakticheskoe primeneniye. Gipoteza obshchestvennogo progressa: argumenty «za» i «protiv»: materialy zasedaniya 24 iyunya 2023 goda [Modeling and Assessing the National Strength of Russia. Hypothesis of Social Progress: Arguments for and Against: Materials of the Meeting on June 24, 2023]* (pp. 20–43). Moscow: New Printing Technologies LLC. (In Russ.)

Ball, L. (2014). Long-Term Damage from the Great Recession in OECD Countries. *NBER Working Paper*, (20185). <https://doi.org/10.3386/w20185>

Bank of Russia (2023). *Osnovnye napravleniya edinoj gosudarstvennoy denezhno-kreditnoy politiki na 2024 god i na period 2025 i 2026 godov [On the Main Directions of the Unified State Monetary Policy for 2024 and the Period of 2025 and 2026]*. Moscow: Central Bank of the Russian Federation. (In Russ.)

Beckworth, D., & Horan, P. (2022). The Fate of FAIT: Salvaging the Fed's Framework. *Mercatus Research Paper*.

Benigno, G., & Fornaro, L. (2015). Stagnation Traps. *Working Papers*, (832). Barcelona School of Economics.

Binder, C. (2020). NGDP Targeting and the Public. *Cato Journal*, 40(2), 321–342.

Blanchard, O., Cerutti, E., & Summers, L. (2015). Inflation and Activity: Two Explorations and Their Monetary Policy Implications (No. w21726). National Bureau of Economic Research.

Ershov, M. V. (2001). On Some of the Stereotypes in Economic Policy. *Voprosy Ekonomiki*, (12), 4–17. (In Russ.)

Grishchenko, V. O., & Sinyakov, A. A. (2024). Demography and Equilibrium Interest Rates: Competing Approaches and Evidence from Russia. *Zhurnal Novoy ekonomicheskoy assotsiatsii [Journal of the New Economic Association]*, (1(62)), 229–239. https://doi.org/10.31737/22212264_2024_1_229-239 (In Russ.)

Ireland, P. N. (2022). The Continuing Case for Nominal GDP Level Targeting. *Shadow Open Market Committee, April*.

Kudrin, A., Goryunov, E., & Trunin, P. (2017). Stimulative Monetary Policy: Myths and Reality. *Voprosy Ekonomiki*, (5), 5–28. (In Russ.)

Maevsky, V. I., Malkov, S. Yu., & Rubinstein, A. A. (2021). Debt Monetization of the Russian Economy: Key Issues. *Terra Economicus*, 19(4), 21–35. <http://dx.doi.org/10.18522/2073-6606-2021-19-4-21-35> (In Russ.)

Maevsky, V. I., Malkov, S. Yu., Rubinstein, A. A., & Krasilnikova, E. V. (2019b). On One Direction of Development of the Meso-economics. *Journal of Institutional Studies*, 11 (3), 21–38. <http://dx.doi.org/10.17835/2076-6297.2019.11.3.021-038> (In Russ.)

Maevsky, V. I., Malkov, S. Yu., Rubinstein, A. A., & Krasilnikova, E. V. (2020). *Teoriya vosproizvodstva kapitala i ne-neytral'nost' deneg [Theory of Capital Reproduction and Non-Neutrality of Money]*. Moscow; St. Peterburg: Nestor-Istoriya Publ. (In Russ.)

Marx, K. (2011). *Kapital. Kritika politicheskoy ekonomii [The Capital. Critique of Political Economy]. Vol. II*. Moscow: Eksmo. (In Russ.)

Mayevsky, V. I., Malkov, S. Yu., & Rubinstein, A. A. (2019). Analysis of the Relationship between Issuing Money, Inflation and Economic Growth with the Help of the SMR-Model. *Voprosy Ekonomiki*, (8), 45–66. <https://doi.org/10.32609/0042-8736-2019-8-45-66> (In Russ.)

Meade, J. (1978). The Meaning of “Internal Balance”. *The Economic Journal*, 88 (351), 423–435. <https://doi.org/10.2307/2232044>

Moiseev, S. R. (2018). Monetarism’s “Renaissance”: How the Well-Known Theory Lived in 2000–2018. *Voprosy Ekonomiki*, (1), 26–44. <https://doi.org/10.32609/0042-8736-2018-1-26-44> (In Russ.)

Sumner, S. (2013). A Market-Driven Nominal GDP Targeting Regime. *Mercatus Research*. <https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3255034>

Tobin, J., Phelps, E. S., Poole, W., Feldstein, M., Houthakker, H., Modigliani, F., Hendershott, P., Friedman, B., Perry, G., Duesenberry, J., Fellner, W., Gordon, R., Branson, W., Baily, M., & Nordhaus, W. (1980). Stabilization Policy Ten Years After. *Brookings Papers on Economic Activity, 1980*(1), 19–89. <https://doi.org/10.2307/2534285>

Информация об авторе

Маевский Владимир Иванович — академик РАН, доктор экономических наук, профессор, главный научный сотрудник, Институт экономики РАН; <https://orcid.org/0000-0003-4169-825X> (Российская Федерация, 117218, г. Москва, Нахимовский проспект, д. 32; e-mail: maev1941@bk.ru).

About the author

Vladimir I. Maevsky — Member of RAS, Dr. Sci. (Econ.), Professor, Chief Research Associate, Institute of Economics of the Russian Academy of Sciences; <https://orcid.org/0000-0003-4169-825X> (32, Nakhimovsky Ave, Moscow, 117218, Russian Federation; e-mail: maev1941@bk.ru).

Дата поступления рукописи: 16.05.2024.

Прошла рецензирование: 31.05.2024.

Принято решение о публикации: 06.06.2024.

Received: 16 May 2024.

Reviewed: 31 May 2024.

Accepted: 06 Jun 2024.