



Ассоциация
Российских
Банков



Национальный исследовательский
институт Доверия, Достоинства и Права

I. ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНАЯ ПОЛИТИКА

II. МОНЕТИЗАЦИЯ ЭКОНОМИКИ

Материалы заседаний
13 мая 2023 года, 11 мая 2024 года

ДОКЛАДЧИКИ:



Горюнов Евгений Львович

старший научный сотрудник лаборатории денежно-кредитной политики Института экономической политики имени Е.Т. Гайдара



Маевский Владимир Иванович

академик РАН, доктор экономических наук, главный научный сотрудник Центра институционально-эволюционной экономики и прикладных проблем воспроизводства Института экономики РАН



Картаев Филипп Сергеевич

доктор экономических наук, заведующий кафедрой микро- и макроэкономического анализа экономического факультета МГУ имени М.В. Ломоносова



Солнцев Олег Геннадьевич

кандидат экономических наук, заведующий лабораторией анализа проблем денежно-кредитной политики и банковской системы Института народнохозяйственного прогнозирования РАН, заместитель генерального директора Центра макроэкономического анализа и краткосрочного прогнозирования



НКС ООН РАН
Научно-консультативный совет
по правовым, психологическим
и социально-экономическим проблемам общества
Отделения общественных наук РАН

АРБ
Ассоциация российских банков

НИИ ДДиП
Национальный исследовательский институт
Доверия, Достоинства и Права

Денежно-кредитная политика и монетизация экономики

Материалы заседаний 13 мая 2023 года, 11 мая 2024 года

Под общей редакцией
академика РАН
Г.А. Госуняна

Москва
2024

УДК 336.7.02(470+571)(063)

ББК 65.262-18(2Рос)я431

Д33

Денежно-кредитная политика и монетизация экономики : материалы заседаний 13 мая 2023 года, 11 мая 2024 года / Научно-консультативный совет по правовым, психологическим и социально-экономическим проблемам общества Отделения общественных наук Российской академии наук ; Ассоциация российских банков ; Национальный исследовательский институт Доверия, Достоинства и Права ; [под общ. ред. академика РАН Г.А. Тосуняна]. – М. : ООО «Новые печатные технологии», 2024. – 238 с. – ISBN 978-5-6051785-9-0

Настоящий сборник содержит материалы о методах расчета уровня монетизации экономики, о разнице этих уровней во времени и от страны к стране и обсуждение оценки последствий решений в сфере денежно-кредитной и бюджетной политики.

Участники заседаний вступают в острую полемику о степени важности и информативности уровня монетизации экономики, вплоть до неожиданного: «Монетизация экономики – показатель, который ничего не показывает».

Дискуссия не ограничивается лишь уровнем монетизации, и читатель сможет ознакомиться с доводами о целесообразности таргетирования и других показателей, в частности, непосредственно экономического роста.

Докладчики отстаивают свои взгляды на методологический инструментарий, приводят аргументы и контраргументы, в выступлениях эмпирический фундамент противопоставляется теориям мейнстрима и альтернативным теориям.

Развенчиваются методологические ошибки, например, системная «ошибка выжившего»; профессиональное видение ситуации соотносится с непосредственным его отражением в обычной жизни, в последствиях, с которыми придется иметь дело рядовому члену общества.

УДК 336.7.02(470+571)(063)

ББК 65.262-18(2Рос)я431

Охраняется в соответствии с международным правом и российским законодательством об авторском праве.

ISBN 978-5-6051785-9-0

© Тосунян Г.А., составление, 2024

СОДЕРЖАНИЕ

Состав Научно-консультативного совета по правовым, психологическим и социально- экономическим проблемам общества (НКС ППСЭПО) ООН РАН	6
Справка	12
О ЧЕМ ГОВОРИТ ПОКАЗАТЕЛЬ МОНЕТИЗАЦИИ ЭКОНОМИКИ	16
Заседание 13 мая 2024 года	
ВСТУПИТЕЛЬНОЕ СЛОВО	
<i>акад. ТОСУНЯН Г.А.</i>	17
Доклад ГОРЮНОВ Е.Л.	19
О ЧЕМ ГОВОРИТ ПОКАЗАТЕЛЬ МОНЕТИЗАЦИИ ЭКОНОМИКИ	
проф. МИРКИН Я.М. – ГОРЮНОВ Е.Л.	45
акад. ПОЛТЕРОВИЧ В.М. – ГОРЮНОВ Е.Л.	59
БУЗИН А.Ю. – ГОРЮНОВ Е.Л.	62
д. э. н. ЕРШОВ М.В. – ГОРЮНОВ Е.Л.	64
чл.-корр. ЕЛИСЕЕВА И.И. – ГОРЮНОВ Е.Л.	68
проф. МЕДВЕДЕВ П.А. – ГОРЮНОВ Е.Л.	73
д. э. н., проф. МИРКИН Я.М.	76
д. э. н. ЕРШОВ М.В.	81
к. э. н. ЧИТИПАХОВЯН П.С.	88
ГОРЮНОВ Е.Л.	90
<i>акад. ТОСУНЯН Г.А.</i>	95

**ВЛИЯНИЕ МОНЕТАРНОЙ И ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ
ПОЛИТИКИ НА ЭКОНОМИЧЕСКИЙ РОСТ** 97

Заседание 11 мая 2024 года

ВСТУПИТЕЛЬНОЕ СЛОВО

акад. ТОСУНЯН Г.А. 98

Доклад 1 акад. МАЕВСКИЙ В.И. 107

О ТАРГЕТИРОВАНИИ ЭКОНОМИЧЕСКОГО РОСТА

ЛОГИНОВ И.Э. – акад. МАЕВСКИЙ В.И. 120

д. э. н. ЕРШОВ М.В. – акад. МАЕВСКИЙ В.И. 122

д. э. н. КУЛИКОВ Н.И. – акад. МАЕВСКИЙ В.И. 124

д. э. н. МОКИЙ М.С. – акад. МАЕВСКИЙ В.И. 127

Доклад 2 д. э. н. КАРТАЕВ Ф.С. 129

**ВЛИЯНИЕ РЕЖИМА МОНЕТАРНОЙ ПОЛИТИКИ
НА ЭКОНОМИЧЕСКИЙ РОСТ**

акад. ПОЛТЕРОВИЧ В.М. – д. э. н. КАРТАЕВ Ф.С. 150

д. э. н. КУЛИКОВ Н.И. – д. э. н. КАРТАЕВ Ф.С. 152

ГОРЮНОВ Е.Л. – д. э. н. КАРТАЕВ Ф.С. 155

ЛОГИНОВ И.Э. – д. э. н. КАРТАЕВ Ф.С. 159

**БУЗИН А.Ю., д. э. н. КАРТАЕВ Ф.С.,
акад. ТОСУНЯН Г.А.** 162

Доклад 3 к. э. н. СОЛНЦЕВ О.Г. 167

**ТРЕБОВАНИЯ К ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ
ПОЛИТИКЕ ДЛЯ ОБЕСПЕЧЕНИЯ УСТОЙЧИВОГО
ДОЛГОСРОЧНОГО ЭКОНОМИЧЕСКОГО РОСТА**

ЛОГИНОВ И.Э. – к. э. н. СОЛНЦЕВ О.Г. 185

проф. СЕНАТОРОВ М.Ю. – к. э. н. СОЛНЦЕВ О.Г. 188

СМОЛИН В.С.	191
д. э. н. МОКИЙ М.С., д. э. н. КАРТАЕВ Ф.С., к. э. н. СОЛНЦЕВ О.Г.	194
акад. ПОЛТЕРОВИЧ В.М.	197
д. э. н. ЕРШОВ М.В.	200
д. э. н. НИКОЛАЕВ И.А.	205
ГОРЮНОВ Е.Л.	207
акад. НИГМАТУЛИН Р.И.	211
СМОЛИН В.С.	214
акад. МАЕВСКИЙ В.И.	216
д. э. н. КАРТАЕВ Ф.С.	217
к. э. н. СОЛНЦЕВ О.Г. – акад. ТОСУНЯН Г.А.	219
акад. ГУСЕЙНОВ А.А.	223
ЗАКЛЮЧИТЕЛЬНОЕ СЛОВО	
акад. ТОСУНЯН Г.А.	225
Список литературы, опубликованной по итогам заседаний НКС ООН и НИИ ДДиП	233

**СОСТАВ НАУЧНО-КОНСУЛЬТАТИВНОГО СОВЕТА
ПО ПРАВОВЫМ, ПСИХОЛОГИЧЕСКИМ И СОЦИАЛЬНО-
ЭКОНОМИЧЕСКИМ ПРОБЛЕМАМ ОБЩЕСТВА
(НКС ППСЭПО) ООН РАН**

СОПРЕДСЕДАТЕЛИ:

ГУСЕЙНОВ
АБДУСАЛАМ
АБДУЛКЕРИМОВИЧ

академик, д. филос. н., научный руко-
водитель Института философии РАН

КОКОШИН
АНДРЕЙ
АФАНАСЬЕВИЧ

академик, д. и. н., директор Центра
перспективных исследований национа-
льной безопасности России Экспертного
института НИУ ВШЭ

ТОСУНЯН
ГАРЕГИН
АШОТОВИЧ

академик, д. ю. н., президент Ассо-
циации российских банков

УЧЕНЫЙ СЕКРЕТАРЬ:

РЕДЬКО
НИКОЛАЙ
ВИТАЛЬЕВИЧ

к. э. н., эксперт Национального иссле-
довательского института Доверия,
Достоинства и Права

ЧЛЕНЫ НАУЧНОГО СОВЕТА:

АВETИСЯН
АРУТЮН
ИШХАНОВИЧ

академик, д. ф.-м. н., директор Инсти-
тута системного программирования
им. В.П. Иванникова РАН

АГАНБЕГЯН
АБЕЛ
ГЕЗЕВИЧ

академик, д. э. н., профессор

**АПОЛИХИН
ОЛЕГ
ИВАНОВИЧ**

чл.-корр., д. м. н., директор НИИ урологии и интервенционной радиологии им. Н.А. Лопаткина (филиал ФГБУ «НМИЦ радиологии» Минздрава России)

**АУЗАН
АЛЕКСАНДР
АЛЕКСАНДРОВИЧ**

д. э. н., декан экономического факультета МГУ им. М.В. Ломоносова

**БАТУРИН
ЮРИЙ
МИХАЙЛОВИЧ**

чл.-корр., д. ю. н., главный научный сотрудник отдела методологических и междисциплинарных проблем развития науки Института истории естествознания и техники им. С.И. Вавилова РАН

**БУЗНИК
ВЯЧЕСЛАВ
МИХАЙЛОВИЧ**

академик, д. х. н., заместитель академика-секретаря ОХНМ РАН, начальник лаборатории Всероссийского НИИ авиационных материалов

**ГОРШКОВ
МИХАИЛ
КОНСТАНТИНОВИЧ**

академик, д. филос. н., директор Института социологии ФНИСЦ РАН

**ГРАЧЕВА
ЕЛЕНА
ЮРЬЕВНА**

д. ю. н., профессор, первый проректор ФГБОУ ВО «Московский государственный юридический университет им. О.Е. Кутафина» (МГЮА)

**ГРИНБЕРГ
РУСЛАН
СЕМЕНОВИЧ**

чл.-корр., д. э. н., научный руководитель Института экономики РАН

**ДАНИЛОВ-ДАНИЛЬЯН
АНТОН
ВИКТОРОВИЧ**

к. э. н., сопредседатель Общероссийской общественной организации «Деловая Россия»

ЕРМАКОВА
ЖАННА
АНАТОЛЬЕВНА

чл.-корр., д. э. н., профессор, заведующий кафедрой банковского дела и страхования ФГБОУ ВО «Оренбургский государственный университет»

ЖУРАВЛЕВ
АНАТОЛИЙ
ЛАКТИОНОВИЧ

академик, д. п. н., научный руководитель Института психологии РАН

ИВАНОВ
ВИЛЕН
НИКОЛАЕВИЧ

чл.-корр., д. филос. н., главный научный сотрудник Института социально-политических исследований ФНИСЦ РАН

ИЛЬИН
ВЛАДИМИР
АЛЕКСАНДРОВИЧ

чл.-корр., д. э. н., профессор, научный руководитель Вологодского научного центра РАН

КАСАВИН
ИЛЬЯ
ТЕОДОРОВИЧ

чл.-корр., д. филос. н., руководитель сектора социальной эпистемологии Института философии РАН

КЛЕПАЧ
АНДРЕЙ
НИКОЛАЕВИЧ

к. э. н., главный экономист ВЭБ.РФ

ЛЕКТОРСКИЙ
ВЛАДИСЛАВ
АЛЕКСАНДРОВИЧ

академик, д. филос. н., главный научный сотрудник Института философии РАН

МЕДВЕДЕВ
ПАВЕЛ
АЛЕКСЕЕВИЧ

д. э. н., профессор

МИРКИН
ЯКОВ
МОИСЕЕВИЧ

д. э. н., профессор, председатель научного совета Института экономики роста им. П.А. Столыпина

НЕСТИК
ТИМОФЕЙ
АЛЕКСАНДРОВИЧ

д. п. н., профессор РАН, зав. лабораторией социальной и экономической психологии Института психологии РАН

НИГМАТУЛИН
РОБЕРТ
ИСКАНДРОВИЧ

академик, д. ф.-м. н., научный руководитель Института океанологии им. П.П. Ширшова РАН

ПЕТРЕНКО
ВИКТОР
ФЕДОРОВИЧ

чл.-корр., д. п. н., заведующий лабораторией психологии общения факультета психологии МГУ им. М.В. Ломоносова

ПОГОСЯН
ГЕВОРК
АРАМОВИЧ

академик Национальной академии наук Армении (НАН РА), иностранный член РАН, д. социол. н., научный руководитель Института философии, социологии и права НАН РА

САВЕНКОВ
АЛЕКСАНДР
НИКОЛАЕВИЧ

чл.-корр., д. ю. н., директор Института государства и права РАН

САННИКОВА
ЛАРИСА
ВЛАДИМИРОВНА

д. ю. н., профессор РАН, руководитель Центра правовых исследований цифровых технологий Государственного академического университета гуманитарных наук

САРКИСЯН
ТИГРАН
СУРЕНОВИЧ

к. э. н., заместитель председателя правления Евразийского банка развития

СМИРНОВ
АНДРЕЙ
ВАДИМОВИЧ

академик, д. филос. н., директор Института философии РАН

СОЛОДКОВ
ВАСИЛИЙ
МИХАЙЛОВИЧ

к. э. н., директор Банковского института НИУ ВШЭ

ТЕДЕЕВ
АСТАМУР
АНАТОЛЬЕВИЧ

д. ю. н., профессор кафедры государственного аудита Высшей школы государственного аудита (факультет) МГУ им. М.В. Ломоносова

ТИХОМИРОВ
ЮРИЙ
АЛЕКСАНДРОВИЧ

д. ю. н., заместитель заведующего Центра публично-правовых исследований Института законодательства и сравнительного правоведения при Правительстве России

ТОРШИН
АЛЕКСАНДР
ПОРФИРЬЕВИЧ

к. ю. н., действительный государственный советник РФ I класса

ТОЩЕНКО
ЖАН
ТЕРЕНТЬЕВИЧ

чл.-корр., д. филос. н., профессор, главный научный сотрудник Института социологии ФНИСЦ РАН

УГРЮМОВ
МИХАИЛ
ВЕНИАМИНОВИЧ

академик, д. б. н., заведующий лабораторией нервных и нейроэндокринных регуляций Института биологического развития им. Н.К. Кольцова РАН

УШАКОВ
ДМИТРИЙ
ВИКТОРОВИЧ

академик, д. п. н., директор Института психологии РАН

ХАБРИЕВА
ТАЛИЯ
ЯРУЛЛОВНА

академик, д. ю. н., директор Института законодательства и сравнительного правоведения при Правительстве России

ЧЕРЕШНЕВ
ВАЛЕРИЙ
АЛЕКСАНДРОВИЧ

академик, д. м. н., научный руководитель Института иммунологии и физиологии Уральского отделения РАН

ЧЕРНЫШ
МИХАИЛ
ФЕДОРОВИЧ

чл.-корр., д. социол. н., директор Федерального научно-исследовательского социологического центра РАН

**ЧЕХОНИН
ВЛАДИМИР
ПАВЛОВИЧ**

академик, д. м. н., вице-президент РАН, заведующий кафедрой медицинских нанотехнологий медико-биологического факультета Российского государственного медицинского университета им. Н.И. Пирогова

**ШАБУНОВА
АЛЕКСАНДРА
АНАТОЛЬЕВНА**

д. э. н., директор Вологодского научного центра РАН

**ЭКМАЛЯН
АШОТ
МАМИКОНОВИЧ**

д. филос. н., профессор

**ЮРЕВИЧ
АНДРЕЙ
ВЛАДИСЛАВОВИЧ**

чл.-корр., д. п. н., заместитель директора по научной работе Института психологии РАН

СПРАВКА

- о НКС ООН РАН (Научно-консультативном совете по правовым, психологическим и социально-экономическим проблемам общества Отделения общественных наук),
- о НИИ ДДиП (Национальном исследовательском институте Доверия, Достоинства и Права),
- о «Рабочем завтраке у Тосуняна»,
- о проекте «Открытые дискуссии президента АРБ» и об этом издании

1. НКС ООН РАН был создан в 2012 году как Совет по правовым, экономическим, социально-политическим и психологическим аспектам финансово-кредитной системы.

Заседания Совета проводились в Отделении общественных наук РАН два раза в год.

В феврале 2020 года члены НКС приняли решение расширить компетенцию Совета, перейдя от рассмотрения вопросов развития финансового рынка к более широкому кругу проблем развития общества, поставив во главу угла своих исследований и дискуссий вопросы: «В каком обществе мы живем? Какое общество мы хотели бы оставить своим потомкам в наследство?»

И в сентябре 2021 года постановлением Президиума РАН Совет был преобразован в Научно-консультативный совет по правовым, психологическим и социально-экономическим проблемам общества ООН РАН.

Сопредседателями Совета стали академики РАН А.А. Гусейнов, А.А. Кокшин и Г.А. Тосунян.

2. С середины 90-х годов по субботам раз в две-три недели в Ассоциации российских банков проходят «Рабочие завтраки у Тосуняна», в которых принимали и принимают участие банкиры, представители ЦБ, Госдумы, Совета Федерации, различных ведомств, академической науки, вузов, эксперты по финансово-банковскому профилю.

Каждый «Рабочий завтрак у Тосуняна» (далее – «Рабочий завтрак») проходит по заранее согласованной повестке дня и с заявленными докладчиками.

На них до недавнего времени обсуждались преимущественно проблемы экономики, финансовой сферы, нормативно-правовые акты, регулирующие эту сферу. Но в ряде случаев и другие вопросы развития общества.

В последние годы спектр вопросов, рассматриваемых на «Рабочих завтраках», и круг экспертов заметно расширились.

Этому во многом способствовало участие в них известных ученых.

Характерной особенностью «Рабочих завтраков» было и остается то, что они проходят с завидной регулярностью по субботам в 9.00 утра и зимой, и летом, и даже 31 декабря. Их продолжительность примерно 3–4 часа.

3. В конце 2019 года был учрежден Национальный исследовательский институт Доверия, Достоинства и Права (НИИ ДДиП).

Это частный институт, целью которого, если вкратце, является многогранное изучение вопросов человеческой жизнедеятельности и общественных процессов, которые наибольшим образом влияют на развитие доверия в обществе, повышение ответственности и чувства собственного достоинства у граждан страны и на формирование уважения друг к другу.

Институт приступил к работе в начале 2020 года в формате научных заседаний с коллегами, интересующимися проблемами доверия и достоинства, их правового обеспечения и стимулирования.

Иначе говоря, институт пригласил на общественных началах работать на его площадке всех, кто желает внести свою лепту в изменение траектории движения общества «войны всех против всех» в сторону общества «доверия, достоинства и уважения друг к другу»!

4. В конце марта 2020 года был объявлен локдаун.

Встал вопрос: заморозить на какое-то время работу НКС ООН, НИИ ДДиП, АРБ и «Рабочие завтраки у Тосуняна»?

Или искать какое-то другое решение?

Тогда же возникла идея, что заседания НКС ООН, НИИ ДДиП и «Рабочие завтраки» можно объединить, используя онлайн-формат.

Проанализировав практику последних лет, мы с коллегами пришли к выводу, что довольно часто и на заседаниях НКС, и на «Рабочих завтраках», и на заседаниях Института мы поднимаем и обсуждаем схожие вопросы.

Было принято решение начать проводить совместные заседания.

За прошедшее с апреля 2020 года время было проведено 111 «Рабочих завтраков у Госуняна», большинство из которых прошло в очно-заочной форме.

Примерно 20 человек лично присутствовали на завтраках, а остальные, от 50 до 100 и более участников, принимали участие в режиме Zoom, видя, слыша «живых» участников и докладчиков, также присоединялись к дискуссии.

В последующем по видеозаписи каждое заседание стенографировалось с тем, чтобы можно было издать материалы этих дискуссий.

В настоящее время накопился огромный объем материалов для публикаций, и мы начали их издание в виде представленных вашему вниманию сборников.

5. С 2013 года Ассоциация российских банков ведет проект «Открытые дискуссии президента АРБ».

Проект направлен на обсуждение широкого круга экономических, правовых, философских, социально-психологических и других актуальных проблем развития нашего общества и на развитие культуры дискуссии в целом. Спикерами «Открытых дискуссий президента АРБ» (далее – «Открытые дискуссии») выступают известные ученые, общественные деятели и представители бизнеса.

Вузами-партнерами проекта являются более 90 российских вузов, расположенных на территории всей России – от Владивостока до Калининграда.

Как правило, в каждой «Открытой дискуссии» дистанционно участвуют от 40 до 80 вузов. Численность интернет-аудитории в среднем составляет около 2 тыс. человек.

Последние два года «Открытые дискуссии» проводятся ежемесячно.

За 10 лет состоялось 83 дискуссии.

С информацией о прошедших дискуссиях, презентационными материалами спикеров и видеозаписями можно ознакомиться на сайте arb.ru в разделе «Открытые дискуссии».

Г.А. ТОСУНЯН, академик РАН,
президент Ассоциации российских банков

О ЧЕМ ГОВОРИТ ПОКАЗАТЕЛЬ МОНЕТИЗАЦИИ ЭКОНОМИКИ

ЗАСЕДАНИЕ 13 МАЯ 2023 ГОДА

ВСТУПИТЕЛЬНОЕ СЛОВО

ТОСУНЯН Г.А.

акад. РАН

Начинаем нашу работу.

Приветствую участников совместного заседания Научно-консультативного совета Отделения общественных наук РАН по правовым, психологическим и социально-экономическим проблемам общества и Национального исследовательского института Доверия, Достоинства и Права, которое проходит на площадке Ассоциации российских банков.

На заседание зарегистрировалось более 90 человек, в том числе 10 членов РАН, 6 профессоров РАН, 28 представителей вузов, 8 представителей общественных организаций и банкиры.

Первый вопрос в повестке дня: «О чем говорит показатель монетизации экономики?»

Докладчиком будет Горюнов Евгений Львович, старший научный сотрудник Института экономической политики имени Е.Т. Гайдара.

В своем докладе Евгений Львович расскажет об исследовании зависимости монетизации экономики и ряда макроэкономических показателей.

Ни для кого не секрет, что монетизация экономики – это комплексная характеристика экономики в целом.

При этом она довольно неоднозначна, то есть нельзя проводить линейную зависимость: выше монетизация – хорошо, ниже монетизация – плохо, или наоборот.

С одной стороны, уровень монетизации экономики, безусловно, влияет на инфляцию.

Если монетизация недостаточна, она несет в себе риски дефицита ресурсов и ограничения кредитной деятельности.

Поэтому обычно показатель монетизации рассматривают во взаимосвязи с общим ростом экономики, с насыщенностью экономики ликвидными активами, с характером денежно-кредитной политики.

Мягкая политика?

Или нейтральная?

Или, возможно, жесткая?

Мы многие годы больше склоняемся к жесткой политике.

Может быть, это и является причиной того, что у нас двузначные процентные ставки и работать за счет кредита становится дорогим удовольствием.

Зачастую, однако, взаимозависимости экономических показателей оказываются условными, не всегда легко рассчитываемыми, умозрительными.

Поэтому здесь нужен профессиональный подход, а не поверхностные наблюдения.

Естественно, что проблемами монетизации занимаются серьезные эксперты.

Евгений Львович в своем докладе раскроет некоторые гипотезы о взаимосвязи экономических показателей с монетизацией экономики.

Пока что мы далеки от выведения единой объективной формулы.

Это сложная система уравнений со множеством неизвестных.

Передаю слово Евгению Львовичу.

ДОКЛАД

ГОРЮНОВ Е.Л.

старший научный сотрудник лаборатории денежно-кредитной политики Института экономической политики им. Е.Т. Гайдара

О ЧЕМ ГОВОРIT ПОКАЗАТЕЛЬ МОНЕТИЗАЦИИ ЭКОНОМИКИ

Приветствую уважаемых коллег!

Я действительно сегодня буду говорить про показатель монетизации экономики.

Начну с того, что дам ему определение.

Разумеется, многие знают, что это за показатель.

Но я все же уточню, что я имею в виду, когда говорю «величина монетизации экономики». Для того, чтобы быть уверенным в том, что мы все говорим об одном и том же показателе.

Обычно под коэффициентом монетизации понимают отношение номинальной денежной массы к номинальному ВВП (см. Рис. 1).

Под денежной массой понимается какой-либо денежный агрегат.

И обычно, когда говорят о монетизации экономики, берут достаточно широкий денежный агрегат, такой как М2 или М3.

Смысл в том, чтобы данный агрегат был репрезентативным, то есть включал в себя основные компоненты денежных средств, участвующих в транзакциях и краткосрочных сбережениях.

Если взять отношение денежного предложения к номинальному ВВП, то мы получим некое масштабированное (или нормированное) значение денежной массы.

Иначе говоря, показатель монетизации представляет собой объем обращающихся денег в расчете на единицу произведенной номинальной стоимости ВВП.

Определение монетизации

Показатель (коэффициент) монетизации – отношение номинальной денежной массы к номинальному ВВП

$$\text{Монетизация} = \frac{\text{Денежное предложение}}{\text{Номинальный ВВП}} = \frac{M}{PY}$$

- Смысл: относительный объем обращающихся денег

Скорость денежного обращения – отношение номинального ВВП к денежной массе

$$\text{Скорость денежного обращения} = V = \frac{PY}{M} = \frac{1}{\text{Монетизация}}$$

- Смысл: количество раз, которое обращается единица номинальных денег при обслуживании производства
- Величина обратная к монетизации: по сути, тот же самый показатель

Рис. 1

Есть и другая версия этого показателя – скорость денежного обращения.

Скорость денежного обращения – это величина, обратная монетизации, то есть она равна отношению номинального ВВП к денежной массе.

Смысл такого показателя вполне прозрачен.

Производство выпуска связано с транзакциями, в которых оборачиваются деньги.

Если суммарную номинальную стоимость, оборачивающуюся в рамках данных транзакций, разделить на количество денег, обеспечивающих эти транзакции, то мы получим среднее количество раз, которое одна денежная единица участвует в транзакциях.

Скажем, если у нас номинальный ВВП составляет 200 млрд, а денежная масса равна 100 млрд, то монетизация в такой экономике будет равна 50%, а скорость денежного обращения будет равна двум.

Показатели монетизации и скорости денежного обращения несут одну и ту же информацию (просто отражают ее несколько по-разному).

Поэтому, по сути, это один и тот же показатель.

Что мы знаем про монетизацию?

Что говорят нам данные?

Я должен сразу сказать, что тут есть большие проблемы с международными сопоставлениями.

Потому что национальные особенности денежного обращения, структура финансовых институтов, финансовых рынков довольно сильно отличаются от страны к стране.

К слову сказать, в России никогда не знали, что такое чеки, а вот в Соединенных Штатах они достаточно широко используются, причем даже до сих пор.

Есть страны, где наличное денежное обращение стремительно сокращается (Швеция, Южная Корея), а есть страны консервативные в этом смысле, где наличные, несмотря на платежные инновации, не сдают позиции (Германия).

В такой ситуации возникает проблема корректного сопоставления различных элементов денежных агрегатов.

Ведь в разных странах в агрегат M2 могут входить разные компоненты.

Как их сопоставлять?

Отчасти проблему несопоставимости можно преодолеть, если опираться на статистику, собираемую международными организациями.

Это не гарантирует полной сопоставимости, но тем не менее в этом случае больше уверенности в том, что подход к расчету денежных агрегатов в разных странах будет единым.

Поэтому при межстрановых сопоставлениях я обычно использую и буду использовать сегодня агрегат МЗ.

Это так называемая «широкая денежная масса» (broad money), которую считает Всемирный банк.

Соответственно, показатель монетизации каждой экономики определяется как отношение номинального агрегата МЗ к величине номинального ВВП.

Если мы возьмем этот показатель и посмотрим, как он ведет себя на протяжении десятилетий, то увидим, что он, вообще говоря, растет.

На Рис. 2 изображена динамика значения показателя монетизации для периода с 1960 по 2020 год.

Приведены значения, усредненные по группам стран в соответствии с уровнем подушевого дохода.

Группировка соответствует классификации Всемирного банка, который выделяет группу стран с высокими, средними и низкими доходами.

Причем группа стран со средними доходами делится на две подгруппы – верхнюю и нижнюю.

На графике видно, что монетизация последние 60 лет повсеместно увеличивается.

Это не так для группы стран с низкими доходами, но и там тоже есть признаки роста.

Если смотреть на динамику монетизации не по группам стран, а по отдельным странам, то общая тенденция остается той же: за последние десятилетия монетизация практически везде росла.

Где-то – очень быстрыми темпами, как во Вьетнаме или Китае.

Где-то – очень умеренными, например, в Венгрии. Но в целом рост присутствует.

Кроме того, как показывает Рис. 2, монетизация довольно инертна, то есть меняется она не очень быстро.

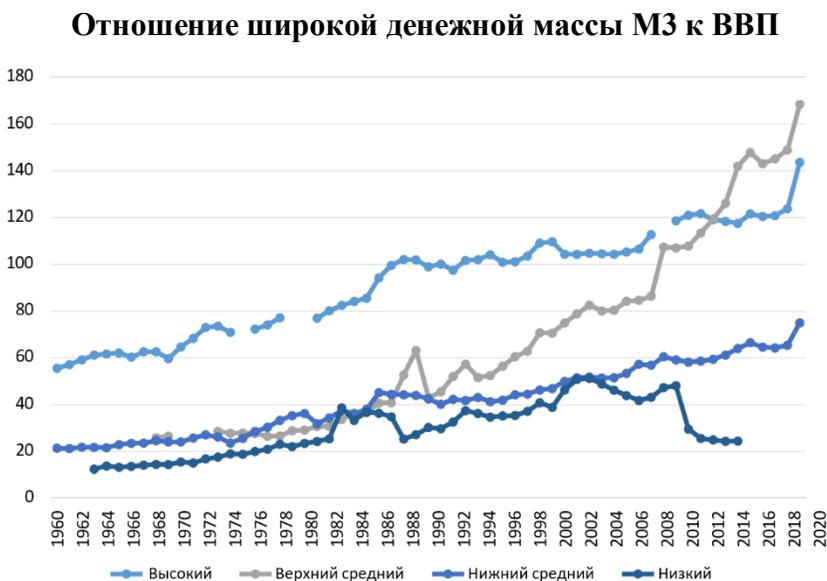


Рис. 2

Далее, мы видим, что в богатых странах в среднем монетизация, измеренная по агрегату М3, выше.

Характерно, что разброс значений монетизации в группе богатых стран существенно больше, чем в бедных (см. Рис. 3).

Другими словами, значения монетизации среди бедных стран укладываются в довольно узкий диапазон.

Когда же мы берем страны богатые, там этот диапазон оказывается существенно шире.

Уровень доходов

Группа стран	Число стран	Среднее	Станд. откл.	Мин.	Макс.
Высокий уровень доходов	28	107.3	70.7	49.6	403.4
Верхний средний уровень доходов	46	64.9	34.3	12.4	197.9
Нижний средний уровень доходов	49	54.2	30.7	17.2	164.9
Низкий уровень доходов	18	30.9	10.6	16.9	48.6

Рис. 3

Что еще мы знаем?

Например, мы знаем, что уровень монетизации положительно скоррелирован с показателем экономической сложности производимой продукции.

Я говорю о показателе индекса экономической сложности, который считает лаборатория роста Гарвардского университета под руководством Рикардо Хаусманна¹.

Это очень известный экономист, пользующийся большим авторитетом.

Оказывается, что индекс экономической сложности показывает очень хорошую положительную корреляцию с монетизацией.

¹ [The Atlas of Economic Complexity](#)

Помимо этого данные говорят, что инфляция и монетизация связаны отрицательно.

Эта связь тоже хорошо наблюдается.

Разные экономисты интерпретируют эту связь по-разному.

Я подчеркну, что на данном этапе я не занимаюсь интерпретацией связей, а только пытаюсь идентифицировать их наличие в эмпирических данных.

Согласно эмпирическим данным, на общей выборке стран усредненное значение монетизации за период 2009–2019 годов и усредненное значение инфляции за тот же период демонстрируют отрицательную корреляцию.

Точно так же существует отрицательная связь между номинальными ставками по кредиту и монетизацией.

Иначе говоря, в странах, где в среднем за период номинальные ставки высоки, средняя монетизация за период будет ниже.

Я намеренно абстрагируюсь от краткосрочных процессов, ведь инфляция и ставки достаточно волатильны и могут резко возрастать и сокращаться в отдельные годы.

Усреднение позволяет сгладить подобные колебания и смотреть на общую долгосрочную тенденцию.

Примечательно, что связи между монетизацией и сбережениями не наблюдается.

Аналогичным образом отсутствует связь между валовым накоплением капитала и уровнем монетизации.

Полезно лишний раз оговориться, что, фиксируя наличие или отсутствие связей, не стоит необдуманно называть их причинно-следственными.

Пока это просто какие-то статистические связи, которые мы видим в реальности.

У них может быть довольно сложная природа.

Очень часто показатель монетизации используется для того, чтобы провести те или иные международные сравнения.

Россию сравнивают по уровню монетизации с Китаем, с Вьетнамом, с США, с Японией и так далее.

Итак, что мы видим в данных?

Прежде всего мне были интересны сопоставления со странами, близкими к России по уровню доходов и уровню экономического развития.

Можно проводить сравнение и с Японией, и с Великобританией, и даже с Гонконгом.

Но, как мне кажется, гораздо информативнее будет, если мы сравним российскую монетизацию с монетизацией в странах, которые находятся с нами примерно на одной стадии, чтобы примерно понять наше положение относительно них.

Неудивительно, если у нас монетизация ниже, чем в США.

Другое дело, если она ниже, чем в условной Мексике или Польше.

Оказывается, что Россия в этой группе стран находится примерно посередине.

Есть страны с очень высоким уровнем монетизации.

Это страны в основном из Тихоокеанского, Азиатского регионов: Китай, Вьетнам, Таиланд, Малайзия.

Там монетизация достигает 100%, а в Китае – даже 200% ВВП.

И это, конечно, очень внушительный показатель.

Есть группа стран, которые можно назвать странами со средней монетизацией.

Условно я их определяю как страны, где монетизация по МЗ выше 50% ВВП, но ниже 100%.

Не претендую на абсолютную точность при определении границ.

Просто так удобно – красивое число!

В группу стран со средней монетизацией попадают все страны БРИКС, кроме КНР.

Страны с низкой монетизацией находятся преимущественно в Латинской Америке.

Это Мексика, Колумбия, Перу, Аргентина.

Давайте теперь посмотрим на Россию с точки зрения динамики выпуска, инфляции и монетизации.

Показатель монетизации возьмем в двух вариантах.

Первый рассчитан как отношение широкой денежной массы МЗ к ВВП (по методологии Всемирного банка), а второй – как отношение М2 в национальном определении к ВВП.

На графике (см. Рис. 4) показано, что оба варианта показателя монетизации демонстрируют сходную динамику.

Видно, что последние 20 лет монетизация в России росла.

В одни периоды она росла быстрыми темпами, в другие периоды – более умеренными, но в целом росла.

Как и в остальном мире, к слову сказать.

До 2009 года рост монетизации сопровождался быстрым ростом выпуска и сокращением инфляции.

После кризиса темпы роста ВВП существенно упали, но монетизация продолжала расти.

Таковы стилизованные факты про монетизацию, то есть то, что мы в общих чертах знаем про данный показатель с точки зрения наблюдаемых статистических закономерностей.

Далее возникает закономерный вопрос: а какое объяснение этим наблюдаемым закономерностям мы можем предложить?

Можем ли мы их как-то интерпретировать?
 Какие экономические механизмы за ними стоят, и
 можно ли это как-то использовать в экономической поли-
 тике?

Стилизованные факты: Россия

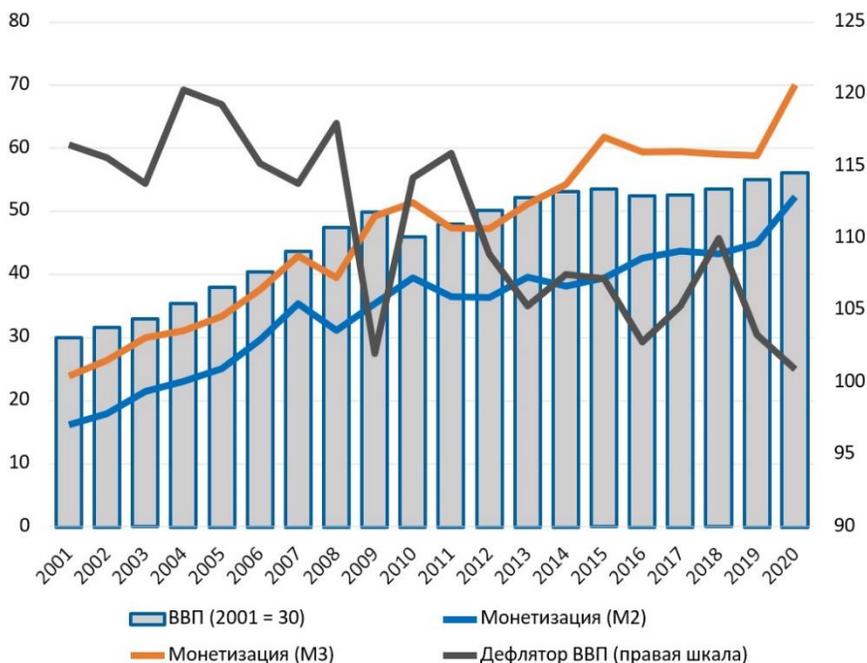


Рис. 4

В современной экономической теории можно выделить два подхода, которые, полагаю, справедливо назвать ортодоксальным и гетеродоксальным (см. Рис. 5).

Взгляд на показатель монетизации, его интерпретации и представление о механизмах в рамках этих двух подходов радикально различаются.

С позиций ортодоксального подхода (или, иначе говоря, мейнстрима экономической теории) денежные агрегаты вообще не столь важны и не очень интересны.

Два теоретических подхода

ОРТОДОКСАЛЬНЫЙ ПОДХОД

Показатель монетизации неинтересен и неинформативен

- В мейнстриме макроэкономической науки роль денежных агрегатов мала
✓ Beyer, Reichlin, 2006; BIS, 2007; Gertler, Hofmann, 2018
- Монетизация (и скорость денежного обращения) эндогенна, зависит от множества факторов и бесполезна в макроэкономическом анализе

ГЕТЕРОДОКСАЛЬНЫЙ ПОДХОД

Монетизация полезна в анализе и может быть ориентиром для ДКП

- Монетизация отражает развитость финансового сектора, глубину финансовых рынков, эффективность ДКП и степень ее жесткости
- Для развития страны необходимо повышение монетизации
- Мягкие монетарные условия способствуют росту монетизации

Рис. 5

Если мы читаем современные научные статьи в наиболее авторитетных академических журналах (включая профильные: «Journal of Monetary Economics», «Journal of Money», «Credit and Banking» и другие), посмотрим отчеты и исследовательские материалы ведущих центральных банков, прикладные исследования международных институтов (IMF, World bank, BIS, OECD) и другие подобные публикации, то мы не обнаружим там упоминания каких-либо денежных агрегатов вообще, в том числе показателя монетизации.

Исключения есть, но доля таких работ невелика.

В свое время имела распространение модель, основанная на соотношении Фишера, которая называлась P^* (P со звездочкой).

И там была некоторая роль у скорости денежного обращения².

Однако эти модели вышли из употребления в 90-х годах, и сегодня такой инструментарий не применяется.

Главная причина, по которой современные исследования в области денежно-кредитной политики обходят стороной денежные агрегаты, состоит в том, что динамика денежной массы начиная с 1990-х годов потеряла информативность.

Другими словами, если раньше изменения в денежном предложении коррелировали с показателями реальной экономической активности и другими макроэкономическими показателями, то с началом периода «Великого успокоения» (Great moderation) эти связи значительно ослабли.

Динамика денежной массы как будто «отвязалась» от остальных макропоказателей.

Здесь особо подчеркну, что речь идет преимущественно о развитых странах³.

Чаще всего это объясняется нестабильностью функции спроса на деньги.

Когда спрос на деньги нестабилен, связь между денежными агрегатами и другими макропеременными ослабляется.

В свое время это очень сильно удивило нобелевского лауреата Милтона Фридмана, который уделял большое внимание спросу на деньги вообще.

² Koenig, E. F., Officer, R. The P* model of inflation revisited // Federal Reserve Bank of Dallas. 1994. № 9414.

³ Beyer A., Reichlin L. (eds.) The role of money: Money and monetary policy in the twenty-first century. European Central Bank. 2006.

Он считал, что эта функция постоянна, что она фундаментальна и очень устойчива.

Суммируя вышесказанное, заключаем, что с точки зрения ортодоксального подхода показатели монетизации и скорости денежного обращения – это просто некие не особенно примечательные макропоказатели в ряду других.

Эти показатели характеризуются высокой степенью эндогенности, то есть они зависят от множества разнообразных факторов.

При этом их динамика не несет какой-либо важной информации о состоянии экономики, а значит, привлечение их для прикладного анализа заметной пользы не принесет.

Совсем иное понимание монетизации можно видеть в рамках второго подхода – гетеродоксального.

Согласно этому подходу, монетизация представляет собой важный и информативный показатель, который можно продуктивно использовать в макроэкономическом анализе.

Он позволяет делать выводы об эффективности монетарной политики и проводить на его основе содержательный сравнительный межстрановой анализ.

Сделаю важную оговорку.

В действительности говорить о каком-то едином, интегрированном гетеродоксальном подходе нельзя.

Правильнее говорить, что есть значительное число экономистов, которых объединяет наличие альтернативного мейнстрима взгляда на монетизацию.

Но при этом нельзя сказать, что их также объединяет, к примеру, единство взглядов на методологию экономических исследований.

Или что они разделяют общее мнение по широкому кругу вопросов экономической теории и политики.

Даже относительно самого показателя монетизации у экономистов, которых я, с известной долей условности, причисляю к группе «гетеродоксальных», есть целый спектр мнений.

От самого мягкого, что монетизация – это просто интересный показатель, отражающий какие-то стороны экономического развития, развитие финансового сектора, глубину финансовых рынков, эффективность денежно-кредитной политики и, возможно, степень ее жесткости.

И далее вплоть до такой радикальной позиции, что вообще монетизация – это один из важнейших, ключевых показателей для Центрального банка.

С учетом вышесказанного вполне объяснимо, что мейнстрим не занимается развитием теории монетизации.

Но что обращает на себя внимание и даже вызывает удивление, так это отсутствие подобной теории у тех, кто придерживается гетеродоксального подхода.

Монетизация – это, безусловно, комплексный показатель, и на него влияют разные факторы: динамика цен и кредитования, денежно-кредитная политика и многое другое.

И тут необходима крепкая теория, которая объясняла бы, как именно монетизация зависит от всех этих факторов, раскрывала бы соответствующие экономические механизмы.

По логике вещей, разработкой этой теории должны заниматься как раз те, кто считает, что монетизация – это содержательный и важный показатель.

То есть экономисты, придерживающиеся неортодоксальных позиций.

Но такой теории нет. Во всяком случае, мне не удалось ее обнаружить.

Есть отдельные публикации теоретического характера. Но системной картины они не дают.

Скорее, вместо теории есть некий комплекс представлений и положений, местами противоречивых, что не так уж и странно, поскольку выдвигают их разные люди.

В этих теоретических построениях преобладает описательный подход без опоры на строгий модельный аппарат.

Особенно экономистов гетеродоксального направления отличает то, что они формулируют все свои теоретические положения как самоочевидные и не нуждающиеся в проверке.

Но ведь, по сути, эти положения являются гипотезами, а значит, их надо подвергать эмпирической верификации.

Однако в соответствующей литературе тестирование этих гипотез не проводится.

Мы живем в 20-х годах XXI века, и нам доступны компьютеры, продвинутая эконометрика, разнообразные данные по множеству стран.

Поэтому я решил провести исследование: суммировать теоретические положения, которые высказываются экономистами гетеродоксального толка, и затем протестировать эти положения на реальных данных.

Это исследование составляет суть статьи, которая вышла в мартовском номере «Вопросов экономики», и сегодня я представляю ее краткий пересказ⁴.

⁴ Горюнов Е. Монетизация экономики: показатель, который ничего не показывает // Вопросы экономики. 2023. № 3. С. 126–158.

Дальше я расскажу про основные теоретические положения, которые выдвигаются в литературе.

- Первое положение – монетизация отражает уровень развития финансового сектора.
- Второе положение – высокая монетизация способствует экономическому росту, а низкая – препятствует.
- Третье положение – ЦБ способен эффективно влиять на монетизацию, и ее увеличение достигается расширением эмиссии.
- Четвертое положение – чем ниже монетизация, тем меньший проинфляционный эффект дает приращение денежного предложения.
- И наконец, последнее, пятое положение – приоритетом ЦБ РФ должна быть задача увеличения монетизации. Это, скорее, нормативное утверждение, которое не нуждается в тестировании, но его справедливость связана с валидностью предыдущих четырех положений.

Все эти положения в том или ином виде в литературе высказываются, и в моей статье есть все ссылки на соответствующих авторов и их публикации.

Что насчет эмпирической верификации этих положений?

В упомянутой статье подробно объясняется, каким образом тестировались гипотезы, какие данные привлекались, какой использовался инструментарий и так далее.

Сейчас в своем выступлении я не буду об этом говорить ввиду ограниченности времени, а озвучу только результаты работы.

Всех заинтересованных приглашаю прочитать саму статью.

Это даст более объемное понимание.

Скажу только, что в основном я опирался на кросс-секционные регрессии, работая с усредненными за длительные периоды показателями, и немного – на панели.

Итак, первое положение – монетизация отражает уровень развития финансового сектора.

Насколько данные его подтверждают?

В целом – подтверждают!

Действительно, мы обнаруживаем положительную корреляцию между различными индикаторами финансового развития и показателем монетизации.

Для каких-то индикаторов она сильная, для каких-то она слабее, но такая корреляция однозначно присутствует.

Поэтому можно сделать вывод: эмпирические данные подтверждают, что страны с более развитым финансовым сектором имеют более высокий уровень монетизации.

Второе положение – о том, что высокая монетизация способствует экономическому росту, а низкая – препятствует.

Идея и экономическая логика этого положения как будто бы понятны: чем выше монетизация, тем больше денег.

То есть больше финансовых ресурсов и больше инвестиций, а значит, в итоге выше темпы роста.

Многие авторы выдвигают идеи такого плана, но при этом их тестированием, к моему удивлению, никто системно не занимался.

Когда мы говорим о взаимосвязи монетизации и экономического роста, надо быть очень аккуратными.

Ведь в действительности тут не одна гипотеза, а две.

Или, точнее, два варианта одной гипотезы.

В первом варианте гипотеза состоит в том, что страны, у которых монетизация изначально была выше, при прочих равных растут быстрее.

То есть высокая монетизация – это своего рода пререквизит, предпосылка к последующему быстрому росту.

Второй вариант этой же гипотезы предполагает, что экономического роста не бывает без роста монетизации.

И это совсем другой вариант, если задуматься.

Если упростить, то, согласно первому варианту гипотезы, нужно сначала нарастить монетизацию, а потом, как следствие, экономика начнет расти.

Согласно второму варианту, монетизация может быть любой, высокой или низкой – для роста это не важно.

Но что важно для роста экономики, так это приращение монетизации.

Оба варианта фигурируют в литературе, и не всегда даже сами авторы делают между ними различие.

На мой взгляд, зря, потому что по смыслу эти гипотезы разные.

И тестировать их нужно по-разному.

Каковы результаты верификации двух вариантов гипотезы?

Во-первых, показано, что между начальной монетизацией и последующим долгосрочным ростом зависимости нет.

Я анализировал, как росли страны с высокой монетизацией и страны с низкой монетизацией.

И выяснилось, что у монетизации нет статистической значимости, если в регрессии присутствуют контрольные переменные, отражающие структурные факторы роста.

А значит, мы не можем утверждать, что высокая монетизация – это предпосылка к росту.

Этот вариант гипотезы отвергается.

А второй вариант подтверждается.

Данные говорят, что в странах, в которых экономический рост был выше, там и монетизация росла быстрее.

Это не абсолютный закон, но результат довольно устойчивый.

Однако мы здесь, конечно, не можем делать никаких причинно-следственных заключений.

Потому что положительную корреляцию приращенния монетизации и темпов роста ВВП можно объяснить большим количеством разных способов.

Третий вопрос – может ли Центральный банк влиять на монетизацию экономики и достигать ее за счет расширения денежной эмиссии?

В литературе часто встречается мысль, что низкая монетизация указывает на дефицит денег, поэтому чтобы увеличить монетизацию, надо расширить эмиссию.

Так это или нет?

Что говорят реальные данные?

В свое время я готовил график для стран, схожих с Россией, для статьи⁵ 2017 года (см. Рис. 6).

И график четко показывал, что нет никакой зависимости между приращением номинальной денежной массы и монетизацией.

Иначе говоря, печатают деньги все, но монетизация растет не везде.

⁵ Кудрин А., Горюнов Е., Трунин П. Стимулирующая денежно-кредитная политика: мифы и реальность // Вопросы экономики. 2017. № 5. С. 5–28.

Прирост денежной базы (в %) и рост монетизации (в п.п. ВВП) в развивающихся странах в 2001–2015 гг.

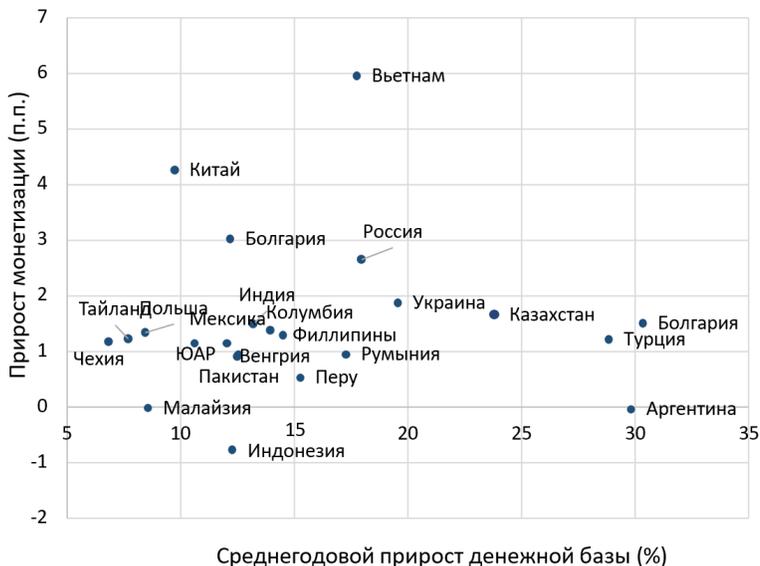


Рис. 6

Однако это всего лишь один график, и хотелось проверить наличие связи между эмиссией и ростом монетизации более обстоятельно, с опорой на нормальную, пусть даже и не самую передовую, эконометрику.

Оказалось, что устойчивой связи между ростом денежной массы, денежной базы и ростом монетизации не найдено.

Иногда она в отдельных странах проявляется в отдельные периоды времени.

Причем даже в тех регрессиях, где обнаруживается значимое влияние темпов эмиссии на приращение монетизации, значения показателя R^2 составляют порядка нескольких процентов.

Это говорит о том, что влияние эмиссии на монетизацию (даже в тех редких случаях, когда его удается идентифицировать) очень слабое, а значит, нет устойчивой зависимости, которую можно как-то эксплуатировать политически.

И наконец, последнее утверждение, что при низкой монетизации можно печатать деньги более высокими темпами без инфляционных последствий.

Это крайне интересная гипотеза.

Она неявно опирается на идею, что существует некоторый «нормальный», или «естественный» уровень монетизации.

И пока в экономике монетизация ниже естественного уровня, то эмиссия идет на расширение монетизации, а не в рост цен.

В этом смысле «недомонетизированная» экономика способна абсорбировать эмитированные деньги без инфляции.

Идея интересная, но тестировать ее крайне сложно, и никто этого делать не пытался.

Я попробовал протестировать и получил, что гипотеза отвергается.

Иначе говоря, низкая монетизация – это не приглашение к безинфляционной эмиссии, а скорее, наоборот.

Для стран с низкой монетизацией проинфляционные эффекты эмиссии выше, чем для стран с высокой монетизацией.

Однако я не стал бы абсолютизировать этот результат, поскольку при тестировании этой гипотезы

приходилось делать некоторые предположения, которые, вообще говоря, дискуссионны.

Кратко укажу на сложности, которые в этой связи есть.

Как я уже говорил, рассуждение о безинфляционной эмиссии в «недомонетизированных» экономиках основано на предположении о существовании некоего естественного уровня монетизации, какого-то «правильного», «оптимального».

Именно относительно этого уровня нужно определять, является экономика «недомонетизированной» или «перемонетизированной».

Проблема, во-первых, в том, что этот уровень ненаблюдаем.

Во-вторых, у нас есть все основания полагать, что он сильно варьируется от страны к стране.

Потому что не может быть «естественный» уровень монетизации одинаковым в Китае и в Аргентине!

У Китая 200% монетизация, у Аргентины – 20%.

Как можно утверждать, что у этих стран должен быть единый, одинаковый «естественный» уровень монетизации?

В-третьих, долгосрочный тренд в динамике монетизации указывает на то, что, возможно, во времени он тоже меняется.

Все указывает на то, что нужна какая-то теория, какая-то модель, которая учтет, что у стран разный естественный уровень монетизации и он меняется во времени.

На основе этой теории тогда можно рассчитать для каждой страны и каждого года этот нормальный уровень монетизации.

И потом уже его применять в эмпирическом анализе, проверяя, как эмиссия влияет на инфляцию, в зависимости от того, как соотносятся между собой фактический и рассчитанный оптимальный уровень монетизации.

Я предложил такую теорию и попробовал идентифицировать влияние денежной эмиссии на монетизацию и ее взаимосвязь с инфляцией в зависимости от того, наблюдается ли в экономике избыток или недостаток монетизации.

Получилось, что в странах с недостатком монетизации эмиссия вызывает больший скачок инфляции, чем в странах с относительно высокой монетизацией.

Это опровергает исходную гипотезу.

И, к слову сказать, неплохо вписывается в мейнстрим.

Впрочем, я не претендую на то, что мой анализ исчерпывающий, а выводы окончательные.

Результаты еще необходимо проверять на устойчивость и экспериментировать с вариантами спецификации моделей.

Общие выводы исследования таковы (см. Рис. 7).

Показатель монетизации, конечно, несет какую-то информацию, впрочем, как вообще любой макропоказатель.

Он, конечно, связан с развитостью финансовых институтов.

Это верно хотя бы даже потому, что монетизация – это масштабированный денежный агрегат, который в основном состоит из вкладов в банках.

Вклады в бухгалтерском балансе банка находятся на правой стороне, а на левой стороне находятся кредиты.

Поэтому если вы проверяете наличие корреляции между монетизацией и кредитными агрегатами, то неудивительно, что она действительно есть.

Это же две стороны одного и того же баланса.

Общие выводы

Показатель монетизация несет определенную информацию об экономике

- Она выше в развитых странах с развитыми финансовыми институтами
- Однако есть иные показатели, которые несут больше информации
 - ✓ Монетизация – несовершенная прокси-переменная для уровня финансового развития
 - ✓ Показатель монетизации не имеет ясного собственного содержания

Показатель монетизации нельзя продуктивно использовать в анализе и политике

- Высокая монетизация не стимулирует рост, хотя рост сопровождается увеличением монетизации
- Мягкая ДКП не ведет к росту монетизации
- Низкая (заниженная) монетизация не создает благоприятные условия для эмиссионного стимулирования
- Для использования монетизации как ориентира для ДКП нет оснований

Рис. 7

Значит, монетизация – это некая несовершенная прокси-переменная для уровня финансового развития.

Но если мы задаемся вопросом: «А есть ли у монетизации некое собственное содержание?» – то, на мой взгляд, ответ будет отрицательным.

Можно ли использовать этот показатель в анализе и политике?

Не вижу, как это можно разумно делать.

Мы знаем, что высокая монетизация экономического роста не стимулирует.

Мы не можем утверждать, что у стран с высокой монетизацией, при прочих равных условиях, будет больше потенциал роста.

Эмпирически эта гипотеза не подтверждается.

Да, реальные данные говорят, что там, где есть экономический рост, есть и рост монетизации.

Возникает соблазн сделать такой логический шаг.

Раз увеличение монетизации коррелирует с ростом ВВП, то, может быть, нужно заставить денежные власти расширить эмиссию?

И это увеличит монетизацию и подтолкнет рост?

Но эта логика ошибочна, поскольку она опирается на предположение, что увеличение эмиссии приводит к росту монетизации, а это не так.

Эмпирические данные вполне убедительно говорят об отсутствии такой связи.

Можно увеличивать денежную базу быстро, можно медленно.

Но значимого устойчивого влияния на прирост монетизации это оказывать не будет.

Сама по себе низкая монетизация не создает условий, благоприятных для эмиссионного стимулирования экономики.

Напротив, там, где монетизация низкая, отклик инфляции на эмиссию более выраженный.

То есть низкая монетизация не расширяет пространство для маневра Центрального банка, а сужает его.

Поэтому возникает вопрос: зачем же тогда использовать такой показатель как ориентир для ДКП?

Выходит, что для этого нет оснований.

Статья, которая вышла в марте, так и называется: «Монетизация экономики: показатель, который ничего не показывает».

Это вывод, к которому я прихожу.

На этом все.

Тосунян Г.А.: Спасибо, Евгений Львович.
Коллеги, я уже вижу поднятые руки.
Яков Моисеевич первым поднял руку.
Пожалуйста, Яков Моисеевич, Вам слово.
И после Вас – Виктор Меерович.

проф. МИРКИН Я.М. – ГОРЮНОВ Е.Л.

МИРКИН Я.М.

д. э. н., профессор, председатель научного совета Института экономики роста им. П.А. Столыпина

Миркин Я.М.: Спасибо большое за доклад.

Спасибо за то, что он отражает как раз те формальные позиции, по которым мы дискутируем уже, наверное, с 1997–1998 года.

И те стандартные подходы, при которых кривые сопоставляются с кривыми.

И все это на уровне абстрактных рассуждений.

Очень интересно было еще раз это услышать.

У меня несколько вопросов.

Вопрос первый.

Не помните ли Вы факт из недавней финансовой истории России?

Когда крайне низкая монетизация, сопоставимая с уровнем монетизации в ряде стран Африки и вызванная очень жесткой ограничительной денежной политикой Центрального банка, привела к кризису неплатежей и взрывному развитию вексельного обращения.

А в конечном счете стала одной из причин крупнейшего финансового кризиса в России.

Второй вопрос.

Почему, проводя свое сопоставление, Вы не делите страны на группы?

Ведь заранее известно, что у развитых стран гораздо более низкие темпы роста.

И понятно, что воздействие любого рода факторов будет иметь разные значения для развитых и для

развивающихся стран, а также для стран бедных, с низким уровнем развития.

Почему Вы этого не делаете?

Почему Вы сбиваете их в одну и ту же группу?

Третье.

Почему Вы не разбиваете страны хотя бы на две группы?

Как минимум.

Развивающиеся страны со сверхбыстрым ростом и со всем тем, что там происходит при возникновении роста.

И страны, ну, хотя бы все остальные.

Страны со сверхбыстрым ростом – это страны «экономического чуда».

Вы говорили, что не знаете, почему все так происходило в Азии.

А между тем названные Вами страны – это страны «экономического чуда».

Я благодарен Вам за то, что Вы читаете мои источники.

Но было бы неплохо, если бы в круг этих источников были включены две наши книги – 2014 года и 2018 года, где как раз рассматривается финансовый механизм «экономического чуда».

И монетизация тут является одним из факторов, который вызывает быстрые темпы роста.

И последний вопрос.

Как Вы думаете, почему Центральный банк Китая уже много лет включает в индикатор денежной политики, которым надо управлять, который надо наращивать, показатель монетизации?

И тождественно ли это управление монетизацией Центрального банка Китая управлению монетизацией

Центрального банка развитой страны, управлению в Нью-Йорке, Лондоне и так далее?

И нужно ли, говоря о монетизации в России, говорить то же, что можно было бы сказать в Федеральной резервной системе или в Банке Англии?

Спасибо.

Горюнов Е.Л.: Спасибо.

Я готов ответить.

Книги, про которые Вы говорите, я читал.

Одна из них тут как раз рядом на полке стоит.

Теперь начну отвечать по пунктам.

Первое, почему я не рассматриваю кризис неплатежей.

Миркин Я.М.: Нет, первый вопрос: можете ли Вы привести факты?

Помните ли Вы факты?

Горюнов Е.Л.: Факты я, конечно, помню.

Давайте я попробую ответить комплексно.

Хотя я считаю показатель монетизации не очень информативным, тем не менее я согласен, что падение монетизации до очень низких значений происходит не от хорошей жизни.

Слишком низкая монетизация – это маркер кризиса.

Известно, в каких случаях это происходит.

Критическое падение монетизации связано с избыточной денежной эмиссией.

То есть обычно низкая монетизация происходит из того, что...

Миркин Я.М.: Извините, пожалуйста, избыточная денежная эмиссия должна, наоборот, вести к росту показателя монетизации.

Горюнов Е.Л.: Это Ваше предположение.

Но оно ни на чем не основано.

Повторю, что эмпирически оно не подтверждается.

Можно строить разные теории, но в конечном итоге важно прежде всего то, что нам говорят данные.

А данные это предположение не подтверждают, то есть эмиссия не ведет к росту монетизации.

Вместо этого мы видим что?

Мы видим, что высокая эмиссия часто, опять же, я сейчас говорю несколько упрощенно...

Миркин Я.М.: Вы сами себе противоречите.

Если связи не существует, то как же Вы говорите о том, что избыточная денежная эмиссия ведет к низкой монетизации?

Вообще-то, тот случай, о котором я говорил, напрямую связан именно с ограничительной жесткой денежной политикой Центрального банка, Банка России.

Горюнов Е.Л.: Это Ваша оценка.

Я не могу...

Миркин Я.М.: Каждый сидящий здесь банкир помнит, о каком годе, о каких годах идет речь.

Горюнов Е.Л.: Укажите, о каких годах Вы хотите сказать.

Миркин Я.М.: 1997–1998-й.

Горюнов Е.Л.: Давайте вспомним.
Смотрите...

Миркин Я.М.: Тяжелейшая ограничительная политика и монетизация в России на уровне 7–9%.

Мы все это прекрасно помним.

И после этого мы 20 лет слышим, что монетизация не имеет никакого отношения к экономическому росту, к финансовому здоровью и так далее.

Извините, пожалуйста.

Тосунян Г.А.: Яков Моисеевич, я Вас, конечно же, готов поддержать.

Но даже в режиме полемики так часто перебивать нельзя.

Давайте дослушаем Евгения Львовича, а потом Вы дадите свой комментарий.

Миркин Я.М.: Просто нет прямого ответа на вопрос.

Горюнов Е.Л.: Итак, по поводу ситуации, когда монетизация низкая.

Хорошо известно, почему это происходит.

Это происходит из-за предшествующей очень высокой инфляции, которая в свою очередь всегда связана с чрезмерной монетарной экспансией.

И механизм этот вполне понятен.

Инфляция – это обесценение денег, то есть налог на каждого, кто держит номинальные деньги.

Высокая инфляция увеличивает издержки хранения денег.

Это давно известно.

Поэтому с ростом инфляции спрос на деньги снижается, скорость денежного обращения увеличивается, а монетизация, соответственно, падает.

Это абсолютно общая для всех гиперинфляций картина.

В периоды всех гиперинфляций монетизация падала.

В России в 1991–1992 годах цены увеличились в 26 раз, что, разумеется, подорвало доверие к рублю.

И монетизация рухнула.

Именно с этим я связывал бы высокую монетизацию в 1990-е, а никак не с тем, что это Банк России проводил очень жесткую политику.

Скорее, наоборот!

Если мы посмотрим на эпизоды, когда монетизация была очень низкой, это, как правило, было связано с тем, что центральные банки проводили неадекватную денежно-кредитную политику.

Слишком мягкую.

Слишком много печатали денег, раздували инфляцию.

И фактически народ избавлялся от денег, потому что они очень быстро обесценивались.

И последнее.

Справедливо, что очень низкие значения показателя монетизации говорят, скорее, о том, что что-то в экономике и денежном обращении плохо.

С этим я совершенно согласен.

То есть если мы видим страну, в которой монетизация 10%, то там явно что-то не так.

В этом смысле данный показатель информативен.

Но означает ли это, что в данной ситуации стимулирующая денежно-кредитная политика способна повлиять на монетизацию?

Нет.

У меня в той же самой статье 2017 года показан пример Беларуси.

В 2010–2011 годах там были очень высокие темпы роста денежной массы.

Выдавались потребительские кредиты, повышались зарплаты, выдавались кредиты предприятиям.

Привело ли это в конечном счете к росту монетизации?

Нет.

Монетизация выросла на один год, а потом вернулась к прежним значениям, которые были до активной эмиссионной накачки.

Есть в этом что-то удивительное?

Нет.

Сегодня Турция проводит очень мягкую денежно-кредитную политику.

Как мне кажется, с этим никто не спорит.

Ну, и как?

Мы видим там какой-то рост монетизации?

Нет, его нет.

Следующее.

Вы говорите, что я не разбивал страны на богатые и бедные.

Почему Вы решили, что я не разбивал?

Я разбивал.

Просто сегодня я говорю очень коротко, но в статье, естественно...

Миркин Я.М.: Вы в выводах не разбиваете.

Вы делаете выводы, не разграничивая группы стран.
Делаете выводы для всех – и больных, и здоровых.

Горюнов Е.Л.: Потому что оказывается, что эмпирические выводы для всех стран совпадают.

Качественные результаты для разных подвыборок стран оказываются примерно одинаковыми.

В статье это все рассмотрено.

Не стану спорить с тем, что в таких исследованиях надо внимательно следить за корректностью сопоставлений.

Разумеется, нельзя сравнивать Россию с Гонконгом и Сингапуром, где монетизация может быть и 300%, и 400% ВВП.

Это очень специфические страны.

При анализе влияния монетизации на рост надо учитывать, что у разных стран есть различный потенциал экономического роста, и это естественно.

Страны все разные.

Есть страны с высокой монетизацией.

Типа Японии, которая, видимо, не очень быстро будет расти.

Есть страны с низкой монетизацией.

Например, Аргентина, и потенциально экономический рост у них может быть очень большим.

Чтобы все это учесть, я добавлял в регрессию различные контрольные переменные.

Это позволило отсеять факторы экономического роста, помимо собственно монетизации.

Выяснилось, что монетизация оказалась незначимой, если мы добавляем структурные факторы.

Так что это все было сделано.

Насчет того, что мы не выделяем страны с быстрым ростом.

На мой взгляд, если мы отсортируем страны «экономического чуда» и будем анализировать их отдельно от остальных, то это будет большая методологическая ошибка!

Анализ кейсов, в особенности так называемых «экономических чудес» – это любопытная история.

То, что представлено в Вашей с соавторами книге.

Но никогда не стоит, по крайней мере на мой взгляд, абсолютизировать выводы, полученные на основе анализа кейсов, и считать эти наблюдения доказательством чего бы то ни было.

Почему?

Потому что есть такая вещь, как «ошибка выжившего» (survival bias).

Если мы изначально рассматриваем только страны, у которых «получилось», то мы сознательно обедняем свой анализ, урезаем свою экспериментальную выборку, сокращаем эмпирическую базу.

Есть такая логика.

Давайте посмотрим на то, что делали успешные страны, а потом скажем: раз они, к примеру, проводили мягкую монетарную политику, то это и стало причиной «экономического чуда»!

Но это логика неверная, потому что мы при этом выкинули из рассмотрения другие 20 стран, которые тоже проводили мягкую политику, но ни к чему, кроме роста цен, не пришли.

Когда мы говорим, как монетизация стимулирует экономический рост, мы вспоминаем Китай, но мы не вспоминаем при этом Белоруссию, где почему-то «чуда» не произошло...

Миркин Я.М.: Другие страны никогда не делали того же самого, что делали в Китае.

Горюнов Е.Л.: Тогда мы можем сказать, что все страны разные, поскольку не существует стран, которые делают все одинаково.

Но в этом случае вообще нельзя опираться на международные сравнения.

Миркин Я.М.: Потому что это делалось в рамках общей политики «экономического чуда».

Финансовой политики, где монетизация – только один из факторов.

Горюнов Е.Л.: Хорошо, замечательно.

Это не противоречит тому, что говорю я.

Когда руководство страны заботится об экономическом росте, поддерживает его с разных сторон, стремится повлиять на разные факторы роста и при этом еще и думает про монетизацию, то весьма вероятно, что такая политика принесет плоды.

Но возникает большой вопрос: а насколько беспокойство по поводу монетизации и стремление ее повысить во что бы то ни стало в данном случае играло ключевую роль?

Это не доказано.

Может быть, да. Может быть...

Миркин Я.М.: Нигде не говорится, что это ключевая роль.

Горюнов Е.Л.: Хорошо. Тогда нет противоречий.

Миркин Я.М.: А Вы вообще исключаете фактор монетизации из экономического роста.

Вы в своем докладе полностью исключили фактор монетизации.

Сейчас же в этом вдруг начинаете признаваться.

Горюнов Е.Л.: Я призываю прежде всего смотреть на то, что нам говорит эмпирика.

Теории можно строить какие угодно и выдвигать разные концепции.

Но какие теории принимать, а какие отвергать, в конечном счете должно зависеть от того, что говорят нам реальные данные.

Данные должны отвечать на вопрос, что правда, что неправда.

Миркин Я.М.: Почему должны?

Горюнов Е.Л.: Данные говорят, что страны с высокой монетизацией не растут быстрее, чем страны с низкой.

Это эмпирика.

Это факт.

Мы также знаем, что, когда страны растут, монетизация у них также растет.

И это я, кстати, признаю.

То есть если мы посмотрим на страны, которые растут...

Миркин Я.М.: Извините, эмпирика говорит, что резко растут...

Вот по группе стран быстрого роста как раз эмпирика должна говорить.

И она говорит, что рядом с быстрым экономическим ростом присутствует быстрый рост монетизации.

Горюнов Е.Л.: Да, я это и показываю.

Эта гипотеза эмпирически подтверждается.

Об этом я говорил, когда обсуждал тестирование второго положения.

Миркин Я.М.: Вы только что сказали, что эмпирики нет, что связи нет.

Я же сейчас говорю о том, что ряды как раз показывают другую связь.

Горюнов Е.Л.: Яков Моисеевич, позвольте, я все-таки отвечу.

С монетизацией очень много противоречий, и потому нужно очень аккуратно формулировать тезисы.

Предельно аккуратно.

Тезис первый.

Правда ли, что страны, у которых монетизация выше, впоследствии растут быстрее?

Ответ: нет.

Миркин Я.М.: Правильно.

Но извините, пожалуйста, это потому, что страны, в которых выше монетизация, – это, как правило, развитые страны.

Вы берете группу развитых стран с более низкими темпами роста.

Горюнов Е.Л.: Ну как же?

Я же вставляю в регрессию все необходимые контрольные переменные, включая ВВП на душу населения.

Я говорю, что высокая монетизация не стимулирует рост, при прочих равных.

Миркин Я.М.: Это совершенно другая группа стран, это «взрослые» страны.

Горюнов Е.Л.: В моих регрессиях это учтено.

Причем учтено за счет целого ряда контрольных переменных.

Не только через ВВП на душу населения.

Естественно, есть и другие факторы экономического роста.

Чаще всего это человеческий капитал и его корреляты.

Если все это учитывать в регрессии, то оказывается, что монетизация на экономический рост не влияет.

Я как раз стремился сделать аккуратное исследование, насколько это возможно.

И наоборот, я вижу, что люди, которые защищают монетизацию, смотрят очень прямолинейно.

Они говорят: «Смотрите, эти страны выросли, и у них высокая монетизация...»

Вот, смотрите, Китай, он вырос, и у него высокая монетизация, значит, в этом весь фокус».

По-моему, это неадекватно.

Надо рассматривать все страны и все факторы по максимуму и тогда уже делать выводы.

Повторю свой тезис.

Если сравнивать, при прочих равных условиях, страны с изначально высокой и изначально низкой монетизацией, контролируя при этом ее влияние на технологический уровень развития, на их подушевые доходы, контролируя влияние на остальные переменные, то разницы в экономическом росте нет.

Второе: правда ли, что у стран, которые растут быстро, монетизация также растет?

Ответ: да, эмпирически это подтверждается.

Да, если мы видим страну, которая быстро выросла, то у нее выросла и монетизация.

Это эмпирически так.

Тосунян Г.А.: Да, спасибо.

У нас много поднятых рук.

На самом деле хотелось бы иметь систему уравнений и совокупность теорем, которые однозначно описывали бы зависимости этих параметров экономического роста, монетизации, инфляции.

Но такой системы пока, видимо, нет.

Хотя то, о чем говорит Яков Моисеевич, гораздо ближе к дифференциации по группам стран и по делению их на «квантовую», на «классическую», на «макросистемы», как это делается в физике.

То есть в разных системах закономерности несколько отличаются друг от друга.

И законы квантовой физики не работают в классической физике.

Здесь, видимо, нужна подобная дифференциация.

Давайте послушаем академика Полтеровича.

Виктор Меерович, Вам слово.

акад. ПОЛТЕРОВИЧ В.М. – ГОРЮНОВ Е.Л.

ПОЛТЕРОВИЧ В.М.

акад. РАН, главный научный сотрудник, руководитель научного направления «Математическая экономика» ЦЭМИ РАН, заместитель директора Московской школы экономики МГУ им. М.В. Ломоносова, действительный член Эконометрического общества, почетный президент Новой экономической ассоциации

Полтерович В.М.: Большое спасибо за доклад.

Я в целом согласен с теми выводами, которые Вы сделали.

На мой взгляд, монетизация является дополнительным фактором.

И ее влияние зависит от всего остального.

В частности, если мы предприняли определенные меры для того, чтобы стимулировать рост, и, соответственно, увеличиваем разумным образом массу денег в экономике, то мы действительно наблюдаем этот рост.

А если, в силу неверной политики Центрального банка, денежная масса не растет должным образом, то рост будет замедляться вместо того, чтобы увеличиваться.

В связи с этим у меня вот какой вопрос.

Правильно ли я понял, что для получения своих выводов Вы использовали регрессионный анализ?

Это верно?

Горюнов Е.Л.: Да, это верно.

Полтерович В.М.: Так вот, у меня следующее предложение.

Надо бы использовать нелинейную регрессию, в которой знак влияния коэффициента монетизации определяется факторами, влияющими на этот знак.

Я сейчас сказал понятные слова?

Вы берете совокупность параметров, которые определяют, положительно или отрицательно монетизация будет влиять на рост.

И учитываете это с помощью нелинейной регрессии.

Мне кажется, настоящий ответ может быть получен именно на этом пути.

Спасибо.

Горюнов Е.Л.: Я коротко отвечу.

Да, я как раз это сейчас и пытаюсь сделать.

Но там есть масса проблем.

Там есть проблемы с пороговой панельной регрессией.

Для них нужна сбалансированная панель, а такую панель сложно сформировать из-за проблем с данными.

И самое главное, что вот этот самый порог, с которого начинается порог нелинейности, где происходит излом, он наверняка очень разный у разных стран, и он ненаблюдаемый.

Это значит, его надо как-то моделировать, а это отдельная, очень непростая задача.

Я с разных сторон пытаюсь к ней подступиться.

Но пока чего-либо внятного не получается, поскольку эти процессы комплексные и очень сложные.

С наскака найти этот порог пока не получается.

Но в целом с таким направлением исследования я согласен.

Ровно это сейчас пытаюсь сделать.

Полтерович В.М.: Я бы начал с использования нелинейной регрессии, не обязательно пороговой.

Горюнов Е.Л.: Можно нелинейную.

Там зависит, какая спецификация будет у функции.

Полтерович В.М.: Возможно, что нелинейную регрессию будет легче подобрать.

Горюнов Е.Л.: Это правда, но есть вопрос к устойчивости результатов.

Полтерович В.М.: Можно начать с непрерывной нелинейной регрессии, а потом уже переходить к пороговой.

Горюнов Е.Л.: Да, да.
Я ровно это и делаю.
Во всяком случае, пытаюсь.

Полтерович В.М.: Что ж, значит, Вы движетесь в правильном направлении.
Успехов Вам!

Тосунян Г.А.: Спасибо.
Я вижу поднятую руку у Антона Бузина из «Морского банка».
Пожалуйста, Антон, Вам слово.

БУЗИН А.Ю. – ГОРЮНОВ Е.Л.

БУЗИН А.Ю.

заместитель председателя правления АО «Морской банк»

Бузин А.Ю.: Здравствуйте, коллеги!

Спасибо большое за интересный доклад.

Вы знаете, меня как практика интересует следующий вопрос.

У нас сейчас существенно меняется структура международных расчетов.

Заметно сокращается доля твердых валют, мы с вами это видим.

И растет доля китайского юаня, арабского дирхама.

Очевидно, часть денежной массы утилизируется в расчеты.

Это, безусловно, влияет на показатели инфляции, как мы видим.

Даже в применении именно к нашей национальной экономике.

То есть доля рубля в международных расчетах стала выше.

Денежная масса существенно увеличилась.

Инфляция же тем не менее остается достаточно ограниченной.

Среди многих факторов мы видим, что утилизация части денежной массы, а именно фактор участия валюты в международных расчетах, существенен.

Не рассматривали ли Вы в контексте монетизации и самой теории монетизации влияние именно этого фактора на другие показатели?

Спасибо большое.

Горюнов Е.Л.: Нет, не рассматривал.

Я сразу хочу сослаться на работу Бориса Хофманна и Павла Гертлера 2018 года⁶.

В работе показано, что в развитых странах тесной связи между инфляцией и приростом денежной массы нет.

Есть наивное правило «количественной теории денег», которое присутствует в простейших учебниках.

Согласно ему, если мы напечатали на 10% больше денег, то получили рост цен ровно на 10%.

В развитых странах это правило сегодня не работает.

Поэтому если мы говорим про развитые страны, то сводить факторы современной инфляции исключительно к динамике денежного предложения нельзя.

А те эффекты, о которых говорите Вы, я думаю, поймать еще сложнее.

Такие эффекты экономистам выявлять очень сложно.

Они уникальные, они разовые.

А нам, для того чтобы что-то увидеть, нужна какая-то выборка, повторяемость.

Поэтому здесь ничего не могу сказать.

Тосунян Г.А.: Михаил Ершов, Институт энергетики и финансов.

Пожалуйста, Михаил Владимирович, Вам слово.

⁶ Gertler P., Hofmann B. Monetary facts revisited //Journal of International Money and Finance. 2018. Vol. 86. P. 154–170.

д. э. н. ЕРШОВ М.В. – ГОРЮНОВ Е.Л.

ЕРШОВ М.В.

д. э. н., главный директор по финансовым исследованиям
Института энергетики и финансов

Ершов М.В.: Спасибо, очень интересная дискуссия.
У меня два вопроса.

Первый вопрос.

Прокомментируйте, пожалуйста, более подробно связь между монетизацией и бедностью.

У Вас вскользь прозвучало, в частности, что чем богаче страна, тем выше уровень монетизации.

И наоборот, чем выше монетизация, тем выше уровень доходов и богатства.

И второй, примыкающий к этому же аспекту вопрос.
Это тоже прозвучало у Вас вскользь.

Но этот тезис очень важен.

Связь между монетизацией и сложностью экономики.

Чем выше монетизация, тем больше у экономики возможностей диверсифицироваться и усложняться в хорошем смысле этого слова.

То есть более полно реализовывать имеющиеся у нее возможности.

Могли бы Вы раскрыть эту тему более подробно?
Спасибо.

Горюнов Е.Л.: Здравствуйте.

Да, конечно, я могу ответить.

По поводу первого вопроса, а именно связи бедности и монетизации.

Эмпирический факт состоит в том, что в странах с низким подушевым доходом монетизация также в среднем будет ниже

Как это можно объяснить?

На мой взгляд, здесь работает объяснение следующего характера.

Бедные страны потому и бедные, что у них невысокий уровень развития.

Их экономика имеет простую структуру.

И, в частности, их финансовые институты и рынки также недоразвиты.

Поскольку монетизация коррелирует с уровнем финансового развития, то получается, что недостаточный уровень экономического развития стран, с одной стороны, выражается в низкой монетизации, а с другой – в бедности.

Кроме того, в бедных странах в целом хуже с качеством проводимой макроэкономической политики.

Там чаще бывает гиперинфляция, которая уничтожает монетизацию, поскольку гиперинфляция делает деньги очень низкокачественными.

Высокая инфляция снижает качество денег, а это снижает спрос на них и, соответственно, сокращает монетизацию.

Следовательно, в бедных странах монетизация ниже, потому что там ниже качество денег.

В то же время я не стал бы делать из этого вывод, что повышение монетизации автоматически означает рост богатства.

Мне кажется, это даже неверная постановка вопроса, потому что она предполагает, что на монетизацию можно влиять, что она является экзогенным фактором.

Но факты говорят, что монетизация не является простой функцией от проводимой денежной политики.

И если за повышением монетизации следует рост богатства, то это далеко не значит, что это результат того, что власти направили усилия на повышение монетизации и это дало позитивный эффект.

Другие тоже пытались, но у других не получилось.

Второй вопрос, о сложности.

Эмпирически мы видим, что есть положительная зависимость между сложностью производимой продукции и монетизацией.

Какой за этим может стоять экономический механизм?

Полагаю, что тут вполне может работать следующее простое объяснение.

Экономика, способная производить сложную продукцию, не может быть примитивной и простой.

У нее будет сложная структура с большим количеством различных независимых производителей, которые будут выстраиваться в производственные цепочки и производственные сети.

Чем больше независимых производителей, тем больше транзакций осуществляется не внутри фирм, а между ними, что требует соответствующей финансовой инфраструктуры.

Как следствие, монетизация у такой сложной экономики будет выше.

Но эту теорию надо развивать.

Этого пока никто не делал, хотя подобные мысли неоднократно высказывались.

Мне кажется, это может быть одним из объяснений.

Но, повторю, на данный момент оно эмпирически не обосновано, хотя выглядит правдоподобно.

При этом, опять же, мы не можем утверждать, что повышение монетизации само по себе ведет к усложнению экономики.

Причинность тут идет, скорее, в обратном направлении.

На мой взгляд, на монетизацию правильнее смотреть не как на то, на что мы можем повлиять, а как на некий градусник, по которому мы что-то (очень небольшое, на самом деле) можем понять.

Другими словами, мы не можем повлиять на то, как растет монетизация.

Но если она растет, то это, наверное, хорошо.

Вот так.

Тосунян Г.А. Спасибо.

Кстати, у меня, может быть, дилетантский вопрос.

В Вашей системе координат мне не совсем понятно: монетизация – это объем или скорость?

В одной формуле она как объем относительно ВВП, а в другой формуле она как скорость.

Поэтому, если позже будет возможность, хотелось бы это прояснить.

Пожалуйста, Елисеева Ирина Ильинична из Финансового университета.

чл.-корр. ЕЛИСЕЕВА И.И. – ГОРЮНОВ Е.Л.

ЕЛИСЕЕВА И.И.

чл.-корр. РАН, д. э. н., научный руководитель кафедры статистики и эконометрики Санкт-Петербургского государственного экономического университета

Елисеева И.И.: Доброе утро, уважаемые участники!

Спасибо большое, Евгений Львович, за доклад.

Мне хотелось бы уточнить следующее.

Все Ваши построения исходят из какого-то одностороннего влияния: одно влияет на другое.

Но на самом деле в такой сложной системе, как финансы, наверное, можно и нужно говорить о взаимовлияниях.

И использовать в исследованиях такой инструмент, как графы связей, и соответствующую систему уравнений.

Именно об этом говорит руководитель заседания, академик Г.А. Тосунян.

Нужно использовать систему уравнений и, конечно же, концепцию коинтеграции.

А не трактовать в рамках причинности, потому что это очень скользкий путь.

Я вспоминаю работу Ярослава Лисоволика.

Вы, наверное, читали его диссертацию.

И там как раз основная, ключевая идея – это взаимосвязь между инфляцией и денежной массой, их взаимное влияние.

Можно измерять зависимость инфляции от денежной массы, а можно наоборот – ставить вопрос о влиянии инфляции на денежную массу.

Мне хотелось бы, чтобы Вы как-то обозначили свое отношение к этому.

Спасибо большое.

Горюнов Е.Л.: Давайте я обозначу, я готов.

Во-первых, по поводу сложности взаимосвязей.

Это правда, что рассматриваемые нами процессы очень сложны и там присутствуют разнонаправленные взаимные влияния разных макропеременных друг на друга.

Все так.

Но смотрите, в чем дело.

У нас, с сожалением должен это признать, так часто бывает в академии, что исследователи отмечают сложность связей и процессов, но тут же на этом и останавливаются.

От самой констатации сложности, мне кажется, толку немного.

Допустим, мы не только заявляем, что система сложна, но даже представляем некоторую гипотетическую схему взаимовлияния разных макропеременных.

Но дальше ведь это все нужно как-то тестировать, проверять на реальных данных, верифицировать.

Иначе это так и останется абстрактной теоретической схемой.

Да, мы умеем оценивать системы уравнений.

Но для этого, кстати, такую систему должен сначала кто-то сформулировать, записать.

Дальше нужно подбирать данные, методы, инструменты.

Это большая исследовательская работа.

Невозможно отрицать, что в реальности взаимосвязь между денежной политикой, экономическим ростом, инфляцией очень сложна.

Простые схемы заведомо неполны.

Но я ведь и не претендую на то, чтобы построить какую-либо сложную исчерпывающую теорию.

Мои амбиции куда скромнее.

Я пытаюсь выяснить, соответствуют ли реальности некоторые высказываемые разными экономистами положения относительно монетизации и ее связи с другими макропеременными.

Многие считают, что такие закономерности есть.

И оказывается, что какие-то закономерности есть, а каких-то нет.

И к тем, которые есть, тоже надо относиться аккуратно.

Про причинно-следственные связи сегодня я почти ничего не сказал, потому что мы не можем на основе проведенного анализа утверждать наличие причинно-следственных связей.

Это вообще одна из самых сложных вещей, которые мы можем устанавливать в экономике.

Доказательство причинно-следственных связей дается очень тяжело.

Поэтому я как раз не говорю про причинно-следственные связи.

Что касается взаимосвязи инфляции и денежной массы.

Здесь я могу лишь еще раз сослаться на работу Гертлера и Хофманна, а также на работу Питера Стеллы с соавторами⁷.

Это очень авторитетный и очень внимательный экономист, который много анализирует эмпирические данные.

И он показал, что скорость денежного обращения по разным субагрегатам сильно менялась во времени.

Так получалось, что в среднем она была более-менее стабильной.

Но оказалось, что если смотреть по субагрегатам, то она оказывается очень разной.

Я к тому, что мы видим раз за разом, как плохо работают простые объяснения.

Поэтому мой вывод следующий.

Если кто-то считает, что монетизация – это хороший, важный, интересный показатель и мы можем придумать про него хорошую теорию, то пожалуйста – путь свободен!

Пусть эта теория будет придумана, описана и опубликована!

Но я подобной теории, изложенной системно, однозначным непротиворечивым образом и адекватно протестированной на данных, пока не обнаружил.

Как правило, все тестирование ограничивается либо разбором кейсов, которые не очень убедительны, либо какими-то простыми корреляциями.

Меня обвиняют в том, что я не учитываю одно, другое, третье...

Что я не учитываю уровень развития и так далее.

Но на самом деле я как раз это все учитываю.

⁷ Stella P., Singh M., Bhargava A., Alwazir J. Some Alternative Monetary Facts // IMF Working Papers. 2021. № 2021(006).

Тосунян Г.А.: Вас никто не может обвинять в нашей аудитории.

Горюнов Е.Л.: Я как раз это учитываю.

И, как мне кажется, этот анализ лучше как раз не тем, что он стремится учитывать все факторы экономического роста.

В регрессии все нужно проверить.

Проверить, что у вас нет ложной корреляции.

Проверить, что коэффициенты не смещенные, условно говоря.

Елисеева И.И.: Евгений Львович, мне как раз очень симпатичен Ваш подход – связь теории с эмпирикой.

И эмпирическая проверка всех теоретических положений.

Это очень правильно, это здорово.

Спасибо Вам за это.

Тосунян Г.А.: Спасибо.

Я, кстати, Ирину Ильиничну представил лишь как представителя Санкт-Петербургского государственного экономического университета.

Но она и член Российской академии наук.

У нас много поднятых рук, поэтому давайте мы сделаем так.

Мы сейчас дадим слово Павлу Алексеевичу.

Далее – Яков Моисеевич и Петр Степанович.

Единственная просьба: если это вопрос, то краткий вопрос и краткий ответ.

Если это комментарий, то к комментариям мы перейдем после вопросов.

проф. МЕДВЕДЕВ П.А. – ГОРЮНОВ Е.Л.

МЕДВЕДЕВ П.А.

д. э. н., профессор, финансовый омбудсмен
Ассоциации российских банков

Медведев П.А.: Спасибо, Гарегин Ашотович.

Так как я получил предупреждение с опозданием, я не смогу последовать Вашему требованию.

Евгений Львович, спасибо большое.

Доклад чрезвычайно интересен.

Но, если честно, большее впечатление на меня произвел Ваш последовательный научный подход.

Постоянно следовать научным принципам всегда очень трудно.

А против ветра общественного мнения – в особенности.

Я желаю Вам твердости на всю Вашу оставшуюся научную жизнь.

Спасибо.

Тосунян Г.А.: Тогда переходим к комментариям.

Горюнов Е.Л.: А я могу ответить на Ваш вопрос?

Тосунян Г.А.: Конечно.

Горюнов Е.Л.: Я хотел бы обратить Ваше внимание на Рис. 1.

Смотрите, вопрос, может, и дилетантский, но тем не менее очень важный.

И не такой уж дилетантский, откровенно говоря.

Как обычно считают монетизацию?

Берется номинальное денежное предложение и делится на номинальный ВВП.

И мы получаем количество денег в расчете на одну единицу номинального ВВП.

Это у нас монетизация.

Она может быть, например, 20%.

Или 50% ВВП.

Если монетизация 50% ВВП, то это означает, что объем денежной массы в номинале в два раза меньше, чем номинальный ВВП.

Здесь на самом деле есть проблема, что при расчете монетизации мы берем отношение переменной типа «запас» (денежная масса) к переменной типа «поток» (номинальный ВВП).

Показатели, полученные таким образом, всегда очень спорные.

Тосунян Г.А.: Все-таки это объем в номинале, правильно?

Горюнов Е.Л.: Да, монетизация – это номинальный объем денежной массы, нормированный на номинальный ВВП.

Тосунян Г.А.: Теперь дайте нам вторую формулу.

Горюнов Е.Л.: Но оказывается, что если Вы обратите эту дробь, то есть если Вы номинальный ВВП поставите в числитель, а денежную массу поставите в знаменатель, то по той же самой формуле Фишера это будет как раз скорость денежного обращения.

И у Вас уже будет ВВП, деленный на количество денег.

Допустим, у Вас ВВП 100 трлн, а количество денег 50 трлн.

В каждой транзакции, входящей в ВВП, участвуют денежные единицы.

Следовательно, у Вас получится, что, условно говоря, каждая монетка денежной массы обращается в среднем дважды в течение года.

Она участвует в двух транзакциях.

Потому что произведено продукции на 100 трлн, а денег – 50 трлн.

Самое главное, что я хочу сказать.

Монетизация и скорость денежного обращения – это, по сути, один и тот же показатель.

Это как курс рубля к доллару и доллара к рублю.

Численно они разные, но по сути это одно и то же.

Тосунян Г.А.: Хорошо, я потом прокомментирую.
Пожалуйста, Яков Моисеевич.

МИРКИН Я.М.

д. э. н., профессор

Миркин Я.М.: Спасибо большое.

У меня комментарии.

Первый комментарий.

Никто никогда не утверждал, что монетизация является ключевым фактором.

Никто и никогда.

Мы даже сегодня это повторили, обращаясь к оппонентам, – никто и никогда.

Монетизация – это лишь один из факторов в числе прочих, влияющих на развитие, на экономический рост и так далее.

Второй комментарий.

В рамках того формального подхода, который Вы сегодня демонстрируете, все страны смешивались.

И на этой основе делался общий вывод.

Давайте я приведу такое образное сравнение.

Возьмите голодных и сытых.

И вы их кормите.

Накормили их бульоном или еще чем-то.

Мне кажется, что на сытых эта чашка бульона будет оказывать гораздо меньшее воздействие, чем на голодных.

Это подход, когда Центральный банк России изображает, что он является ФРС, или Банком Англии, или Банком Франции.

То есть предполагается, что те подходы, те статьи, которые Вы любите цитировать, точно так же применимы к практике развивающихся стран, которые нуждаются в модернизации и в быстром росте.

С точки зрения не временных рядов, а с точки зрения хотя бы даже здравого смысла и научного подхода это, наверное, неправильно.

Наверное, неправильно, когда все объекты объединяются в одно целое.

Третье.

Знаете, всегда, когда я говорил или писал о монетизации, я обозначал, что речь идет о насыщенности экономики деньгами.

И для меня есть хорошая, образная аналогия.

Скажем, напряжение воды в системе, в водопроводе.

Вот сегодня, когда вы придете к себе домой, включите воду тоненькой струйкой и оставьте вот так это напряжение.

И попробуйте дальше развиваться.

Попробуйте дальше что-то делать у себя дома.

Развиваться, жить и так далее...

И при этом можно писать статьи о том, что это не оказывает никакого влияния на экономический рост.

Или возьмите, например, напряжение в сети.

Уйдите с 220 на 70 вольт или на 50 вольт.

Четвертое.

Причинно-следственная связь.

Я всегда просил, обращаясь к своим коллегам: пожалуйста, не подменяйте анализ причинно-следственных связей анализом временных рядов.

Это, к сожалению, постоянная жесткая деформация, которая присутствует в той школе, которую, как мне кажется, Вы представляете.

И которая во многом связана в том числе с действиями Центрального банка.

Мы хорошо знаем массу статей, в которых борьба с инфляцией в России связывается прежде всего с ограничением денежной массы.

Хотя причины инфляции – преимущественно монетарные.

Речь идет о том, что при этом подминается экономический рост и технологическая модернизация.

И мы все это отлично знаем.

О какой причинно-следственной связи идет речь?

Вообще, речь идет о деньгах.

Деньги – это базовый материал.

Денежный материал, то, из чего мы строим финансы, кредит, денежную сферу и так далее.

Финансы – это то, с чем работают финансовые институты.

Есть понятие кредитной эмиссии.

Это прежде всего кредит.

Соответственно, монетизация, денежная политика с ее влиянием на монетизацию, на объем денежного материала, не могут не влиять на финансовое развитие.

Потому что институты, финансовые институты должны с чем-то работать.

У меня в свое время был докторант из Киргизии.

Я все удивлялся тому, что они полностью построили институты, биржу, построили комиссию по ценным бумагам, всю регулятивную инфраструктуру и так далее.

Но рынка не было.

Был очень низкий уровень монетизации, очень низкий уровень насыщенности деньгами, очень низкий уровень насыщенности ценными бумагами.

И понятно, что деньги, денежный материал, являются ключевым фактором в построении финансовых инструментов и институтов.

Нет денег – нет банков, нет кредитов.

То есть деньги являются исходным пунктом.

Но дальше начинается та связь, которую Вы, как мне кажется, признаете.

Это связь между монетизацией и финансовым развитием.

Об этом я только что сказал.

А еще дальше идет связь между финансовым развитием и экономическим ростом.

И невозможно отрицать, что самостоятельная политика финансового развития в то же время является одним из факторов экономического роста, в том числе и быстрого экономического роста.

И заканчивая, хочу сказать, и это особенно видно.

Нельзя делать этот анализ, не проводя подобной аналитики причинно-следственных связей на примере тех стран, которые совершали «экономическое чудо», сверх-быстрый рост.

То, в чем мы нуждались, то, в чем нуждалась Россия.

Но при этом разбирая их финансовую политику, естественно, вместе с политикой экономической, инвестиционной и так далее.

Вместе с институциональной политикой.

И конечно же, увязывая это с другими видами политики.

Вот те короткие комментарии, которые я хотел бы сделать.

Я еще раз хочу подчеркнуть.

Финансовой науке невозможно существовать, находясь на уровне анализа временных рядов как преимущественного метода анализа, не разбираясь в причинно-следственных связях.

Тосунян Г.А.: Спасибо.

Евгений Львович, Вы смотрите также и чат, потому что в чате были и комментарии, и вопросы.

Горюнов Е.Л.: Если у меня будет потом возможность, две минуты на завершающий комментарий, то хорошо.

Тосунян Г.А.: Да, конечно же, я предоставлю Вам заключительное слово, чтобы Вы ответили и на вопросы чата.

Пожалуйста, Михаил Владимирович.

ЕРШОВ М.В.

д. э. н.

Коллеги, на самом деле можно долго дискутировать о том, влияет или не влияет монетизация на экономический рост.

И конечно же, расчеты могут показывать что угодно.

Но поскольку я этой темой занимаюсь примерно с 90-х годов, то напомним нам всем.

В 90-е годы у нас в России, в новой России, был масштабный денежный шок.

Монетизация тогда упала с 80% до 8–10% ВВП.

И нам говорили тогда в дискуссиях: «Ну и что, зато возросла скорость обращения денег».

Да, в теории мы знаем, что если денежная масса, монетизация сократилась в 10 раз, то скорость может на эту же величину возрасти.

Но при этом в жизни было совсем не так.

Вслед за сжатием денежной массы начали широко отмечаться бартер, суррогаты, неплатежи, квазиденьги.

То есть денежная масса стала трансформировать себя, чтобы подстроиться под новые рамки.

А когда потом, через несколько лет, насыщенность экономики деньгами стала потихонечку улучшаться, соответственно, все эти бартеры, суррогаты, квазиденьги и так далее ушли.

При этом сторонники сжатия денежной массы говорили, что все эти квазиденьги и суррогаты были не следствием сжатия денежной массы.

А что это специальные «серые» схемы, то есть манипуляции бизнеса для ухода от налогов и так далее.

Но вот прямая связь тогда, в 90-е годы, была реально очевидна.

Я тогда все-таки был в бизнесе и с бизнесом активно общался.

Бизнес говорил:

«Ну, зачем же мы будем специально изобретать какие-то “серые” инструменты, когда нам нужны живые деньги, а их нет? Нам зарплату нечем платить, нам кредит нечем гасить».

Поэтому с тех пор эта тема – есть связь или нет – для меня отсутствует.

Поскольку уже тогда я сделал реальный практический вывод.

И аналитический, и практический – что она, очевидно, есть.

Теперь – в наши реалии...

Здесь очень большой комплекс проблем.

Это не только то, что с монетизацией много чего связано.

Связаны и доходы населения, и доходы бизнеса, и скорость обращения, и процентные ставки.

И, понятно, спрос на деньги.

Но при ставке 50% у вас будет один спрос, или его вообще не будет.

А при ставке 3% у вас спрос будет гораздо более высоким.

Это же прямая связь.

Так же и зависимость от жесткости регулирования.

В части ставок вы банально берете и меняете норму резервирования.

Если вы понижаете норму резервирования, у банков сразу же резко увеличивается мультипликатор.

У экономики уже другая монетизация.

У вас тот же самый эмитируемый рубль превращается в два рубля или в три рубля, в зависимости от нормы резервирования.

То есть тут очень много нюансов.

Дальше – какие инструменты, какие источники?

Переходим из технологической темы, которая сегодня превалирует в нашей дискуссии, в такую же или даже более системную, концептуальную геоэкономическую тему.

Я обозначал проблему еще в 90-е годы в журнале «Деньги и кредит», который издает наш ЦБ.

И надо отдать должное этому журналу, так как они не боялись тогда публиковать статьи, которые были не совсем в мейнстриме их же собственной политики.

Я писал, что многое зависит от того, из каких источников приходят деньги в экономику.

Кто оператор этих денег, на каких правилах и в каких рамках эти деньги приходят, с какими требованиями для нас.

Сейчас, смотрите, иностранные банки взяли и ушли.

И им, по большому счету, нет дела до потребностей нашей экономики, нашего населения и бизнеса.

Почему?

Потому что у них свои акционеры, свои регуляторы.

И конечно же, эти иностранные банки, которые ушли, общаются в первую очередь с ними и реагируют на них.

Это у нас уже давняя, с 2000-х годов, дискуссия.

Гарегин Ашотович активно в ней участвовал.

Дискуссия о роли иностранных банков, квотах, филиалах, отделениях и так далее.

Но ведь уже тогда было понятно, что приход иностранных банков в нашу финансовую систему будет сопровождаться большим объемом геоэкономических и финансовых сложностей.

Почему-то об этом говорили только единицы.

Я, в частности, писал в журнале «Деньги и кредит» в 2005 году:

«Иностранные банки решают в первую очередь проблемы, в которых заинтересованы их акционеры и которые могут существенно отличаться от системных общеэкономических задач, стоящих перед экономикой и перед национальной экономической политикой».

Остальные говорили:

«Нет, нет, они хорошие, они приносят ноу-хау, приносят деньги (которых у нас на тот момент не было), дешевые деньги, длинные деньги. А риски? Это не риски, эти риски вы придумываете...»

Пожалуйста, вот сейчас реальный мир показывает нам, что они захотели и хлопнули дверью.

И нам надо выстраивать подходы на собственных принципах.

Хотя мы говорили об этом еще 15–20 лет назад.

Тут еще можно, конечно, добавить кое-что интересное.

Уже переходя к тому, как мы собираемся двигаться дальше.

Мы и наша экономика.

Какие возможны инструменты и механизмы.

Смотрите, это мой любимый сюжет.

Наверное, неправильно то и дело на него ссылаться.

Но иногда, для информации, думаю, можно.

Сейчас у нас пытаются, решая проблемы финансирования экономического роста, по сути, так или иначе оперировать одной и той же суммой денег.

У этих взять, сюда передать, а у этих опять перенести.

То есть получается так называемая игра с нулевой суммой.

Оптимизация бюджета, консолидация чего-то.

Но простите, мы же говорим о формировании нового ВВП и о формировании роста ВВП.

И значит, новый ВВП должен базироваться на принципиально новых деньгах.

Не на старых, которые у кого-то есть, – их оттянуть и куда-то дать.

А на новой эмиссии.

Так, собственно, активно делают сейчас многие страны, особенно после пандемии, после кризиса.

Причем не только ведущие страны, но и многие другие.

Их Центральный банк, подчеркиваю, их эмиссионный центр, покупает их госбумагу – госбумагу их Минфина, тем самым финансируя их госрасходы и их экономический рост.

И я привожу много таких графиков.

Такой подход применяют многие страны – и развитые, и развивающиеся.

Такой подход у Японии, у США.

Тут и маленькие страны: Польша, Чехия, ЮАР и так далее.

Покупателем выступает национальный Центральный банк, дающий своей экономике длинные, устойчивые и дешевые деньги.

Это помогает таким экономикам хоть как-то справиться с теми трудностями, которые перед ними встают.

Год назад Банк России, открывая после пандемии рынок ОФЗ, сделал заявление, что да, они готовы рассмотреть такую схему.

Один-два раза они вышли на рынок и купили наши ОФЗ.

А потом ушли и больше на этом рынке в качестве оператора не участвуют.

А почему бы вновь не поучаствовать?

Подвожу итог, хотя тема очень емкая, и о ней очень много можно сказать.

Действительно, монетизация – это инструмент не только технический, операционный, но и системный.

Который, по сути, задает всю канву монетарной системы.

Ряд ведущих валют (в частности, доллары, йены и другие) эмитированы на 85–95% под покупку национальных госбумаг со стороны национального Центрального банка.

А бумаги могут финансировать целевые структурные задачи (космос, регионы, малый бизнес и другие).

В РФ на балансе Банка России цифра тоже плавает.

Но это максимум 1,5–2% – наши рубли, эмитированные под системные задачи.

А остальные 98% – это валютная экспортная выручка, внешние займы и другое.

Мы сами себя поставили в сложное положение, когда мы целиком зависели и зависим до сих пор от внешних сфер.

Поэтому требуется от этой системы отходить.

А отходить быстро нельзя, надо это делать плавно, медленно, системно.

Мы сами себя поставили в эту зависимость.

В результате мы уязвимы и от санкций, и от внешней конъюнктуры, и от внешних ограничений, и от всего остального.

Но чем больше мы будем формировать под собой национальную основу в нашей монетизации, тем мы будем прочнее и независимее.

И других путей сейчас уже нет.

Тем более что во многих странах уже долгие годы активно идут именно этим путем.

Поэтому цель очень сложная и емкая.

Спасибо, Гарегин Ашотович, что дали нам возможность провести такую дискуссию.

Спасибо.

Тосунян Г.А.: Спасибо.

Сейчас слово нашему другу и коллеге – Петру Степановичу Читипаховяну, руководителю банка.

Пожалуйста.

ЧИТИПАХОВЯН П.С.

к. э. н., президент «Трансстройбанка»

У меня очень короткий комментарий.

Я отдаю должное смелости нашего докладчика анализировать столь сложные процессы.

Абсолютно согласен с мнением академика Полтеровича, что необходимо применять нелинейные модели.

Кстати говоря, в этом случае может получиться иной результат.

Но я хотел бы сделать замечание по поводу приводившегося здесь примера с белорусами.

Да, в Белоруссии было активное денежное предложение.

При полном отсутствии права на предпринимательскую деятельность.

И в этом случае вы можете предложить сколько угодно денег.

Они просто никому не нужны, понимаете?

И это показатель того, насколько многофакторна в данном случае ситуация.

И того, насколько многофакторной должна быть модель, чтобы учитывать и такие ситуации.

То есть, проще говоря, пример с Белоруссией никак не может подтвердить или опровергнуть значимость показателя монетизации.

Спасибо.

Тосунян Г.А.: Коллеги, давайте будем завершать.

Тем более что у нас в рамках регламента как раз полтора часа на один вопрос.

Попросим Евгения Львовича подвести некоторые итоги.

Если какие-то вопросы из чата или из выступлений остались без ответа, то Вы их тоже, пожалуйста, учтите.

Пожалуйста, Евгений Львович, Вам заключительное слово.

ГОРЮНОВ Е.Л.

Да, спасибо большое.

Я тогда просто несколько заключительных ремарок сделаю.

Во-первых, идею нелинейной модели я поддерживаю.

Чтобы двигаться дальше, нужны более сложные методы.

По поводу других вопросов, которые были в том числе и в чате, и по поводу того, что говорил Яков Моисеевич.

Были затронуты глобальные, фундаментальные вопросы, имеющие отношение к методологии.

О том, как теория должна соотноситься с эмпирикой и как делать корректные межстрановые сравнения.

В чате пишут: «Вы не учитываете различные факторы, Вы не учитываете то и то».

Есть страны, у которых низкий темп экономического роста, и монетизация там – незначимый фактор.

Есть другие страны, где все иначе.

Это действительно так.

Но разве то, что все страны разные, означает, что не нужно стремиться к поиску универсальных закономерностей?

Я считаю, что все равно нужно!

На идее, что все страны разные, тоже ведь далеко не уедешь.

Потому что, если признать, что все страны разные, это означает, что выводы, сделанные на одних странах, неприменимы к другим.

Почему тогда для России полезен анализ стран быстрого роста?

Ведь если все страны разные, то чужой опыт в принципе нерелевантен.

Мне представляется, что по-настоящему научный подход предполагает следующее.

Мы понимаем и признаем, что все страны разные, и стремимся учесть в своем анализе эту разность, насколько это возможно.

И современные методы анализа данных позволяют нам это делать.

В итоге мы получаем достаточно полную картину существующих в реальности закономерностей.

А вот анализ кейсов такой полной картины дать не способен в принципе.

Мне кажется в целом сомнительным пытаться обнаруживать причинно-следственные связи при помощи качественного анализа.

Качественный анализ – благодатная почва для заблуждений.

Если мы просто будем анализировать на качественном уровне какие-то процессы, то легко получить обманчивое впечатление, что мы понимаем, как работают экономические механизмы, как мир устроен.

Нам будет казаться, что присутствует определенная причинно-следственная связь, потому что она нам будет казаться логичной.

И мы себя очень быстро убедим, что такая связь действительно есть.

Но есть ли она на самом деле?

В рамках только качественного анализа из этой ловушки никак не вырваться и на этот вопрос никак не ответить.

И чтобы не попадать в такие ловушки, нужно опираться именно на суровую фактическую действительность, на сухие данные.

Смотреть на динамику, изучать эти самые временные ряды.

Но не ограничиваться, конечно, ими.

Это не догма.

Но это должно быть обязательно!

А в работах, посвященных монетизации, я этого, к сожалению, практически не вижу.

Никто на строгий анализ эмпирических данных не опирается.

Все ограничивается качественным анализом, метафорами, образами.

С методологической точки зрения мне этот подход кажется неверным.

Есть еще некая дискуссия с Михаилом Владимировичем Ершовым.

Она состоялась месяца два назад в рамках диспута Ассоциации независимых центров экономического анализа (АНЦЭА).

Запись доступна⁸.

Возможно, кому-то будет интересно.

На этом я хотел бы завершить.

Всем большое спасибо.

⁸ [Диспут «О чем говорит показатель монетизации экономики»](#)

Тосунян Г.А.: Евгений Львович, хотите что-то еще сказать?

Горюнов Е.Л.: Я очень коротко.

Даже, наверное, вне связи непосредственно с темой моего сообщения.

Прежде всего хотел бы сказать большое спасибо за приглашение.

Я расцениваю это как честь, и мне особенно приятен интерес к моей работе.

Тем более я лично считаю ее для себя важной.

Мне кажется, что работа получилась дискуссионная, интересная.

И дискуссия хорошая в итоге получилась.

Мне было интересно обменяться мнениями именно в живом диалоге, а не через публикации.

Некоторые идеи и темы невозможно продуктивно обсуждать заочно.

Только лицом к лицу.

Мне кажется, что вообще есть проблемы с недостатком дискуссий в нашей академической среде, да и не только.

В целом мне лично этого очень не хватает в нашей академической среде.

Так получается, что она очень сегментирована.

Люди пишут статьи в большом количестве, но они не читают то, что пишут другие, не пытаются разобраться, не цитируют.

То есть дискуссии как таковой нет.

Нет практики семинаров, когда можно выйти поговорить лицом к лицу с оппонентами, с теми, у кого несколько иной взгляд.

Этого очень не хватает.

И то, что сегодня такая дискуссия произошла, меня очень радует.

Я про эту площадку не знал, но мне она кажется чрезвычайно удачной.

Поэтому спасибо.

Тосунян Г.А.
акад. РАН

Тосунян Г.А.: Прежде чем дать слово сопредседателю нашего совета, академику Гусейнову Абдусаламу Абдулкеримовичу, хотел бы сказать, что уже вышла книга «Доклады кандидатов в члены РАН».

Там 45 интересных докладов.

Абдусалам Абдулкеримович, Вам слово.

Гусейнов А.А.: Гарегин Ашотович, мне нечего сказать, кроме того, чтобы поблагодарить докладчиков и тех, кто организовал это интересное обсуждение.

Тосунян Г.А.: Хорошо, спасибо.
Сегодняшняя тема более чем актуальна.

Евгений Львович обратил внимание, что очень важен сам режим полемики, режим обсуждения, режим дискуссии.

Нам этого очень не хватает в нашем и научном, и профессиональном сообществе.

Важно не только иметь позицию, но уметь слушать и другую позицию.

Уметь оппонировать.

В самом начале у нас между Миркиным и Горюновым возникла непростая, содержательная полемика.

Я умышленно не хотел ее прерывать.

И конечно, в таких диалогах особая ценность.

На нашей площадке мы именно поэтому и не ограничиваем жестко ни саму дискуссию, ни полемику.

И не переживаем с соблюдением регламента.

Иногда зашкаливаем за четыре, а то и за пять часов, что не есть правильно.

Но в этом тоже наше преимущество.

Поэтому Якову Моисеевичу и Евгению Львовичу за эту начальную дискуссию большое спасибо.

Эмоции тоже очень важны.

Эмоции и аргументы в сочетании дают возможность понять, насколько проблема сложная, глубокая.

Спасибо всем участникам.

**ВЛИЯНИЕ МОНЕТАРНОЙ
И ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ
ПОЛИТИКИ
НА ЭКОНОМИЧЕСКИЙ РОСТ**

ЗАСЕДАНИЕ 11 МАЯ 2024 ГОДА

ВСТУПИТЕЛЬНОЕ СЛОВО

ТОСУНЯН Г.А.
акад. РАН

Приветствую участников совместного заседания Научно-консультативного совета Отделения общественных наук РАН по правовым, психологическим и социально-экономическим проблемам общества и Института Доверия, Достоинства и Права, которое проходит на площадке Ассоциации российских банков.

Приветствую всех участников «Рабочего завтрака».

Тема сегодняшнего заседания – «Влияние монетарной и денежно-кредитной политики на экономический рост».

Она получила еще большую актуальность сегодня, в условиях санкционного давления.

Хотя и в обычное время ее актуальность велика.
Мы много раз к этой теме возвращались.

Но в настоящее время, в связи с текущим состоянием дел, перед Россией особенно остро стоит задача экономического роста и структурной перестройки экономики.

Возникает вопрос: какой должна быть денежно-кредитная политика, чтобы эффективно стимулировать рост экономики?

Это довольно часто повторяемый вопрос, но в тот или иной период он приобретает особую остроту.

Ни для кого из нас не секрет, что есть разные подходы к этому вопросу.

От концепции невидимой руки, в которой экономические отношения регулирует рынок.

До другой крайности – монетаристского подхода, когда государство должно напрямую воздействовать на денежные предложения и влиять на совокупный спрос во всех его проекциях.

Напомню, что в мае 2023 года мы проводили заседание на тему «О чем говорит показатель монетизации экономики».

С докладом тогда выступал коллега Горюнов из Института экономической политики имени Гайдара.

Он подверг критике тезис, что быстрее растет экономика стран, уровень монетизации которых изначально выше.

Есть и другая интерпретация, что низкая, недостаточная монетизация является тормозом экономического роста.

Эти полярные подходы мы позволяем себе обсуждать, уважая каждую из точек зрения. Но ориентироваться мы должны больше на весомость аргументов, а не только на какую-то одну из концепций.

Одна из задач сегодняшнего заседания – в очередной раз попытаться понять, как влияет денежно-кредитная и монетарная политика на экономический рост. В частности, на примере нашей страны и на примере сегодняшней ситуации. С учетом того, что делается нашими регуляторами рынка и что можно сделать, чтобы повысить эффективность денежно-кредитной политики.

Сегодня главный регулятор, ответственный за денежно-кредитную политику, – это Центральный банк. Для него это верхнеуровневая задача.

Но вообще, реализация денежно-кредитной политики не является самоцелью, а должна служить более значимой цели – достижению роста экономики и повышению благосостояния граждан.

Эффективность проводимой политики нужно рассматривать именно с этой точки зрения

Фактически сегодня Банк России строит свою денежно-кредитную политику, концентрируясь на таргетировании инфляции. Это у него жирной линией проходит по всем его документам, декларациям и всей его политике.

Напомню, что инструментами денежно-кредитной политики, согласно статье 35 Закона «О Центральном банке РФ», являются операции на открытом рынке, в частности, деятельность ЦБ по покупке и продаже ценных бумаг. Кроме того, это процентные ставки по операциям Центрального банка.

Это также рефинансирование кредитных организаций. Это валютные интервенции.

С 2014 года Центральный банк перешел на плавающий курс, и формально валютных интервенций больше нет. Но тем не менее этот инструмент тоже используется.

Плюс установление ориентиров роста денежной массы и ряд других инструментов.

Фактически сегодня основным инструментом Центрального банка является ключевая ставка, если говорить объективно.

Логика Центрального банка довольно проста.

ЦБ повышает ставку, кредиты дорожают, бизнес и население берут их меньше, переходят к сберегательной модели поведения.

И за счет этого инфляция должна снижаться.

И наоборот, чем ниже ключевая ставка, тем дешевле кредиты. И тем больше физические лица и компании ими пользуются. А это увеличивает денежную массу, приводит к росту деловой активности и росту потребления.

Но появляются риски.

При увеличении спроса растут цены, повышается инфляция, экономика склонна к перегреву.

И как результат, возможен переход к спаду и безработице.

Это очень упрощенно, очень примитивно.

Но это схематичное понимание тех аргументов, которые нам предлагаются и которые надо рассматривать в таком разрезе.

Хотя на самом деле понятно, что количество факторов, влияющих на все эти процессы, гораздо большее.

И нельзя говорить, что, когда деловая активность растет и растет потребление, это обязательно приводит к инфляции.

Это оказывает на инфляцию какое-то влияние.

Но очевидно, что в первую очередь происходит рост экономики.

Мы сегодня обсудим разные аргументы.

За последнее десятилетие Центральный банк, устанавливая ключевую ставку, довольно часто ее меняет.

В диапазоне от 5,5% до 20%.

Вы помните март 2022 года.

Текущий уровень – 16%.

Это превышает среднее значение и выходит за пределы типичного интервала для нашей экономики.

Повышение ключевой ставки, особенно резкое, – это всегда удар по экономике.

Я думаю, этого никто не будет отрицать.

Это удар по экономике, поскольку это подавляет экономический рост.

Вводит экономику в состояние стресса.

По новейшим расчетам регулятора, стабилизация инфляции вблизи цели 4% займет довольно продолжительный период.

Придется довольно долго поддерживать жесткую денежно-кредитную политику.

Она почему-то очень нравится нашему Центральному банку.

В своем базовом сценарии Банк России повысил прогноз средней ключевой ставки.

На 2024 год он определил этот прогноз до 15–16%.

Сегодня 16% и есть.

В 2025 году – до 10–12%.

Влияние денежно-кредитной политики на экономический рост определяется такими показателями, как инфляция, курс национальной валюты, доступность кредитных ресурсов, ставки кредитования.

Инфляция необходима для роста экономики.

В этом плане она, конечно, надо признать, лучше, чем дефляция.

Хотя это, возможно, тоже спорный вопрос.

Мне тем не менее кажется, что лучше.

Но инфляция должна находиться на оптимальном уровне, поддерживающем рост экономики.

В понимании Банка России это уровень 4%.

На начало мая годовая инфляция в России, по официальным данным, составила 7,75%.

По расчетам довольно известной исследовательской компании «Ромир», инфляция составляет 19,3%.

Можно, конечно, больше доверять официальным данным.

Кстати, такой разброс оценок инфляции – это хороший повод провести отдельное заседание по теме инфляции.

Чтобы понять, как рассчитывается официальная инфляция.

Понять, почему мы сомневаемся в официальных значениях инфляции.

Понять, прозрачен ли и верифицируем ли расчет инфляции Росстатом.

И в принципе отделить потребительскую инфляцию от общей инфляции.

Потому что понятно, что подавляющее большинство населения и участников рынка интересуется потребительская инфляция.

Хотя, возможно, она сильно меняется в зависимости от того, как рассчитывать инфляцию в целом, концентрируясь не только на потребительском рынке.

Еще одна тема – влияние устойчивости национальной валюты на экономику инвестиций. Это очень важная тема, требующая серьезного изучения.

Многие наши экономические и финансовые проблемы напрямую связаны с неустойчивостью национальной валюты.

Рубль периодически входит в рейтинг самых волатильных валют мира.

За последние 10 лет диапазон колебания находился в коридоре от 32 до 112, доходило даже до 120 и выше рублей за доллар.

Ситуация с курсом национальной валюты и сегодня остается тревожной.

В общем, та стабилизация, если ее можно назвать стабилизацией, которую мы наблюдаем последние 2–3 месяца, вряд ли должна успокаивать.

Одна из целей денежно-кредитной политики – это обеспечение устойчивости рубля.

И защита, и обеспечение устойчивости рубля – это основная функция Центрального банка.

Она напрямую зафиксирована в Конституции Российской Федерации, в 75-й статье.

Опять же, напомню, что в Федеральном законе «О Центральном банке» основной целью денежно-кредитной политики Банка России названа защита и обеспечение устойчивости рубля посредством поддержания ценовой стабильности.

В том числе с целью формирования условий для сбалансированного и устойчивого экономического роста.

То есть устойчивость рубля – это важнейший инструмент обеспечения экономического роста.

Во многих странах основные цели центральных банков фиксируются также в Конституции и соответствующих законах.

Например, в Великобритании это обеспечение денежной и финансовой стабильности во благо британцев.

В Евроне это обеспечение ценовой стабильности, а также содействие правительству в проведении экономической политики.

В США – максимизация занятости населения, поддержание стабильных и умеренных процентных ставок и стабильности цен.

Может, следует расширить цели Банка России, как и в других экономиках, в сторону обеспечения устойчивости рубля?

Какие цели могут быть при формировании и реализации денежно-кредитной политики, помимо обеспечения ценовой стабильности?

Если мы хотим повысить роль денежно-кредитной политики в рамках экономической политики, то кроме инфляции Центральный банк должен отвечать, например, еще и за доступность кредитов.

На мой взгляд, нельзя в угоду снижению инфляции бесконечно повышать ключевую ставку, при этом делая фактически недоступным для бизнеса и населения привлечение заемного финансирования.

Я частично перескакиваю от денежно-кредитной политики и ее инструментов к одному из важнейших показателей, коим является стабильность национальной валюты.

И возвращаюсь снова к доступности кредитных ресурсов.

Надеюсь, что наши коллеги-докладчики сегодня затронут весь этот широкий спектр вопросов.

Хотя, конечно, исчерпать его одним заседанием нам не удастся.

Наверное, стабильности рубля мы посвятим отдельное заседание.

Так или иначе, давайте перейдем к повестке дня. Сегодня она формируется из трех докладов.

Первый доклад – «О возможности таргетирования экономического роста».

Докладчик – академик Маевский Владимир Иванович, главный научный сотрудник Центра институциональной эволюционной экономики и прикладных проблем воспроизводства Института экономики РАН.

Второй доклад – «Влияние режима монетарной политики на экономический рост».

С докладом выступит Картаев Филипп Сергеевич, доктор экономических наук, заведующий кафедрой макро- и микроэкономического анализа экономического факультета МГУ им. М.В. Ломоносова.

Третий доклад – «Требования денежно-кредитной политики для обеспечения устойчивого долгосрочного экономического роста».

Докладчик – наш коллега Солнцев Олег Геннадьевич, заведующий лабораторией анализа проблем денежно-кредитной политики и банковских систем Института народно-хозяйственного прогнозирования РАН.

Владимир Иванович, Вам слово.

ДОКЛАД 1

МАЕВСКИЙ В.И.

акад. РАН, главный научный сотрудник
Института экономики РАН

О ТАРГЕТИРОВАНИИ ЭКОНОМИЧЕСКОГО РОСТА

Спасибо большое.

В своем сообщении я буду говорить о возможностях таргетирования экономического роста.

Какова основная идея доклада?

Как правило, принято таргетировать финансовые показатели.

Либо инфляцию, либо денежную массу, либо валютный курс, но не показатели экономического роста.

Эти показатели на практике в систему таргетов не входят.

В теории ситуация иная.

Еще в 70-е годы XX века авторитетные экономисты, лауреаты Нобелевской премии Джеймс Гобин, Джеймс Мид, предлагали таргетировать темп роста номинального ВВП.

Эту идею поддержали еще два лауреата Нобелевской премии – Франко Модильяни и Уильям Нордхаус.

В период, когда Милтону Фридману удалось убедить банковское сообщество в необходимости таргетирования денежной массы, они утверждали, что таким способом мы, по сути дела, таргетируем инструмент денежно-кредитной политики, а не цель, которой должна подчиняться денежно-кредитная политика.

А цель хорошо известна – это обеспечение занятости, обеспечение экономического роста при некотором допустимом уровне фоновой инфляции.

В XXI веке идея таргетирования темпа роста номинального ВВП была дополнена предложением таргетировать сам уровень номинального ВВП.

Реакция банковского сообщества на подобного рода предложения была негативной.

Как сказал один из президентов Сент-Луисского банка, «мы не можем таргетировать показатель, предлагаемый Тобином, по той причине, что мы не знаем, как контролировать номинальный ВВП и как нести ответственность за его колебания, то есть как работать с этим показателем».

Аргумент достаточно серьезный.

Я же вижу еще один недостаток предложенных показателей.

Они представляют собой либо произведение инфляции на темп реального ВВП, либо произведение дефлятора ВВП на уровень реального ВВП.

Тогда как операция умножения скрывает от регулятора информацию о том, что мы на самом деле таргетируем.

Например, как можно таргетировать показатель темпа номинального ВВП, в случае если он на 80–90% растет за счет инфляции и всего лишь на 10–20% – за счет роста реального ВВП?

Здесь нужны другие цели, позволяющие снизить долю инфляции в росте номинального ВВП и, соответственно, повысить долю темпа реального ВВП.

На наш взгляд, это существенный момент.

Конечно, надо учитывать, что предложения о таргетировании темпа роста номинального ВВП исходили от американских и английских экономистов.

То есть представителей тех стран, где такие эксцессы не наблюдались.

Где на самом деле темп роста номинального ВВП разваливался на две почти равные части.

50% – инфляция, 50% – темп реального ВВП.

Но страны все-таки разные.

Есть, например, такая страна Россия, где рост номинального ВВП в 10–20-е годы шел в основном за счет инфляции.

В этой связи я предложил рассмотреть другой тип синтетического показателя таргетирования денежно-кредитной политики.

Который определяется не произведением, а отношением среднегодовой инфляции и среднегодового темпа роста реального ВВП.

Это показатель s , который вычисляется по формуле: $s = \pi/g$, где π – среднегодовая за определенный период инфляция, g – среднегодовой темп роста реального ВВП.

Возникает вопрос: имеет ли право показатель s претендовать на роль показателя, который таргетирует денежно-кредитную политику?

Оказывается, с точки зрения современного мейнстрима, прежде всего неокейнсианского и монетарного толка, показатель s не может таргетировать денежно-кредитную политику.

Поскольку считается, что в долгосрочном периоде приращение денег не влияет на темп роста реального ВВП, а лишь увеличивает инфляцию.

Неокейнсианцы убеждены в том, что темп роста реального ВВП вызван технологическими шоками и другими немонетарными факторами, тогда как деньги лишь обслуживают действие немонетарных факторов.

Я не согласен с таким подходом.

Я исхожу из того, что единый денежный поток состоит из двух связанных частей.

Одна из них обслуживает инвестиции в основной капитал и является денежным капиталом, другая обслуживает производство и потребление непроеизводственных благ.

В той мере, в какой деньги превращаются в денежный капитал, они, как писал Маркс, выступают «в качестве *primus motor* для каждого вновь возникающего предприятия».

Действительно, если учесть, что в обществе всегда имеется запас технологических и организационных инноваций, то денежный капитал является тем катализатором, который активизирует часть запаса инноваций в процессе создания нового основного капитала.

И тем самым влияет и на экономический рост, и на показатель s .

Итак, предлагаемый мною подход учитывает, что часть денежного потока ежедневно, ежемесячно, ежегодно превращается в денежный капитал.

А последний в форме инвестиций в основной капитал обязательно вызывает рост реального ВВП и потому не может быть нейтральным.

Теоретики макроэкономического мейнстрима игнорируют эту особенность денег.

Они обращают внимание на то, что существует еще одна часть денежного потока, которая обслуживает производство и потребление непродовольственных благ и влияет на рост совокупного спроса.

Естественно, что эта часть потока генерирует инфляцию.

Но поскольку, как я уже сказал, у этого потока есть другая часть, генерирующая рост реального ВВП, то получается, что показатель s как отношение инфляции к темпу роста реального ВВП – это отношение двух частей единого денежного потока.

То есть это макроэкономический показатель, характеризующий степень не-нейтральности денег.

И он в этом смысле может претендовать на то, чтобы быть одним из таргетов денежно-кредитной политики (ДКП).

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.

Второй тип (s_2) – когда, наоборот, инфляция доминирует над темпом роста ВВП.

В первом случае мы имеем дело с сильной не-нейтральностью денег.

Во втором случае – со слабой не-нейтральностью денег.

На первый взгляд, сильная не-нейтральность денег лучше, чем слабая.

Вроде бы хорошо, когда темп реального ВВП доминирует над инфляцией.

Но оказывается, что у этого типа показателей s есть свои проблемы.

Они носят социальный характер.

Действительно, когда темп в течение длительного времени стабильно доминирует над инфляцией, то оказывается, что рост интенсивности труда доминирует над ростом реальных доходов, ростом оплаты труда.

Этот процесс вполне допустим в том случае, когда слаборазвитая страна с низким уровнем жизни начинает вдруг активно развиваться.

Но в экономике, которая уже развита и достигла высокого уровня благосостояния своих индивидуумов, сильная не-нейтральность денег дает основание для роста социальной напряженности.

Так обстоят дела, если рассматривать первый тип не-нейтральности денег.

Второй тип, когда инфляция доминирует над экономическим ростом, имеет другие отрицательные последствия.

Он обесценивает и реальные доходы, и капиталы, повышает ключевую ставку и так далее.

В общем, ведет к ряду социальных и экономических эксцессов.

Получается так, что макроэкономисты и руководители экономических блоков правительства, видимо, понимая, что есть опасности и с одной, и с другой стороны, стремятся к компромиссу.

А именно к случаю, промежуточному между сильной и слабой не-нейтральностью денег, когда темп роста реального ВВП равен темпу роста инфляции.

Оказывается, что тяготение к единице отношения инфляции к ВВП – это достаточно распространенное явление.

Я провел расчеты по 49 странам, используя данные за 2015–2022 годы, и выделил две области (см. Рис. 8).

Ранжирование 49 стран по среднегодовому показателю s

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

Рис. 8

Зеленым цветом в таблице выделены допустимые, на мой взгляд, значения показателя s .

Обратите внимание, что в левой колонке ряд стран, начиная с Вьетнама до Новой Зеландии, имеет значение s меньше 1.

То есть здесь темп ВВП преобладает над инфляцией.

В Сингапуре, по сути, идеальное состояние: там имеет место такой компромисс, когда инфляция и темп роста реального ВВП равны друг другу.

Достаточно хорошие показатели у США: показатель s этой страны равен 1,0049.

То есть инфляция там хотя и преобладает над темпом реального ВВП, но это преобладание незначительно.

Желтым цветом выделены страны, у которых показатели s находятся очень далеко от компромиссного значения $s = 1$.

Здесь на седьмом месте находится Россия – 1,0712.

Собственно говоря, мы являемся одним из аутсайдеров мирового развития с точки зрения показателя s .

А теперь перейдем к главному вопросу.

Вопросу о таргетировании показателя s в рамках денежно-кредитной политики.

На мой взгляд, в иерархии целей ДКП любой страны показатели s должны представлять собой цели высшего уровня.

То есть это цели, стоящие над основной и операционной целями Центрального банка и защищающие интересы нефинансового сектора экономики страны.

Суть таргетирования сводится к защите интересов данного сектора.

И эта функция будет различна в зависимости от того, входит ли показатель s конкретной страны в зеленую зону допустимых значений или не входит.

Если входит, то защитная функция должна сводиться лишь к контролю за тем, чтобы показатель не выходил из зоны допустимых значений.

Я считаю, что никаких изменений в практике таргетирования денежно-кредитной политики этих стран делать не надо.

Этого вполне достаточно.

Если они таргетируют инфляцию – ради Бога.

Если они таргетируют валютный курс – ради Бога.

Главное, что они идут в нормальном режиме, очень близком к идеальному компромиссу.

Но если показатель s не входит в зону допустимых значений, то, по-видимому, имеют место серьезные институциональные проблемы в финансовом секторе экономики, и их надо устранить.

Причины этого могут быть самыми разными.

Это могут быть и проблемы коррупции, и последствия санкций, природных катаклизмов, войн.

Но это могут быть и ошибки в конструировании всей системы нашего финансового блока.

В этом случае стоит вопрос об активном вмешательстве как в практику таргетирования ДКП, так и в основные институты макроэкономической политики, которая допускает такие провалы.

Вместе со своим коллегой А.А. Рубинштейном я проанализировал на модели переключающегося режима воспроизводства, какова основная причина того, что в России такой высокий уровень показателя s .

И можно ли устранить эту причину, например, управлением скоростью эмиссии, допустим, через вариацию ключевой ставки, с учетом правила Тейлора.

Оказалось, что нельзя.

Если повышать или понижать темп эмиссии, то среднегодовой показатель s почти не меняется.

Другое дело, если управлять интенсивностью потока денежных средств, направляемых на инвестиции в основной капитал, или контролировать курс рубля.

Такое управление способно уменьшить российский показатель s .

Однако трудность в том, что его практическая реализация требует достаточно серьезных изменений в правилах игры нашего финансового блока.

В частности, можно было бы улучшить ситуацию с российским показателем s , то есть повысить темпы ВВП и снизить инфляцию, если бы при создании первичных денег Банк России опирался не на внешние, а на внутренние источники.

Так, М.В. Ершов считает необходимым усилить роль Центрального банка в скупке облигаций федерального займа, поскольку у нас доля госбумаг, обеспечивающая эмиссию первичных рублей, до сих пор ничтожно мала.

В России она меньше 5%, тогда как в США – 95%, в Японии – 85%.

В других странах она, конечно, меньше, но почти везде приблизительно 40–50%.

Если пойти на увеличение доли госбумаг в обеспечении первичной эмиссии, то возможно уменьшение показателя s за счет сокращения потребности в чрезмерно больших чистых международных резервах.

Возможно также хотя бы остановить рост девальвации.

Это было бы равноценно торможению инфляции, укреплению рубля и улучшению позиций импортеров, среди которых есть потребители инвестиционных товаров.

Для нас основной критерий сейчас – дать возможность нашим обрабатывающим отраслям более свободно покупать на китайском или другом азиатском рынке ту технику и те комплектующие, которые нужны для обеспечения нового строительства, для расширения производства, для роста темпа реального ВВП.

А значит, и улучшения показателя s .

Есть другие предложения.

Например, вполне разумно предложение профессора О.Г. Дмитриевой отказаться от политики профицитных бюджетов, отменить бюджетное правило.

Академик С.Ю. Глазьев считает полезным внимательнее отнестись к китайской модели таргетирования ДКП.

Здесь, как я думаю, нужна хорошая дискуссия по поводу выбора правил игры нашего финансового сектора.

А пока стоит обратить внимание на то, что проблеме темпов роста реального ВВП и показателя s сглаживает сейчас специальная военная операция, которая активизировала политику бюджетных импульсов.

Но это же не вечное дело.

В конце концов, я надеюсь, мы победим.

И что дальше?

Мы опять сорвемся на низкие темпы?

Очень многое зависит от нас, макроэкономистов.

Если мы будем говорить, что все в порядке и что политика монетарного стимулирования ничего не даст, как, например, утверждают уважаемый коллега Е.Л. Горюнов вместе с А.Л. Кудриным, П.В. Труниным, а также практически вся команда экспертов Банка России, то тогда мы будем стоять на месте.

Более того, если вслед за Г.О. Грефом мы будем говорить о перегреве экономики и необходимости отказа от бюджетных импульсов, то российская экономика не только остановится, но и не сможет поддержать специальную военную операцию.

Надо сказать, что макроэкономические основания, на которые опираются Е.Л. Горюнов, Г.О. Греф и другие, в настоящее время опровергаются новыми теоретическими разработками.

Так, на сегодняшний день можно предъявить модели экономической динамики, в которых монетарное стимулирование экономического роста предстает как допустимый процесс.

Одной из таких моделей является модель переключающегося режима воспроизводства, построенная в Институте экономики РАН В.И. Маевским, С.Ю. Малковым, А.А. Рубинштейном.

Другую модель предлагают академик В.Л. Макаров и А.Р. Бахтизин в Центральном экономико-математическом институте РАН.

В обеих моделях деньги не-нейтральны в долгосрочной перспективе, а монетарное стимулирование экономического роста рассматривается как эффективная экономическая политика.

Прочитую А.Р. Бахтизина: «Определенный цинизм есть 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».

Я с ним полностью согласен.

Хочу обратить внимание тех, кто заинтересуется, что развернутый текст моего выступления опубликован в виде статьи под названием «О возможности таргетирования экономического роста: теоретический аспект»⁹.

Благодарю за внимание.

Тосунян Г.А.: Спасибо, Владимир Иванович.
Первым поднял руку Игорь Логинов, вторым – Михаил Ершов.
Пожалуйста, Игорь.

⁹ Маевский В.И. О возможности таргетирования экономического роста: теоретический аспект // Alter Economics. 2024. № 21(2). С. 159–178.

ЛОГИНОВ И.Э. – акад. МАЕВСКИЙ В.И.

ЛОГИНОВ И.Э.

заместитель директора департамента по взаимодействию с органами государственной власти и профессиональными общественными объединениями Ассоциации российских банков

Логинов И.Э.: Спасибо большое.

Владимир Иванович, можно уточнить для лучшего понимания?

Вы говорили о соотношении уровня инфляции и роста ВВП.

Правильно ли я понимаю?

Есть некое состояние экономики, и ему соответствуют уровень монетизации и уровень ВВП.

Далее мы предполагаем, что ВВП растет, условно, на 5% в год.

И для того, чтобы денежная масса и оборот денег не тормозили развитие, но вместе с тем и не наносили урон гражданам, необходимо, чтобы уровень монетизации примерно соответствовал уровню роста ВВП.

Если рост монетизации будет опережать рост ВВП, то это приведет к повышенной инфляции и, соответственно, к падению уровня жизни.

Если же рост монетизации на протяжении длительного отрезка времени будет отставать от роста ВВП, то может произойти торможение, так как денег станет не хватать для обеспечения товарооборота, и это станет препятствием для дальнейшего роста ВВП.

Правильно ли я Вас понял?

Или это чересчур утрировано?

Маевский В.И.: Я вообще сторонник того, что существуют какие-то тенденции мирового экономического развития.

Нормы, которые показывают ориентиры такого нормального развития.

Могу добавить, что с золотовалютным резервом мы тоже переусердствуем.

У нас – 16-месячный резерв.

У американцев – полуторамесячный резерв.

У китайцев – порядка 10–11 месяцев.

Или, например, по отношению госдолга к ВВП мы чемпионы.

У нас отношение госдолга к ВВП минимальное в Европейской двадцатке.

Между тем существуют, действительно, какие-то промежуточные, компромиссные значения, в которых лучше всего находиться.

И тогда система будет в институциональном плане более пропорциональной.

Одним словом, я с Вами согласен.

Тосунян Г.А.: Спасибо.

Пожалуйста, Михаил Ершов.

д. э. н. ЕРШОВ М.В. – акад. МАЕВСКИЙ В.И.

Ершов М.В.: Коллеги, здравствуйте!

Владимир Иванович, спасибо огромное за интересный доклад.

Гарегин Ашотович, спасибо за такой круглый стол.

Владимир Иванович, в своем выступлении Вы несколько раз упомянули о взаимодействии корреляции или отсутствии корреляции между монетизацией, то есть ростом эмиссии, с одной стороны, и инфляцией – с другой.

Хотелось бы узнать Ваше отношение к выводам, которые я, в частности, скорее склонен разделять, и сам неоднократно о них тоже писал.

Если мы просто посмотрим на ряд ежегодного прироста М2 и ежегодного прироста цен за 20 с лишним лет, начиная с 2000 года, то увидим, что между ними суммарно накопительным итогом будет разрыв примерно в 10 раз.

Другими словами, в России денежная масса выросла на величину в 10 раз бóльшую, чем выросли цены за тот же период.

Точно так же, если мы сделаем поправку на монетарную и немонетарную инфляцию (а мы знаем, что в инфляции есть очень большой блок немонетарного компонента), то разрыв будет примерно в 20 раз, плюс-минус.

Если же мы сделаем поправку на третий важный компонент – фактор валютного курса (а мы знаем, что, по оценкам нашего ЦБ, в отдельные моменты вклад валютного курса в прирост инфляции достигает примерно 50% и больше), то разрыв будет уже не в 20, а примерно в 40 раз.

Это значит, что стопроцентный, то есть двукратный, прирост М2 вызывает прирост цен на величину в 40 раз меньшую, то есть в 2,5–3%.

Для меня это означает, что у нашей экономики есть очень мощный потенциал приема ликвидности на низкоинфляционной основе.

Вы с этим скорее согласны или скорее не согласны?

Маевский В.И.: Я с этим скорее согласен.

Я являюсь сторонником политики монетарного стимулирования экономического роста.

И это один из ключевых аргументов в ее пользу.

Другое дело, что здесь важно, куда закачиваются деньги.

Если мы при более-менее низкой инфляции хотим иметь приличный экономический рост, то часть потока должна уходить в инвестиции.

Это ключевой момент.

Ситуация, о которой Вы говорите, у нас, по-видимому, связана с настолько низким уровнем монетизации, что должно пройти еще очень много стадий этого закачивания, прежде чем дадут о себе знать какие-либо негативные явления.

На сегодняшний день, как мне кажется, понятно, почему закачивание денег не приводит к высокой инфляции.

Просто дефицит денег.

Очень низкий коэффициент монетизации.

Тосунян Г.А.: Спасибо.

Профессор Куликов из Тамбовского университета.

Прошу Вас, Николай Иванович.

д. э. н. КУЛИКОВ Н.И. – акад. МАЕВСКИЙ В.И.

КУЛИКОВ Н.И.

д. э. н., профессор кафедры экономики Тамбовского государственного технического университета

Куликов Н.И.: Добрый день!

Спасибо, Владимир Иванович.

Впервые слышу такую здравую мысль, что экономику в России нужно строить по-другому.

Вчера, выступая в Думе, премьер-министр Мишустин сказал, что мы будем строить экономику предложений.

Я понимаю, что такое экономика предложений.

Это инвестиции, это новые производства, новые технологии и так далее.

А как возможно это строить при такой ключевой ставке?

По сути, у нас за 2023 год основная масса инвестиций – бюджетные.

80% бюджетных инвестиций.

Потому что при таких кредитах инвестиции невозможно использовать.

Набиуллина, другие представители Центрального банка, различные эксперты утверждают, что в России наблюдается перегрев экономики.

Хотелось бы услышать Ваше мнение.

Что такое перегрев?

Это когда невозможно освоить, или когда есть перенасыщение деньгами в экономике?

У нас М2 всего около 60%.

Как выходить из этой ситуации?

Маевский В.И.: Понятно.

Насчет перегрева – я не понимаю, что это такое.

Если бы мы выскочили на 8–9% роста ВВП, то опасности такого рода были бы возможны.

Мы же впервые за последние лет 15 вышли на 3,6%.

От чего же мы так перегрелись?

Я так и не понял.

Что касается второго вопроса.

Действительно, известно, что уже не менее чем два года назад наш президент говорил о необходимости перехода к экономике предложений.

С точки зрения Центрального банка я пока не вижу признаков такого перехода.

Инструменты, которыми пользуется Центральный банк, по всей видимости, нуждаются в совершенствовании.

Говоря о том, что весьма желательно прислушаться к рекомендациям Ершова, Дмитриевой, Глазьева, я имел в виду, что сегодня стоит вопрос о принципиальных институциональных изменениях.

Если мы не будем менять действующую практику, то переход к экономике предложений останется на бумаге.

Единственное, что можно будет делать, это осуществлять ее через бюджет, как Вы говорите.

Но тогда встает вопрос: а какова роль Центрального банка?

Конечно, если мы будем поставлять деньги в инвестиционный процесс через бюджет, то мы будем иметь экономический рост.

Но при этом непонятно, будет ли поддерживать этот рост Центральный банк.

Ему действительно нужно снизить ключевую ставку.

А для этого нужно, чтобы снизилась инфляция.

А для того, чтобы снизилась инфляция, надо хотя бы отсечь фактор девальвации.

Поэтому я считаю, что сокращение международных резервов, замена их государственными ценными бумагами, на чем настаивает Михаил Владимирович, – это очень важный момент.

Тогда мы сможем использовать эти международные резервы для решения задачи укрепления курса рубля.

Хотя бы частично, хотя бы на 5–10%.

Только этим мы могли бы остановить или хотя бы притормозить инфляцию.

По крайней мере, она не была бы такой, как сейчас.

Куликов Н.И.: Я считаю, что ключевая ставка совершенно не влияет на инфляцию в нынешних условиях.

Маевский В.И.: Наоборот, инфляция влияет на ключевую ставку.

Принцип Тейлора.

Тосунян Г.А.: Спасибо.

Коллега Мокий из РАНХиГС, пожалуйста.

д. э. н. МОКИЙ М.С. – акад. МАЕВСКИЙ В.И.

МОКИЙ М.С.

д. э. н., профессор кафедры национальной экономики
РАНХиГС при Президенте РФ

Мокий М.С.: Здравствуйте, коллеги!

Владимир Иванович, я хотел бы повернуть вопрос немножко в другую сторону.

Вы связываете инструменты таргетирования с показателем ВВП.

В связи с этим у меня вот какой вопрос.

Согласно Вашим расчетам или Вашей модели, ВВП должен постоянно расти?

Или он имеет какие-то циклические особенности своего развития?

Маевский В.И.: К сожалению, наша модель построена таким образом, что она выводит все время в стационарные режимы.

То есть такие режимы, которые у нас не являются циклическими.

Происходит некий переходный процесс.

И такая цикличность – это адаптация к новому режиму.

Напрямую те цифры, которые Вы имеете в виду, мы не учитываем.

Тосунян Г.А.: Спасибо.

Коллеги, я пока не вижу вопросов, но думаю, что они еще будут.

И к Владимиру Ивановичу, и конечно же, к следующим нашим докладчикам.

И в общей дискуссии, которая последует после всех докладов.

Перейдем ко второму докладу.

Картаев Филипп Сергеевич, «Влияние режима монетарной политики на экономический рост».

Все вопросы – вокруг одной темы.

ДОКЛАД 2

КАРТАЕВ Ф.С.

д. э. н., заведующий кафедрой микро- и макроэкономического анализа экономического факультета МГУ им. М.В. Ломоносова

ВЛИЯНИЕ РЕЖИМА МОНЕТАРНОЙ ПОЛИТИКИ НА ЭКОНОМИЧЕСКИЙ РОСТ

Добрый день, уважаемые коллеги!

Спасибо, Гарегин Ашотович, за представление и за приглашение, за возможность выступить перед такой представительной аудиторией.

Для меня это очень важно.

Я буду сегодня говорить про влияние режима монетарной политики на экономический рост.

Сначала несколько слов о мотивации.

Тут было много сказано о том, почему именно сейчас важно обсуждать эту политику.

Мне кажется, что следует принять во внимание несколько соображений.

Во-первых, учесть то, что мы видим на практике.

На практике, если мы посмотрим на то, что происходит в мире в смысле применения денежно-кредитной политики, мы увидим, что существует широкий спектр различных режимов.

Существует четыре стандартных типа режимов денежно-кредитной политики, согласно классификации МВФ:

- режим фиксированного валютного курса;

- таргетирование денежной массы;
- инфляционное таргетирование;
- политика без явного номинального якоря, когда денежные власти действуют по обстоятельствам, реагируя на шоки, с которыми сталкивается экономика, не связывая себя заранее какими-то жесткими обязательствами.

Это то, что происходит на практике.

При этом в теории нет однозначного консенсуса по поводу того, как вообще выбор режима ДКП влияет на экономический рост, и влияет ли вообще.

Как мы знаем, в соответствии с традиционным подходом, в долгосрочной перспективе деньги нейтральны.

Тогда получается, что выбор режима ДКП с точки зрения долгосрочного роста не важен.

С другой стороны, есть ряд современных эконометрических исследований, которые гипотезу нейтральности денег ставят под сомнение.

Я в своем докладе сегодня буду говорить не только про те результаты, которые получил я сам со своими замечательными соавторами.

Но я поговорю и о том широком пласте российской и зарубежной литературы, которая по этому вопросу существует.

Потому что мне кажется важным показать, что даже с точки зрения мейнстримного подхода есть довольно большой пласт литературы, который ставит под сомнение наличие полной нейтральности денег.

Важно понять, что этот контекст существует не только с точки зрения тех, кто критикует мейнстрим.

И в мейнстримной науке есть некоторое недовольство концепцией полной нейтральности денег.

Особенно остро эта проблема обсуждается сейчас.

Не только в России, но и во всем мире.

Потому что в последние годы инфляционный фон существенно вырос не только в России, но и во всем мире.

И поэтому дискуссия о том, насколько инфляционное таргетирование справляется с современными вызовами, характерна не только для нашей страны.

О каких вызовах я говорю?

Во-первых, о том, что мы во многих странах наблюдаем устойчивое превышение фактических уровней инфляции над целевыми уровнями.

Причем даже в тех экономиках, которые очень давно не сталкивались с подобными проблемами, которые десятилетиями не видели двузначной инфляции.

Например, в Великобритании или США.

Это один из вызовов современной денежной политики.

Второй вызов связан с асимметричностью влияния инфляционных шоков, которые мы увидели во время эпидемии.

Оказалось, что негативные шоки, связанные с падением спроса, которые должны были сдерживать рост инфляции, в пандемических условиях оказали более слабое влияние на динамику общего уровня цен по сравнению с проинфляционными шоками, связанными с колебаниями предложения.

Это говорит о важности стороны предложения, о чем сегодня уже упоминалось.

Кроме того, важной тенденцией является тот факт, что растет не только инфляция, но и неопределенность по поводу инфляции, по поводу инфляционных ожиданий, растет волатильность инфляции.

Что делает реализацию ДКП более сложной.

В этом смысле представляется важным обсудить, какими могут быть ответы ДКП на эти вызовы.

Следует ли, если мы остаемся в рамках инфляционного таргетирования, сохранять текущий целевой ориентир по инфляции?

Или его надо пересматривать?

В контексте сегодняшней дискуссии хочется сконцентрироваться именно на заявленной сегодня теме.

То есть на связи денежно-кредитной политики и экономического роста.

Я люблю иллюстрировать дискуссию вокруг этой темы таблицей (см. Рис. 9).

Здесь три принципиально различающихся точки зрения на то, как денежно-кредитная политика вообще и инфляционное таргетирование в частности сказываются на экономическом росте.

В середине – лаконичная традиционная точка зрения.

О том, что деньги якобы полностью нейтральны, поэтому инфляционное таргетирование для экономического роста не важно.

Кроме того, есть скептики инфляционного таргетирования и энтузиасты.

Скептики говорят, что, концентрируясь на цели по инфляции, Центральный банк допускает нежелательные колебания выпуска, допускает излишнее колебание валютного курса, что тоже сегодня упоминалось в дискуссии, и завышает ставки процента, что негативно сказывается на инвестициях.

Скептики: «Влияет негативно»	Традиционный взгляд: «Не влияет»	Энтузиасты: «Влияет позитивно»
Концентрируясь на цели по инфляции, ЦБ <ul style="list-style-type: none"> • допускает излишние колебания выпуска; • допускает излишнюю высокую волатильность курса; • завышает ставки процента. Все это негативно сказывается на инвестициях и, следовательно, на долгосрочном росте	В долгосрочной перспективе деньги нейтральны	Достижение ценовой стабильности <ul style="list-style-type: none"> • снижает уровень неопределенности; • снижает «издержки меню»; • способствует снижению реальных процентных ставок за счет уменьшения риск-премии. Все это позитивно сказывается на инвестициях и, следовательно, на долгосрочном росте

Рис. 9

Как мы понимаем, если у нас нет инвестиций, то у нас не будет долгосрочного роста.

С другой стороны, в литературе есть альтернативная точка зрения по поводу того, что ценовая стабильность снижает уровень неопределенности в экономике, снижает издержки меню и другие издержки, связанные с высокой инфляцией.

И вообще способствует снижению реальных процентных ставок за счет уменьшения риск-премии.

Поэтому в конечном счете подобное снижение неопределенности и подобная реакция нейтральных ставок может положительно сказываться на инвестициях.

Что тут интересно?

И там и там аргументы «за» или «против» инфляционного таргетирования могут звучать более или менее разумно.

Но посмотрим на то, каким аргументам в большей степени соответствуют данные.

Что мы видим в эмпирических данных по этому поводу?

Здесь я хотел бы начать с самых ранних исследований инфляционного таргетирования.

Они появились в нулевых годах, когда была накоплена первая информация об опыте инфляционного таргетирования (см. Рис. 10).

Интересно отметить, что исследования, проведенные в самом начале XXI века, в общем и целом по большей части не выявляют какого бы то ни было влияния инфляционного таргетирования на экономический рост.

Есть даже работы, которые выявляют отрицательное влияние.

Но большая часть исследований показывает, что такое влияние отсутствует.

Я тут цитирую самые ранние работы, где видно положительное влияние.

В них используется метод оценивания «difference – in-differences» без каких бы то ни было контрольных переменных.

Но уже парой лет позже в работе Шердиан и Болл показано, что если вы добавляете контрольные переменные в регрессию, то есть учитываете прочие важные факторы, которые могут влиять на рост, то сам эффект инфляционного таргетирования остается несущественным.

В тот момент действительно казалось, что монетарная политика важна в контексте регулирования инфляции, но не важна для экономического роста.

Казалось, что ответ на этот вопрос получен.

И что этот ответ: «Такого влияния нет».

Влияние ИТ на рост: что говорят данные

Hu, 2003	Washington: Institute for International Economics	Difference in differences	Развитые и развивающиеся	Положительное влияние
Sheridan, Ball, 2005	The Inflation Targeting Debate. University of Chicago Press for the NBER	Difference in differences	Развитые	Нет влияния
Walsh, 2009	International Finance	Matching	Развитые	Нет влияния
Fang et al., 2009	University of Connecticut, Working Paper №14R	Matching	Развитые и развивающиеся	Нет влияния
Brito, Bystedt, 2010	Journal of Development Economics	GMM	Развивающиеся	Отрицательное влияние
Mollick et al., 2011	Journal of Policy Modeling	GMM, FE, RE	Развитые и развивающиеся	Положительное влияние
Kurihara, 2013	Journal of World Economic Research	GMM	Развитые и развивающиеся	Положительное влияние
Ayres et al., 2014	Journal of Policy Modeling	GMM	Развитые и развивающиеся	Положительное влияние
Зубарев, Трунин, 2015	Финансы и кредит	GMM	Развивающиеся	Нет влияния
Hale, Philippov, 2015	FRBSF Economic Letter	Matching	Развитые и развивающиеся	Положительное влияние
Картаев, Филиппов, Хазанов, 2016	Журнал Новой экономической ассоциации	GMM	Развитые и развивающиеся	Положительное влияние в развитых экономиках
Guimarães e Souza et al., 2016	Economic Systems	FE	Развитые и развивающиеся	Положительное влияние

Рис. 10

Но дальше посмотрим чуть более поздние работы, написанные после мирового финансового кризиса.

И оказывается, что широкий выбор методов и широкий спектр выборок и подвыборок стран приводит к выводу о том, что переход к инфляционному таргетированию может положительно сказываться на экономическом росте.

Для оценки эффектов используются динамические модели на панельных данных.

Используется мэтчинг, когда вы пытаетесь сопоставлять максимально похожие друг на друга экономики, которые очень близки друг к другу по всем характеристикам.

За исключением того, что одна из них перешла к инфляционному таргетированию, а другая – нет.

Пытаетесь, контролируя все прочие факторы, сопоставить их темпы роста в будущем.

И используются более традиционные модели с фиксированными эффектами.

В этих более свежих работах можно увидеть, что их выводы устойчиво отличаются от более ранних работ.

Здесь необходимо почеркнуть: то, про что я говорю сегодня, это именно про долгосрочный рост.

Не про краткосрочный эффект стимулирования ДКП.

Там, кажется, есть некоторый консенсус, что если вы осуществляете монетарное стимулирование в краткосрочной перспективе, то выпуск у вас растёт.

Традиционный мейнстрим тут не работает.

С этим мы полностью согласны.

За счет эффекта роста общего уровня цен в краткосрочном периоде денежно-кредитная политика выпуск стимулирует.

Но что происходит в долгосрочной перспективе?

Понятно, что в долгосрочной перспективе жесткая монетарная политика и мягкая монетарная политика могут иметь какие-то другие эффекты.

В этом смысле очень интересна работа Айреса.

Она как раз показывает, что различие между краткосрочным и долгосрочным периодами очень существенно.

Потому что в краткосрочной перспективе, когда центральные банки переходят к инфляционному таргетированию и начинают проводить более жесткую монетарную политику, это сдерживает рост выпуска.

Но на горизонте в 4–5 лет итоговый эффект оказывается позитивным.

С чем может быть связано такое различие, и какие вообще промежуточные выводы можно получить из этих работ?

Во-первых, это то, что важно учитывать долгосрочный эффект, потому что он может отличаться от краткосрочного.

И сглаживать циклические колебания выпуска.

Для этого в эконометрических работах подобного рода обычно используют сглаженные значения.

Например, при помощи пятилетних скользящих средних уровней выпуска, чтобы устранить циклические колебания.

Или включают в модели переменные инфляционного таргетирования с большим лагом, чтобы посмотреть их эффект на длинном горизонте в несколько лет.

Или иногда используют специальные фильтры для того, чтобы выделять именно потенциальный ВВП.

И смотреть не на циклические колебания выпуска, а на потенциальный ВВП.

Во-вторых, важно учитывать свежие данные.

Мы видим, что работы, которые оценивают период до мирового финансового кризиса, то есть период, который в западной литературе называется Greatmoderation, когда не было каких-то жестких шоков, с которыми сталкивалась мировая экономика, не выявляют значимого эффекта от выбора мер инфляционного таргетирования.

Почему?

Потому что, видимо, когда нет жестких шоков, не очень важно, какая у вас монетарная политика.

Но работы, которые учитывали мировой финансовый кризис, показывают, что в условиях сильных шоков, с которыми сталкивается экономика, выбор денежно-кредитной политики важен.

В этом контексте мне кажется важным попробовать оценить подобного рода модели на максимально свежих данных.

Это то, чем я сейчас занимаюсь с соавторами на экономическом факультете МГУ.

Я признателен за возможность рассказать о наших промежуточных результатах.

Мы используем модели на панельных данных, включая наши уравнения, переменные, отражающие выбор каждого из перечисленных выше режимов ДКП.

Мы не только сопоставляем инфляционное таргетирование со всем остальным.

За счет набора правильных бинарных переменных мы также учитываем возможный вариант выбора каждого из четырех используемых на практике режимов ДКП.

Мы стараемся включить широкий спектр контрольных переменных, потому что понимаем, что даже если монетарная политика влияет на долгосрочный выпуск, она совершенно точно не является единственным фактором влияния.

Влияет еще много чего.

Динамика численности населения, динамика инвестиций в ВВП, качество человеческого капитала и так далее.

Мы стараемся учитывать все те контрольные переменные, которые обычно в подобной литературе учитывают.

Все, по которым доступны достаточно свежие данные.

Каковы результаты наших расчетов?

Насколько наши результаты соответствуют или не соответствуют более ранним исследованиям?

На Рис. 11 вы можете видеть базовую спецификацию нашей модели.

Есть бинарные переменные всех режимов ДКП, контрольные переменные.

И, естественно, фиксированные страновые эффекты, чтобы учесть гетерогенность стран.

Понятно, что, если вы работаете с межстрановой выборкой, вы должны учитывать большую неоднородность стран.

Естественно, мы подобные подвыборки тоже рассматриваем.

Что у нас оказывается?

Мы получаем следующий результат, который достаточно хорошо соответствует более ранней литературе.

Он соответствует и результатам моей с Алексеем Филипповым и Алексеем Хазановым работы, которую мы опубликовали в журнале «Новые экономические ассоциации» в 2019 году.

Базовая спецификация

$$\ln GDP_{i,t} = \sum_{j=1}^p \alpha_j * ERT_{i,t-j} + \sum_{j=1}^p \beta_j * IT_{i,t-j} + \sum_{j=1}^p \gamma_j * MT_{i,t-j} + \delta * X_{it} + \mu_i + \varepsilon_{it}$$

$\ln GDP$ — логарифм реального ВВП.

ERT, IT, MT — фиктивные переменные режимов таргетирования валютного курса, инфляции и денежной массы.

X — вектор контрольных переменных

μ — фиксированные страновые эффекты

p — количество лагов переменных ДКП

(рассматривались случаи $p = 3, 4, 5$)

Рис. 11

Итак, получается, что в развивающихся странах инфляционное таргетирование в большей степени способствует росту долгосрочного выпуска, по сравнению с альтернативными режимами ДКП.

Представляется, что в случае развивающихся стран переход к инфляционному таргетированию скорее способствует росту, нежели ему вредит.

Для развитых экономик мы в некоторых спецификациях также получаем аналогичный эффект, но он не является устойчивым.

Для развитых экономик в некоторых спецификациях выбор ДКП важен, а в некоторых это оказывается статистически незначимой переменной.

Что, в общем, тоже соответствует более ранним работам, которые показывают, что в развивающихся экономиках выбор ДКП по ряду причин более важен.

Потому, в частности, что развивающиеся экономики обычно сталкиваются с более существенной инфляцией.

И там выбор денежно-кредитной политики, связанный с устранением высокой инфляции, может играть существенную роль.

При этом важно подчеркнуть, что ни в одной из спецификаций ни для одной из подвыборок мы не получили значимого негативного влияния инфляционного таргетирования на динамику производства в долгосрочной перспективе.

То есть можно в большей степени верить в значимые положительные оценки.

Мы точно не видим никаких свидетельств вреда этого режима.

Значит ли это все, что инфляционное таргетирование – лучший режим на все времена?

Конечно, нет.

Мы с вами понимаем, что любая эмпирическая работа подобного рода опирается на те данные, которые есть в мире.

Тем самым мы можем, используя эконометрический подход, оценивать сравнительную эффективность тех режимов, которые используются на практике достаточным количеством стран.

Это вовсе не означает, что инфляционное таргетирование может быть единственным хорошим выбором, что не стоит обсуждать какие-то альтернативные подходы.

Владимир Иванович упоминал очень важную дискуссию по поводу альтернативных целевых ориентиров.

В частности, то, что в литературе обсуждается возможность таргетирования номинального ВВП.

Есть современные работы, которые вместо уровня инфляции предлагают таргетировать уровень цен.

То есть существуют императивные подходы.

И вполне возможно, что в конечном счете мы найдем какой-то более хороший режим.

Возможно, наша дискуссия сегодня будет способствовать такому поиску.

Но из тех режимов, которые используются на практике до настоящего момента, то, что мы видим сейчас, говорит, скорее, в пользу инфляционного таргетирования.

Естественно, возникает вопрос: почему это так?

Если мы видим в эмпирических данных какой-то результат, то хочется объяснить механизм его возникновения.

Одним из потенциальных каналов позитивного влияния инфляционного таргетирования на долгосрочную динамику производства является канал, который в моей монографии назывался каналом ожиданий.

Его идея достаточно естественная.

Поскольку применяемые сейчас режимы монетарной политики в большинстве случаев декларируют своей основной целью обеспечение ценовой стабильности, борьбу с инфляцией, возможно, их воздействие на рост может быть связано именно с воздействием на инфляцию.

Если центральные банки проводят успешную нормативную политику, это помогает закорить инфляционные ожидания вблизи цели по инфляции.

Помогает убедить экономических агентов в том, что инфляция будет низкая, что все внешние шоки являются временными.

Стабилизация инфляционных ожиданий помогает стабилизировать инфляцию, помогает снизить ее волатильность.

А изменение инфляции и ее волатильности, возможно, сказывается позитивно на долгосрочном росте экономике.

Естественно, что это объяснение имеет смысл только в том случае, если деньги не полностью нейтральны.

В том смысле, что инфляция влияет на экономический рост.

Так ли это?

Подтверждают ли эмпирические данные такую гипотезу?

Есть совсем ранние работы, написанные еще в 90-х годах.

Эмпирические работы по экономическому росту, которые показывают, что инфляция для роста всегда вредна.

Но более современные работы допускают, что это влияние может быть более сложным и даже не монотонным.

И обычно современный подход, связанный с анализом влияния инфляции на экономический рост, опирается на использование так называемых пороговых регрессий.

Идея пороговой регрессии (формальная спецификация приведена на Рис. 12) состоит в том, что может существовать некоторый пороговый уровень инфляции, при превышении которого влияние инфляции на долгосрочный рост или на динамику, на долгосрочный реальный выпуск меняется.

Если у нас низкая инфляция, ее увеличение может быть для экономики не вредным, а даже полезным.

Но превышение определенного порога инфляции может оказываться вредным.

Понятно, что в модель не закладываются предположения о знаках, знаки мы можем оценивать.

Но важно, что эта модель допускает немонотонность влияния.

Пороговая регрессия

$$\ln y_{it} = \beta_0 + \beta_1 * \ln \pi_{it} + \beta_2 * d_{it} * (\ln \pi_{it} - \ln \pi^*) + \gamma * c_{it} + \alpha_i + \varepsilon_{it}$$

y_{it} — потенциальный ВВП в постоянных ценах
значения потенциального ВВП получаются путем сглаживания при помощи усреднения за пятилетние периоды времени, фильтра Ходрика — Прескотта

c_{it} — вектор контрольных переменных. π_{it} — уровень инфляции.

$d_{it} = 1$ при $\pi_{it} > \pi^*$ и $d_{it} = 0$ при $\pi_{it} \leq \pi^*$.

π^* — пороговый уровень инфляции

Как видно из спецификации уравнения, предполагается, что при превышении инфляцией этого уровня происходит структурный сдвиг в воздействии инфляции на выпуск.

Рис. 12

Оказывается, что накоплена большая литература (Рис. 13).

Я здесь привел лишь несколько примеров.

На самом деле таких публикаций больше.

И вывод этой литературы я коротко охарактеризовал так: «Не всякая инфляция вредна».

В том смысле, что все исследования, которые я здесь цитирую, показывают, что низкая инфляция, инфляция ниже определенного уровня, не вредит экономическому росту.

Есть даже работы, которые показывают, что если у вас низкая инфляция, то ее небольшое увеличение может быть полезным для экономического роста.

В то же время если происходит превышение порогового уровня инфляции, то дальнейшее увеличение инфляции вредно для экономики.

И этот пороговый уровень инфляции можно оценивать, он может быть различным для разных групп стран.

Оценки порогового уровня инфляции

Работа	Развитые страны	Развивающиеся страны
Sarel, 1995	8%	
Ghosh, Phillips, 1998	3%	
Khan, Senhadji, 2001	1–3%	1–12%
Burdekin et al., 2004	3%	8%
Sepehri, Moshiri, 2004	5%	15%
Espinoza, 2010	1%	11%
Kremer, Bick, Nautz, 2013	3%	17%
Eggoh, Khan, 2014	3%	10–12%
Картаев, Клачкова, 2015	9%	
Ibarra, Trupkin, 2016	4%	19%
Картаев, 2024 (ожидается)	4%	10%

Рис. 13

Можно видеть оценки, полученные разными исследователями для развитых и развивающихся стран в разные периоды времени.

Можно отметить, что этот результат достаточно устойчив.

Более свежие данные, в том числе мои с коллегами расчеты, подтверждают в некотором смысле более ранние выводы.

Двузначная инфляция, по всей видимости, вредна для экономики.

В том числе для экономики развивающихся стран.

Какие выводы следуют из этих эмпирических оценок, сделанных на начало века и на современных данных, включая данные 2022–2023 годов и ковидные данные?

Что кажется важным отсюда унести?

Первый вывод касается влияния инфляции на долгосрочный рост.

Мы видим, что, пока инфляция ниже порогового уровня, ее увеличение не вредит экономическому росту.

По некоторым оценкам, ускорение роста с нулевого уровня до уровня в 3–4% может быть даже полезным для экономики.

Однако при превышении порогового уровня дальнейшее ускорение инфляции замедляет долгосрочный рост экономики.

Это происходит в результате нелинейного изменения издержек инфляции и нелинейного изменения волатильности инфляции.

Как мне представляется, целесообразно учитывать подобные побочные эффекты при моделировании влияния ДКП и при моделировании стимулирования долгосрочного роста при помощи ДКП.

Владимир Иванович говорил о своей модели.

Есть модель Альберта Рауфовича Бахтизина и его коллег.

Все это очень важные модели.

Вероятно, одним из возможных направлений развития подобного класса моделей может быть учет того, что высокая инфляция связана с целым рядом существенных издержек для экономики.

И возможно, сама по себе она может быть вредна.

Причем этот эффект является нелинейным.

То есть высокая инфляция очень вредна.

При этом важно помнить, что по мере увеличения инфляции всегда увеличивается и ее волатильность, что тоже создает дополнительные издержки для общества.

Поэтому, в частности, было бы очень сложно таргетировать инфляцию на уровне, например, 10%.

То есть технически кажется, если пороговый уровень инфляции 10%, давайте таргетировать инфляцию на уровне 10%.

Но на самом деле реализовать это на практике было бы сложно.

Из-за того, что в этом случае изменчивость инфляции была бы очень высокой.

Выводы:

- Пока инфляция ниже порогового уровня, ее увеличение не вредит экономическому росту (по некоторым оценкам, ускорение роста цен может быть даже полезным).
- При превышении порогового уровня дальнейшее ускорение инфляции замедляет долгосрочный рост экономики (это происходит в результате нелинейного изменения издержек инфляции и уровня неопределенности, негативно влияющих на инвестиционную активность).
- По мере увеличения инфляции всегда увеличивается ее волатильность, что создает дополнительные издержки для общества (поэтому таргетировать инфляцию можно только на близком к нулю уровне).
- ДКП не может быть главным драйвером долгосрочного экономического развития, однако может вносить в него свой вклад (эконометрическое моделирование показывает, что, помогая поддерживать инфляцию на низком и устойчивом уровне, инфляционное таргетирование создает условия для долгосрочного роста экономики).

Заканчивая свой доклад, хочу сказать следующее.

Мне кажется, что, даже если мы верим в то, что денежно-кредитная политика может влиять на экономический рост, думаю, мы согласимся с тем, что ДКП не может быть единственным драйвером долгосрочного экономического роста.

Понятно, что ДКП не может заменить структурных реформ, не может заменить фискальной политики, не может заменить институциональных реформ.

То есть долгосрочный рост – это сложная, многоаспектная вещь.

И даже если мы верим в денежно-кредитную политику, кажется, никто из нас не верит, что есть какой-то чудодейственный инструмент ДКП, который независимо от всего остального может ускорять экономическое развитие.

Но при этом что мы видим в данных?

Что в литературе самого широкого спектра есть достаточно устойчивые свидетельства исследователей самых разных взглядов, которые показывают, что ДКП, похоже, не полностью нейтральна в долгосрочной перспективе.

И это значит, что разумная монетарная политика действительно может создавать условия для долгосрочного роста экономики.

А безответственная монетарная политика может ему вредить.

У меня на этом все.

Спасибо большое.

Я готов ответить на вопросы.

Тосунян Г.А.: Спасибо, Филипп Сергеевич.
Интересный доклад.

И то, что Вы имеете свою позицию и умеете ее аргументировать, это очень ценно.

Я вижу поднятые руки.

Давайте предоставим слово академику Полтеровичу.

Виктор Меерович, пожалуйста, Вам слово.

акад. ПОЛТЕРОВИЧ В.М. – д. э. н. КАРТАЕВ Ф.С.

Полтерович В.М.: Да, спасибо.

Спасибо за интересный доклад.

У меня очень простой вопрос.

Вы говорили, что таргетирование инфляции влияет на уровень инфляции через канал ожиданий.

Но на самом деле в очень многих странах – может быть, даже в большинстве стран – целевая инфляция не достигается путем инфляционного таргетирования.

Если имеют место систематические расхождения между целевой и фактической инфляцией, как это наблюдается в данный момент в России и во многих других странах, то почему инфляционное таргетирование должно влиять на ожидания агентов?

Они видят, что эта политика не приводит к результату.

Следовательно, они должны просто перестать доверять этой политике.

Или нет?

Картаев Ф.С.: Спасибо, Виктор Меерович, за этот вопрос.

Действительно, я знаком с этой дискуссией.

И в свете этой дискуссии как раз я упоминал о том, не нужно ли, например, пересматривать таргеты по инфляции, если центральные банки заведомо не могут достичь своих таргетов в настоящих условиях?

Есть публикации по этому поводу.

Есть результаты моделирования, которые показывают, что да, инфляционные ожидания в настоящий момент не соответствуют цели по инфляции во многих странах, не только в России.

Но если центральные банки пересмотрят таргеты в сторону увеличения, то инфляционные ожидания, скорее всего, увеличатся гораздо сильнее.

Потому что мы создадим тем самым прецедент, что центральные банки, оказывается, могут пересматривать свои цели по инфляции в сторону увеличения.

Оказывается, центральные банки могут подгонять задачу под ответ.

В этом смысле есть большой риск, что инфляционные ожидания отвяжутся от целей по инфляции еще сильнее.

И они окажутся еще выше.

И такой пересмотр будет иметь скорее негативный, нежели позитивный эффект.

Виктор Меерович, спасибо за вопрос.

Пользуясь случаем, хочу поблагодарить Вас за то, что на самом деле мой интерес к этой теме в значительной степени начался с Вашей обзорной статьи про инфляцию и рост, которая в свое время попала мне на глаза.

И я был ею абсолютно захвачен.

Так что, хотя, возможно, Вы об этом и не знаете, но есть Ваш большой вклад в то, что я в эту точку пришел.

Спасибо.

Тосунян Г.А.: Спасибо.

Профессор Куликов Николай Иванович, пожалуйста, ста.

д. э. н. КУЛИКОВ Н.И. – д. э. н. КАРТАЕВ Ф.С.

Куликов Н.И.: Добрый день!

Спасибо за доклады.

Один интереснее другого.

Вопрос вот какой.

Вы сказали, что для каждой страны пороговая инфляция может быть различной.

Так почему Банк России установил пороговую инфляцию именно 4%?

А не 3, не 5, не 7?

И вообще, двузначное число инфляции для реального сектора экономики – счастье?

Можете объяснить?

Картаев Ф.С.: Спасибо за вопрос.

Тут важное уточнение.

Я не хочу и не могу говорить от имени Центрального банка.

У меня нет точного ответа на Ваш вопрос.

Точный ответ, видимо, могут дать денежные власти.

Но у меня есть свой взгляд на то, как этот ответ устроен.

Я его как раз коснулся в заключительной части своего доклада.

А именно: мои оценки и ряд оценок других исследователей показывают, что для стран типа России пороговый уровень инфляции, по всей видимости, выше 4%.

В этом смысле, казалось бы, целевой ориентир мог бы быть выше 4%.

Но при этом есть очень сильная связь между уровнем инфляции и ее волатильностью.

Поэтому таргетировать инфляцию на уровне 10%, например, технически невозможно.

Это никому не удавалось.

Следовательно, даже при осознании того, что пороговый уровень инфляции для России выше 4%, установление порогового уровня инфляции в районе 4% может быть разумной идеей.

Почему это именно 4%, а не 3%, я не знаю.

Куликов Н.И.: Я же не сказал, что 3% или 10%.

А допустим, 4% или 5%, 5% или 6%.

Я считаю, что в России сегодня порог инфляции в 4% просто недостижим.

Рубль у нас в основном нестабилен.

У нас девальвация рубля, и инфляция идет за счет девальвации валюты.

Мы зависим от импорта на 60%.

Поэтому сегодня, когда мы говорим, что производим российскую продукцию, надо учитывать, что 49% стоимости этой продукции – импорт.

В этой ситуации говорить, что мы повышаем ключевую ставку, сокращаем импорт...

Как сокращать импорт, если, допустим, предприятие не может работать без импорта?

Запасные части, технологии, техника, комплектующие – все импортное.

Картаев Ф.С.: Думаю, что это очень важный вопрос.

Но ответ на вопрос конкретно по инфляции, как мне кажется, отчасти выходит за рамки сегодняшней дискуссии.

Однако, поскольку он мне кажется очень важным, я могу сказать следующее.

У нас по этому поводу на экономическом факультете МГУ в этом учебном году проходил круглый стол с участием представителей Центрального банка.

В рамках научного проекта «Финансовый сентябрь».

И на этом круглом столе представители Центрального банка делали доклады по ряду вопросов денежно-кредитной политики.

В частности, они излагали свои взгляды на форматы целей по инфляции и на выбор конкретных процентов целей по инфляции.

И там была дискуссия вокруг этого.

Те, кто в ней заинтересован, могут найти ее по ссылке¹⁰.

Куликов Н.И.: Я тоже участвовал в конференции с представителями Центрального банка.

Воронежский университет проводил такую конференцию.

Я им тоже задавал вопрос:

«Почему именно такая денежно-кредитная политика – снижать инфляцию за счет повышения ключевой ставки?»

И не только это. Я не получил конкретного ответа.

Спорили, спорили.

Дело дошло до того...

Они говорят: ну, это руководство Центрального банка считает так, а мы выполняем.

Тосунян Г.А.: Хорошо, Николай Иванович.

Наш коллега Евгений Горюнов из Института имени Гайдара тоже решил выступить.

Пожалуйста, Евгений Львович.

Сейчас вопросы, дискуссия будет позже.

¹⁰ [Круглый стол «Денежно-кредитная политика в России: вчера, сегодня, завтра»](#)

ГОРЮНОВ Е.Л. – д. э. н. КАРТАЕВ Ф.С.

Горюнов Е.Л.: Филипп, приветствую!

У меня вопрос, не дискуссия.

Даже два вопроса, но они относительно короткие.

Первое.

Не может ли быть так, что, когда мы замечаем положительное влияние таргетирования инфляции на ускорение экономического роста, на самом деле оно связано не столько с таргетированием инфляции как таковым, но с неким общим улучшением институциональной среды?

Условно говоря, переход к таргетированию инфляции – это некий маркер зрелости институтов.

Если Центральный банк приходит к ответственной денежно-кредитной политике, говорит о том, что он будет таргетировать инфляцию, как в лучшей мировой практике, то, возможно, это реализуется в ситуации институциональных качеств – что у нас есть независимый Центральный банк, что, может быть, лучше будут защищены права собственности.

Можем ли мы связывать ускорение роста с какими-либо другими факторами?

Как мы можем быть уверены, что это именно таргетирование инфляции?

Второй вопрос.

Были ли оценки, как влияет на экономический рост фактор режима валютного курса и ограничения потоков капитала?

Потому что, в принципе, не все страны, даже когда они говорят, что таргетируют инфляцию, на самом деле концентрируются исключительно на ценах и не обращают внимания на курс.

Далеко не везде свободное плавание.

И некоторое ограничение на потоки капитала тоже присутствует.

Вопрос: влияют ли регулируемый обменный курс и потоки капитала, или нет?

Спасибо.

Картаев Ф.С.: Да, Евгений, спасибо.

Первый вопрос.

В инфляционном ли таргетировании действительно дело или в чем-то, связанном с инфляционным таргетированием?

Ответ: действительно, возможно, дело в каких-то институциональных факторах, связанных с инфляционным таргетированием.

В пользу такой точки зрения говорят исследования, касающиеся эффектов прозрачности денежно-кредитной политики.

Есть обширные исследования, есть обширная литература.

Мне тоже посчастливилось сделать вклад в эту литературу, касающуюся исследований влияния прозрачности ДКП на успешность реализации ее целей.

Эта литература показывает, что изменение уровня прозрачности политики (то есть изменение коммуникаций Центрального банка, того, насколько открыто он с нами общается, насколько он раскрывает свои карты, насколько он раскрывает прогнозы), может влиять на успешность реализации ДКП.

Понятно, что все центральные банки, переходящие к инфляционному таргетированию, увеличивают прозрачность политики.

Потому что это часть формального определения инфляционного таргетирования, формальности подотчета.

Поэтому да, возможно, дело в изменении прозрачности ДКП.

Может быть, изменение прозрачности ДКП в рамках другого режима все еще может быть успешным.

То, как должна быть устроена коммуникация центральных банков, на самом деле тоже очень сильно поменялось за последние годы.

Есть знаменитое высказывание Гринспена про то, что если Вам показалось, что Вы поняли, что я хотел сказать, то, скорее всего, Вы неправильно меня поняли.

Про то, что он лучше всего научился мямлить за время своей работы.

С другой стороны, есть высказывание Бена Бернанке, который был следующим главой ФРС.

И он уже говорит, что монетарная политика – это на 98% слова, на 2% дела.

То есть да, возможно, дело, например, в прозрачности.

Может быть, это не зависит от инфляционного таргетирования.

Это ответ на первый вопрос.

Второй вопрос, касающийся управления валютным курсом.

Да, есть работы, которые показывают, что не все инфляционное таргетирование одинаково полезно.

Что инфляционное таргетирование можно реализовать по-разному.

В частности, в рамках инфляционного таргетирования можно придерживаться режима полностью свободно плавающего валютного курса.

Или можно отчасти управлять валютным курсом.

Понятно, что нельзя его жестко зафиксировать в условиях инфляционного таргетирования, но им можно управлять.

Есть свидетельства в пользу того, что такое управление валютным курсом в разумных пределах может увеличивать успешность реализации этой политики.

Моя статья на эту тему с Ириной Луневой была опубликована в журнале «Деньги и кредит» Центрального банка¹¹.

Так что, наверное, да, в каком-то смысле и Центральному банку эта идея показалась небезнадежной.

Тосунян Г.А.: Спасибо.

Пожалуйста, Игорь Логинов.

¹¹ [Картаев Ф., Лунева И. Взболтать, но не смешивать: сравнение эффективности чистого и смешанного инфляционного таргетирования // Деньги и кредит. 2018. № 3. С. 65–75.](#)

Логинов И.Э.: Филипп Сергеевич, у меня такой маленький вопрос.

Когда мы говорим о целях и возможностях их достижения, важным становится вопрос: насколько мы способны влиять на достижение этой цели?

Если мы говорим, что Центральный банк должен отвечать за ВВП, мы понимаем, что масштаб влияния Центрального банка на ВВП небольшой – условно, 10%.

Если мы говорим об инфляции и борьбе с ней, то влияние Банка России здесь больше – например, 30%.

Но в руках у Центрального банка находятся кредитный рынок и процентная ставка.

И влияние Банка России на кредитный рынок еще больше – условно, 70%.

Поэтому более оправданным для Центрального банка было бы отвечать за то, на что он имеет большее влияние, – за развитие кредитного рынка.

Не видите ли Вы возможности введения какого-то синтетического показателя, который включал бы в себя как ограничение инфляции, что, без сомнения, важно и нужно, так и развитие кредитного рынка (доступность кредитных ресурсов для субъектов экономики)?

И второй момент – это процентная ставка по кредитам.

Потому что, когда Центральный банк начинает бороться с инфляцией, ставки кредитования существенно растут, и кредит становится менее доступен для населения и бизнеса.

Становится трудно взять новый кредит.

Но и по «старым» кредитам возникают проблемы: большинство кредитов бизнесу выдается по «плавающей» ставке, привязанной к учетной ставке Банка России.

Знакома ли Вам какая-либо практика двухфакторного управления?

Когда речь идет и о борьбе с инфляцией, и об ограничении роста ставки кредитования?

Картаев Ф.С.: Спасибо.

Это интересный вопрос.

Мне кажется, что было бы здорово найти такой способ: делать так, чтобы и инфляция была низкой, и процентные ставки одновременно были низкими.

Но полагаю, что в рамках современного конвенционального инструментария центральных банков такого чудодейственного средства пока нет.

Во всяком случае, мне оно неизвестно.

Логинов И.Э.: И даже операции на открытом рынке с облигациями тоже не позволяют стерилизовать денежную массу, не «задирая» ставку кредитования?

Картаев Ф.С.: Давайте я еще раз аккуратно скажу, что я не говорю, что такого вовсе нет.

Но мне не известен опыт успешной реализации такого подхода.

Тосунян Г.А.: Хорошо.

Очень ценно, что Филипп аккуратно формулирует свою позицию, не вмешиваясь в компетенцию регуляторов и не беря на себя больше, чем можно в данной ситуации.

Кстати, Филипп, посмотрите также и вопросы в чате.

Потом ответите, когда будет дискуссия или заключительное слово.

Сейчас Антон Бузин, руководитель «Морского банка».

БУЗИН А.Ю., д. э. н. КАРТАЕВ Ф.С., акад. ТОСУНЯН Г.А.

Бузин А.Ю.: Спасибо, Гарегин Ашотович.
Спасибо, Филипп Сергеевич, очень интересный доклад.

Мне было интересно, опять же, с практической точки зрения.

Правильно ли я понимаю, что на сегодня, исходя из исследований, проведенных по тем показателям, которые оценены, политика Банка России в части инфляционного таргетирования является наиболее безопасной и наиболее адекватной сегодняшнему моменту?

Это моя личная точка зрения, я действительно ее придерживаюсь.

Я скорее считаю, что никакое дальнейшее повышение денежной массы, никакой выкуп ценных бумаг на баланс государства не приведут к какому-то существенному сдвигу вперед.

А что касается инвестиций, ну, инвестиции – это да.

Кто говорит, что это плохо?

Нет, это не плохо.

Но почему это должно делаться за счет международных резервов?

Поэтому сегодня, послушав Ваше выступление, Вашу работу, лично я нахожу инфляционное таргетирование наиболее безопасным и адекватным той ситуации, в которой мы сейчас находимся.

Какова Ваша точка зрения на это?

Правильно ли я Вас понял?

Картаев Ф.С.: Любое выступление можно превратить в вопрос, сказав в конце: «Не так ли?»

Думаю, что из моего доклада вполне понятно следующее.

Я допускаю, что существуют более хорошие режимы, чем инфляционное таргетирование.

Но из тех режимов, которые апробированы на практике, наилучшим кажется инфляционное таргетирование.

Может быть, это плохой режим.

Но из тех, которые были апробированы на практике, остальные еще хуже.

Это не значит, что надо останавливать поиск.

Тосунян Г.А.: Вы сказали, что из всех оно лучшее.

Из худших – лучшее.

Но если Вы не испробовали другие методы, а там как раз тоже есть вопросы, Вы считаете, что то, что мы имеем, – это лучшее из худших или это худшее из худших все-таки?

Потому что то, что мы имеем, – это и нестабильность национальной валюты, и недоступность кредитов, и соответствующий уровень роста экономики...

Причем вопрос не только в росте ВВП, а именно в росте экономики.

Из сегодняшнего обсуждения, я так понимаю, многие пришли к выводу, что рост ВВП – это еще не есть рост экономики.

Это разные вещи.

Существенно разные.

Потому что этот рост ВВП может съедаться за счет официальной инфляции, за счет скрытой инфляции.

И в совокупности получается, что мы имеем то, что имеем...

Понимаете, я ставлю под сомнение Ваш тезис о том, что из имеющихся инструментов все плохие, но этот лучший из худших.

Я боюсь, что этот аргумент неубедителен.

Потому что мы слишком увлеклись этим инструментом.

И в результате ни по одному из параметров мы не можем говорить о каких-то выдающихся, или даже не выдающихся, а просто об успехах.

Здесь, опять же, завершая свой вопрос, я спрашиваю: согласны ли Вы?

Картаев Ф.С.: Гарегин Ашотович, спасибо.

Мне кажется, я могу ответить на этот вопрос и одновременно отреагировать на вопрос в чате по поводу допустимости текущего уровня инфляции.

У меня нет сомнений в том, что текущее состояние макроэкономической динамики далеко от совершенства.

Есть много вещей, которые нас в ней не удовлетворяют.

Поэтому, конечно, я согласен с тем, что поиск способов улучшения реализации денежно-кредитной политики – это важная работа. Ее надо делать.

Но считаю не менее важным подчеркнуть и другое.

Не нужно всю ответственность за то, что нас не в полной мере удовлетворяет макроэкономическая динамика, перекладывать на Центральный банк.

Ясно, что есть другие органы и другие лица, принимающие решения, которые тоже влияют на то, что происходит в экономике.

Так же, как мы не хотим говорить, что весь существующий рост экономики обусловлен решениями Центрального банка.

Или что то, что у нас сохранилась финансовая устойчивость во время последних шоков, обусловлено решениями только Центрального банка, и больше никого.

Конечно, есть вклад других органов.

Точно так же в том, что нас не устраивает, надо винить не только денежно-кредитную политику.

Нужно совершенствовать и другие аспекты политики.

Мы говорим про долгосрочный рост и про то, как могла бы монетарная политика помочь долгосрочному росту.

Да, наверное, разумная монетарная политика могла бы ему помочь.

Но я убежден, что еще больше долгосрочному росту помогло бы увеличение государственных ассигнований на фундаментальную науку и образование.

То, как помогать экономическому росту монетарной политикой, – это дискуссионная тема.

Но в том, что фундаментальная наука и образование помогают экономическому росту, существует полный консенсус.

Поэтому не монетарной политикой единой...

Спасибо.

Тосунян Г.А.: Понятно.

Здесь Вам трудно возразить. Тем более в нашей аудитории.

Давайте пойдем дальше, коллеги.

Наш третий докладчик – Олег Геннадьевич Солнцев.

Тема – «Требования к денежно-кредитной политике для обеспечения устойчивого долгосрочного экономического роста».

Все названия докладов – это «вид сверху, сбоку, с другого бока».

Потому что все они – вокруг одной темы.

Пожалуйста, Олег Геннадьевич.

ДОКЛАД 3

СОЛНЦЕВ О.Г.

к. э. н., заведующий лабораторией анализа проблем денежно-кредитной политики и банковской системы Института народнохозяйственного прогнозирования РАН, заместитель генерального директора Центра макроэкономического анализа и краткосрочного прогнозирования

ТРЕБОВАНИЯ К ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКЕ ДЛЯ ОБЕСПЕЧЕНИЯ УСТОЙЧИВОГО ДОЛГОСРОЧНОГО ЭКОНОМИЧЕСКОГО РОСТА

Я буду рассказывать, опираясь на содержание той статьи, которая послужила поводом, чтобы организаторы пригласили меня на столь представительное и высокопрофессиональное собрание.

Эта статья¹² вышла в сборнике, подготовленном Институтом народнохозяйственного прогнозирования РАН.

В сборнике представлено видение перспектив развития российской экономики в текущих условиях и на долгосрочном горизонте, видение вызовов для экономической политики, а также оптимальных параметров данной политики.

В данном случае это часть большого труда института, касающийся того, как могли бы выглядеть требования к ДКП.

¹² [Медведев И. Д., Солнцев О. Г. Денежно-кредитная политика Банка России в условиях структурной трансформации экономики // Научные труды ИНИП РАН. 2023. № 2. С. 6–28.](#)

Начнем с концептуальных положений текущей парадигмы ДКП применительно к экономическому росту.

Как раз эта тема сегодня в центре внимания нашего обсуждения.

Существуют программные документы Банка России, в которых он фиксирует свою позицию по этому поводу.

В частности, по основным направлениям ДКП.

Во-первых, там преемственно каждый год, в том числе на протяжении последних двух лет, повторяется утверждение о том, что ключевым вкладом ДКП в экономический рост является поддержание высокого темпа, создание условий для роста потенциального ВВП за счет предотвращения шоков, колебаний, кризисов, связанных с экономическим циклом.

То есть основная задача ДКП – это противодействие как перегревам, так и переохлаждениям экономики, что будет вести к более эффективному использованию факторов производства в виде труда, капитала, технологий.

Соответственно, в этом и заключается как контрциклическая, так и фундаментальная роль ДКП.

Второе утверждение – это то, что в данном случае оптимальной является концентрация на цели по инфляции.

В силу эффекта *divine coincidence* снижение избыточной динамики цен одновременно сопровождается торможением экономического перегрева, если он возникает и если мы можем его наблюдать.

И наоборот, предотвращение дефляции, предотвращение слишком низкой динамики цен (ниже целевого уровня) способствует поддержанию темпов экономического роста, предотвращению рецессии.

В этом смысле такая контрциклическая деятельность самодостаточна.

Третье утверждение – это то, что такая контрциклическая борьба должна предусматривать некую асимметричность реакции Банка России.

Регулирование осуществляется преимущественно через инструмент регулирования процентных ставок.

Для того чтобы эффективнее выполнять такую контрциклическую функцию, реакция на повышение инфляции должна быть более сильной, чем на ее понижение.

То есть реакция должна быть асимметричной.

На инфляционный шок реакция более жесткая, более резкая, более активная.

На дезинфляционный – более слабая, более вялая, более отложенная.

Это объясняется тем, что инфляционные ожидания обладают неким самодостаточным характером.

Инфляционные ожидания ведут себя таким образом, что они активнее реагируют на рост фактической инфляции.

И более вяло, более скептически реагируют на дезинфляцию.

Поэтому и ДКП должна быть асимметричной.

Плюс еще так называемый эффект храповика.

Хотя в официальных документах он не озвучивается либо озвучивается крайне редко.

Эффект храповика, известный по ценам, подразумевает, что продавцы или рынок более активно повышают цены, чем понижают.

И третье положение.

Денежно-кредитная политика должна проводиться изолированно от других видов политики, которую проводит Центральный банк.

В частности, от политики макропруденциального регулирования или просто пруденциального.

От политики валютного контроля.

От политики развития финансовых рынков.

Просто для того, чтобы сохранять доверие и ясность мандата денежно-кредитной политики, внутри Центрального банка между различными видами политики должны быть выстроены такие «китайские стены».

То есть левая рука не должна ведать, что делает правая.

Тогда каждый будет решать свою задачу, не мешая другому.

Перечисленное, по существу, является неким концептуальным фундаментом проводимой в настоящее время денежно-кредитной политики.

Представляется, что в текущих условиях, в которых существует российская экономика и в целом наша страна, с момента начала этого геополитического стресса и этого испытания, связанного с необходимостью пересборки российской экономики, формирования другой модели экономического роста и воспроизводства в целом, такие положения, которые могли бы быть приемлемы для относительно спокойного периода, уже являются недостаточными.

Точнее, как минимум недостаточными.

Они являются неприемлемыми в силу того, что российская экономика – и финансовый сектор, и те сферы ответственности, которые находятся в ведении Центрального банка, – переживают масштабные стрессы, шоки и испытывают потребность в качественных изменениях.

Вряд ли можно рассчитывать на то, что эти изменения успеют произойти неким эволюционным путем.

Думается, ставка только на эволюционное развитие может привести к достаточно тяжелым последствиям для российской экономики и финансового сектора, для макроэкономической стабильности в целом.

Я попытаюсь показать, какие это шоки.

И как этому можно противодействовать, если выйти за пределы парадигмы реагирования только на экономический цикл и за пределы парадигмы автономности различных видов политики.

Я попытаюсь показать, что переход к некой комплексной политике является необходимым условием для адекватного реагирования на эти шоки, эти вызовы.

Первое – это узкие места в развитии финансового сектора.

Понятно, что в результате масштабных внешнеэкономических санкций мы оказались отсечены от различных сегментов финансового рынка, которые мы аутсорсили.

И эти сегменты имеют некое ключевое значение с точки зрения возможности экономических агентов адаптироваться к стрессам, которых сейчас много.

С точки зрения возможности трансформировать сбережения в инвестиции, осуществлять более-менее предсказуемый инвестиционный процесс.

Речь идет о таких инструментах, как:

- страхование внешней экономической деятельности;
- синдицированное кредитование и долгосрочные корпоративные облигации;
- фьючерсные форвардные контракты на проценты и валютные инструменты.

Вот эти три группы абсолютно необходимы для того, чтобы создавать некое структурное условие для нормальной деятельности экономических субъектов.

В частности, крупных экономических субъектов.

Пока ставка здесь делается только на оптимизацию регулирования.

Форсированное развитие этих инструментов требует реализации идеологии стимулирующего рефинансирования, стимулирующего регулирования.

Того, которое наш регулятор и финансовые власти успешно применяли, когда речь шла о развитии рынка ипотеки, о становлении проектного финансирования жилищного строительства.

Такого рода стимулирующие инструменты – в виде более мягких требований, более мягкой учетной политики при рефинансировании, более мягкой политики резервирования – применялись.

И это дало свои плоды.

Очевидно, что и в этой ситуации, когда мы хотим, чтобы у нас произошло импортозамещение в этих ключевых сегментах, без чего-то подобного вряд ли возможно обойтись.

А это подразумевает, что такой инструмент ДКП, как рефинансирование Центральным банком, нельзя рассматривать только как инструмент регулирования денежного предложения.

Этот инструмент должен иметь и такой структурный аспект.

Следующий проблемный момент – это высокая волатильность обменного курса рубля.

В последние два с половиной года рубль является одной из наиболее волатильных валют.

Мы делали расчеты.

Рубль по уровню нестабильности обгоняет даже турецкую лиру и египетский фунт.

Существенно обгоняет.

Конечно, такая волатильность ставит мощный барьер для увеличения инвестиций в российскую экономику.

А это значит, ставит барьер для повышения динамики того самого потенциального ВВП, о котором заботится Центральный банк – так же, как и все органы регулирования.

Противодействие таким колебаниям возможно в рамках режима гибридного инфляционного таргетирования, который де-факто у нас стал формироваться с 2017 года за счет реализации бюджетного правила.

И наши расчеты показывают, что такой режим во всех отношениях полезен.

Да, он, с одной стороны, подразумевает, что у нас могут происходить некие эмиссионные выбросы, связанные с покупкой избыточной валюты.

Или, наоборот, стерилизация денежного предложения, связанная в данном случае с продажей валюты из бюджетных фондов.

Банк России здесь выполняет роль агента.

Но тем не менее и бюджет тоже может играть такую роль.

Это, конечно, подразумевает большую сложность в управлении денежным предложением и, соответственно, может подразумевать большую волатильность цен.

Но за счет того, что курс становится более предсказуемым, это позитивное влияние большей предсказуемости курса на эффект переноса курса в цены превышает

эффект, связанный с возможной большей волатильностью динамики денежного предложения.

Собственно говоря, наши оценки, полученные при помощи моделей GMM-динамической регрессии для российской экономики, четко показали, что для периода гибкого инфляционного таргетирования (а оно у нас было с 2017 по 2021 год) эта тактика была успешной с точки зрения снижения волатильности цен.

И конечно же, она была успешна и с точки зрения снижения волатильности курса.

Поэтому эта практика должна быть продолжена.

Между тем сейчас существуют определенные ограничения для ее проведения в условиях, когда валютные инструменты у нас сведены к операциям с юанем.

Как следствие, возникает определенное напряжение и на юаневом рынке.

Там возникают эффекты дефицита, или могут возникнуть эффекты избытка.

Поэтому необходимо хорошо и правильно подстраховывать такую политику умеренного регулирования колебаний курса.

Опять-таки, речь не идет о переходе к фиксированному курсу или даже к каким-то обязательствам ЦБ о проведении интервенций.

Хорошо регулировать таким инструментом, как «forward guidance», который представляет собой высказывание Центральным банком своей позиции.

Возможна ситуация, когда курс рубля переукрепляется, как это было у нас в середине 2022 года.

Курс тогда был 50 рублей за доллар и даже ниже, что создавало проблемы с рентабельностью многих несущих секторов российской экономики.

Или, наоборот, рубль переослабляется, как было летом 2023 года.

И само наличие позиций Центрального банка и его готовности применить точечные интервенции может остужать рынки.

Конечно же, этот инструмент тоже должен быть задействован.

Третий шок, с которым мы сталкиваемся.

Я к этому уже плавно перешел.

Это затруднение с проведением внешнеэкономических расчетов в связи с переходом на расчеты в национальных валютах.

Мы проводили довольно обширные исследования на эту тему.

И можем сказать следующее.

Сегодня у нас уже нет такого избыточного превышения экспорта над импортом, которое было в 2022 году.

И в целом торговля по российской экономике стала более сбалансированной.

Но и в этих условиях все же сохраняются масштабные перекосы, масштабный избыток превышения экспорта над импортом по многим дружественным странам, с которыми мы рассчитываем на выход в нацвалюту.

Про индийскую рупию говорить не буду, там притча во языцех.

Хотя на самом деле там все не так уж и драматично.

Но существуют проблемы – и они будут продолжать существовать в перспективе – с накоплением дирхамов, турецких лир, некоторых других валют по странам, которые являются чистыми импортерами из России.

Работа с их национальными валютами и такая относительно бесшовная конверсия одних национальных

валют в другие невозможна без поддержания ликвидности соответствующими инструментами.

Инструментами рефинансирования высококачественных активов в данных валютах со стороны ЦБ РФ.

Видится, что эти инструменты все-таки важны.

Они не обязательно должны быть масштабными, но они важны для того, чтобы осуществлять некую «смазку» при конверсии одних валют в другие.

Четвертая проблема – это стабильность долгосрочных ставок.

В условиях, когда Центральный банк использует в качестве основного и практически единственного способа регулирования уровня процентных ставок и денежного предложения в экономике только изменение ключевой ставки, возникают неизбежные негативные последствия для долгосрочных ставок.

В случае резкого повышения ключевой ставки долгосрочные ставки по безрисковым инструментам (по гособлигациям) могут переходить к запретительным уровням и блокировать инвестиционный процесс.

Здесь выходом может быть опыт регуляторов развитых стран, которые практиковали и практикуют управление кривой доходностей по безрисковым финансовым инструментам.

В частности, ФРС осуществляла такое управление в рамках операции «Twist».

В 2020 году, в период коронакризиса, также были попытки управления кривой доходности.

И Банк России не отказывался от такой возможности.

В марте 2022 года ЦБ говорил о том, что да, чтобы предотвратить разрушение рынка и избыточную волатильность по такого рода инструментам (ОФЗ),

выполняющим роль бенчмарка, возможны операции на их открытом рынке.

Представляется, что это тоже является необходимым условием.

Пятый момент связан с поиском источников ресурсов для финансирования инвестиций.

Это использование капитального контроля как возможного инструмента ДКП.

Инвестиции, стабильность инвестиций, как мы помним, это и есть главный вклад в поддержание высокой динамики потенциального ВВП.

Чистый отток капитала



Рис. 14

На протяжении всей статистической истории новейшей российской экономики мы наблюдаем удивительный феномен.

Это масштабный чистый отток капитала из реального сектора.

Именно из реального сектора.

Он на графике показан черной линией (см. Рис. 14).

Пунктиром показан чистый отток всего капитала.

Причем этот отток не сократился.

Он в среднем колеблется в пределах от 4% до 10% ВВП.

Центральный уровень – где-то 5–7%.

И на этом уровне в 5–7% он достаточно устойчиво держится.

Это говорит, конечно, о глубоких фундаментальных проблемах с самим встраиванием частного бизнеса в ту экономическую систему, которая существует.

Это связано и с недостатком мотивации, и с недостатком инструментов, и с «провалами» институтов.

И здесь, очевидно, может работать так называемый «эффект разбитых окон».

То есть когда ситуация хронического оттока средств из предприятий за рубеж снижает потенциал роста внутренних рынков, поскольку эти сбережения не используются внутри страны.

А это ограничивает возможности и потолок роста тех внутренних рынков, на которые могли быть направлены инвестиции.

Это может быть система с прямой и обратной усиливающей связью.

Для разрыва этого порочного круга требуется координация различных политик и, конечно, использование многих инструментов.

Но инструмент капитального контроля здесь также должен быть задействован.

Более того, этот инструмент капитального контроля будет облегчать достижение основных задач ДКП в виде снижения инфляции, способствуя большей стабильности обменного курса.

Как мы видим, после введения в действие указа президента об обязательной продаже валютной выручки крупнейшими экспортерами у нас достаточно быстро произошла стабилизация обменного курса рубля.

Да, он вышел на некие долгосрочные уровни, соответствующие долгосрочному равновесию.

Наши расчеты показывали этот уровень где-то в районе 85–90 рублей за доллар.

И по крайней мере, было остановлено это устойчивое сползание до 100 рублей за доллар.

И этот инструмент, конечно, должен быть вплетен в ткань ДКП и использоваться в рамках комплексного подхода.

Я закончил обоснование того, почему денежно-кредитная политика должна быть вписана в комплекс других видов политик, осуществляемых Центральным банком во взаимодействии с правительством.

Почему она должна рассматриваться в контексте более широкого инструментария, нежели просто регулирование процентной ставки.

В завершение хотел бы сказать о том, почему эта концепция более жесткой реакции на инфляционный, чем на дефляционный шок, ведет к угнетению долгосрочного экономического роста и долгосрочного потенциала ВВП.

Можно посмотреть на график (см. Рис. 15).

Здесь видно, что с момента перехода к инфляционному таргетированию, чистому инфляционному или

гибкому, который у нас был с 2017 по 2022 год, у нас произошёл выход реальных процентных ставок на более высокий уровень.

Обозначился такой тренд.

К сожалению, эту работу не продлили на 2023 год.

Но если бы продлили, то там было бы видно, что уровень реальной ставки снова выскочил примерно в ту зону, в которой он находился в 2018–2019 годах.

Сложно назвать это трендом, но на таком фоне у нас отмечается длительная тенденция к росту реальных ставок по кредитам.

Одновременно обозначилась тенденция к увеличению разрыва между валовыми сбережениями и валовыми накоплениями.

Валовые национальные сбережения, валовые национальные накопления и уровень процентных ставок



Рис. 15

Кроме эффекта чистого оттока капитала из предприятий, из реального сектора, который связан с какими-то более глубокими мотивационными причинами, здесь, видимо, играет роль фактор большей привлекательности хранения средств в депозитах, нежели инвестирования их в реальный бизнес.

Мы видим, что на фоне роста валовых сбережений, который обуславливался повышением прибыли, получаемой по экспорту, уровень валового накопления инвестиций в основной оборотный капитал не вырос.

Он остался на тех же уровнях, на которые он вышел примерно с 2007–2010 годов, исключая кризисные провалы.

И это сопровождалось недоинвестированием.

Сопровождалось торможением экономического роста.

Опять-таки, темп роста ВВП.

Если в 2010–2012 годах нормой был темп роста ВВП где-то 4%+ в год, в 2017–2018 годах – 2%+ в год, то в 2020–2023 годах, если усреднить, с поправкой на шоки, за вычетом колебаний, новая норма обозначилась в районе 1%+.

В 2024 году вроде бы наметился выход в более высокую динамику, но затем очень быстро наметилось и новое торможение.

То есть, если исключить влияние шоков и афтершоков, мы видим затухание экономического роста на фоне неиспользования инвестиционного потенциала.

Напомню, что существует эффект инвестиционного акселератора экономического роста.

Это важнейший механизм ускорения или, наоборот, торможения динамики экономики.

Возможно, торможение является следствием как раз алгоритма более жесткого реагирования процентной политики на инфляционный разогрев, нежели на дезинфляцию.

Это означает, что мы постоянно повышаем требования к уровню реальной ставки де-факто для конечного заемщика, для конечного депозитора.

Тем самым тормозим динамику потенциального ВВП.

Соответственно, это программирует отрыв текущего спроса от динамики потенциального ВВП за счет того, что потенциальный ВВП проседает вниз.

А это провоцирует новое устойчивое ужесточение ДКП.

Перехожу к выводам.

Выводы таковы, что для текущей геополитической, геоэкономической ситуации, ситуации трансформации, наверное, было бы адекватным формулирование в явном виде перехода к гибридному инфляционному таргетированию.

Конечно, цель по инфляции должна быть первичной.

ЦБ должен быть той ветвью экономической власти, для которой ключевой задачей является регулирование инфляции.

Безусловно, обеспечение невысокой и управляемой инфляции в качестве задачи ДКП должно иметь приоритет.

Но на уровне дополняющих задач – не постоянно реализуемых, а в качестве задач ограничения колебаний – должны рассматриваться другие финансовые аспекты, важные с точки зрения долгосрочных стимулов к инвестициям.

Это динамика реального курса, это стабильность долгосрочных ставок и это динамика фондового рынка.

(И в этом контексте не может не радовать отсылка к целевым ориентирам по фондовому рынку, которая есть в последнем майском указе президента.)

Эти три дополнительных ориентира должны иметь характер не постоянно действующих целевых значений, а скорее неких ограничений.

В целом конечной сверхзадачей денежно-кредитной политики должно быть обеспечение финансовых условий, при которых капитал, вложенный в бизнес в России, в долгосрочном периоде с высокой вероятностью будет иметь более высокую стоимость, чем в среднем в другой стране.

Невысокая и контролируемая инфляция находится в числе этих условий, но это не единственное финансовое условие.

Для того чтобы Центральный банк мог управлять этими условиями (точнее, «подправлять» их), не конфликтуя с основной целью по инфляции и с регулированием денежного предложения, можно использовать инструмент «forward guidance».

То есть просто обещания вмешаться в ситуацию в случае выхода ее за определенные границы, по случаю подтверждаемые практикой реальных вмешательств, но не слишком частых и соразмерных ситуации.

Необходимо использовать такие инструменты, как операции на открытых рынках.

Инструменты стимулирующего рефинансирования и стимулирующего пруденциального регулирования.

Опять же, это позволит, не разрушая общей логики регулирования денежного предложения, обеспечивать позитивные структурные эффекты.

И безусловно, необходима координация различных видов политики Центрального банка.

Это будет обеспечивать задачи финансового развития по тем сегментам, которые требуют импортозамещения, а также решение проблем внешнеэкономических расчетов.

Спасибо.

Тосунян Г.А.: Спасибо за доклад.

В трех докладах представлен довольно широкий спектр мнений.

И это хорошо.

Это повод для дискуссии.

Есть вопрос у Игоря Логинова.

ЛОГИНОВ И.Э. – к. э. н. СОЛНЦЕВ О.Г.

Логинов И.Э.: Спасибо большое.
У меня вопрос по поводу динамики курса.

Мы все видели уроки того, что Центральный банк не может бороться с долгосрочными тенденциями.

И валютный коридор Банка России, и атака Сороса на английский фунт это показали.

Максимум, что может сделать Центральный банк с точки зрения регулирования курса, – это борьба с краткосрочными «выбросами» и их сглаживание.

Поэтому я хотел бы уточнить: как, на Ваш взгляд, Банк России должен управлять динамикой курса?

Солнцев О.Г.: Во-первых, нужно разделять долгосрочный, краткосрочный и среднесрочный аспекты.

В краткосрочном или сверхкраткосрочном (подневном) аспекте курс должен быть максимально плавающим.

Именно для того, чтобы не провоцировать спекулятивные атаки, не провоцировать постоянные шоки на денежное предложение.

Курс должен ходить свободно.

Центральный банк или какой-либо другой регулятор не должен на это влиять.

Среднесрочный аспект касается сезонных колебаний.

Они достаточно мощно просматриваются.

Эти колебания встроены в российскую экономику вследствие сезонности импорта и сезонности вывоза капитала, связанного с сезонностью прибыли.

Здесь возможны противодействия через инструмент в виде бюджетного правила и выхода Минфина на рынок. Этого достаточно.

Еще один инструмент – между средне- и краткосрочным.

Это некие разрушающие шоки на рынке.

Такие, например, как были в середине 2022 года.

Было очевидно, что это неравновесная ситуация, когда курс уходил к 50 рублям за доллар.

Хотя инвестиционные аналитики и говорили (как это вообще свойственно инвестиционным аналитикам), что это навсегда.

Но при более-менее фундаментальном анализе – при построении балансов, поступлении экспорта, поступлении и использовании валютных средств – было очевидно, что эта ситуация неравновесна.

В этих условиях, например, Центральный банк как раз может срезать эти впадины и пики не интервенциями, а словесными интервенциями.

То есть не надо пытаться переломить какую-то тенденцию, которая проявит себя на горизонте нескольких месяцев.

Не надо даже, может быть, выходить с реальными интервенциями.

Нужно просто угрозой интервенций или какими-то демонстрационными актами останавливать рынок, который не может остановиться сам.

Через какое-то время рынок сам отрегулируется.

Например, можно вспомнить период 1999–2000 годов.

Тогда Виктор Геращенко очень успешно таким образом «уговаривал» рынок, имея при этом довольно мало валютных резервов.

Он мог убеждать рынок, что не стоит зарываться.

Если помните, была так называемая «пила Черепанова», в честь директора соответствующего департамента Центрального банка, который проводил эти операции.

И наконец, есть долгосрочный аспект.

Здесь ключевой момент – это постоянный отток из реального (подчеркиваю, именно из реального) сектора экономики, который требует комплексной работы различных ветвей власти.

Конечно, Центральному банку в одиночку эту проблему не решить.

Но Центральный банк при этом является одним из слагаемых решения.

Тосунян Г.А.: Спасибо.

Коллега Сенаторов, в прошлом, на протяжении длительного времени, зампред Центрального банка.

проф. СЕНАТОРОВ М.Ю. – к. э. н. СОЛНЦЕВ О.Г.

СЕНАТОРОВ М.Ю.

д. т. н., профессор, член Экспертного совета по научно-технологическому развитию и интеллектуальной собственности при Комитете Государственной думы РФ по образованию и науке

Сенаторов М.Ю.: Добрый день!

Вы знаете, все докладчики упустили один момент: как скорость обращения денег влияет на инфляцию?

За практику моей работы в Банке России было видно, что скорость обращения денег очень сильно зависит, например, от платежной системы.

Платежная система может легко пропускать деньги, давать возможность проведения различных операций на внебиржевом рынке и на рынках, которые не контролируются Центральным банком.

Для этого в России использовалась система SWIFT.

Она была до 80% загружена межбанковскими платежными сообщениями внутри России, которые не контролировались ЦБ РФ.

Сейчас система SWIFT в России не работает.

Существует только платежная система Центрального банка, которая ставит под контроль все платежи, которые идут в банковской системе.

Поэтому интересно, как сказывается эта техническая сторона на инфляции.

И влияет ли на нее?

Солнцев О.Г.: Моя точка зрения такова.

Использовать скорость прохождения платежей в качестве инструмента регулирования инфляционного давления или спроса не стоит.

Действительно, здесь должна быть какая-то «китайская стена».

Иначе мы можем получить кризис ликвидности на ровном месте.

Платежи должны ходить так быстро, как только это возможно.

В случае, если плохо работает SWIFT, есть система передачи финансовых сообщений (СПФС).

Нужно пользоваться ею, а также другими инструментами.

Что касается скорости обращения денег, то это старинная дискуссия.

О том, существует ли такая сущность или она является просто некой счетной величиной, когда мы делим объем произведенных товаров и услуг, ВВП или валовый продукт на денежную массу, – и получаем эту величину.

Получаем некий показатель, который ведет себя достаточно неустойчиво.

Я думаю, что в краткосрочной перспективе, скорее всего, наблюдается второе.

А в более длительной – скорее всего, первое.

В краткосрочной – к вбрасыванию или, наоборот, изъятию денег из оборота экономика достаточно быстро адаптируется.

Через накопление избыточных средств без выпуска в обращение, через завоз импорта, который поглощает избыточный спрос или который, наоборот, сокращается в условиях сокращения номинального спроса.

Через какие-то эффекты, связанные с выходом в другие, альтернативные денежные инструменты, в том числе валютные, туда и обратно.

Но в более длительной перспективе, конечно, это играет роль.

То есть если наблюдается чрезмерная эмиссия, то и наши оценки, и оценки, по-моему, практически всех исследователей показывают, что деньги сказываются на уровне инфляции.

Объем денег.

Но с большими лагами.

О лагах спорят, через сколько месяцев: через полгода, через два квартала, три квартала, четыре квартала...

Точно не сразу.

Но сказывается, да.

Поэтому всегда нужно иметь в виду такую опасность, как разгон скорости обращения денег, связанный со снижением доверия к национальной валюте.

Это и есть путь к гиперинфляции.

И попытка, например, форсированно монетизировать экономику «через не хочу» может привести именно к этому.

В каком-то смысле рост уровня монетизации экономики отражает снижение скорости обращения денег именно вследствие роста доверия и вследствие роста доли каких-то медленно оборачивающихся, более долгосрочных элементов денежной массы.

В целом же до роста уровня монетизации экономика должна прийти сама.

Тосунян Г.А.: Спасибо.

Коллега Смолин из Института имени Келдыша.

Математики включаются в разговор.

СМОЛИН В.С.

научный сотрудник Института прикладной математики
им. М.В. Келдыша РАН

Добрый день!

Поскольку я не экономист, у меня, возможно, будет взгляд со стороны.

Хотел бы задать три вопроса.

Первое.

Монетизация и кредитная политика рассматриваются специалистами в той области, в которой они работают.

Но я как вкладчик, представитель населения, думаю, что эта политика направлена на некоторое сглаживание отношений населения с государством.

Все ругают Набиуллину за высокий курс.

Но она, в принципе, поддерживает банки, чтобы я больше денег оставлял в банках и не выходил на улицы за то, что меня ограбили за счет низкой ставки.

Потому что существующая сейчас ставка рефинансирования в 16%, на мой взгляд, отражает реальную инфляцию.

Не то чтобы она ей равна, но она близка к реальной инфляции.

Соответственно, я держу свои деньги в банке, поскольку, если я их сейчас потрачу, то это будет менее выгодное вложение.

Вопрос в том, что вкладчика можно ограбить двумя способами.

Первый – это инфляция.

Второй – печатание денег.

В обоих случаях те деньги, которые у меня хранятся в банке, сокращаются.

Первый вопрос: почему эти аспекты ни у кого не прозвучали?

Второй вопрос у меня будет по другим причинам инфляции.

Все докладчики очень душевные, они понимают ситуацию в стране.

О чем можно говорить, о чем нельзя говорить.

А искусственный интеллект когда спросили, что сделать, чтобы был экономический рост, о котором мы говорим, он пожужжал и ответил, что воровать надо меньше.

Все сказали: ну, тупая бездушная железка, она не понимает ситуации.

Но коррупция – это не воровство и не взяточничество.

Воровство и взяточничество – это лишь отдельный элемент коррупции.

Коррупция – это кадровая политика.

То есть когда на руководство предприятиями и другими учреждениями назначаются не те, кто действительно мог бы ими хорошо руководить.

И это приводит к тому, что снижается конкуренция.

Экономический рост идет за счет того, что создаются условия для цивилизованной конкуренции.

Вот эта кредитная политика – конечно, косвенно – влияет на то, куда население понесет свои деньги.

Заберу ли я их из банка и вложу в акции, или куплю недвижимость.

Или наоборот, продам недвижимость, вложу деньги в банк.

И этот дополнительный фактор с организацией цивилизованной конкуренции сильно влияет на экономический рост.

Это можно как-то связать с этой кредитной политикой?

И третий вопрос – о том, что все эти Тимуры и их команды повязали в коррупции.

Почему?

Потому что чем сложнее экономические законы, которые мы тут обсуждаем, тем проще воровать.

Потому что если экономический закон простой, то человека легко поймать.

А когда закон сложный, сами понимаете, никого не поймашь.

Идея упрощения законов никем не рассматривается?
Вот три моих вопроса.

Тосунян Г.А.: Понятно.

Спасибо.

Эти три вопроса – ко всем трем докладчикам.

Но я, в дискуссии, попрошу докладчиков учесть эти вопросы и попытаться ответить на них.

Михаил Мокий из РАНХиГС, Вам слово.

Пока идут вопросы.

Позже, во время обсуждения, Владимир Сергеевич, мы обсудим Ваши вопросы.

Пожалуйста, Михаил Стефанович.

д. э. н. МОКИЙ М.С., д. э. н. КАРТАЕВ Ф.С.,
к. э. н. СОЛНЦЕВ О.Г.

Мокий М.С.: Здравствуйте!

Олег Геннадьевич, у меня вопрос к Вам и к предыдущему докладчику, Филиппу Сергеевичу.

Филипп Сергеевич говорил о том, что если верить в денежно-кредитную политику и ее взаимосвязь с экономическим ростом, то тогда нужно делать так и так.

Вы верите в эту взаимосвязь и говорите, что нужно принимать комплексные решения.

Наверное, это правильно.

Однако мне хотелось бы услышать, есть ли какие-то научно обоснованные пороговые значения инфляции.

И соответствующая этим значениям разработка необходимых мероприятий по таргетированию инфляции.

Это к Филиппу Сергеевичу, потому что у него блестящий обзор литературы.

Естественно, что в разных странах может быть разная степень реагирования экономики на инфляцию.

То есть экономические отношения эндемичны по своей природе.

В этом смысле – что русскому радость, то немцу смерть.

Но есть и некоторые общие моменты.

В том смысле, что пенициллин – антибиотик, он многих лечит, а некоторых убивает.

Тосунян Г.А.: Ваш вопрос, пожалуйста.

Мокий М.С.: Вопрос – как я сказал: есть ли научно обоснованные пороговые значения инфляции?

Картаев Ф.С.: Я так понял, что вопрос ко мне?

Тосунян Г.А.: И к Вам, и к Олегу Геннадьевичу.
Обоим докладчикам Михаил Стефанович адресовал.

Картаев Ф.С.: Что важно?

Важно, что кроме эмпирических оценок, о которых я говорю, есть еще результаты расчетов на основе динамических стохастических моделей общего равновесия.

В том числе и откалиброванных для России.

Понятно, что результаты этих расчетов не могут быть идеально точными.

Но оценки пороговых уровней инфляции в этом смысле для России похожи на результаты эмпирического моделирования.

Короткий ответ – да, есть.

Более развернутый ответ – как это получается.

Это калибровка моделей общего равновесия, которые учитывают разные эффекты.

На то они и модели общего равновесия.

Разные эффекты стимулирующей или сдерживающей политики.

Эффекты, связанные с изменением инфляции, ее волатильности.

Эффекты, связанные с инвестиционной активностью, и так далее.

Солнцев О.Г.: Относительно порогов.

В данном случае мне кажется, что Филипп достаточно полно ответил.

Да, работы есть.

Есть рекомендации по порогам.

Они разные для стран с развитой и развивающейся экономикой.

Для развивающихся экономик – и это, можно сказать, почти уже доказанный факт – пороги в силу различных причин находятся выше.

Но где конкретно они находятся – это вопрос дискуссии и вопрос расчетов.

Вряд ли можно прямо сейчас с какой-то железной убедительностью доказать, что они именно здесь, а не здесь.

Тосунян Г.А.: Коллеги, вопросы исчерпаны.

Давайте перейдем к дискуссии.

Пожалуйста, академик Полтерович.

ПОЛТЕРОВИЧ В.М.

акад. РАН

Во-первых, большое спасибо за доклады.

Все доклады содержательные и действительно очень интересные.

Я хотел бы высказать свои сомнения по поводу таргетирования инфляции.

Все-таки я не понял ответ Филиппа Сергеевича.

Он сказал, что есть работы, показывающие, что если мы поднимем целевой уровень инфляции, то увеличатся и ожидания.

Я таких работ не знаю.

Может быть, они действительно есть.

Но все-таки, на мой взгляд, при существенном расхождении между целевым уровнем инфляции и фактической инфляцией, когда фактическая инфляция существенно выше, доверие к Центральному банку должно снижаться.

Так или иначе, все заявления ЦБ в этом случае ничтожны.

И уже поэтому таргетирование инфляции теряет смысл.

Уровни целевой инфляции, как мы знаем, по разным странам различны.

И очень странно выглядит то, что ставка в 4%, которая была объявлена довольно давно, остается по-прежнему целевым уровнем инфляции, несмотря на резкое изменение внешних условий, связанных понятно с чем.

Теперь еще один аргумент.

Если у нас пороговый уровень инфляции, предположим, 10% – а я верю, что он находится на этом уровне, – то, коль скоро мы придерживаемся таргетирования

инфляции, мы должны попытаться снизить инфляцию, если она находится на уровне 9%, до уровня 4%.

Но снижение инфляции, и это общеизвестно, связано с издержками.

Есть подсчитанный по многим странам так называемый коэффициент издержек, который связан именно с издержками дезинфляции.

Таким образом, придерживаясь политики таргетирования, мы непосредственно идем на издержки.

И это при том, что снижение инфляции в диапазоне ниже порогового уровня на темп роста не влияет или даже снижает его.

И последнее замечание.

Филипп Сергеевич ссылался на целый ряд работ, связанных с таргетированием инфляции.

Но он не упомянул самую последнюю работу, которую я знаю (Bhalla, Bhasin, Loungani, 2023).

Это препринт Международного валютного фонда.

В ней вывод состоит в том, что таргетирование инфляции не влияет, по большому счету, на экономический рост.

Хотя там, конечно, высказываются различные сомнения, но вывод именно таков.

Более того, из расчетов следует, что дезинфляция связана с падением производства.

В этой связи мне кажется, что упорство непременно таргетировать инфляцию неоправданно.

В наших условиях имеет смысл как минимум изменение целевой инфляции.

Скажем, до уровня 4–6%.

И кроме того, назначение не точного уровня, как это у нас делается сейчас, а именно диапазона.

Многие страны назначают целевой диапазон, а не точный уровень, и это мне кажется гораздо более логичным.

Тосунян Г.А.: Спасибо, Виктор Меерович.
Пожалуйста, Михаил Ершов.

ЕРШОВ М.В.

д. э. н.

Спасибо коллеги.

Сегодня чем дальше обсуждение, тем интереснее.

На самом деле поздравляю Гарегина Ашотовича и всех коллег с таким сверхинтересным обсуждением!

Несколько соображений.

Сначала – относительно того, о чем говорил Олег Геннадьевич Солнцев и с чем я в основном согласен.

Олег Геннадьевич сказал, что очень важно «уговаривать» рынок и что очень важен диалог с рынком.

И привел пример 1998–1999 годов, Геращенко.

Да, абсолютно правильно.

Но важен не только диалог с рынком.

Важны еще и решительные шаги в нужный момент.

Как это сделал тот же Геращенко, когда ввел в 1998 году так называемую нулевую валютную позицию по конверсионным операциям.

По сути, тем самым закрыв возможность дестабилизации валютного рынка.

И рынок устоял.

А потом начался длительный рост экономики.

В критичные моменты надо выбивать клин клином.

Это было сделано абсолютно верно.

Еще два момента, которые у Олега Геннадьевича тоже прозвучали и с чем я тоже согласен.

«Форвард гайденс» («forward guidance») – ориентация на будущее не только по курсу, но и по ставкам.

И мы знаем, что у наших оппонентов «форвард гайденс» по ставкам был на несколько лет вперед.

И это давало сигнал рынку.

Это давало понимание, какая будет среда на рынке.

Это второй момент.

И третье – нетоксичные инструменты, нетоксичные валюты.

По сути, институт маркетмейкеров должен быть реанимирован.

Как с участием ЦБ, так и с участием ведущих банков, которые могли бы, по крайней мере на начальном этапе формирования этого нового сегмента рынка нетоксичных валют, создать какие-то более благоприятные условия для участников рынка.

Поскольку мы уходим от базовых валют и переходим к другим.

Теперь перехожу к первому докладу, к докладу Владимира Ивановича Маевского.

Со многим полностью согласен.

Мы здесь уже давно это обсуждаем.

В контексте разговора про экономический рост и ДКП, просто для нашей ориентации, приведу цитату МВФ про Японию.

МВФ пишет: «Бюджетные стимулы и мягкая ДКП в Японии позволили ей достичь впечатляющего оживления экономической активности».

Обратите внимание – «впечатляющего оживления».

Это при том, что МВФ всегда был и против мягкой ДКП, и против бюджетных стимулов.

Но видимо, меры были столь эффективными в своем результате, что даже МВФ вынужден был это признать.

К чему я это говорю?

Сейчас у нас радикально изменилась ситуация.

У нас, в России.

И подходы к ДКП должны меняться.

Надо смотреть, как это происходило в нестандартных ситуациях у наших конкурентов.

Например, когда предлагается безлимитное количественное смягчение.

И когда нулевые процентные ставки, и даже отрицательные ставки.

И когда их центральные банки покупают их корпоративные облигации, расчищая балансы бизнеса.

Когда их центральные банки покупают акции своих компаний.

Например, как это делал Банк Японии, что, как они сами писали, являлось крайне нетрадиционной мерой для Центрального банка.

То есть явно делают не то, что делалось всегда.

Почему?

Потому что радикально поменялась ситуация.

Конечно, если мы сейчас ратуем за невмешательство в валютный рынок, потому что взяли на себя такие обязательства в новой России под влиянием МВФ, то надо признать, что картина поменялась.

И даже Япония сейчас – это другая Япония.

Нынешняя Япония, которая тоже взяла на себя обязательства о невмешательстве в валютный рынок, при необходимости проводит интервенции.

Значит, правила игры меняются.

И наверное, последний аспект.

Госбумаги, ОФЗ.

Мы все знаем, а кто не знает – напоминаю.

Некоторое время назад Китай объявил, что их ЦБ тоже будет напрямую покупать гособлигации китайского министерства финансов.

Раньше они это делали другими путями.

Об этом академик С.Ю. Глазьев много и подробно пишет.

Кстати, стран, чьи центральные банки напрямую или косвенно через коммерческие банки покупают и держат на своих балансах гособлигации своих минфинов, десятки.

Какой момент важен в этой схеме?

Важнейший момент.

Это, по сути, делает Центральный банк важным участником финансирования госрасходов.

Если нужно, Центральный банк включается и включает свой эмиссионный механизм.

Это, опять-таки, очень важно.

Ибо речь идет о новых программах, о новых расходах.

И новые расходы предполагают новые, а не старые, откуда-то взятые деньги.

Значит, нужны новые эмиссии под новые цели.

Они посредством этого механизма так и делают.

Совсем в завершение можно сказать, что мы (имеется в виду Россия) этим путем практически не идем.

Наш Центральный банк принимает от наших госбанков некие пакеты наших ОФЗ на краткосрочный РЕПО.

Но одно дело – в Японии, когда их Центральный банк покупает сорокалетнюю бумагу японского Минфина.

И японская экономика сразу одномоментно получает сорокалетний ресурс.

И совсем другое дело, когда вы покупаете многократно бумаги на месяц в течение сорока лет.

Причем на каждый следующий месяц условия заранее не известны.

Разница здесь радикальная.

Поэтому, мне кажется, у нас возможности для расширения устойчивого финансового развития очень большие.

Будем надеяться, что наш регулятор правильно их использует.

Спасибо.

Тосунян Г.А.: Спасибо.

Прошу Вас, Игорь Николаев, Институт экономики.

НИКОЛАЕВ И.А.

д. э. н., главный научный сотрудник Центра инновационной экономики и промышленной политики Института экономики РАН

Я думаю, трудно не согласиться, что денежно-кредитная политика, безусловно, влияет на экономический рост.

Безусловно.

Хотя бы потому, что на экономический рост влияет огромное множество факторов: технологический прогресс, мегапроекты, институты, конкуренция и так далее.

Влияет?

Безусловно, влияет.

Другое дело, насколько сильным, насколько определяющим является это влияние.

И тут уже появляется тема для дискуссии.

Сегодня проблема для денежно-кредитной политики – для жесткой денежно-кредитной политики – заключается в том, что она на самом деле идет в направлении, обратном от другой, бюджетной политики.

При всей жесткости – смотрите, ключевая ставка была установлена на уровне 16%.

Это декабрь 2023 года, когда годовая инфляция была 7,4%.

Сегодня, спустя почти полгода, текущая инфляция в годовом выражении у нас даже больше.

То есть, несмотря на жесткость, у ДКП есть проблемы в достижении успехов.

А почему?

Потому что у нас, как я уже упомянул, бюджетная политика направлена на стимулирование спроса, а денежно-кредитная – на его ограничение.

Стимулирование спроса – это сейчас, по всей видимости, единственный выход для того, чтобы обеспечить хоть какой-то экономический рост.

Мы растем благодаря тому, что есть бюджетный импульс.

Вот и получается, что важнейшие политики – бюджетная и денежно-кредитная – направлены на достижение совершенно разных целей.

Пока что побеждает бюджетная политика: экономический рост 3,6% по итогам прошлого года.

А инфляция далека от цели в 4%.

Но мы же понимаем, что бюджетное стимулирование, бюджетный импульс не могут продолжаться долго.

С другой стороны, Банк России не откажется от своей политики.

У него конституционная обязанность – поддерживать стабильность национальной валюты.

Гарегин Ашотович сегодня упоминал известную всем нам статью Конституции.

Так что есть эта особенность нынешнего времени, вот эта противоположная направленность бюджетной и денежно-кредитной политики.

И мне трудно представить, что, пока у нас действует бюджетный импульс, Центральный банк, несмотря на всю жесткость, все-таки сможет достичь той цели, которую он ставит.

Спасибо.

Тосунян Г.А.: Спасибо.

Пожалуйста, Евгений Львович Горюнов.

ГОРЮНОВ Е.Л.

Несколько тезисов.

Первый.

Мне кажется, во время дискуссии о связи таргетирования и экономического роста не всегда четко артикулируется, что речь идет о долгосрочном экономическом росте, а не о росте вообще.

Понятно, что денежная эмиссия может стимулировать экономический рост в краткосрочной перспективе.

С этим вообще никто не спорит.

Но дальше встает вопрос о долгосрочном росте.

Михаил Владимирович Ершов сказал про Японию, что МВФ похвалил Японию за то, что у них бюджетные стимулы помогли росту.

Но тут речь идет про краткосрочный рост.

А например, про Белоруссию в 2010 году МВФ говорил прямо противоположное.

Что там бюджетные стимулы, наоборот, привели к повышенной инфляции, к торможению, к разбалансировке.

И там это тоже было правдой.

Но ни то ни другое не имеет отношения к долгосрочному росту.

Второй тезис – про монетизацию.

У нас часто ссылаются на монетизацию.

По этому поводу год назад мы на этой площадке дискутировали.

Напомню, что эмпирические факты показывают, что монетизация не зависит от эмиссии.

Нет устойчивой связи, нет практически никакой связи между денежной эмиссией и динамикой монетизации.

И нет влияния монетизации на экономический рост. То есть это, в общем, довольно пустой показатель. Я бы его вообще исключил из анализа.

Следующее.

Это к вопросу общетеоретическому.

Можно даже сказать, методологическому.

Владимир Иванович, выступая, вспомнил про Франко Модильяни, нобелевского лауреата, весьма авторитетного экономиста.

Он его вспомнил с той точки зрения, что вполне серьезные люди защищали идею о том, что при помощи стимулирующей политики можно влиять на реальные показатели в долгосрочной перспективе.

Там, в частности, речь шла про безработицу.

И была известная жаркая публичная дискуссия Франко Модильяни и Милтона Фридмана о возможности добиваться низкой безработицы за счет стимулирующей политики.

Модильяни, как кейнсианец, настаивал, что стимулирующая политика способна добиться перманентного повышения занятости, пусть ценой повышенной инфляции.

Фридман говорил, что это не получится, что в итоге будет только рост инфляции, а занятость останется прежней.

И мы помним, кто в этой дискуссии в конечном счете победил!

Тогда победил Фридман.

Потому что кейнсианская позиция обанкротилась в 1970-е годы в связи с наступившей стагфляцией.

Потом Фридман тоже в свою очередь оказался не прав.

Уже по другим причинам: выяснилось, что следовавшее из его теории монетарное таргетирование оказалось неэффективным.

Но это уже другая история.

Я это к тому, что обсуждение темы возможностей стимулирующей политики идет в мировой литературе уже очень давно.

И кое-какие уроки уже были преподаны.

Вопрос, готовы ли мы их воспринять.

Следующее.

По поводу показателя s из выступления Владимира Ивановича.

Там он сказал, что у него показатель s связан с показателем q .

В модели q – это важный показатель.

И он сказал, что s связан с q .

Но видите ли, в чем дело?

Там получается, что если мы посмотрим на данные, то окажется, что q коррелирует с инфляцией на уровне 97%.

Это данные из той же самой монографии, из тех же статей Владимира Ивановича и его соавторов, которые развивают вот этот класс моделей.

И поскольку q статистически неотличим от инфляции, то это наталкивает нас на вывод, что надо просто бороться с инфляцией, и тогда будет низкий s .

Данные говорят об этом.

Но именно это как раз и делает наш ЦБ.

Так что выходит, что ЦБ все делает правильно.

И последнее, в завершение.

Я бы с особой аккуратностью относился к теоретическим моделям и выводам из них.

Потому что всегда надо смотреть, за счет каких именно предпосылок получаются те или иные выводы.

Те расчеты, которые делались коллективом авторов: Владимиром Ивановичем Маевским, Сергеем Юрьевичем Малковым и Александром Александровичем Рубинштейном – не удовлетворяют критике Лукаса.

Они являются прямым объектом для критики Лукаса.

И это только одна из проблем.

У этих моделей еще много других структурных особенностей, которые, на мой взгляд, говорят в пользу того, что к ним надо относиться крайне осторожно.

И с точки зрения экономической политики крайне осторожно надо относиться к тем выводам, которые из них следуют.

Потому что если мы просто возьмем формально эту модель, возьмем формально уравнение, которое в нее входит, то можно будет показать, что оптимальная политика – это бесконечный темп роста денежной массы.

И у вас бесконечно будет самый быстрый темп экономического роста.

При этом да, будет какая-то инфляция.

Но в модели инфляция никак не влияет на рост, она вообще не несет никаких негативных последствий.

Если формально.

Я не считаю, что это правильно.

Тосунян Г.А.: Спасибо.

Академик Нигматулин.

Пожалуйста, Роберт Искандрович.

НИГМАТУЛИН Р.И.

акад. РАН., д. ф.-м. н., научный руководитель Института океанологии им. П.П. Ширшова РАН

Я решил сказать несколько слов в связи с выступлением Владимира Ивановича Маевского.

Я почувствовал некие свои, как непрофессионала, контакты с профессионалом.

Поэтому я и решил.

Во-первых, инфляция.

Я взял данные Росстата по потребительской инфляции с 2010 года.

Перемножил как положено.

И с удивлением обнаружил, что потребительские цены с 2010 года у нас выросли в 2,5 раза.

А с 2014 года – в 1,8 раза.

То есть инфляция у нас мощная.

Какие-то проценты вроде бы, а на самом деле она очень мощная.

Дальше – инвестиции.

Кто больше всего инвестирует по отношению к ВВП?

Китай – под 40%.

Индия и Турция – 30%.

Соединенные Штаты очень высоко – 24%.

Мы – 20%.

Теперь эффективность инвестиций.

Эффективность – это, как я понимаю, отношение относительного прироста ВВП (%) к относительному приросту (%) накопления основного капитала за счет инвестиций.

Это относительная эффективность.

Или же монетарная: вложили рубль – и какой получается прирост ВВП в рублях.

Это отношение мы назвали монетарной эффективностью инвестиций.

И вот монетарная эффективность у нас 2,7 рубля на 1 рубль инвестиций, а в Германии – 6 рублей.

Удивительно, что она у нас даже выше, чем в Китае и Корее.

Почему?

Потому что Китай и Корея вносят огромные инвестиции в свою экономику, следовательно, относительные приросты инвестиций невелики.

Это про эффективность.

Экономический рост.

Для того чтобы обеспечить экономический рост, президент Путин поставил задачу – сделать рост нашей экономики выше, чем мировой.

Мировой – 3%.

Значит, выше – это 4%.

Из этой эффективности легко посчитать – поверьте мне, это арифметические операции, – что валовому накоплению основного капитала нужно прирастать примерно на 7% в год.

А это 2,2 трлн рублей в год.

Надо ли это делать при той низкой эффективности инвестиций, которая у нас есть?

Я считаю, что это надо делать.

Но нужна инвестиционная атака.

Всякая инвестиция является источником инфляции.

Потому что я вкладываю, строю завод, завод строится 10 лет.

Я плачу рабочим зарплату, а они ничего не производят, никаких товаров.

Поэтому, если долго строишь, используешь это все неэффективно.

И получается инфляция.

То есть те данные, которые Владимир Иванович приводил – о том, как инфляция связана с ростом ВВП, – являются чрезвычайно актуальными.

И я считаю, что, несмотря на низкую эффективность, инфляцию, коррупцию, пренебрежение ролью инженеров и, соответственно, не тот руководящий состав производства, где преобладают так называемые менеджеры (потому что заводом все-таки должны руководить инженеры, а не менеджеры), тем не менее нужно идти на эту инвестиционную атаку.

В этой атаке мы обретаем эффективность, избавившись от неэффективных менеджеров.

Это как в эсеровском лозунге: «В борьбе обретаем мы право свое!»

Так и здесь.

Кстати, в Турции огромная инфляция, но очень сильный экономический рост.

И повышение уровня жизни народа.

Так что, в общем, несмотря на все вышеперечисленное, нужно идти в инвестиционную атаку.

Спасибо.

Тосунян Г.А.: Спасибо.

Владимир Сергеевич, пожалуйста, Вам слово.

СМОЛИН В.С.

Я понимал, что задаю риторические вопросы.

Вряд ли в нашей ситуации – когда прежде, чем говорить, надо думать – на них кто-то ответит.

Такие вопросы может задавать только человек, который не обладает высокой позицией в руководстве.

Позицией, которой его можно лишить.

Но хотелось бы сказать еще кое-что.

Физики, к которым я себя отношу, понимают, что есть некие законы сохранения.

Есть некий капитал нации.

И он каким-то образом распределен между теми, кто его инвестирует в развитие или еще как-то использует, и населением.

Я понимаю, что, если мне в банке дают 16%, это не значит, что я на этом разбогатею.

Не может быть, чтобы этот процент, который мне выплачивают в банке, был выше реальной инфляции.

То есть я готов обсуждать инфляцию в 18%, 20% или 25%.

Но ниже цифры 16%, которые мне дают в банке, который получает ренту с того, что я держу там деньги, инфляция просто не может быть.

И дальше идет, на мой взгляд, физический вопрос.

Как сохранить социальный мир в обществе?

Мне, конечно, можно давать в банке и не 16%, а допустим, 3%.

Естественно, за счет того, что у таких вкладчиков денег станет меньше, на развитие экономики денег будет больше.

И вроде бы экономика немножко разовьется.

Но в народе не все с этим согласятся.

И возможны различные выступления против того, что нас конкретно грабят.

Плюс это вопрос о том, что деньги не берутся из ниоткуда.

Если мы хотим что-то вложить в экономику, надо их откуда-то забрать.

Забрать их, естественно, возможно из этих накопленных.

И хотелось бы, чтобы вопрос этого баланса тоже как-то рассматривался.

Я много еще могу говорить.

Но все вопросы, наверное, будут риторическими, поскольку они не из той области, которая интересует собравшихся.

Тосунян Г.А.: Спасибо.

Коллеги, мы будем завершать.

Я дам заключительное слово докладчикам.

Давайте начнем заключительные слова с Владимира Ивановича.

МАЕВСКИЙ В.И.

акад. РАН

Основная задача моего выступления заключалась в том, чтобы обратить внимание на некий новый срез в понимании проблемы влияния таргетирования экономического роста.

Полагаю, что я добавил к тем результатам, которые уже были сделаны до меня, вариант с показателем s , который позволяет оценить, каково качество нашей политики таргетирования инфляции.

Сегодня многие говорили о том, что эта политика нормальная, ее следует продолжать, она имеет определенные плюсы.

Но с точки зрения показателя, который я предложил обсудить, видно, что существуют очень серьезные проблемы.

Получается, что эта тема явно не закончена, ее надо обсуждать дальше.

Это, пожалуй, все, что я хотел сказать.

Тосунян Г.А.: Филипп Сергеевич, пожалуйста, Ваше заключительное слово.

КАРТАЕВ Ф.С.

д. э. н.

Спасибо большое за возможность выступить и за очень интересную дискуссию.

Я сделал себе много заметок на тему того, что еще стоит почитать и что, возможно, еще стоит посчитать.

В дискуссии я хотел бы отозваться на два соображения.

Во-первых, Виктор Меерович, спасибо большое за ссылку на работу, которую я не читал.

Буду рад ее прочитать.

Во-вторых, по поводу Ваших соображений о количественных значениях таргета.

С чем я здесь согласен полностью и в чем, как мне кажется, есть точка расхождения.

С чем я согласен.

У меня нет информации о том, как точно выбирался конкретный таргет для России.

И я легко могу согласиться, что оптимальное значение таргета другое, не 4%.

С учетом всех соображений, связанных с издержками борьбы с инфляцией, которые Вы приводили.

При этом, как мне кажется, возможная точка расхождения в том, что после того, как таргет выбран, к его изменению нужно относиться очень осторожно.

Потому что это сразу ослабляет доверие к тому, что Центральный банк и в дальнейшем будет придерживаться какого-то конкретного таргета.

Потому что если Центральный банк один раз под давлением обстоятельств изменил выбранный таргет, то

почему все должны верить, что он больше никогда этого не сделает?

Сам факт того, что фактическая инфляция превышает таргет, как мне кажется, не является обязательной причиной для пересмотра таргета.

Ясно, что, когда Центральный банк переходил к корректированию инфляции в 2014 году, инфляция была существенно выше таргета.

А в результате к предковидным годам мы пришли с самой низкой инфляцией в истории России.

Еще я хотел бы отозваться на такой отчасти исторический вопрос Владимира Смолина о том, нельзя ли сделать экономические модели попроще.

Мне кажется, что тут, как с физикой: было бы здорово сделать физические законы попроще, чтобы было легче летать на Марс.

Но мне кажется, что экономические законы, как и физические, в некоторых случаях достаточно объективны.

К сожалению, иногда их довольно сложно модерировать.

Но зато невероятно интересно.

Спасибо.

Тосунян Г.А.: Спасибо, Филипп Сергеевич.

Олег Геннадьевич, пожалуйста, Вам заключительное слово.

к. э. н. СОЛНЦЕВ О.Г. – акад. ТОСУНЯН Г.А.

Солнцев О.Г.: Меня мучит совесть в плане ответа на вопрос, который задавал Владимир Смолин.

Относительно того, что низкие, ниже инфляции, процентные ставки вызовут социальное недовольство.

Исторически у нас этого не наблюдается.

У нас значительную часть периода высокой инфляции ставки по рублевым счетам и депозитам отставали от уровня роста цен.

Но если у физических лиц нет особых альтернатив для консервативных стратегий формирования сбережений, то что тут поделаешь?

Если все банки предлагают ставки ниже уровня инфляции?

К тому же инфляция – непосредственно не наблюдаемая вещь.

Население может только очень смутно чувствовать, где ее фактический уровень находится.

То есть я не думаю, что есть какая-то железная, четко действующая связь между показателями инфляции, фиксируемыми Росстатом, и качественным изменением поведения населения.

Устойчиво отрицательные реальные (с поправкой на инфляцию) ставки по депозитам, при прочих равных условиях, снижают готовность населения нести деньги на вклады, но эта реакция бывает отложенной и размытой.

Если верить статистике Росстата, такая ситуация – когда средние ставки по рублевым депозитам ниже официального уровня инфляции – была долгое время, и никаких «народных бунтов» не происходило.

Можно сказать, что на поведение частного вкладчика у нас в значительной мере влияет просто уровень оптимизма или пессимизма.

А также, возможно, эффект динамики доходов.

Если оптимизм высокий, доходы растут, население несет депозиты и под низкие ставки.

Если есть ощущение, что сейчас начнутся увольнения, то население может даже при высоких ставках деньги из банков вынести.

Или может повлиять какая-то особенная динамика обменного курса.

Исторически у нас на поведение частных вкладчиков оказывает сильное влияние то, как ведет себя обменный курс рубля.

Относительно коррупции.

Это вечная тема.

Коррупция, наверное, есть в любом экономическом организме.

И требование устранить ее полностью равносильно требованию зачистить этот организм до стерильности, то есть уничтожить.

Это нужно хорошо понимать.

И всевозможные риторические трюки очень часто эту тему эксплуатируют.

Она существует в любом обществе.

Я не буду приводить примеры, но примеров масса – по разным экономикам.

Тосунян Г.А.: Олег Геннадьевич, я сразу Вам подскажу.

Речь идет о масштабах.

Поэтому давайте сейчас не будем говорить о том, что все небезгрешные.

Речь идет о масштабах.

И Смолин наверняка именно это имел в виду.

Поэтому давайте эту тему завершать.

Солнцев О.Г.: Просто неправильно сама постановка вопроса: давайте победим коррупцию, а после этого будем думать о том, какая у нас должна быть ключевая ставка и как у нас должны быть устроены инвестиционные процессы и структура финансового сектора.

Тосунян Г.А.: Так никто вопрос не ставил.

Солнцев О.Г.: В сухом остатке я хотел бы сказать, что не стоит, наверное, фронтально бранить Центральный банк.

Центральный банк много чего делает правильно и хорошо.

И наверное, даже значительная часть того, что он делает, хорошо и правильно.

Тем не менее очевидно, что мы находимся в ситуации, когда те подходы, которые раньше неплохо работали, нуждаются как минимум в дополнении, а где-то – в критике и реструктуризации.

Это очевидно.

И без этого тот барьер, который мы должны преодолеть, мы как экономика не преодолеем.

Тосунян Г.А.: Спасибо.

Абдусалам Абдулкеримович, я представляю, насколько Вам было непросто слушать весь этот специальный разговор по нашему профилю.

Но Вы достойно выдержали трехчасовое обсуждение.

И заключительное слово, как всегда, мы ждем от Вас.

Хотя Вы скажете, что это не Ваша сфера, что она сложна.

Но на самом деле философское осмысление того спектра мнений, которые были высказаны, в данном случае тоже очень важно.

Прошу Вас.

Сопредседатель совета, академик Гусейнов.

ГУСЕЙНОВ А.А.

акад. РАН, д. филос. н., научный руководитель
Института философии РАН

Мое суждение может быть интересно только в том смысле, что это суждение человека, который в этом предмете ничего не смыслит.

Действительно, как ни печально, но это так.

Например, как мне ни стыдно признаться, сам термин «таргетирование» в том значении, в котором он здесь употребляется, я услышал сегодня впервые.

Тем не менее весь этот разговор был для меня, конечно, очень интересным и полезным.

В чем-то я разобрался.

Конечно, благодаря высокой квалификации наших докладчиков.

Единственное, что я не только внимательно слушал, но и, как мне кажется, сумел понять, – это то, о чем идет речь в докладе Владимира Ивановича Маевского.

И я не могу понять, как можно это оспорить.

Почему нельзя именно этот подход взять на вооружение тому же Центральному банку?

Это ведь настолько очевидно, что нужно регулирование финансовой сферы увязывать с производством, с самим промышленным успехом.

Видите, экономисты находят какие-то возражения.

А с моей точки зрения, это очевидно.

Видимо, это такая примитивная точка зрения здравого смысла.

Я согласен со всеми, кто благодарил Гарегина Ашотовича, который устроил эту дискуссию.

Специальный характер этого обсуждения делал его для меня затруднительным.

Но, как мне кажется, именно такой специальный характер и придает ему большую ценность.

Спасибо всем за такой интересный разговор.

ЗАКЛЮЧИТЕЛЬНОЕ СЛОВО

ТОСУНЯН Г.А.

акад. РАН

Спасибо, Абдусалам Абдулкеримович.

Коллеги, с вашего разрешения я тоже скажу несколько заключительных слов.

Тема, конечно, очень непростая, и сразу видно, что налицо очень широкий спектр взглядов, вплоть до противоположных точек зрения.

В который раз повторю: наше преимущество помимо прочего также и в том, что мы можем позволить себе выслушивать разные мнения.

Каждое из них имеет под собой основания.

Каждое из них имеет под собой аргументацию.

Я, конечно же, сразу хочу подчеркнуть, что все прозвучавшие доклады были глубокими, содержательными и очень интересными.

И при этом отстаивающими в чем-то разные точки зрения.

Кстати, кто-то из коллег привел сравнение физических законов с законами экономическими. Еще более близким было бы с равнение с математическими теоремами.

Тут отличие в том, что экономика, видимо, еще не доросла до того состояния, когда она может, не ссылаясь на какие-то модели, просто декларировать фундаментальные базовые законы.

Так же, как законы Ньютона, или закон Кеплера, или другие базовые законы.

Без всяких ссылок на модели.

Правда, там тоже все равно идет ссылка.

Для классической механики, я уже говорил, какие-то законы работают, а уже в квантовой механике действуют другие законы.

Тем не менее это не модели, это все-таки законы, которые уже не подвергаются сомнению.

Законы, которые включают в себя в некотором смысле безальтернативность, и на них строится все остальное здание соответствующей теории.

В этом смысле многие гуманитарные науки также еще не доросли до возможности такого точного формулирования.

Между тем экономическая наука не совсем гуманитарная.

Она все-таки базируется на серьезных расчетах.

В этом смысле, она занимает промежуточное положение.

Сегодня мне, конечно, было очень интересно то, что более молодое поколение относится с какой-то нежностью и меньшей критичностью к проводимой Центральным банком политике.

Возможно, это так не только в силу возраста, но и в силу особых симпатий к руководителям ведомств.

Позиция Владимира Ивановича, по крайней мере в том, с чего он начал, более понятная.

Когда мы говорим о росте ВВП, мы имеем в виду, что рост ВВП может включать в себя две составляющие.

Мне формулы Владимира Ивановича пришлись по душе, потому что это некая модель, которая приближает экономику к математике.

И достаточно наглядно демонстрирует логику автора.

А также помимо этого дает какую-то объективную картину.

Потому что просто говорить о росте ВВП, не учитывая при этом съедаемую инфляцией значительную часть этого роста, – это некоторое лукавство.

Еще большим лукавством являются сами показатели инфляции.

Никто из докладчиков не прокомментировал мой вопрос относительно того, что некая компания, которая пользуется определенным авторитетом, а именно «Ромир», заявила, что инфляция, по ее оценкам, отнюдь не 7,5%, а порядка 20%.

Все-таки насколько мы доверяем официальной статистике, и насколько мы воспринимаем аналитику экспертов?

При этом хочу также отметить, что очень важен был тезис академика Полтеровича, когда он сказал про целевой уровень инфляции и про фактический уровень.

Здесь разрывы, которые мы имеем и которые наблюдаем на протяжении длительного времени, в первую очередь подрывают доверие к проводимой политике.

А мы, как междисциплинарный совет, рассматриваем многие вопросы.

И мы не должны забывать, что нас интересует не только узкая тема самой инфляции и самого состояния экономики.

Нас эта тема интересует в широком плане социальных последствий, социально-психологического восприятия обществом того, что происходит.

Нас интересует фактор доверия к декларируемым таргетам и к получаемым результатам, так как это

является одним из ключевых факторов не только для общественного развития, но и для экономики.

Потому что фактор доверия в экономике – и мы уже многократно, в том числе и на предыдущих заседаниях, делали на этом акцент – это ключевой фактор.

Не будут идти инвестиции в страну, даже от собственных граждан, если нет доверия к экономической политике.

Не будут идти инвестиции в банковскую сферу, даже если вы ключевую ставку делаете 16% и вклады привлекаете под 16%.

Возможно, временно и только те, у кого есть соответствующие свободные средства и нет возможности каким-то иным образом эти средства спрятать, в итоге вложат их во вклады.

Но это не есть доверие к экономике.

А нет доверия – нет инвестиций.

Роберт Искандрович говорил о том, что инвестиции в производство, если они долгосрочные, могут влиять на инфляцию.

Потому что деньги вкладываются, а производство пока отложено.

Но дело в том, что связывание денег, которые идут в инвестиции, уже в значительной степени снижает инфляцию, Роберт Искандрович.

Поэтому как раз если было бы достаточно возможностей для долгосрочных инвестиций и в этом смысле было бы доверие к этим инвестициям, было бы понимание того, что через 10–20 лет эти инвестиции дадут соответствующую отдачу, то это существенным образом снизило бы инфляцию, а никак не повысило бы ее по причине того, что стройка затягивается.

Вы делали акцент на то, что затягивающиеся производства могут влиять на инфляцию.

И это, безусловно, правильно.

Но за счет отсутствия доверия они влияют отрицательно.

А позитивный эффект в том, что они эту денежную массу в значительной степени связывают и не дают ей выходить исключительно на потребительский рынок.

И, как следствие, не дают завышать потребительскую инфляцию.

Это один из аспектов.

Я просто Ваш комментарий хотел прокомментировать.

Главное – это фактор доверия к декларируемым, и не только декларируемым, целям таргетирования.

В том числе доверия к тем нормам, которые заложены в Конституции и в законе «О Центральном банке».

И это устойчивость национальной валюты.

Это ее покупательная способность.

А реально декларируется таргетирование инфляции.

В итоге мы не имеем соответствующего результата, в том числе и по инфляции, если брать данные за длительный период.

Роберт Искандрович привел пример.

В 2 раза – за 10 лет, и в 2,5 раза – за 14 лет.

Понимаете, если мы имеем соответствующий уровень волатильности нашей национальной валюты на валютном рынке, о котором говорили все докладчики, и никто с этим спорить не может, потому что слишком очевидно, то тогда возникает вопрос.

В чем же смысл проводимой денежно-кредитной политики?

И где ее выдающиеся достижения, к которым так нежно относится Филипп Сергеевич и с меньшей нежностью, может быть, но и Олег Геннадьевич?

Я понимаю, что мы должны быть сдержанны в своих критических оценках.

Потому что, дай нам эту власть, вряд ли мы справились бы лучшим образом.

Критиковать, конечно, всегда проще.

Поэтому надо уважать людей, которые согласились взять это бремя ответственности на себя.

Но это не лишает нас права спрашивать с них результаты!

И видно, что Центральный банк ощущает это бремя ответственности.

Но в то же время Центральный банк, реализуя эту ответственность, находится в недостаточном диалоге как с участниками рынка, так и с наукой.

И это я могу констатировать, поскольку представляю и участников рынка, и науку, и банковскую сферу.

Вместо диалога очень часто идут констатации, декларации и уверенность в правильности своих решений.

Проблемы в таких острых ситуациях нужно решать в диалоге.

В диалоге с привлечением специалистов из разных дисциплин.

От математиков до социологов, от психологов до экономистов.

И конечно же, во главе всего этого должны стоять философы.

Абдусалам Абдулкеримович, я это говорю искренне а не только потому, что с глубоким уважением отношусь лично к Вам.

Действительно, надо осмысливать то, что мы делаем. Понимать, что мы делаем.

В том числе и критически анализируя содеянное за столько-то лет, за год, за квартал, за 10 лет.

Кстати, очень правильная мысль была.

Что когда мы говорим о росте экономики, то речь, конечно же, идет о долгосрочном росте.

Эмиссия же может приводить к краткосрочному росту.

Но я хотел бы напомнить – и это, опять же, философский вопрос, – что долгосрочный рост формируется в том числе и из краткосрочных ростов.

А если строить долгосрочный рост экономики за счет того, что краткосрочно она проваливается по одному, второму, третьему, десятому параметру и году...

И говорить при этом: «Ну, понимаете, это же краткосрочно, а долгосрочно – через 50–100 лет мы достигнем высочайшего уровня стабильности...»

Тут я, извините, заподозрю либо лукавство, либо непонимание того, о чем мы говорим.

Понятно, что эти все вопросы, принимая во внимание их объем, требуют дальнейшего обсуждения.

И понятно, что эта параметрическая система, этот функционал предельно сложны и зависят от множества инструментов, воздействующих на соответствующие показатели.

Но итогом, результатом должен быть, конечно же, не какой-то из параметров, а **главные цели: уровень жизни людей и покупательная способность рубля.**

Причем с учетом как его валютного курса, так и внутренней покупательной способности.

Я думаю, что эта тема у нас будет продолжена.

С учетом того, что год назад у нас было обсуждение доклада Е.Л. Горюнова «О чем говорит показатель монетизации экономики», мы подготовим сегодняшний материал в качестве сборника и включим туда также предыдущий наш разговор на эту тему, который состоялся в мае прошлого года.

Будет объединенный сборник.

Вы знаете, что со всеми материалами можно ознакомиться на сайте Ассоциации российских банков.

В том числе через каталог, который мы сейчас переиздаем.

В каталоге отражены 27 изданий с QR-кодами.

Вы можете с ними ознакомиться.

Благодарю всех участников.

Думаю, что мы продолжим эту дискуссию.

Спасибо всем.

Список литературы, опубликованной по итогам заседаний НКС ООН и НИИ ДДиП

1. Анализируя сегодня, говорим и думаем о будущем (18.04.2020) / под общ. ред. академика РАН Г.А. Тосуняна. – М.: ООО «Новые печатные технологии», 2022. – 175 с.
2. Ответственность пациентов и врачей. Уровень здравоохранения в России (03.04.2021) / под общ. ред. академика РАН Г.А. Тосуняна. – М.: ООО «Новые печатные технологии», 2022. – 124 с.
3. Конкурентоспособность российской науки: проблемы и решения (03.04.2021, 17.04.2021, 15.05.2021) / под общ. ред. академика РАН Г.А. Тосуняна. – М.: ООО «Новые печатные технологии», 2022. – 333 с.
4. О проекте «Стратегия развития финансового рынка до 2030 года» (09.10.2021) / под общ. ред. академика РАН Г.А. Тосуняна. – М.: ООО «Новые печатные технологии», 2021. – 155 с.
5. О развитии конкуренции в сфере науки (30.10.2021) / под общ. ред. академика РАН Г.А. Тосуняна. – М.: ООО «Новые печатные технологии», 2022. – 130 с.
6. Социально-профессиональные проблемы прекаризации труда (18.12.2021) / под общ. ред. академика РАН Г.А. Тосуняна. – М.: ООО «Новые печатные технологии», 2023. – 131 с.
7. Инвалидность и жизнь (12.02.2022) / под общ. ред. академика РАН Г.А. Тосуняна. – М.: ООО «Новые печатные технологии», 2023. – 106 с.

8. Новая экономическая реальность: региональный разрез. Российский рынок драгоценных металлов (21.04.2022, 15.10.2022) / под общ. ред. академика РАН Г.А. Тосуняна. – М.: ООО «Новые печатные технологии», 2023. – 161 с.
9. 1. Санкции. 2. Перспективы экспорта российских нефти и газа в условиях санкционного давления. 3. Интернет-торговля: текущая ситуация и перспективы (11.06.2022, 25.06.2022) / под общ. ред. академика РАН Г.А. Тосуняна. – М.: ООО «Новые печатные технологии», 2022. – 242 с.
10. Демография России: тренды последних лет и краткосрочный прогноз (15.10.2022) / под общ. ред. академика РАН Г.А. Тосуняна. – М.: ООО «Новые печатные технологии», 2023. – 120 с.
11. Общее образование: проблемы и решения (29.10.2022) / под общ. ред. академика РАН Г.А. Тосуняна. – М.: ООО «Новые печатные технологии», 2023. – 148 с.
12. Китай: вчера, сегодня, завтра (19.11.2022) / под общ. ред. академика РАН Г.А. Тосуняна. – М.: ООО «Новые печатные технологии», 2023. – 189 с.
13. Одаренные дети. «Гадкие лебеди» братьев Стругацких как антиутопия кризиса образования: межпоколенческий дефолт (17.12.2022) / под общ. ред. академика РАН Г.А. Тосуняна. – М.: ООО «Новые печатные технологии», 2023 – 163 с.
14. Закат общества конкуренции и коллаборативное преимущество (21.01.2023) / под общ. ред. академика РАН Г.А. Тосуняна. – М.: ООО «Новые печатные технологии», 2023. – 128 с.

15. 1. Мировой океан: ресурсы и влияние на климат. 2. Безусловный базовый доход: шанс для России? (04.02.2023) / под общ. ред. академика РАН Г.А. Тосуняна. – М.: ООО «Новые печатные технологии», 2023. – 148 с.
16. Психологическое состояние российского общества (18.03.2023) / под общ. ред. академика РАН Г.А. Тосуняна. – М.: ООО «Новые печатные технологии», 2023. – 192 с.
17. О мозге (01.04.2023) / под общ. ред. академика РАН Г.А. Тосуняна. – М.: ООО «Новые печатные технологии», 2023. – 187 с.
18. Китай: открытая дискуссия. Социальный рейтинг в Китае (26.04.2023, 27.05.2023) / под общ. ред. академика РАН Г.А. Тосуняна. – М.: ООО «Новые печатные технологии», 2023. – 185 с.
19. Индия: вчера, сегодня, завтра. Взаимодействие России и Индии в условиях глубокой структурной трансформации российской экономики (29.04.2023) / под общ. ред. академика РАН Г.А. Тосуняна. – М.: ООО «Новые печатные технологии», 2023. – 152 с.
20. Социальное неравенство (10.06.2023) / под общ. ред. академика РАН Г.А. Тосуняна. – М.: ООО «Новые печатные технологии», 2023. – 145 с.
21. Национальная сила: оценка и практическое применение. Гипотеза общественного прогресса: аргументы «за» и «против» (24.06.2023) / под общ. ред. академика РАН Г.А. Тосуняна. – М.: ООО «Новые печатные технологии», 2023. – 179 с.

22. Научное лидерство и человеческий капитал (22.07.2023) / под общ. ред. академика РАН Г.А. Тосуняна. – М.: ООО «Новые печатные технологии», 2023. – 150 с.
23. Цифровые валюты центральных банков (26.08.2023) / под общ. ред. академика РАН Г.А. Тосуняна. – М.: ООО «Новые печатные технологии», 2023. – 151 с.
24. Общество и государство (09.09.2023) / под общ. ред. академика РАН Г.А. Тосуняна. – М.: ООО «Новые печатные технологии», 2023. – 163 с.
25. Искусственный интеллект (14.10.2023) / под общ. ред. академика РАН Г.А. Тосуняна. – М.: ООО «Новые печатные технологии», 2023. – 182 с.
26. «Зеленая» экономика: принципы и проблемы (18.11.2023) / под общ. ред. академика РАН Г.А. Тосуняна. – М.: ООО «Новые печатные технологии», 2023. – 164 с.
27. Институт финансового омбудсмана, его роль в развитии общества (25.11.2023) / под общ. ред. академика РАН Г.А. Тосуняна. – М.: ООО «Новые печатные технологии», 2023. – 152 с.
28. Проблема общечеловеческих ценностей, Причины ценностных противостояний в современном мире (17.02.2024) / под общ. ред. академика РАН Г.А. Тосуняна. – М.: ООО «Новые печатные технологии», 2023. – 162 с.

29. Мозговая активность в пожилом возрасте (паркинсон, альцгеймер, деменция) (06.04.2024) / под общ. ред. академика РАН Г.А. Тосуняна. – М.: ООО «Новые печатные технологии», 2023. – 162 с.

Электронные версии сборников
можно скачать по ссылке

<https://rannks.ru>

Денежно-кредитная политика и монетизация экономики

Материалы заседаний 13 мая 2023 года, 11 мая 2024 года

Выпуск № 42

Электронную версию Сборника и презентации докладчиков можно скачать [ссылкам](#)

[Заседание 13 мая 2023 года](#)

[Заседание 11 мая 2024 года](#)

Подписано в печать 18.11.2024

Формат 60x90/16

Цифровая печать

Тираж 500 экз. Заказ № 114

Отпечатано в ООО «НОВЫЕ ПЕЧАТНЫЕ ТЕХНОЛОГИИ»
117525, г. Москва, ул. Днепропетровская, д. 3, корп. 5, пом. II

Научно-консультативный совет Отделения общественных наук РАН был создан в 2012 году как Совет по правовым, экономическим, социально-политическим и психологическим аспектам финансово-кредитной системы. В феврале 2020 года члены НКС приняли решение расширить компетенцию Совета, перейдя от рассмотрения вопросов развития финансового рынка к более широкому кругу проблем развития общества, поставив во главу угла своих исследований и дискуссий вопросы: в каком обществе мы живем? Какое общество мы хотели бы оставить своим потомкам в наследство?

Сопредседатели Совета: академики РАН А.А. Гусейнов, А.А. Кокошин и Г.А. Тосунян.

Ассоциация российских банков учреждена в марте 1991 года. Миссия Ассоциации российских банков – реализация программы банкизации страны, создание условий для эффективного функционирования, развития банковской системы России и обеспечения ее стабильности, защиты прав, интересов банков и условий для справедливой рыночной конкуренции; участие в построении национальной финансовой экосистемы, основанной на принципах соблюдения прав и реализации комплекса мер по повышению финансовой грамотности потребителей.

Национальный исследовательский институт Доверия, Достоинства и Права учрежден в конце 2019 года.

Цель института - многогранное изучение вопросов человеческой жизнедеятельности и общественных процессов, которые наибольшим образом влияют на развитие доверия в обществе, повышение чувства собственного достоинства у граждан страны и на формирование уважения друг к другу.

Институт приступил к работе в начале 2020 года в формате научных заседаний с коллегами, интересующимися проблемами доверия, достоинства, их правового обеспечения и стимулирования.