

О возможности таргетирования экономического роста

ТЕЗИСЫ

1. Несмотря на то, что денежно-кредитная политика (ДКП) центральных банков ориентирована в конечном счете на обслуживание процессов функционирования и роста нефинансового (реального) сектора экономики, показатели нефинансового сектора, как правило, не входят в число целевых показателей ДКП. Это обстоятельство на протяжении последних 50-и лет вызывает возражения со стороны некоторых теоретиков-макроэкономистов, предлагающих при проведении ДКП совмещать интересы развития нефинансового сектора и задачи по обеспечению финансовой стабильности и устойчивости национальной валюты посредством таргетирования *синтетического* показателя, например среднегодовой скорости роста номинального ВВП.

В конце 70-х годов в пользу такого таргетирования выступили лауреаты Нобелевской премии Джеймс Тобин (Tobin, 1980) и Джеймс Мид (Meade, 1978). В ответ на это были выдвинуты аргументы технического характера, касающиеся трудностей формирования денежно-кредитной политики, если последняя ориентирована на поддержание определенного темпа роста номинального ВВП.

Попытки убедить денежные власти в целесообразности таргетирования интересов нефинансового сектора продолжены в текущем XXI веке. При этом наблюдается смещение акцента с таргетирования темпа роста номинального ВВП на таргетирование уровня номинального ВВП. Однако на практике переход к таргетированию уровня номинального ВВП так и не состоялся. Так что вопрос об эффективности использования в качестве таргета синтетического показателя, учитывающего одновременно интересы нефинансового сектора и задачи по обеспечению устойчивости национальной валюты, остается открытым.

2. До сих пор в роли таргетируемого синтетического показателя экономисты предлагали использовать или *произведение* среднегодовой инфляции и среднегодового темпа роста реального ВВП, или *произведение* дефлятора ВВП на уровень реального ВВП. Мы предлагаем в качестве синтетического показателя таргетирования ДКП рассматривать показатель *s - отношение* среднегодовой инфляции и среднегодового темпа роста реального ВВП:

$$s = \frac{\pi}{g},$$

где π – среднегодовая инфляция,

g - среднегодовой темп роста реального ВВП.

Макроэкономический смысл s — это показатель, характеризующий степень не-нейтральности денег в долгосрочном периоде. Следует различать два типа показателей s : s_1 и s_2 .

Первый тип показателей s включает в себя такие показатели s_1 , при которых инфляция доминирует над темпом роста реального ВВП. Здесь мы выделяем случаи *слабой не-нейтральности* денег в долгосрочном периоде и случаи *отрицательной не-нейтральности*. Синтетический показатель s_1 характеризует слабую не-нейтральность денег во всех случаях, когда при росте денежных средств инфляция больше темпа роста реального ВВП ($\pi > g$ при $g > 1$). Соответственно, показатель s_1 выступает в роли показателя отрицательной не-нейтральности, когда при растущей инфляции реальный ВВП или не растет или снижается ($\pi > 1$ при $g \leq 1$), то есть когда в экономике страны наблюдается или стагфляция, или тот самый феномен нейтральности денег, который некоторые входящие в мейнстрим научные школы считают единственно возможным в долгосрочном периоде.

Второй тип показателей s , включает в себя все показатели s_2 , при которых наблюдается так называемая *сильная не-нейтральность* денег в долгосрочном периоде, когда темп роста реального ВВП доминирует над инфляцией или равен ей ($g \geq \pi$ при $g > 1$).

3. Обратимся к таргетированию ДКП с помощью синтетических показателей s . По нашему мнению, в иерархии целей денежно-кредитной политики любой страны или группы стран показатели s должны представлять цели *высшего* уровня, стоящие над основной и операционной целями центрального банка¹ и защищающие интересы нефинансового сектора экономики страны. Защитная функция будет различна в зависимости от того, какой из двух типов показателей s господствует в текущий исторический момент в экономике конкретной страны: тип s_1 или тип s_2 .

Если господствует тип s_1 , то есть имеет место слабая или отрицательная не-нейтральность денег, то сам факт существования такой ситуации служит сигналом к активному вмешательству как в практику таргетирования ДКП, так и в основные правила (институты) макроэкономической политики.

Если господствует тип s_2 , то это значит, что интересы нефинансового сектора соблюдаются с помощью уже имеющихся операционных и промежуточных таргетов. В этом случае защитная функция s должна

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

сводиться лишь к контролю за тем, чтобы при действующей системе таргетирования не произошло перехода синтетического показателя s от типа s_2 к крайне нежелательному типу s_1 .

4. В России инфляция систематически превышает темп роста реального ВВП, т.е. господствует режим слабой (s_1) не-нейтральности денег в долгосрочном периоде. Анализ показывает, что суть дела не столько в существующей практике таргетирования инфляции, сколько в тех «правилах игры», по которым действуют и Банк России и Министерство финансов.

Одно из таких правил заключается в том, что в России, в отличие от экономик развитых стран и быстрорастущих экономик Китая и Индии, механизм роста предложения первичных денег (то есть денег, создаваемых Банком России) на протяжении более чем двух десятилетий действует по преимуществу на валютной, а не долговой основе, за счет внешних, а не внутренних источников монетизации экономики. Действие этого механизма предполагает создание чрезмерно больших международных резервов, что в свою очередь лишает экономику значительных инвестиций, ведет к волатильности рубля, активизации финансовых спекулянтов, а главное - порождает сильную зависимость нефинансового сектора от международной конъюнктуры.

Суть корректировки российского механизма роста предложения первичных денег видится в активизации Банком России кампании по приобретению ОФЗ с тем, чтобы доля госбумаг в эмиссии первичных рублей начала расти. Желательно, чтобы этот рост происходил в основном за счет госбумаг с длинным сроком обращения. Тогда российская экономика получит длинные инвестиционные деньги, крайне необходимые для обслуживания «длинных» проектов частного сектора. Рост доли госбумаг предполагает переход от бюджетно-профицитной к бюджетно-дефицитной политике, а это условие наряду с отменой бюджетного правила и подключением всех нефтегазовых доходов бюджет, по мнению некоторых экспертов, может существенно ускорить темпы роста реального ВВП.

5. Анализ проблемы таргетирования экономического роста стал возможен потому, что основан на отрицании одной из фундаментальных догм мейнстрима о существовании феномена нейтральности денег в долгосрочном периоде. Естественно, что апологеты мейнстрима не согласны с такой позицией. В декабре 2023 года в журнале «Вопросы экономики» в разделе Дискуссионный клуб была опубликована статья Е.Л. Горюнова, в которой предпринята попытка доказать несостоятельность разрабатываемого нами положения о не-нейтральности денег в долгосрочной перспективе, а заодно – обосновать неэффективность политики монетарного стимулирования экономического роста.

Мы подготовили ответ и направили его в «Вопросы экономики». Здесь же отметим, что дискуссии по ключевым проблемам экономической теории нужно только приветствовать. Они крайне необходимы в настоящее время, когда на фоне изменения мирового порядка происходит критическое переосмысление старых научных ценностей и формирование новых.