

В.И. Маевский

**О ВОЗМОЖНОСТИ ТАРГЕТИРОВАНИЯ
ЭКОНОМИЧЕСКОГО РОСТА**

**Рабочий завтрак у Тосуняна
11.05.2024**

Существующие подходы к таргетированию показателей, отражающих интересы нефинансового сектора

В целях защиты интересов нефинансового сектора экономисты предлагают таргетировать:

- или среднегодовой темп роста номинального ВВП (Дж. Тобин, Дж. Мид и др.);
- или уровень номинального ВВП (Beckworth, Nolan и др.)

Однако практика не приемлет показатели такого рода. Один из аргументов:

Центральные банки не знают, как контролировать годовой номинальный ВВП, поэтому неразумно возлагать на эти органы ответственность за годовые колебания ВВП

Еще один недостаток существующих подходов

Названные выше показатели таргетирования представляют:

- или произведение инфляции на темп реального ВВП;
- или произведение дефлятора ВВП на уровень реального ВВП.

Однако операция умножения скрывает от регулятора информацию о том, какая именно инфляция и какой именно темп реального ВВП заключен в темпе номинального ВВП.

Одно дело, когда темп прироста номинального ВВП на 80–90% определяется темпом прироста реального ВВП. Другое, когда этот же темп на 80–90% определяется инфляцией. В зависимости от того, какой из этих двух показателей доминирует в рамках темпа прироста номинального ВВП, возможны не только разные варианты ДКП центрального банка, возможны также изменения в курсовой политике, в налоговой политике и т. д.

От умножения к делению. Показатель s

Предлагается синтетический показатель таргетирования ДКП, равный *отношению* среднегодовой инфляции и среднегодового темпа роста реального ВВП. Обозначим этот показатель символом s и запишем его в виде:

$$s = \pi/g,$$

где π – среднегодовая инфляция,

g - среднегодовой темп роста реального ВВП.

- Целесообразность использования s в качестве показателя таргетирования нельзя обосновать с позиций мейнстрима. Считается, что **деньги нейтральны в долгосрочном периоде, т.е. их рост ведет лишь к увеличению инфляции**, тогда как темп роста реального ВВП объясняется технологическими шоками и другими немонетарными факторами. Мы не согласны с этим подходом.

Показатель s и не-нейтральность денег

- Предлагаемый нами подход учитывает, что ежегодно одна часть денежного потока превращается в инвестиции в основной капитал. Рост данной части не может быть нейтральным, без него невозможно производство нового основного капитала, невозможен темп g – темп роста реального ВВП.
- Другая часть денежного потока, обслуживающая производство и потребление непроектируемых (неинвестиционных) благ, в случае своего роста влияет прежде всего на совокупный спрос, а потому оказывается нейтральной, генерирующей инфляцию π .
- Можно сказать, что показатель s как отношение инфляции к темпу реального ВВП есть макроэкономический показатель характеризующий *степень не-нейтральности денег в долгосрочном периоде*. В той мере, в какой центральный банк влияет на формирование инвестиций в основной капитал, он связан с показателем s .

Два типа показателя 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, то есть $s_1 < 1$. Будем называть эти случаи случаями *сильной не-нейтральности* денег в долгосрочном периоде.

Второй тип - s_2 , имеет прямо противоположный смысл. Он включает все случаи экономического развития, когда при росте денег в обращении инфляция доминирует над темпом роста реального ВВП. Будем называть эти случаи случаями *слабой не-нейтральности* денег в долгосрочном периоде.

Об идеальном компромиссе

- Разделение показателей s на два типа (s_1 и s_2) не означает, что один из типов обладает только достоинствами, а другой только недостатками. Поэтому в реальной жизни имеет место тенденция приближения s к *идеальному компромиссу*, расположенному между типами s_1 и s_2 . Этот компромисс находится в точке $s = 1$.
- Обратимся к статистическим расчетам показателя s , проведенным по 49 странам мира на основе среднегодовых за 2015–2022 гг. данных о темпах роста реального ВВП и инфляции

Ранжирование 49 стран по среднегодовому показателю s

Вьетнам	0,9644
Китай	0,9652
Сенегал	0,9673
Израиль	0,9762
Малайзия	0,9856
Боливия	0,9869
Корея	0,9906
Марокко	0,9928
Индия	0,9930
Польша	0,9934
Ирак	0,9975
Таиланд	0,9975
Индонезия	0,9988
Сауд. Аравия	0,9998
Новая Зеландия	0,9998
Сингапур	1,0001

Швеция	1,0018
Австралия	1,0018
Франция	1,0031
Сербия	1,0048
США	1,0049
Великобритания	1,0087
Канада	1,0104
Германия	1,0116
Кения	1,0126
Перу	1,0128
Гондурас	1,0160
Румыния	1,0190
Пакистан	1,0267
Болгария	1,0295
Чили	1,0296
Алжир	1,0309
Мексика	1,0399

ЮАР	1,0469
Монголия	1,0516
Молдова	1,0553
Бразилия	1,0652
Россия	1,0712
Казахстан	1,0740
Египет	1,0747
Нигерия	1,0767
Замбия	1,0791
Узбекистан	1,0908
Беларусь	1,1212
Турция	1,1652
Иран	1,2545
Украина	1,2619
Аргентина	1,4235

Мягкий вариант области компромиссных значений s

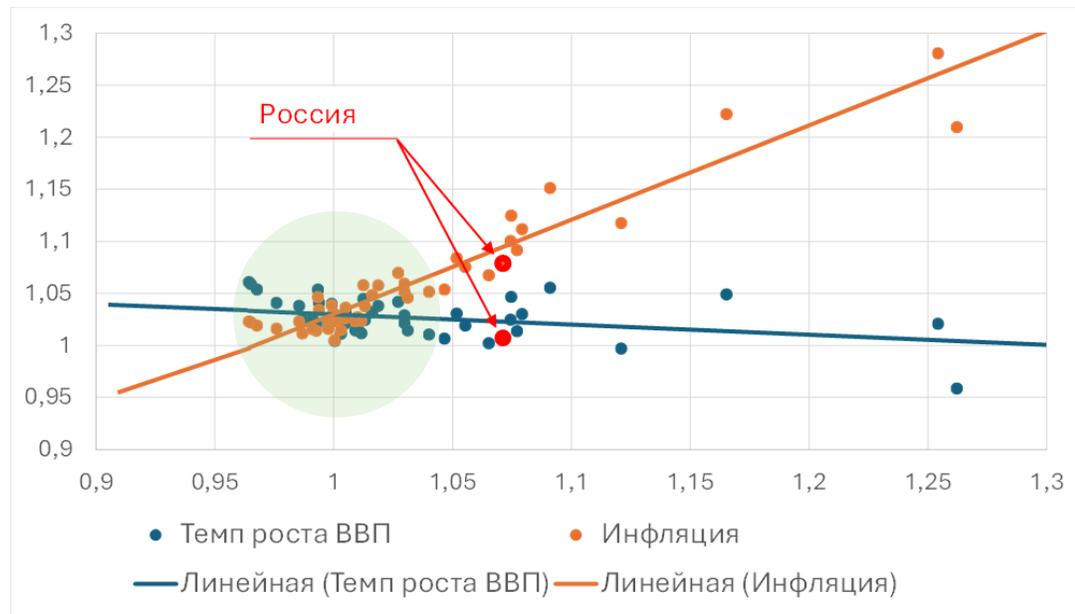
Принимая за основу принцип равноудаленности границ области допустимых (компромиссных) значений s от точки идеального компромисса и сложившуюся в мировой экономике ситуацию с показателем s , зададим наиболее мягкий вариант данной области, а именно примем, что отклонения s в обе стороны от идеального состояния ($s=1$) равно 0,0356 - отклонению, присущему экономике Вьетнама. В результате получаем область допустимых значений

$$0,9644 \leq s \leq 1,0356,$$

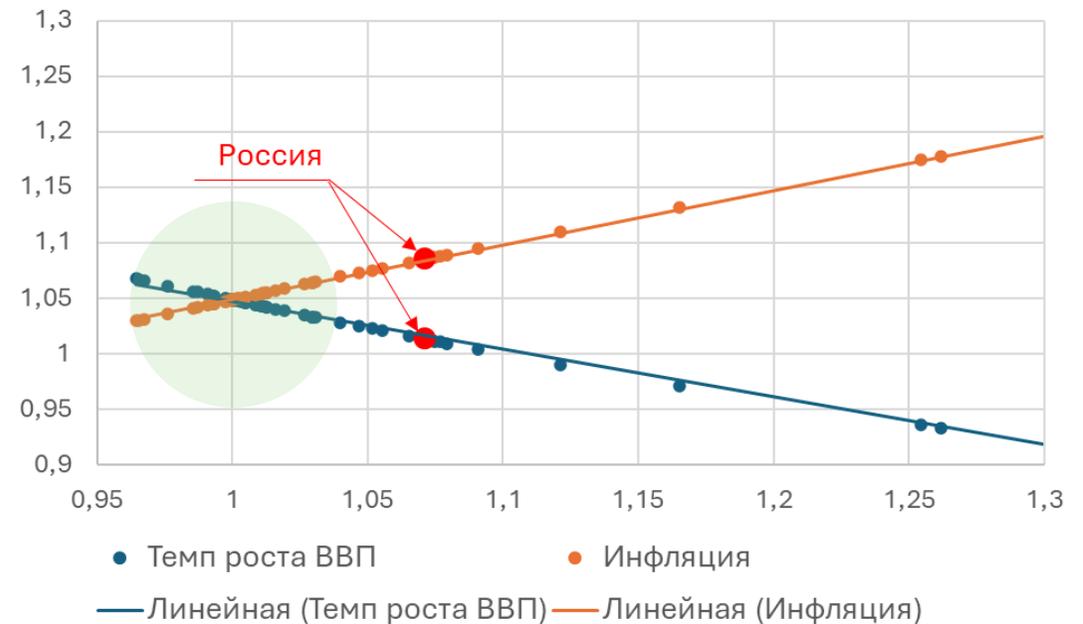
в которую попадет 33 государства из 49, т.е. 67,3%. Остальные 16 стран оказываются за пределами выделенной области. Среди них находится и Россия, ее s равен 1,0712. В этом смысле она - один из аутсайдеров мирового развития.

Траектории инфляции и темпов реального ВВП в области допустимых значений s по данным 49 стран за 2015-2022 гг

Статистика неотнормирована



Статистика отнормирована



Особенности таргетирования показатели 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 банка и защищающие интересы нефинансового сектора экономики страны. Суть таргетирования сводится к защите интересов данного сектора. Защитная функция будет различна в зависимости от того, входит ли показатель s конкретной страны в зону допустимых значений, например в зону $0,9644 \leq s \leq 1,0356$ или не входит.

Таргетирование показателей s .

- Если входит, то защитная функция s должна сводиться лишь к контролю за тем, чтобы при действующей системе основных и операционных целей не произошло выхода синтетического показателя s за границы условия $0,9644 \leq s \leq 1,0356$.
- Если не входит, то сам факт возникновения такой ситуации говорит о серьезных институциональных проблемах в финансовом секторе экономики. Он служит сигналом к активному вмешательству как в практику таргетирования ДКП, так и в основные правила (институты) макроэкономической политики, допустившей господство в экономике столь нежелательного синтетического показателя.

Модель ПРВ и ее связь с макропоказателем s

Особенность модели ПРВ в том, что она позволяет не только рассчитывать на долгосрочную перспективу инфляцию (π), темп роста реального ВВП (g), а значит синтетический макропоказатель (s), но и показывает за счет каких факторов можно менять в ту или иную сторону данные показатели.

В частности, установлено, что показатель s слабо зависит от темпа эмиссии и сильно зависит от коэффициента q , управляющего в модели ПРВ, с одной стороны, немонетарной инфляцией, с другой – распределением денежных потоков между обновлением основного капитала и производством потребительских благ. При этом оказывается, что $s(q) \approx q$, т.е. управляя коэффициентом q , увеличивая или уменьшая его, мы почти на такую же величину изменяем s .

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

Пути перехода России в область допустимых значений s

Проф. М.В. Ершов доказывает, что при создании первичных денег Банк России должен опираться не на внешние, а на внутренние источники. Он считает необходимым усилить роль ЦБ в скупке ОФЗ, поскольку доля госбумаг в эмиссии рублей до сих пор ничтожно мала (меньше 5%) и несопоставима с аналогичными показателями США (95%) и Японии (85%). При увеличении доли госбумаг возможно сокращение чистых международных резервов с последующим укреплением курса рубля и торможением инфляции, что обеспечит снижение q и будет способствовать переходу России в область допустимых значений s .

Другие меры для перехода России в область допустимых значений s

Проф. О.Г. Дмитриева предлагает отказаться от политики профицитных бюджетов, отменить «бюджетное правило» и все нефтегазовые доходы пропускать через бюджет. По ее мнению, в этом случае темп прироста ВВП может ускориться с нынешних 3,6% до 7-8% в год.

Акад. С.Ю. Глазьев предложил использовать китайскую модель, сочетающую стратегическое планирование с рыночной самоорганизацией, госконтроль за базовыми пропорциями ценообразования и денежного обращения с обеспечением экономики дешевыми кредитами, стимулирование предпринимательской активности, с прекращением оттока капитала и восстановлением жесткого валютного контроля.

Если учесть, что китайская экономика функционирует в режиме s_1 - сильной не-нейтральности денег, то идея творчески адаптированного к российским условиям заимствования институциональной и макроэкономической структуры Китая заслуживает внимания.

О критическом отношении мейнстрима к феномену не-нейтральности денег в долгосрочном периоде. Слайд № 1

Как отмечалось, в рамках ортодоксии господствует догма, будто деньги нейтральны в долгосрочной перспективе, т.е. вовлечение новых денег в денежное обращение дает импульс усилению инфляции и не отражается на экономическом росте. Обычно мейнстрим игнорирует противоположные взгляды, даже если их высказывают великие ученые, например Й. Шумпетер или Дж. М. Кейнс. Одна из причин: эти взгляды не подкреплены расчетами на математических моделях.

О критическом отношении мейнстрима к феномену не-нейтральности денег в долгосрочном периоде. Слайд № 2

Но такие модели начали появляться. В России это модель ПРВ (авторы акад. В.И. Маевский, проф. С.Ю. Малков и к.э.н. А.А. Рубинштейн) и модифицированная модель равновесия (акад. В.Л. Макаров и член-корр. А.Р. Бахтизин). В обеих моделях деньги не-нейтральны в долгосрочном периоде, и это обстоятельство противоречит политике, отрицающей монетарное стимулирование роста.

В декабре 2023 г. по поводу модели ПРВ появилась критическая статья Е.Л. Горюнова. Мы приветствуем критику. Если она ведет к приращению знаний и корректна по существу.

О критическом отношении мейнстрима к феномену не-нейтральности денег в долгосрочном периоде. Слайд № 3

Негативное отношение мейнстрима к феномену не-нейтральности денег поддерживает МВФ. Отсюда «определенный цинизм в транслируемых для развивающихся стран установках (о крайней нежелательности эмиссии денежных средств), в то время как страны метрополии, пренебрегая собственными рекомендациями, обеспечивают необходимый для развития уровень монетизации своих экономических систем» (Бахтизин. 2023. С. 9–10).

Сама жизнь заставляет нас прибегать к бюджетному стимулированию экономики в условиях СВО и жесткого западного санкционного давления. Это дает впечатляющие результаты (3,6% ВВП в 2023 г.) и подталкивает к пересмотру некоторых догм экономического мейнстрима.

Благодарю за внимание