

© 2023

Олег Сухарев

доктор экономических наук, профессор, главный научный сотрудник
Института экономики Российской академии наук (г. Москва, Россия);
профессор кафедры теории и методологии государственного и муниципального управ-
ления факультета государственного управления Московского государственного универ-
ситета им. М.В. Ломоносова (г. Москва, Россия)
(e-mail: o_sukharev@list.ru)

ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНАЯ ПОЛИТИКА ЭКОНОМИЧЕСКОГО РОСТА В РОССИИ: ТОРМОЗЯЩИЙ НАКОПИТЕЛЬНЫЙ ЭФФЕКТ

Исследование посвящено проведению оценки влияния денежно-кредитной политики на экономический рост в России в 2000–2020 гг. с отдельным анализом основных направлений денежно-кредитной политики в 2022 году, сформулированных с перспективой до 2025 года. Целью выступает демонстрация тормозящего эффекта денежно-кредитной политики, а также выявление концептуальных противоречий, заложенных в основные правоустанавливающие документы. Методологию составляет теория экономического роста и экономической политики, эмпирико-статистический и регрессионный анализ. Применение обозначенной методологии позволяет получить основной результат: денежно-кредитная политика, направленная на снижение инфляции, и достигая в общем-то этой цели, тем не менее на изучаемом отрезке времени способствовала торможению экономического роста в России, никак не обеспечивая сбалансированный и устойчивый рост. Таким образом, относительно низкая ценовая динамика не была условием для устойчивого роста. Для денежно-кредитной политики в России в 2000–2022 гг. был характерен негативный эффект, то есть элиминирование чувствительности основных макроэкономических целей развития к инструментам денежно-кредитной политики. Это блокировало новые факторы роста. Выходом является изменение основных принципов и постулатов денежно-кредитной политики в России.

Ключевые слова: экономический рост, денежно-кредитная политика, ключевая процентная ставка, инфляция, темп роста ВВП, денежная масса, таргетирование, основные направления денежно-кредитной политики, накопительный эффект.

DOI: 10.31857/S020736760023986-3

Денежно-кредитная политика является важнейшим инструментом в проведении политики экономического роста [1, 4–6, 8]. Существует богатейшая научная литература, включая современные исследования, о влиянии денежно-кредитной политики на отдельные параметры и сегменты экономики, или о связи денежно-кредитной, бюджетной и иных видов политики [9–18]. Причём целый пласт работ посвящён оценке влияния денежно-кредитной политики на экономический рост [2–3, 5–7]. Особо следует отметить совсем небольшое число работ, в которых изучаются представления об оптимальной денежно-кредитной политике, предполагающей более строгое таргетирование инфляции с предотвращением гистерезиса выпуска, то есть без потерь потенциального объёма производства [11]. Представления об оптимальной политике

варьируются в зависимости от рассмотрения исходных факторов и изменяющейся ситуации. Например, если имеет место шок ликвидности, то оптимальной будет совсем иная денежно-кредитная политика [9], допускающая таргетирование номинального ВВП, а не только инфляции, несмотря на сложности такой политики таргетирования. Кстати, таргетирование номинального ВВП делает политику в целом системной, а денежно-кредитную политику подчиняет этим системным направлениям действий, расширяя горизонт её влияния.

На базе традиционных экономических теорий вполне допустимо выстроить «нетрадиционную»¹ денежно-кредитную политику [10], учитывающую в рамках стереотипных кейнсианских моделей монетарной политики² финансовые рынки, институты и производство. Состояние всего финансового механизма в экономике весьма сильно будет влиять на действенность применяемых инструментов денежно-кредитной политики.

Современные модели денежно-кредитной политики, учитывающие такое влияние, показывают, что центральным банкам следует стремиться не к стабильности цен любыми путями (посредством валютного курса и процентной ставки), а приводить экономику к финансовой устойчивости и стабильности, что и будет способствовать росту текущего объёма производства. Такой итог виден даже на стандартной имитационной модели NCM-DSGE, в которую добавлено влияние финансового механизма [10]. Он обеспечивает трансформацию целеполагания денежно-кредитной политики, подбора и реализации её инструментов, видоизменяет и её принципы. Но полностью не раскрывает того, как связаны инструменты денежно-кредитной политики с целями политики экономического роста и другими видами политики (инструментами), «устаёт» ли экономика от проводимой по одной и той же интеллектуальной схеме денежно-кредитной политики, возникает ли эффект насыщения (накопления действия)? Подобные работы не вскрывают и противоречивой логики проводимой в конкретных обстоятельствах рассматриваемой страны денежно-кредитной политики.

Стандартные исследования, выполненные в монетаристском духе, обычно ограничиваются учётом или измерением шоков, генерируемых денежно-кредитной политикой в макроэкономике [16], влиянием денежного предложения на рост цен или сетевые взаимодействия [15].

¹ Классические варианты денежно-кредитной политики не учитывали указываемые ниже обстоятельства, которые добавляются в известные модели, трансформируя их не только на уровне математики, но и экономической логики.

² В статье понятие денежно-кредитная и монетарная политика употребляется в едином понимании, без каких-либо различий, которые могут встречаться в иных исследованиях, где понимается «монетарная», следовательно, сугубо денежная (без кредитной составляющей) политика. Такое противопоставление этих понятий нам не кажется целесообразным и принципиальным. Здесь данные понятия используются лишь для удобства речевого изложения, в них вкладывается равнозначный смысл.

Связь денежно-кредитной и бюджетной политики на различных отрезках времени (кратко-, средне- и долгосрочном) составляет задачу для точного установления режима проведения двух политик одновременно, в зависимости от решаемых макроэкономических задач [18]. Поиск компромисса между инфляцией и производством составляет отдельное направление в изучении влияния политики центральных банков на экономический рост и структурные изменения [12]. В последние годы преобладает модельный подход, вместо эмпирического метода, хотя последний является ценным инструментом при выстраивании денежно-кредитной политики. В его рамках, например, исследуется связь процентных ставок с ростом номинального ВВП некоторых стран в сопоставлении [13], что даёт полезный эмпирико-аналитический материал для коррекции проводимой денежно-кредитной политики. Ограничения модельного подхода известны и связаны с допущениями, вводимыми для получения модели, затем – с интерпретацией полученных на моделях результатов в сопоставлении с эмпирическими данными.

Как справедливо отмечается в работе Лиу Д., Сана У. и Чанга Л. [14], структурные моменты денежно-кредитной и фискальной политики в литературе исследуются незначительно. Они к тому же слабо вписываются и в структурные модели роста, которые, в отличие от неоклассических факторных моделей роста, включают различные инструменты проводимой политики. Подобные исследования и постановка задач могут пролить свет не только на целесообразность различных режимов денежно-кредитной и фискальной политики, расширяя или даже пересматривая композицию и выводы модели Манделла-Флемминга, или продвинутой модели Обстфельда-Рогоффа, но и показать длительное превосходство фискальной политики над денежно-кредитной по влиянию на рост.

Расширение принципа Тинбергера [19] в рамках доктрины «распределённого управления»³ предпринято в работе [7] применительно к денежно-кредитной политике. Она в обобщённой модели Тинбергера представляет собой самостоятельный инструмент, но в то же время сама выстраивается из ряда неоднородных инструментов, по-разному влияющих на цели развития (рост ВВП, инфляция, занятость и др.). В свою очередь, целевые функции могут показать различную чувствительность к этим инструментам денежно-кредитной политики, что нельзя не учитывать при реализации политики роста. Данная постановка задачи представляет собой, по существу, «структурную денежно-кредитную политику». Причём формирование и реализация такой политики должны осуществляться с учётом накопительного эффекта, выступающего своеобразным верификатором изменения силы воздействия проводимой политики и применяемых её инструментов [7].

³ Подробнее см.: Сухарев О.С. Распределенное управление как расширение принципа «цели-инструменты» экономической политики // Управленческие науки. 2021. №11(1). С.6–19. Идея институционального расширения этого принципа опубликована автором более 2 десятилетий назад.

Классическая денежно-кредитная политика может вполне быть пригодна к тому, чтобы сдерживать инфляцию, даже если инфляция вызвана немонетарными факторами⁴. Однако при этом устойчивость финансового механизма и связанная с ним стабильность могут оказаться недостижимыми. Модельный вариант принципа «цели-инструменты» Тинбергена вполне объяснял то, что разные цели одновременно не всегда достигаются одним инструментом [19]. Это вытекало в значительной степени из формируемых математических уравнений и правил их решения. На практике как раз одним инструментом вполне реально достигать двух, иногда и больше целей. Многое зависит от того, какие инструменты применяются и как они соотносятся с целями и между собой. Следовательно, денежно-кредитная политика, если иметь в виду правило «цели-инструменты», может обеспечить ценовую стабильность, но не дать финансовой устойчивости. В работе [17] показано, что правило Тинбергена действует, но обоснование этого даётся на модели DSGE, которая на уровне допущений непротиворечива. В работах [3, 7] показано, что абсолютно не учитывается эффект накопления действий денежно-кредитной и иных видов политики, то есть своеобразная «усталость» экономики от вводимых мер и применяемых инструментов, либо в силу необоснованности политики, либо бесполезности её такого применения.

Сказанное предопределяет **цель настоящего исследования**, сводимую к определению разрывов на уровне целей, принципов и инструментов денежно-кредитной политики, проводимой в России в период 2000–2020 гг. и 2022 гг. с перспективой на 2023–2025 гг., работавшей весь предшествующий период на сдерживание экономического роста и развития российского хозяйства [1]. **Методологию исследования** составляет сравнительный и эмпирический анализ, теория экономической политики и роста. Основные позиции для критического анализа почерпнуты из документа Центрального Банка РФ «Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2023 год, и период 2024 и 2025 годов», выпущенного в августе 2022 года [5]. Предпринятый ниже анализ позволяет выявить логические и теоретические разрывы в выстраивании денежно-кредитной политики в России. Тем самым **первая задача** сводится к критическому переосмыслению осуществляемых прогнозных оценок, с акцентом на пересмотр цели и принципов денежно-кредитной политики, не отвечающих новым обстоятельствам развития. **Вторая задача** сводится к формированию общих выводов для

⁴ Инфляцию могут вызывать две базовые группы факторов – монетарные и немонетарные. Причём на каком-то отрезке времени могут оказаться сильнее какие-то из них, например, немонетарные факторы. В таком случае применение инструментов денежно-кредитной политики, которые сугубо относятся к монетарному регулированию инфляции и должны влиять на монетарные факторы, будет примерно столь же «полезно», сколь и лечение воспалённого аппендицита препаратами, снижающими аритмию сердца. Вместе с тем за счёт сжатия экономики вполне удастся снизить инфляцию, иногда даже весьма ощутимо. Только желать или ожидать более-менее быстрого экономического роста в таком случае вряд ли возможно.

выстраивания денежно-кредитной политики экономического роста с учётом её накопительного эффекта⁵.

Перейдём к последовательному решению этих двух задач для достижения общей поставленной цели.

1. Денежно-кредитная политика в России: адекватность цели и инструментов.

Согласно позиции денежных властей, в России всегда проводилась выверенная денежно-кредитная политика, основной целью которой являлось снижение инфляции. Причём это выступало условием для обеспечения экономического роста, который, как следует из соответствующих документов ЦБ РФ, не мог происходить нужным темпом при относительно высокой инфляции [5].

Данная идея присутствовала год от года и постоянно повторялась в Основных направлениях единой государственной денежно-кредитной политики, выступая объектом критики экономистов⁶, имеющих альтернативные взгляды на монетарную политику экономического роста [1–3, 6]. Конечно, никто не оспаривает негативное влияние высокой инфляции на сбережения граждан, доходы, кредитование и хозяйственные планы. Однако подавление инфляции ужесточением денежно-кредитной политики без глубокого понимания её причин и следствий, а также структуры ценовой динамики, может наоборот способствовать не только сохранению условий для будущей ценовой нестабильности, но и сильно сдерживать развитие. А это само по себе закладывает основу для последующей негативной динамики цен, так как снижает конкурентоспособность экономики, порождает ценовые диспропорции, работает на нецелесообразное распределение кредита и т.д. Таким образом, структурное содержание денежно-кредитной политики не учитывается. Неявно считается, что структура экономики имеет значение, а вот на структуру применяемых при этом способов воздействия мало кто обращает внимание [3]. Во всяком случае, в аналитических кругах уже сложился устойчивый стереотип – пренебрегать значимостью структуры применяемых инструментов и содержанием проводимой политики. Разумеется, такой подход абсолютно игнорирует обратные связи, которые сильно детерминируют функционирование современной экономики.

Институциональная основа денежно-кредитной политики в России также во многом способствует такому исходу. В частности, в Конституции и Федеральном законе о Центральном Банке утверждается, что его основная функция сводится к обеспечению устойчивости рубля, а цель денежно-кредитной

⁵ Накопительный эффект инвестиционной политики, например, отлично демонстрируется на примере «инвестиционного тоннеля». См.: Сухарев О.С. «Инвестиционный тоннель» российской экономики и необходимость выхода из него // Общество и экономика. 2022. С. 12–30. Представления о накопительном эффекте экономической политики и, в частности, денежно-кредитной политики, введено в работе: Сухарев О.С. О необходимости Госплана — новых аналитических и организационных подходов для развития российской экономики // Инвестиции в России. 2022. № 1. С. 7.

⁶ Таких экономистов в России немало, критикующих относительно высокую ключевую процентную ставку и сдерживающую рост денежно-кредитную политику. Здесь не приводятся все работы такого рода, так как статья не имела обзорной цели.

политики — к поддержанию этой устойчивости посредством стабильных цен. Делается оговорка, что ценовая стабильность означает устойчиво низкую инфляцию, и она нужна для обеспечения сбалансированного и устойчивого экономического роста [5. С. 7].

Из этих установок следует, что экономический рост заданного темпа, к тому же устойчивый и сбалансированный, достигается только при низкой инфляции. При этом в подобных нормативных документах отсутствует расшифровка и общее представление о сбалансированном росте и отвечающем ему темпе, а также — о соответствии или связи темпа роста с динамикой цен. Тем самым автоматически, на уровне базового института, неоправданно и теоретически необоснованно исключается вариант, когда экономика растёт, причём динамика может быть вполне устойчивой и сопровождаться при этом ростом цен. В свою очередь, и рост цен может быть устойчивым, а сама его величина не подпадать под обозначение «низкий темп роста цен — низкая инфляция». Кстати, именно такая динамика наблюдалась в период 1999–2008 гг. в России, когда темп роста в России превосходил темп роста многих развитых стран на всем указанном интервале. А инфляция при этом была довольно высока, хотя и понижалась, если сравнить начало и конец периода. Рост базировался на сырьевых факторах и динамике мировых цен. Но только исчерпание указанных факторов, но и, по существу, проводимая сдерживающая денежно-кредитная политика подавления инфляции привела к свёртыванию такого роста. Однако она показала, что отнюдь не низкая ценовая динамика может быть если и не условием, то, по крайней мере, атрибутом устойчивого экономического роста. Этот вывод можно считать доказанным, и он подтверждается эмпирическим анализом на периоде 2000–2020 гг. (см. рисунки 1–4 [3; 7]).

На Рис. 1 отражена связь инфляции и коэффициента монетизации российской экономики в 2000–2020 гг. Инфляция понижалась по мере роста монетизации экономики. Снижение инфляции сопровождалось снижением ключевой процентной ставки на данном интервале времени, что отражает рисунок 2.

Неуклонный рост денежной массы не был никак связан со снижением темпа экономического роста, что подтверждает рисунок 3. Интервал 2011–2020 гг. Вместе с тем, темп роста зависел от темпа роста денежной массы по индикатору M_2 . (рисунок 4)

Темп роста ВВП связан с темпом роста денежной массы в России (Рис. 4). Поэтому замедление темпа роста денежной массы вызывало на различных отрезках рассматриваемого интервала снижение темпа роста. Динамика денежной массы поддерживала темп роста экономики России. Увеличение денежной массы происходило со снижением ключевой процентной ставки и понижением инфляции. Денежно-кредитная политика, ограничивающая прирост денежной массы, вне всяких сомнений, тормозила темп роста российской экономики, что подтверждает проведенный эмпирический анализ.

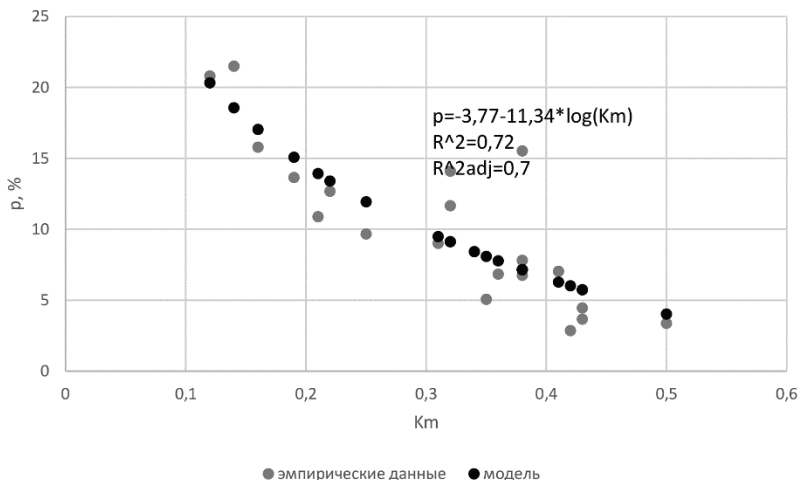


Рис. 1. Инфляция (p) и коэффициент монетизации (Km), Россия, 2000–2020 гг.

Источник: составлено автором по данным:

https://gks.ru/bgd/regl/b04_17/IssWWW.exe/Stg/d010/i010080r.htm ,

<https://fedstat.ru/indicator/31>

[https://rosstat.gov.ru/storage/mediabank/vkFOBqDq/ВВП%20годы%20\(с%201995%20гг.\)](https://rosstat.gov.ru/storage/mediabank/vkFOBqDq/ВВП%20годы%20(с%201995%20гг.)).xls

http://www.cbr.ru/vfs/statistics/ms/ms_m21.xlsx

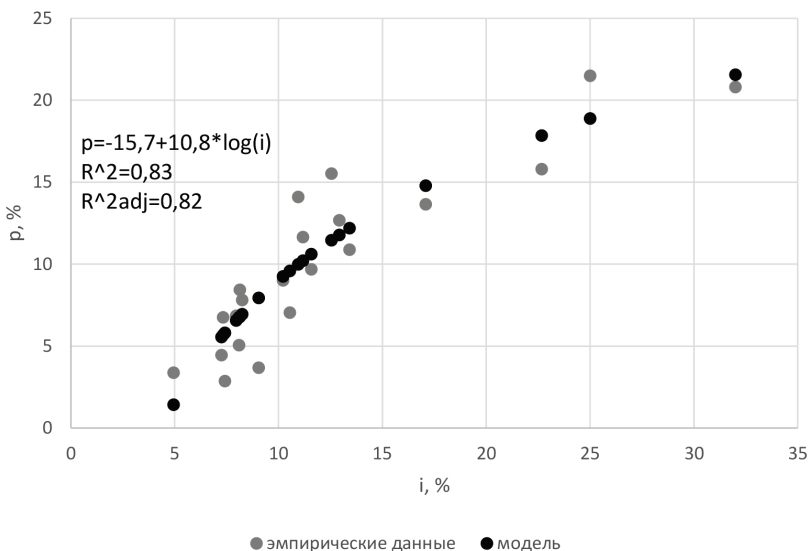


Рис. 2. Инфляция и ключевая процентная ставка, Россия, 2000–2020 гг.

Источник: составлено автором по данным:

https://gks.ru/bgd/regl/b04_17/IssWWW.exe/Stg/d010/i010080r.htm ,

<https://fedstat.ru/indicator/31074>

https://cbr.ru/hd_base/keyrate/?UniDbQuery.Posted=True&UniDbQuery.From=17.09.2013&UniDbQuery.To=30.07.2021 , https://cbr.ru/statistics/idkp_br/refinancing_rates1

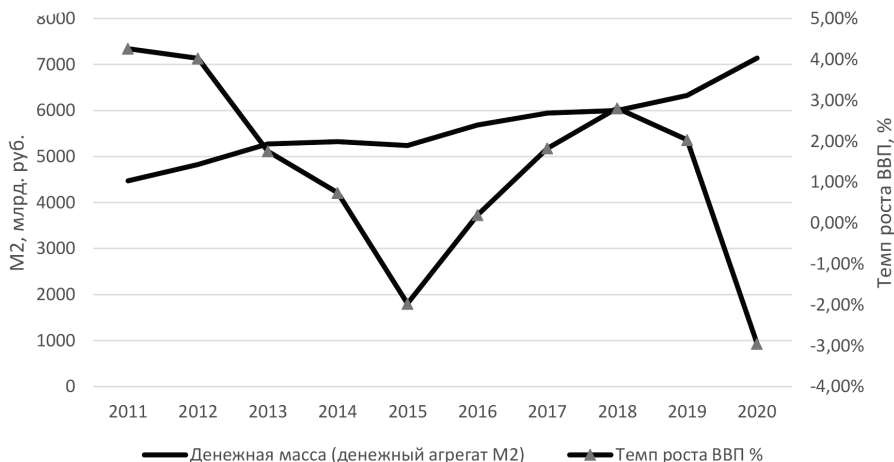


Рис. 3. Денежная масса M_2 в ценах 2000 года и темп роста ВВП РФ, 2011—2020 гг.

Источник: составлено автором на основе:

[https://rosstat.gov.ru/storage/mediabank/vkFOBqDq/ВВП%20годы%20\(с%201995%20г.\).xls](https://rosstat.gov.ru/storage/mediabank/vkFOBqDq/ВВП%20годы%20(с%201995%20г.).xls)

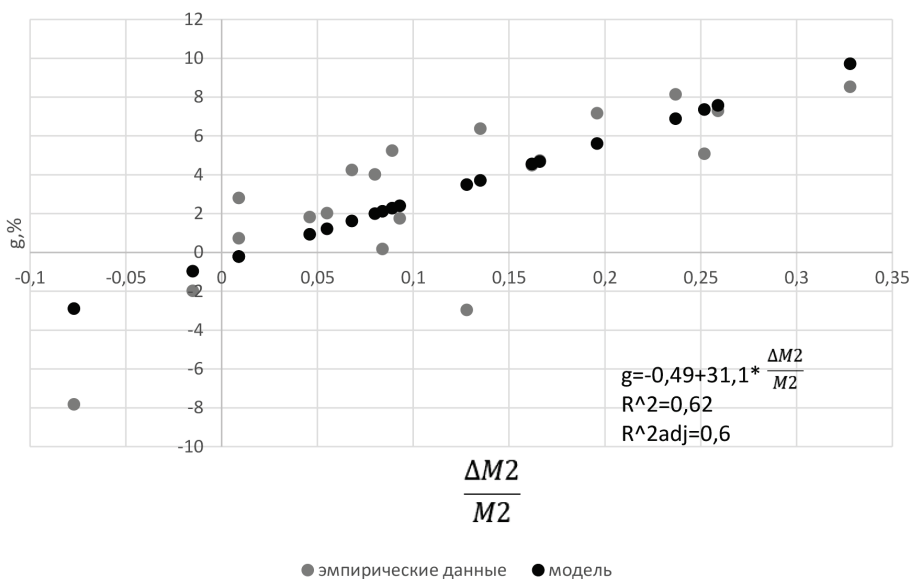


Рис. 4. Темп роста ВВП и денежной массы, Россия, 2000—2020 гг.

Источник: составлено на основе: http://www.cbr.ru/vfs/statistics/ms/ms_m21.xlsx

[https://rosstat.gov.ru/storage/mediabank/vkFOBqDq/ВВП%20годы%20\(с%201995%20г.\).xls](https://rosstat.gov.ru/storage/mediabank/vkFOBqDq/ВВП%20годы%20(с%201995%20г.).xls)

Таким образом, можно однозначно заключить, что в целом для периода 2000—2020 гг. снижение инфляции сопровождалось снижением темпа роста экономики России. Это не означает автоматического заключения, что экономический рост однозначно должен сопровождаться высокой инфляцией,

но определённой повышательной динамикой цен он наверняка должен сопровождаться. И подавление этой динамики посредством денежно-кредитной политики, влияющей исключительно на монетарную составляющую инфляции, будет торможением самого роста. Понижалась инфляция – понижалась ключевая ставка, и росла денежная масса. Эти эмпирически незыблемые результаты развития экономики России вбирают в себя итог проводимой денежно-кредитной политики на исследуемом интервале времени.

Обобщая эмпирический анализ, можно заключить, что темп роста российской экономики не зависел от инфляции, хотя очень грубо можно считать, что меньшему росту отвечала и меньшая инфляция. Таким образом, итогом проводимой денежно-кредитной политики стало отсутствие приемлемой величины устойчивого роста при низкой инфляции.

События 2022 года, ввода санкций и развёртывание мировой рецессии, обеспечили отрицательный темп роста российской экономики при значительном увеличении ценовой динамики. Сам по себе такой вариант является худшим для развития экономики. Центральный банк применил жесткую денежно-кредитную политику, выражающуюся в резком увеличении ключевой процентной ставки (до 20%), вводе ограничений на перемещение капитала, остановку торгов на Московской бирже (ограничение валютных спекулянтов), вводе налога на обменные операции, иные регуляторные воздействия на банки и поддержку заёмщиков и т.д. Эти меры предотвратили большой обвал валютного курса (хотя девальвация валюты почти в 2 раза произошла, сменившись последующей ревальвацией также более чем в 2 раза⁷), но они не смогли сдержать весьма существенное ускорение инфляции, которую удалось купировать только благодаря ощутимому сжатию экономики. При этом денежные власти не смогли предотвратить в рамках санкций арест 50% валютных резервов России. Тем самым стране был нанесен серьёзный финансовый ущерб, сужающий в дальнейшем потенциал преодоления кризиса и перспективного роста.

Главное, что основные установки денежно-кредитной политики прошлого периода сохраняются в текущем режиме и переносятся на будущее до 2025 года.

К ним можно отнести следующие основополагающие позиции:

– прошлые принципы денежно-кредитной политики признаются эффективными, позволяющими адаптироваться российской экономике к форс-мажорным условиям 2022 года [5];

– рост ассоциируется только со снижением инфляции, а ценовая стабильность выступает определяющей целью, причём связанной с устойчивостью рубля;

⁷ Это и даёт представление о волатильности валютного курса (рубля), тем самым в общем-то указывая, что основную конституционную функцию на этом этапе регулятор не исполнил. Если брать для оценки его деятельности более значительный интервал времени, то ситуацию можно считать стабилизированной к лету 2022 года, хотя последствия для экономики только развёртываются во второй половине 2022 года.

– таргетирование обозначается основным ориентиром и инструментом в решении основной задачи, причём таргет⁸ принимается равным 4%, а обоснование этой величины базируется только на некоем опыте 47 рассмотренных стран; цель денежно-кредитной политики сводится к достижению установленного таргета, причём по разным сценариям к 2024 или 2025 году.

– слишком низкая процентная ставка не отвечает сложившейся макроэкономической ситуации в России [5. С. 8] и приводит к исключительно негативным последствиям для ценовой динамики и экономики;

– воздействие на спрос и цены осуществляется посредством ключевой процентной ставки [5. С. 4], которая рассматривается в виде основного инструмента.

Кроме приводимых пяти позиций, интерес представляет утверждение, что экономика России будет адаптироваться под новое равновесие, в котором активность начнёт восстанавливаться за счёт новых средств производства, повышения квалификации работников и роста эффективности капитала [5. С. 4]. Инфляция будет понижаться, в том числе вследствие проводимой денежно-кредитной политики. В зависимости от условий и задаваемых ключевых параметров выводятся три сценария развития: базовый, ускоренной адаптации, и глобального кризиса. Для них указывается свой темп роста ВВП, ключевой процентной ставки, инфляции. Вводятся они по цене на нефть, в зависимости от которой «прогнозируется» изменение платежного баланса, а в зависимости от процентной ставки – изменение инвестиций и потребления. Данная сценарная композиция, как видно, не учитывает множество факторов и сама по себе статична. Кроме того, она формируется при условии заведомо не соблюдаемых связей между ценами, темпом роста и валютным курсом (которые априорно определены и установлены, включая и цели монетарной

⁸ Выбор таргета объясняется тремя условиями: особенностями ценообразования; структурной экономики РФ; опытом таргетирования других стран с поправкой на недостаточность развития рыночных механизмов, в частности, в России [5. С. 27]. Однако в документах ЦБ РФ не указывается, что значит неразвитость рыночных механизмов, какова она может быть, как она влияет на денежно-кредитную политику и величину таргета, какова зависимость таргета и неразвитости механизма? Также не поясняется связь со структурой и особенностями ценообразования. Тем самым все причины смотрятся как поверхностные, не объясняющие принятие решения по величине таргета и отсутствие диапазона. Кроме того, установление таргета на длительном интервале времени абсолютно пренебрегает изменением связи между ценовой динамикой и структурой экономики, в частности, соотношением совокупного спроса и предложения. Стремление к таргету, исчисляемому неким индексом инфляции, без учёта динамики структуры цен, порождает ряд отраслевых диспропорций, обеспечиваемых разницей ценовой динамики по различным секторам экономики. Денежная кредитная политика, воздействующая на цены, в условия, когда они растут не по монетарной причине, вносит вклад в добавочные секторальные ценовые искажения, тем самым подгоняя структуру экономики согласно поставленной цели в виде таргета по инфляции. Казалось бы, стратегия таргетирования, признаваемая ЦБ РФ лучшей [5. С. 3], должна изменять величину таргета в некоем диапазоне в зависимости от реальных изменений, по крайней мере, на относительно большом отрезке времени, но этого не происходит. При этой стратегии неважно, что будет с экономикой и её структурой, лишь бы достичь намеченной общей цели в 4%, не изменяемой длительное время вне зависимости от чего бы то ни было.

политики), не учитывает усилий по замещению импорта и другие институциональные модификации экономики.

Хотя в базовом документе говорится о денежно-кредитной политике с учётом структурных изменений экономики России, но не предъявляется никаких построений, которые показали бы, как адекватно учесть их [5]. Остаётся без ответа не только их содержание и связь с денежно-кредитной политикой, но и причины, а также, что самое важное, — возможности управления ими, в том числе при помощи различных инструментов самой монетарной и других видов политики. Тем самым налицо высокий уровень несогласованности проектировок и прогнозов в рамках денежно-кредитной политики и всех целей развития экономики и иных видов политики.

Документ [5] является ярким отражением идеологической предвзятости и нежелания научного поиска и коррекции научных взглядов на монетарную политику. Так, утверждается, что денежно-кредитная политика должна способствовать развитию внутренних источников финансирования экономики и что их возникновение обеспечит именно ценовая стабильность при реализации соответствующей монетарной политики. Это работает против ухудшения качества жизни и роста социального неравенства. Однако путь к стабильным ценам, предполагающий относительно высокую ставку процента, сокращает потребление и инвестиции, то есть, в свою очередь препятствует улучшению качества жизни, а индексируя доход финансовым спекулянтам, работает на увеличение неравенства. Таким образом, присутствуют прямые логические и экономические противоречия, обнажающие предвзятость решений в области денежно-кредитной политики. Когда отмечается, что денежно-кредитная политика не компенсирует снижение потенциала экономического развития, то упускается, что она может вполне работать на снижение этого потенциала либо не дать агентам воспользоваться имеющимся потенциалом. Якобы слишком низкая процентная ставка стимулирует спрос, толкает цены вверх, что при ограниченном предложении увеличивает инфляцию и потери в экономике. Рост ключевой ставки ограничивает инвестиции [5. С. 8–9]. Здесь при формально верном объяснении делается нарочитая ошибка: не принимается во внимание рост предложения при активизации инвестиций в силу низкой ставки процента. Кроме того, экономическая политика должна задействовать различные методы стимулирования предложения. Но относительно высокая ставка процента сразу снижает инвестиции, а также потребление, стимулируя не производительную, а спекулятивную деятельность в экономике на высоком проценте.

Таким образом, не доказано, что такое слишком низкая ставка и была ли она в российской экономике когда-либо; очевидно и непонимание негативной роли относительно высокой ставки процента, которая и подрывает потенциал экономического развития России. Сведение различных инструментов

денежно-кредитной политики только к процентной ставке, а задачу регулятора – только к обеспечению стабильности валютного курса, к которой привязывается ценовая стабильность, сильно искажает подлинные задачи такого экономического роста, в рамках которого происходит процесс замещения импорта. Это должно снижать импортную зависимость, снижать потенциал импортированной инфляции и нарушать связку валютного курса и ценовой динамики. Конечно, не выдерживает критики, как было отмечено, связь низкой инфляции и экономического роста, когда первое ставится в условие для второго. Это нарушает композицию возможных усилий в рамках политики экономического роста и обнажает бессилие денежно-кредитной политики его обеспечить на продолжительном отрезке времени, что и подтверждает статистика по России 2000–2020 гг. Иными словами, краткосрочный и долгосрочный эффекты денежно-кредитной политики сугубо отличаются. Короткий эффект может элиминироваться длительным результатом, когда экономика становится слабо чувствительной к проводимой по одной и той же схеме денежно-кредитной политики, без её структурного варианта. Когда в экономике какая-либо политика не может изменить ситуации в длительном периоде, это можно обозначить как «накопительный эффект», причём он может быть положительным, когда это влияние возрастает, либо отрицательным, когда оно отсутствует либо нечувствительность усиливается [3].

Рассмотрим монетарную политику, способствующую росту экономики, при условии положительного накопительного эффекта такой политики. Учитывая, что в России было обнаружено наличие отрицательного накопительного эффекта денежно-кредитной политики [3], предложения по противоположной политике будут вытекать из предпринятого выше критического анализа целей и принципов денежно-кредитной политики, а также эмпирического анализа её результатов.

2. Денежно-кредитная политика стимулирования экономического роста и накопительный эффект.

В «Основных направлениях единой государственной денежно-кредитной политики» в 2022 году с перспективой на 2023–2025 гг. признаётся лимитирующий характер структурных трансформаций [5. С. 7–9]. Однако вопрос о том, как именно структурные изменения повлияют на денежно-кредитную политику, то есть какой она должна быть, чтобы управлять этими изменениями в нужном для экономики и общества направлении, остаётся без ответа. Точнее, ответ присутствует и сводится к тому, что принципы и цели денежно-кредитной политики, проводимой при отсутствии подобных структурных трансформаций, должны действовать и в условиях, когда они происходят [5. С. 9]. Само изложение в указанном документе выводит структурные изменения из поля инструментов монетарной политики. Хотя признаётся важным создание внутренних источников развития, для чего нужна низкая инфляция,

но при этом нигде не указывается, как относительно высокие процентные ставки будут тормозить именно это развитие. Количественные расчёты таких вариантов также отсутствуют. Ценовая стабильность якобы должна выступать условием трансформации экономики [5. С. 5], но ведь сама трансформация нарушает эту ценовую стабильность, поскольку изменения структуры связаны с пропорциями цен и их влиянием: сдвиги нарушают сложившиеся пропорции, обеспечивая асинхронную по секторам экономики. ценовую динамику. Выходит, экономические условия изменились, что признаётся, но подходы в области денежно-кредитной политики – нет [5. С. 9]. Это по-прежнему: таргетирование, плавающий валютный курс и его стабилизация посредством влияния на ценовую динамику с помощью ключевой процентной ставки, решения по которой принимаются на основе сомнительных макроэкономических прогнозов текущего или в лучшем случае среднесрочного характера с сильно ограниченным числом релевантных параметров.

При этом вопрос, что является причиной повышения цен на товары и услуги при вводе таргета, отходит на второй план. Поскольку имеется функция у ЦБ РФ, постольку он её выполняет, и не важно, чем именно вызван всплеск инфляции.

Нужно отметить, что такой корифей в области инфляции и валютного курса, как Густав Кассель, полагал, что неверно считать высокую процентную ставку причиной удорожания и затруднения производства⁹. Объяснение учётной политики давалось такое: высокий процент должен отвечать скудости капитала¹⁰. Тогда не будет торможения использования производительных сил общества, то есть свёртывания производства. Когда процент не отражает стоимости капитала, то никакого подобного равновесия быть не может. Более того, если стабилизация валюты зависит от монетарной политики, обеспечивающей экономику деньгами, то ограничения на создание денег, в том числе высокий процент, будут создавать значительные трудности развитию и вынудят отменить учётную политику¹¹. Вместе с тем именно Г. Кассель, несмотря на свои либеральные взгляды относительно процентной ставки, считал, что причиной инфляции является не только рост денежной массы, но и падение производства, а также дефицитное финансирование субъектов в периоды инфляции [6]. Конечно, при этом требуется учитывать механизм мультипликации затрат, формируемый монополизмом экономики и другие институциональные ограничения, вносящие вклад в инфляцию, а не в её торможение. Финансовые ограничения будут таким решением, которое, скорее, провоцирует, нежели предотвращает инфляцию. Процент, если является ценой за

⁹ Подробнее смотри: Кассель Г. Инфляция и валютный курс // М: Эльф-пресс. 1995. С.31–32.

¹⁰ Речь велась о «правильном выражении» этой скудости капитала. В этом и состоит проблема – в несоответствии процента реальной стоимости капитала, когда он никоим образом не отражает количество капитала (его скудость или избыток).

¹¹ Кассель Г. Инфляция и валютный курс // М: Эльф-пресс. 1995. С. 33.

предоставляемый капитал, будучи нормативно повышен, означает увеличение цены капитала, причём ничем не оправданное, не связанное с объёмом этого капитала, ведущее к росту издержек по обслуживанию кредита. Тем самым повышение процентной ставки – это взнос в инфляцию, а её торможение возникает на следующих интервалах времени за счёт сжатия экономики, сохраняет её инфляционную природу. Далее цикл «регулирование инфляции денежно-кредитной политикой – рост – инфляция» продолжается, тем более если повторяются и реализуются прежние установки денежно-кредитной политики.

Проектирование нового бюджетного правила в России в 2022 году, по существу, повторяет предшествующий подход – создание некоего фонда, куда выводятся из экономики деньги, в текущем режиме уже не работающие на развитие и рост. Если экономика растёт 1,5–2%, а реальные доходы населения много лет практически не увеличиваются, формирование такого фонда хотя и необоснованно, но хоть как-то можно понять, то в условиях снижения ВВП, скажем на 5%, что требует ресурсов для снижения спада, формирование данного фонда, на наш взгляд, не имеет объективных оснований. Имеющиеся ресурсы должны работать на экономику, противодействовать её спаду. Их вывод означает углубление спада, а в условиях военной обстановки может быть воспринят, как нанесение экономического поражения с вытекающими дальнейшими формулировками в отношении инициаторов такой политики.

Относительно экономического роста возможны два базовых режима [6. С. 22–24]. Во-первых, рост сопровождается ростом цен. Во-вторых, понижение ценовой динамики является условием для роста. Первое вытекает из шумпетеровских представлений о кругообороте, второе – из уравнения Фишера. Если ввести своеобразную денежную функцию $E(M_2) = g_p - g_{M_2}$, представляющую собой разность темпа (g_p) роста цен (инфляция) и темпа роста денежной массы (g_{M_2}), то для указанных двух типов роста можно получить ряд условий на данную функцию, чтобы экономика показывала увеличение продукта.

Тогда, отталкиваясь от уравнения Фишера¹², с учётом того, что скорость обращения – постоянная величина, можно прийти к $E(M_2) < 0$ – для фишеровского роста экономики; $E(M_2) > 0$ – для шумпетеровского роста. Введя чувствительность инфляции к денежной массе g_p/g_{M_2} , несложно получить режимы экономического роста, который отражает таблица 1 [6].

¹² Это уравнение во многом схематично и не верно, так как динамика цен может оказаться зависимой от динамики денежной массы. Из уравнения этого не следует напрямую. Если в экономике такая связь отсутствует или слаба, то при прочих равных можно использовать это уравнение для общих рассуждений.

Таблица 1

Режимы экономического роста – инфляция и денежно-кредитная политика

Тип роста	Режим роста	Денежно-кредитная политика
Шумпетеровский рост $E(M_2) > 0$	$g_{M_2} > 0; g_P > g_{M_2}$; инфляция	Темп роста денежной массы положительный (монетарная экспансия) для роста экономики и темп роста цен (инфляция) обгоняет темп роста денежной массы. Установление цели по инфляции (таргета), оказавшееся меньше темпа прироста денежной массы, нарушит условие роста экономики.
	$g_{M_2} < 0; g_P < g_{M_2}$; дефляция	Темп роста денежной массы отрицательный (монетарная рестрикция), а темп роста цен ниже должен быть относительно темпа роста денежной массы, чтобы экономика росла. Это неправдоподобный сценарий для современной экономики.
Фишеровский рост $E(M_2) < 0$	$g_{M_2} < 0; g_P > g_{M_2}$; инфляция, дефляция	Денежная масса сокращается (монетарная рестрикция), возможна инфляция при $g_P > 0$ и дефляция $g_P < 0$.
	$g_{M_2} > 0; g_P < g_{M_2}$; инфляция, дефляция	Денежная масса растёт (монетарная экспансия), темп роста цен ниже темпа роста денежной массы. Возможна инфляция при $g_P > 0$, дефляция при $g_P < 0$.

Из таблицы 1 следует:

- шумпетеровский тип экономического роста (инновационный) происходит при инфляции, монетарная политика должна быть экспансионистской;
- дефляционный вариант при монетарной рестрикции для шумпетеровского типа неправдоподобен;
- фишеровский тип экономического роста происходит при монетарных рестрикциях (темп роста денежной массы отрицательный – сокращение), но возможна инфляция и дефляция (видимо в зависимости от структуры экономики, начального состояния рынков и даже начальной величины монетизации);

– фишеровский тип роста наблюдаем и при монетарной экспансии, возможна инфляция и дефляция.

Таким образом, наличие связи динамики цен и роста по двум базовым подходам, описывающим варианты такой связи, не даёт однозначного результата по тому, какой именно должна быть денежно-кредитная политика, чтобы обеспечивать экономический рост. Она может сопровождаться и инфляцией, и дефляцией, либо таким мягким вариантом, как дезинфляцией, то есть замедлением инфляции, темпа роста цен, когда он продолжает оставаться положительным (цены растут).

Предпринятые выкладки в области теоретического анализа тем не менее, подтверждают, что, поскольку для российской экономики $E(M_2) < 0$ в среднем на рассматриваемом интервале времени, постольку фишеровский тип роста наиболее ей соответствовал (см. Рис. 5¹³). Согласно этой модели роста, возможны различные варианты денежно-кредитной политики. Решить задачу инновационного типа роста вне шумпетеровской модели практически невозможно, так как денежная функция должна быть больше нуля $E(M_2) > 0$, что при положительном темпе роста денежной массы будет означать инфляцию. Другое дело, если рост цен будет контролироваться денежными властями, то есть инфляция будет не столь высокой и стабильной. Именно такая идея заложена в доктрину таргетирования, однако, как должен выбираться и что самое важное – изменяться на относительно продолжительном отрезке времени сам таргет, остаётся пока вне области точных научных обоснований.

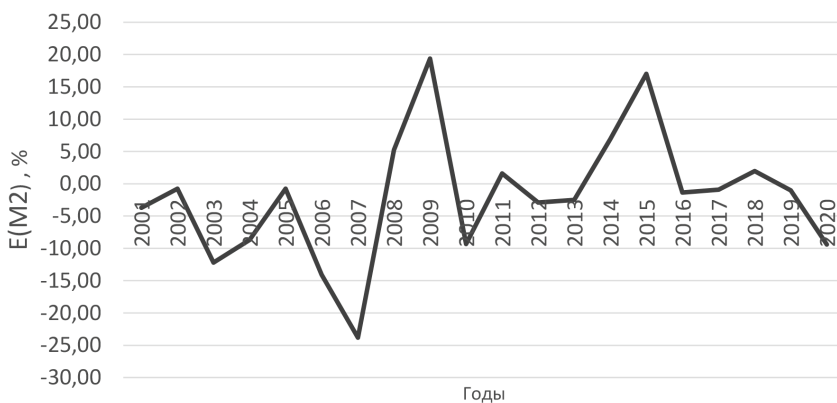


Рис. 5. Денежная функция $E(M_2)$ для российской экономики, 2000–2020 гг.

Источник: составлено на основе: http://www.cbr.ru/vfs/statistics/ms/ms_m21.xlsx
https://gks.ru/bgd/regl/b04_17/IssWWW.exe/Stg/d010/i010080r.htm,
<https://fedstat.ru/indicator/31074>

¹³ Денежная масса приводилась к ценам 2000 года, темп роста цен (уровень инфляции) определялся по ИПЦ (в процентах), темп роста денежной массы как разница денежной массы текущего и предыдущего года, отнесённая к денежной массе предыдущего года, в процентах.

Если $E(M_2) < 0$ подавляющую часть рассматриваемого периода времени, то это говорит о том, что темп роста денежной массы в среднем выше темпа роста цен. Там, где $E(M_2) > 0$ (три точки: 2009 г., 2015 г., 2018 г.), темп роста денежной массы был отрицательный (2009 и 2015 гг.) и был ниже, чем темп роста цен (2018 г.). Отметим, что инфляция в 2017–2020 гг. была близка к таргету, но в отдельные годы имелось «перевыполнение таргета», в частности, в 2017 г. – инфляция 3,68%, в 2018 г. – 2,87%, 2020 г. – 3,38%. В 2019 году – 4,46% (по ИПЦ). Экономический рост в эти годы был не сильно выше 2% или ниже этой величины. Только в 2021 году, в результате стимулирования экономики в 2020 году, были заложены основы роста более высоким темпом, чем в предыдущие годы. Но и инфляция по итогам 2021 года была 8,4% (имелись оценки и в 8,9%), темп роста ВВП – 4,7%. Тем самым подтверждается ещё раз фабула настоящего исследования, что структура российской экономики такова, что наращение темпа роста будет сопровождать рост цен, а его подавление делать рост более скромным по величине темпа. Темп роста денежной массы положительный, а темп роста цен ниже темпа роста денежной массы – данная модель, исходя из теоретической таблицы 1, предполагает как инфляцию, так и дефляцию. Следовательно, снижение инфляции как фетиш денежно-кредитной политики даже не укладывается в логику фишеровской модели роста. Хотя задача определения приемлемой динамики цен сохраняет при этом своё значение. Но она не решается и в базовых документах по денежно-кредитной политике в России, даже не делается такой попытки.

Проведенный анализ также подтверждает, что низкая динамика цен как обязательное условие роста – это всего лишь один из возможных режимов роста, в рамках которого денежно-кредитная политика, обеспечивающая эту низкую ценовую динамику, может сдерживать сам экономический рост, как это подтверждается на эмпирических данных по России.

Кроме этого, важной характеристикой денежно-кредитной политики в России выступает не изменчивость применения её инструментов на относительно длительном интервале времени, включая незыблемость основных принципов и методов реализации. Во-первых, это является явным показателем негибкости и низкой адаптивности мер политики. Во-вторых, возникает отрицательный накопительный эффект экономической политики, когда она не в состоянии существенно изменить функционирование хозяйственной системы в силу весьма низкой чувствительности (либо ее отсутствия) экономики к одним и тем же применяемым инструментам и подходам. Для любого вида политики этот эффект может быть либо отрицательным, либо положительным¹⁴, когда сила воздействия инструментов политики увеличивается с течением времени. Это

¹⁴ Возможен и третий вариант – нейтральный, когда эффект слабо выражен, в случае нейтральной чувствительности экономики к инструментам данной политики, то есть инструменты не являются действенными априорно. В таком случае влияние не снижается и не увеличивается, а не обнаруживается, причём вне зависимости от промежутка времени.

может происходить в силу изменения чувствительности к инструментам со стороны экономики, либо в силу изменения содержания самих инструментов, которые, трансформируясь, находят точки влияния, обеспечивая его усиление и двигая экономику в нужном направлении. При этом достижение одной цели развития не оборачивается свёртыванием продвижения к другой цели развития. Например, когда имеется успех по снижению инфляции, но он оборачивается понижением темпа экономической динамики по ВВП.

Совместно с С.Ю. Глазьевым и О.Н. Афанасьевой [3] был подробно исследован (идентифицирован) отрицательный накопительный эффект денежно-кредитной политики в рамках неоклассической (фишеровской) её парадигмы для России. Если обобщить, то данное исследование дало следующие важные результаты:

– денежно-кредитная политика не обеспечивала главной цели макроэкономического развития – роста ВВП, демонстрируя его сдерживание;

– цель по инфляции достигалась не всегда даже при применении таргетирования, следовательно, денежно-кредитная политика, хотя и сдерживала инфляцию, но не обеспечивала точное достижение установленной цели (безотносительно к адекватности её постановки);

– денежно-кредитная политика с точки зрения её основных инструментов показала отрицательный накопительный эффект, то есть, низкую чувствительность или отсутствие таковой к монетарным инструментам со стороны целей макроэкономического развития [3, с. 23];

– снижение процентной ставки лучше влияет на темп роста (в сторону повышения), нежели на инфляцию (в сторону её ускорения), причём эмпирический анализ в настоящем исследовании это также подтверждает, как и слабую связь между инфляцией и экономическим ростом в рамках проводимой неоклассической денежно-кредитной политикой в России на указанном интервале;

– жесткая денежно-кредитная политика, скорее всего, создавала в России добавочные условия для будущей инфляции, поэтому недолгий эффект от её снижения скрадывал подлинное влияние такой политики на относительно длинном отрезке времени.

Одной из причин такого негативного влияния денежно-кредитной политики даже на инфляцию, что рельефно подчёркивает наличие отрицательного накопительного эффекта¹⁵, выступает единообразие применяемого метода – относительно высокой процентной ставки, якобы снижающей инфляцию. Вместе с тем высокая процентная ставка отсекает инвестиции в экономике, снижает потребление, формируя новое равновесие, если применять термины

¹⁵ Когда цель политики становится не чувствительной к предпринимаемым мерам и применяемым инструментам, либо даже ухудшается в силу такого применения одних и тех же или похожих решений на каком-то отрезке времени. Накопительный эффект политики, со всей очевидностью, выступает функцией времени. Его сила изменяется со временем, что требует дополнительных исследований, не входящих в задачу настоящей статьи.

ЦБ РФ [5], но, к сожалению, на более низком уровне. В результате таких действий конкурентоспособность и технологический уровень экономики понижаются, а возникающий на этом фоне девальвационный эффект при сильной привязке к импорту провоцирует рост цен. Это заставляет денежные власти повышать процентную ставку к прежним значениям. Такая денежно-кредитная политика не может разорвать указанный негативный цикл функционирования российской экономики от кризиса к кризису, позволяя не системно, но локально решать отдельные задачи развития до следующего повторения указанной цепочки через совсем непродолжительный отрезок времени. За это время, как правило, происходит торможение экономического роста и усиливаются условия для нового кризиса.

Однако указанная порочная цепочка, разрушительно действующая на экономику России, исполняет и ещё одну негативную функцию, не ориентируя банки на созидательное размещение имеющегося у них капитала. Высокий процент способствует росту сбережений и сокращению потребления. Вместе с тем он понижает инвестиции и стимулы к ним, обрезая спрос на кредитование. Таким образом, увеличенные сбережения могут направляться не в производительные инвестиции, а на финансовый, валютный и иные спекулятивные рынки, работая, в том числе, и на их обвал в условиях высокой нестабильности и волатильности. Снимая ограничения на движение капитала летом 2022 года, Центральный банк РФ не только обеспечил предотвращение дальнейшей девальвации рубля, которая была значительной в силу предпринятых ответных на санкции мер, но и открыл прежние возможности для финансовых спекулянтов. Поэтому снижение процентной ставки, оказывающее стимулирующее влияние на экономику, при этих условиях обеспечивало большее увеличение финансовых инвестиций, нежели инвестиций в реальный сектор¹⁶. Это вернуло девальвационное давление на рубль, несмотря на то что спрос и предложение определяются в 2022 году (в силу санкций) в основном поведением экспортёров и импортёров.

Денежно-кредитная политика, ориентирующаяся на экономический рост в стране, должна видеть связь динамики цен и роста, а также инвестиций и роста, причём отнюдь не финансовых вложений. Её главная задача — снабдить развитие реальных объектов хозяйства авансовым капиталом, включая и решение возникающих задач, связанных с замещением импорта и функционированием реального сектора национального хозяйства. Это требует коренного изменения базовых принципов и даже целей, пописанных в нормативных документах, на основе которых формируются основные направления единой

¹⁶ В ряде предшествующих работ автора было показано, что снижение процентной ставки в России при прочих равных, приводило всего к 2-кратному увеличению инвестиций в реальный сектор по сравнению с 8 кратным увеличением финансовых вложений. Такая модель развития экономики может быть обозначена как сугубо спекулятивная, с очевидной структурной деформацией.

государственной денежно-кредитной политики. Новые принципы и цели требуются такие, какие представлены в настоящем исследовании, а также вытекают из работы по учёту отрицательного накопительного эффекта денежно-кредитной политики [3, 5–6].

* * *

Подводя итог, сформулируем принципиальные положения, вытекающие из поведенного анализа.

Во-первых, проводимая денежно-кредитная политика стимулирования экономического роста не может сводиться к целям, которые не детерминируют полноценный рост. Более того, применение инструментов денежно-кредитной политики не может не зависеть от исходного уровня монетизации экономики, поскольку при коэффициенте монетизации, скажем, в 15%, это может быть одно применение, а при монетизации, например, в 100% или выше, явно иное наполнение инструментов монетарной политики, влияющих на рост. Является фактом, что в России в период 2000–2021 гг. происходила монетизация экономики, причём темп роста денежной массы обгонял темп роста цен. При этом увеличение денежной массы не являлось детерминантной инфляцией и способствовало поддержанию роста. Однако вопрос об интенсивности прироста денежной массы и распределении её по экономике, что не может не влиять на рост, оставался в стороне в результате сформированной, проводимой и по существу неизменяемой денежно-кредитной политики, которая по своей цели и принципам фактически оказывала тормозящее действие на рост. Присутствовал отрицательный накопительный эффект этой политики, то есть базовые макроэкономические цели оказывались слабо или совсем не чувствительны к инструментам монетарной политики.

Во-вторых, показано, что в России ориентировались на фишеровский подход в области экономического роста и монетарной политики, которые, несмотря на все условности, предполагает наличие инфляции при росте – то есть не обязательно её подавлять любыми средствами и устремлять к слабо обоснованной цели (таргету) в виде одного значения, и тем более её перевыполнять. Инновационный тип роста достигается подходом, который противоположен фишеровскому, предполагая не подавление инфляции, а сопровождающую рост инфляцию как имманентный его признак. Другая задача, пока не решённая наукой, сводится к тому, какой должна быть такая допустимая и имманентная инфляция. В эволюционной экономической теории она называлась «эволюционной инфляцией» и оценивалась как динамика цен, сопровождающая появление новаторов. Однако темп появления новаторов, их качество и динамика цен могут также быть в различных соотношениях для различных экономик. В теоретическом плане проблема здесь не снята, но отсутствие её решения

не означает автоматического оправдания политики подавления инфляции якобы для организации роста, который при таком подавлении не может достичь необходимой величины (по темпу, не говоря о качестве).

Таким образом, обобщая, следует отметить, что в базовых документах формирования денежно-кредитной политики в России допущены ряд установок, которые сомнительны как с точки зрения теории, так и практики реализации монетарной политики роста. Это требует кардинального изменения базового подхода на уровне целей, принципов и инструментов. Причём реализация доктрины «цели – инструменты» предполагает структурную логику рассмотрения влияния и учёт накопительного эффекта по совокупности действующих инструментов и отдельно по каждому из них. Это создаёт новое видение денежно-кредитной политики, составляющее перспективу её применения для развития национального хозяйства.

Литература

1. *Глазьев С.Ю.* Битва за лидерство в XXI веке. Россия, США, Китай. Семь вариантов ближайшего будущего // М.: Книжный мир. 2017. 352 с.
2. *Глазьев С.Ю.* О механизмах реализации целей национального развития России в условиях смены технологических мирохозяйственных укладов // Научные труды Вольного экономического общества России. 2021. Т. 230, № 4. С. 66–70.
3. *Глазьев С.Ю., Сухарев О.С., Афанасьева О.Н.* Монетарная политика России: негативный накопительный эффект в рамках неоклассической модели и его преодоление // Микроэкономика. 2022. № 2. С. 5–38.
4. *Микульский К.И.* Россия в поисках модели экономического роста // Общество и экономика. 2017. № 3–4. С. 5–15.
5. Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2023 года и период 2024 и 2025 годов // М.: Банк России. 2022. 159 с.
6. *Сухарев О.С.* Монетарная теория и макроэкономика: влияние и границы денежно-кредитной политики // Вестник Финансового университета. 2016. № 2. С. 16–28.
7. *Сухарев О.С., Афанасьева О.Н.* Распределение инструментов монетарной политики по целям развития // Общество и экономика. 2022. С. 5–28.
8. *Хеллман Э.* Загадка экономического роста // М.: Издательство Института Е.Т. Гайдара. 2011. 240 с.
9. *Filiani P.* Optimal monetary–fiscal policy in the euro area liquidity crisis // Journal of Macroeconomics. Vol. 70, 2021, 103364 <https://doi.org/10.1016/j.jmacro.2021.103364>
10. *Fontana G., Passarella M.V.* Unconventional monetary policies from conventional theories: Modern lessons for central bankers // Journal of Policy Modeling Vol. 42 (3). 2020. Pp. 503–519.
11. *Garga V, Singh S.R.* Output hysteresis and optimal monetary policy // Journal of Monetary Economics. Vol. 117. 2021. Pp. 871–886.
12. *Grauwe P., Ji, Y.* Structural reforms, animal spirits, and monetary policies // European Economic Review. Vol. 124. 2020, 103395 <https://doi.org/10.1016/j.eurocorev.2020.103395>
13. *Leea K-S., Werner R.A.* Reconsidering Monetary Policy: An Empirical Examination of the Relationship Between Interest Rates and Nominal GDP Growth in the U.S., U.K., Germany and Japan // Ecological Economics. Vol. 146. April 2018. Pp. 26–34.
14. *Liu D., Sun W., Chang L.* Monetary–fiscal policy regime and macroeconomic dynamics in China // Economic Modelling. Vol. 95. 2021. Pp. 121–135.

15. *Mandel A., Veetil V.P.* Monetary dynamics in a network economy // *Journal of Economic Dynamics and Control*. Vol.125, 2021. 104084 <https://doi.org/10.1016/j.jedc.2021.104084>
16. *Mumtaz H., Theodoridis K.* Dynamic effects of monetary policy shocks on macroeconomic volatility // *Journal of Monetary Economics*. Vol. 114. 2020. Pp. 262–282.
17. *Peña R.* Should monetary policy lean against the wind in a small-open economy? Revisiting the Tinbergen rule // *Latin American Journal of Central Banking*. Vol. 2 (1). 2021. 100026 <https://doi.org/10.1016/j.latcb.2021.100026>
18. *Sawyer M., Passarella M.V.* A Comprehensive Comparison of Fiscal and Monetary Policies: A Comparative Dynamics Approach // *Structural Change and Economic Dynamics*. Vol. 59. 2021. Pp. 384–404.
19. *Tinbergen J.* *Economic Policy: Principles and Design* North-Holland. 1956. 276 p.

Oleg Sukharev (e-mail: o_sukharev@list.ru)

Grand Ph.D. in Economics, Professor, Chief researcher, of Economics of the Russian Academy of Sciences (RAS (Moscow, Russia ; Professor, Department of Theory and Methodology of State and Municipal Administration, Faculty of Public Administration, Lomonosov Moscow State University (Moscow, Russia)

MONETARY POLICY FOR ECONOMIC GROWTH IN RUSSIA: ACCUMULATIVE SLOWING EFFECT

The study is devoted to assessing the impact of monetary policy on economic growth in Russia in 2000–2020, with a separate analysis of the main directions of monetary policy in 2022, formulated with a perspective up to 2025. The purpose is to demonstrate the inhibitory effect of monetary policy, as well as to identify the conceptual contradictions embedded in the main legal documents.

The methodology is based on the theory of economic growth and economic policy, empirical-statistical and regression analysis.

The application of the methodology allows us to come to the conclusion that over the period under study, monetary policy aimed at reducing inflation, while achieving this goal, in general, contributed to the slowdown of economic growth in Russia, in no way ensuring balanced and sustainable growth.

Thus, relatively low price dynamics was not a condition for sustainable growth. Monetary policy in Russia in 2000–2022 was characterized by a negative effect, that is, the elimination of the sensitivity of the main macroeconomic development goals to monetary policy instruments. This blocked new growth factors. The way out is to change the basic principles and postulates of monetary policy in Russia.

Keywords: economic growth, monetary policy, key interest rate, inflation, GDP growth rate, money supply, targeting, main directions of monetary policy, accumulative effect.