

DOI: 10.29141/2658-5081-2025-26-1-1

EDN: ZUAXHS

JEL classification: O11, O43, O47

С. Ю. Глазьев Российская академия наук, г. Москва, РФ

О. С. Сухарев Институт экономики РАН, г. Москва, РФ

Экономический рост и монетарная политика России

Аннотация. Современные модели роста слабо учитывают такие детерминанты роста, как наличие структурных ограничений и влияние инструментов монетарной политики, что требует соответствующих исследований с опорой на эмпирические методы анализа, позволяющие уточнить возникающие и нарушающиеся связи между параметрами роста экономики. Статья посвящена определению влияния базовых инструментов монетарной политики на российский экономический рост и инфляцию на длительном интервале времени, на компоненты ВВП и секторальную структуру, представленную обрабатывающим, сырьевым и трансакционным секторами. Методологическую базу составляет теория экономического роста неошумпетерианского типа. Применяются методы эмпирического, регрессионного и структурного анализа. Информационную базу составили данные Росстата и Банка России за 2000–2023 гг. Выявлено, что инструменты монетарной политики по-разному влияли на динамику ВВП, компоненты его структуры, а также базовые сектора экономики. В частности, повышение монетизации способствовало росту экономики, повышение ключевой процентной ставки влияло обратным образом и не давало ощутимого подавления инфляции. Одновременно с эффектом сдерживания спроса возникал эффект «деградации предложения», провоцирующий большую величину издержек и инфляционное давление. Установленная разница во влиянии на секторальную структуру и компоненты ВВП инструментов монетарной и бюджетной политики подтверждает необходимость смены содержания этих видов политики.

Ключевые слова: экономический рост; структура ВВП; секторальная структура экономики; ключевая процентная ставка; монетизация; бюджетный дефицит; монетарная политика; риск.

Для цитирования: Glazyev S. Yu., Sukharev O. S. (2025). Economic growth and monetary policy in Russia. *Journal of New Economy*, vol. 26, no. 1, pp. 6–30. DOI: 10.29141/2658-5081-2025-26-1-1. EDN: ZUAXHS.

Информация о статье: поступила 29 ноября 2024 г.; доработана 12 декабря 2024 г.; одобрена 19 декабря 2024 г.

Sergey Yu. Glazyev Russian Academy of Sciences, Moscow, Russia

Oleg S. Sukharev Institute of Economics of RAS, Moscow, Russia

Economic growth and monetary policy in Russia

Abstract. Modern growth models often overlook such growth determinants as the presence of structural constraints and the influence of monetary policy instruments, which requires

appropriate research with the employment of empirical methods of analysis that allow clarifying the emerging and disrupted relationships between the relevant parameters of economic growth. The purpose of the study is to determine the impact of basic monetary policy instruments on Russian economic growth and inflation over a long time interval, on the components of GDP and the sectoral structure represented by processing, raw materials and transaction sectors. The methodology rests on the neo-Schumpeterian growth theory. The methods of empirical, regression and structural analysis are used. The evidence is the 2000–2023 data coming from the Federal State Statistics Service of the Russian Federation and the Bank of Russia. The paper finds that monetary policy instruments had different effects on the dynamics of GDP, its components, and basic sectors of the economy. In particular, an increase in monetisation contributed to economic growth, while an increase in the key interest rate had the opposite effect and did not provide a noticeable suppression of inflation. Simultaneously with the effect of demand restraint, the effect of supply “degradation” occurred, provoking a large amount of costs and inflationary pressure. The established difference in the impact of monetary and budgetary policy instruments on the sectoral structure and components of GDP confirms the need to change the content of these types of policies.

Keywords: economic growth; GDP structure; sectoral structure of the economy; key interest rate; monetisation; budget deficit; monetary policy; risk.

For citation: Glazyev S. Yu., Sukharev O. S. (2025). Economic growth and monetary policy in Russia. *Journal of New Economy*, vol. 26, no. 1, pp. 6–30. DOI: 10.29141/2658-5081-2025-26-1-1. EDN: ZUAXHS.

Article info: received November 29, 2024; received in revised form December 12, 2024; accepted December 19, 2024

Введение

Россия длительное время находится в поиске новой модели и политики экономического роста – когда темп роста ВВП был высокий (1999–2008 гг.), превышая в среднем 5 %, и когда низким, в среднем, менее 5 %, (2009–2023 гг.), а за 2010–2020 гг. значительно ниже этой величины [Абалкин, 2005]. Четверть века проводилась различная политика, которая включала монетарную и бюджетную составляющие. С 2014 г. введено таргетирование для борьбы с инфляцией как главного условия для организации экономического роста¹. С 2011 г. реализовывалась стратегия развития до 2020 г., итоги которой так и не были в полноценном аналитическом формате подведены², а с 2018 г. введены Национальные проекты развития экономики. Ставились различные цели, изменялись акценты в их формулировке и достижении.

Монетарная политика по своей фабуле оставалась без значительных изменений, рассматривая подавление инфляции как основную цель для стимулирования экономического роста [Сухарев, Курьянов, 2007; Глазьев, 2022]. Данная идеологическая установка сохранялась как в период до таргетирования, так и во время, когда уже много лет проводится политика таргетирования инфляции. Она базировалась на ортодоксальных положениях неоклассической теории и созданных на их базе моделях эндогенного роста,

¹ Подробнее см.: Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2024 год и период 2025 и 2026 годов. Москва: Центральный Банк РФ, 2023. 193 с. https://www.cbr.ru/about_br/publ/ondkp/.

² Многие цели развития не были достигнуты.

весьма слабо отражающих действительность и не способных обосновать действенный инструментарий для выстраивания долгосрочной политики роста экономики [Solow, 1957; Koortmans, 1965; Varro, 1991; Хэлпман, 2011; Лукас, 2013; Спенс, 2013; Барро, Салаи-Мартин, 2014].

Реализация этих подходов в общем тормозила экономический рост [Сухарев, 2023; Глазьев, Сухарев, 2024a]. По величине темпа роста в России можно точно выделить два значительных периода роста с 1999 до 2009 г., и с 2009 по 2024 г. включительно¹. Разграничительной линией для этих периодов выступает отметка в 5 % темпа роста ВВП.

К тому же на втором интервале был десятилетний временной отрезок, примерно с 2013 по 2022 г., со средним темпом роста около 1 %, что некоторые специалисты рассматривали как стагнацию, поскольку не наблюдалось интенсивного развития инноваций, реальные располагаемые доходы населения понижались в течение пяти лет [Глазьев, 2022; Глазьев, Сухарев, 2024a]. Стоит напомнить, что П. Кругман [2017] считал под депрессией развитие экономики ниже своих потенциальных возможностей, а В. Смит отмечал [2017], что институциональный кризис бухгалтерских балансов и возникающие дисбалансы могут провоцировать снижение ВВП либо тормозить рост. Институциональные объяснения различий в росте в сильной степени зависят от типизации институтов, с явным акцентом на роль одних, без рассмотрения всей сложности факторов, определяющих расхождения в траекториях роста и развития [Acemoglu, 2012; Аджемоглу, Робинсон, 2021]. Кроме того, указанные исследования, отмеченные премией памяти А. Нобеля по экономике в 2024 г., тем не менее не учитывают влияния структурной динамики, а также структурных ограничений на рост и расхождение в траекториях развития в связке с инструментами применяемой политики.

Все сказанное выше позволяет говорить о двух принципиально отличающихся видах экономического роста, которые сформировались в силу отличий источников и факторной основы динамики. При этом фабула экономической политики роста, структура роста и экономики оставались без существенных изменений [Сухарев, 2023], а неоклассические рецепты стабилизации экономики главенствовали над кейнсианскими методами [Мински, 2017]. К тому же при выстраивании политики роста не принимались во внимание структурные и технологические факторы [Acocella, Di Bartolomeo, Hallett, 2006; Freire, 2019; Afonso, Aubyn, 2019; Gil, Afonso, Brito, 2019; Chu, 2020]. Это относится не только к секторальной, но и к финансовой структуре, инвестициям, технологиям, степени диверсификации хозяйственной системы и т. д. [Swamy, Dharani, 2019].

Нужно сказать, что указанные аспекты слабо включены в современные модели экономического роста и теорию роста по объективным ограничениям, возникающим на уровне построения подобных моделей [Gabardo, Pereira, Einloft, 2017]. Исключения составляют не только неоклассические, но даже и эволюционные шумпетерианские модели роста [Varro, 1991; Aghion, Akcigit, Howitt, 2015; Zeira, Zoabi, 2015]. Как правило, они проектируются исходя из вводимых факторов и условий, принимаемых для математического описания связей параметров, тем самым внимание обращается на влияние факторов на темп роста ВВП. Либо вводятся инструменты политики, влияющие на те или

¹ Экономический рост в 2023–2024 гг. требует отдельного анализа, хотя и включается в рассматриваемый период. Факторная основа роста за два года изменилась даже относительно роста 2021 г. по причине интенсификации оборонных и других бюджетных расходов, увеличении их мультипликативного эффекта внутри страны. Из-за этого темп роста превысил 3 % даже при резком возрастании ключевой процентной ставки до 21 %, что не может не рассматриваться как мера «антиростовой» политики [Глазьев, Сухарев, 2024a].

иные факторы, условия, динамику. Модели тестируются на уже состоявшихся данных, но эмпирические закономерности роста, а также специфические условия частично унифицируются и уходят из области рассмотрения, представляя весьма ценную информацию о росте и проводимой политике. Такого рода методологию исследования роста развивал С. Кузнец [Kuznets, 1955]. В рамках структурного эмпирического анализа ее же совершенствуют в современных работах и другие исследователи [Vu, 2017; Zhao, Tang, 2018; Сухарев, 2023]. Она же позволяет поставить задачу определения оптимальности темпа роста [Koortmans, 1965], которую можно признать до сих пор нерешенной. В каждой стране на рассматриваемом интервале времени есть темп роста, которому соответствует наибольшая инфляция и наибольший душевой прирост создаваемого дохода. Определение оптимальности темпа предполагает критерий, приведенные ранее могут быть не единственными, поскольку оптимальность можно задать в пространстве критериев и налагаемых ими ограничений на динамику ВВП.

Отдельно необходимо отметить проблему долгосрочного экономического роста и его устойчивости [Romer, 1986]. Пример такого роста среди современных стран показывает только Китай [Zhao, Tang, 2018], демонстрируя явные преимущества централизованного планирования по созданию и обновлению источников роста.

Сказанное позволяет подчеркнуть важность и целесообразность эмпирических исследований роста, поскольку многие созданные модели имеют лишь теоретическое значение, не находя практических подтверждений и не работают для выстраивания политики экономического роста. Последнее предполагает глубокое понимание взаимосвязей между различными факторами роста, элементами экономической структуры, инструментами экономической политики. Это подразумевает владение эмпирическим материалом, дающим картину экономического роста данной страны или территории [Vu, 2017].

Целью исследования является анализ связи экономического роста в России в 2000–2023 гг. и инструментов монетарной политики и их влияние на элементы экономической структуры. В основе методологии исследования теория экономического роста неошумпетерианского типа, подтверждающая связь повышательной динамики цен и роста ВВП, регрессионные модели.

Основываясь на обозначенном подходе, для достижения цели требуется решить две основные задачи:

- обозначить адекватность императивов монетарной и политики роста, оформить схему исследования релевантных связей между параметрами роста и инструментами монетарной политики, конкретизируя содержание эмпирического анализа экономического роста в России;
- определить влияние монетарной политики, в частности, ключевой процентной ставки на динамику ВВП и структурные элементы российской экономики.

Интегральная фабула исследования сводится к тому, чтобы сделать заключение, способствовала ли проводимая монетарная политика¹ росту в России либо тормозила его на рассматриваемом отрезке времени, а также дать характеристику различным видам роста за обозначенный период. Этот интервал является долгосрочным, поэтому речь идет о долгосрочном эффекте влияния политики на экономический рост.

Перейдем к последовательному решению обозначенных задач, обозначив методологию исследования, затем применив ее к оценке влияния монетарной политики на хозяйственную структуру и экономический рост.

¹ В исследовании термины «монетарная политика» и «денежно-кредитная политика» употребляются эквивалентно, а их применение продиктовано удобством текстового изложения и не имеет иных нюансов.

Императивы роста и проводимой монетарной политики в России

Согласно утвержденным направлениям денежно-кредитной политики, ориентированным на 2025–2026 гг., главная ее цель – это понижение инфляции до установленного таргета в 4 %, поддержание финансовой стабильности, включая и валютный курс¹. Это рассматривается как основополагающие условия для стабильного экономического роста. Низкая и не повышающаяся инфляция, с точки зрения регулятора, позволяет сохранять доходы и сбережения населения, способствует укреплению национальной валюты, расширяет доступ к кредиту и различным формам финансирования, позволяя реализовывать хозяйственные планы агентов².

Подобная позиция создает впечатление, что инфляция будто отделена от экономического роста, то есть необходимо решить вопрос с инфляцией, и тогда будет экономический рост. ЦБ РФ уже во введении к своему базовому документу по денежно-кредитной политике отмечает, что она отвечает складывающимся экономическим условиям, в том числе санкциям на внешнее финансирование, способствует росту благосостояния и преодолению кризисов. Так, признается возможной коррекция лишь отдельных параметров монетарной политики³. Отметим, что ничего конкретного не говорится о влиянии монетарной политики на рост, является ли оно сдерживающим или стимулирующим, хотя без акцентов, но тормозящий эффект признается регулятором.

Однако позитивные оценки по благосостоянию и поведению домохозяйств в условиях низкой инфляции, видимо, необходимо рассматривать как автоматическое положительное влияние и на экономический рост. Вместе с тем, такая логика и обоснование не являются предрешенными и в полной мере обоснованными, потому что снижение инфляции не гарантирует роста ни с количественной, ни с качественной стороны.

Таким образом, императивы монетарной политики так или иначе отражены документально, но императивы экономического роста и требования к нему, по существу, отсутствуют. К тому же остается неясной связь и взаимное влияние роста на инфляцию, а монетарной политики – на экономический рост в связке с инфляцией и хозяйственной структурой [Глазьев, 2022; Сухарев, 2023]. Более того, в направлениях денежно-кредитной политики как важнейший императив отмечается Конституционная функция Центрального банка РФ – поддержание стабильности курса национальной валюты. Это является главным условием и монетарной антиинфляционной политики, в качестве основного инструмента которой обозначена ключевая процентная ставка и передаточный механизм ее сигнала (трансмиссионный механизм)⁴. Изменение ключевой процентной ставки обеспечивает динамику других процентных ставок (по депозитам), курса национальной валюты и котировок ценных бумаг на фондовом рынке. В зависимости от того, как изменяются эти параметры, происходит трансформация в поведении агентов по поводу потребления, сбережения и инвестиционных расходов, что сказывается на совокупном спросе. Это не может не отразиться на изменении ВВП, так как его компоненты – потребление и инвестиции (по расходам).

¹ Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2024 год и период 2025 и 2026 годов. Москва: Центральный Банк РФ, 2023. 193 с. https://www.cbr.ru/about_br/publ/ondkp/.

² Там же. С. 3–4.

³ Отметим, что в указанном документе в его введении ЦБ признает возможность изменения цели по инфляции, но на протяжении уже 10 лет этого не происходило. С 2014 г. объявлено о применении метода таргетирования, а с 2015 г., как отмечает сам ЦБ РФ, этот метод введен в действие. С тех пор таргет не изменялся.

⁴ Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2024 год и период 2025 и 2026 годов. Москва: Центральный Банк РФ, 2023. С. 3–5. https://www.cbr.ru/about_br/publ/ondkp/.

Подавление инфляции рассматривается исключительно через компоненту совокупного спроса. Очевидно пренебрегают связями структуры спроса со структурой предложения, а также влиянием процентных ставок и иных параметров на предложение, которое выступает фундаментальным в долгосрочном периоде демпфером инфляции. Тем самым императивы монетарной политики на стадии их установки ограничивают саму политику в борьбе с инфляцией, а, вероятно, даже оставляют слабый способ такого влияния – посредством спроса и процентной ставки.

Однако с повышением процентной ставки инвестиции могут и не сокращаться, по крайней мере не так сильно, как это наблюдалось, к примеру, в 2023 г. в России. Также могут не возрасти сбережения, не снижаться потребление, если агенты включаются в спекулятивную игру на высоком проценте и снимают наращенный «финансовый доход» для потребительских расходов, что при высокой инфляции может рассматриваться как своеобразная компенсация снижению уровня жизни. Такой передаточный механизм не будет приводить к результату – понижению инфляции методом существенного или сильного повышения ключевой процентной ставки и последующих за ней процентных ставок.

Экономическая теория в стандартном варианте утверждает, что более высокая процентная ставка тормозит инвестиции, понижает валовое потребление, что при прочих равных подтверждалось и для российской экономики в прошлые годы. В том числе она стимулирует сбережения. Имеет значение и структура процентных ставок [Буклемишев, Поманский, 1992; Дробышевский, 1999].

Вместе с тем, поиск нейтрального уровня ключевой процентной ставки, который бы существенно не тормозил рост, а стимулировал бы его и понижал одновременно инфляцию до таргета, все же не опирается на глубокий анализ различных моделей роста и связи роста и инфляции [Евдокимова, Жирнов, 2020]. Тем не менее справедливо отмечается сложность решения этой проблемы, поскольку трудно учесть множество факторов, влияющих на инфляцию и рост. Это порождает неоднозначность самой величины нейтральной процентной ставки, хотя и позволяет позиционировать монетарную политику как жесткую, если фактическая ставка становится выше нейтральной, либо мягкой, если она ниже. Однако, жесткость и мягкость может быть различной – так как на разную величину реальная ставка может отклоняться от нейтральной. Аспекты распределенного управления совсем не учитываются в таком агрегатном макроэкономическом подходе, что ослабляет в методологическом плане его применение и результативность. Количественное определение самой нейтральной ставки является ответственной процедурой¹, тем более, что уровень нейтральной ставки также меняется и зависит от многих условий. Ошибки в этой части приведут к негативным исходам в монетарной политике и росте.

Такой неоднозначный подход не позволяет увидеть, что именно растет и как инструменты политики, включая процентную ставку, влияют на динамику структуры экономики, обеспечивающую рост ВВП. Стоит учитывать, что расчет нейтральной ставки имеет ориентировочное значение. Основным является то, насколько жесткая или мягкая монетарная политика проводится и как это влияет на инфляцию и рост, связь между которыми также меняется и может включать те же определяющие факторы, что и нейтральная ставка. Если принять прошлые расчеты этой «нейтральной» ставки для России в 6–7 % справедливыми, то проводимая монетарная политика последних трех лет является сверхжесткой. Причем проводится она по траектории дальнейшего ужесточения,

¹ Методология напоминает оценку «естественного уровня», инфляционно нейтрального уровня безработицы и недопроизводства ВВП.

без периодов ослабления и без учета влияния на рост и экономическую структуру. Экономическая динамика обеспечена мультипликацией государственных расходов в 2022–2023 гг. благодаря изменившимся внешним условиям функционирования российской экономики [Глазьев, Сухарев, 2024b].

Таргетирование экономического роста, хотя бы по номинальному ВВП¹, отсутствует, причем не только в России. Таргетирование инфляции ввели многие страны мира – этот инструментальный метод стал не только способом борьбы с инфляцией, но и политикой роста, хотя напрямую и не предназначен для нее. Вопрос только в том, сдерживает ли данный инструмент рост либо стимулирует его, или же различные варианты влияния изменяются в зависимости от факторов роста и структуры экономики, что является наиболее правдоподобным исходом.

Итак, базовый документ по монетарной политике содержит императивы этой политики, но не содержит императивов политики экономического роста, связанного с инструментами такой политики. Это является большим методологическим упущением в выстраивании макроэкономической политики развития страны. Более того, документально утверждается, что принципы и методы монетарной политики привязаны к макроэкономическому прогнозу, который составляется по макроэкономическим моделям², применение которых подчинено цели достижения инфляции в 4 %. Однако ни точности, ни адекватности, ни задач верификации самих моделей или их изменения не предоставляется. Остается не ясно даже то, как часто следует изменять прогноз и как это отражается на проведении монетарной политики, которая становится зависимой и от качества такого рода моделей и от адекватности их применения. При этом наблюдается явное пренебрежение добротным эмпирическим анализом, включая его регрессионную компоненту, которая дает общее представление о возможной связности изменяемых параметров и результативности применяемых инструментов. Важно отметить, что на длительном интервале времени 2000–2021 гг. наблюдалась тенденция снижения ключевой процентной ставки³, понижения инфляции и темпа экономического роста. Однако вместе с тем возростала монетизация экономики, хоть и замедляющимся темпом [Глазьев, Сухарев, 2024a]. В этих изменениях содержалась уже проводимая монетарная политика, никак не учитывающая ни задачи роста⁴, ни структурные задачи развития хозяйства, которые отсутствуют до сих пор. Даже по риторике базовых документов политики в России (Основные направления денежно-кредитной политики⁵ и др.), можно говорить, что структурные сдвиги выступают как сопровождающий итог проводимой политики, а не как результат стремления к цели, при котором происходит именно то, что нужно хозяйственной системе. Императивы монетарной политики в России не только сводят рассмотрение роста к одной плоскости (подавления инфляции), но абсолютно не принимают во внимание, что монетарная политика

¹ Такой способ целеполагания на уровне макроэкономической политики, наравне с таргетированием инфляции или без него, неоднократно предлагался нами в более ранних работах.

² Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2024 год и период 2025 и 2026 годов. Москва: Центральный Банк РФ, 2023. С. 4. https://www.cbr.ru/about_br/publ/ondkp/.

³ Эту тенденцию сломали 2022–2024 гг., когда уже нельзя говорить о тренде понижения ключевой процентной ставки, так как она поднялась до 21 %, что соответствует началу 2000 г. и выравнивает тренд на понижение, точнее, его ликвидирует.

⁴ Точнее, учитывающая только в одной плоскости, а именно, рост возможен только при подавлении инфляции. При этом пренебрегалось даже опытом начала 2000-х гг., когда высокий темп роста соседствовал с весьма высокой инфляцией – выше 10 %.

⁵ Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2024 год и период 2025 и 2026 годов. Москва: Центральный Банк РФ, 2023. 193 с. https://www.cbr.ru/about_br/publ/ondkp/.

по своей силе инструментальных воздействий может быть различной в зависимости от изменяющегося уровня монетизации экономики и даже структуры денежной массы.

Второй основной целью работы ЦБ РФ является стабилизация курса рубля, причем справедливо утверждается, что в 2022–2024 гг. он формируется в силу взаимодействия импортеров и экспортеров на валютном рынке России. Стимулирование внутреннего спроса и восстановление позиций по росту уже к концу 2023 г., после снижения ВВП в 2022 г., обеспечило инфляционное давление в экономике России, что создало для ЦБ РФ необходимость серьезного ужесточения монетарной политики – повышения ключевой процентной ставки. Однако тезис по возврату экономики на траекторию сбалансированного роста¹ говорит лишь о том, что политика по факту ее проведения в 2023–2024 гг. сводится к замедлению самого роста для достижения целевого значения по инфляции. К 2026 г. планируется рост 1,5–2,5 %, то есть примерно такое же стагнантное развитие, которое наблюдалось в 2014–2019 гг. При этом цель по инфляции в 4–4,5 % в 2024 г. не является достигнутой. Следовательно, можно констатировать наличие ряда ошибок на уровне императивов антиинфляционной монетарной политики и политики экономического роста. Также отметим, что ужесточение монетарной политики привязано к росту бюджетных расходов, порождающих инфляционные ожидания с точки зрения регулятора. Тем самым подчеркивается, что стимулирование роста посредством бюджетного передаточного механизма будет компенсировано блокированием кредитных ресурсов по каналу монетарной политики².

Подводя промежуточный итог анализу императивов монетарной и политики роста в России, сформулируем следующие релевантные выводы.

Во-первых, налицо самоценность инфляции и борьбы с ней, финансовой стабилизации при второстепенности роста как такового, выступающего, судя по стилистике текста и анализа в «Основных направлениях денежно-кредитной политики» как базовом документе ЦБ РФ, явно подчиненной целью развития, формирование и даже достижение которой привязано исключительно к антиинфляционному эффекту и стабилизации курсовой динамики³.

Во-вторых, в силу первого обстоятельства отсутствуют императивы по росту экономики России (не говоря даже о ее структуре), целеполагание в этой части, а императивы монетарной политики заданы не гибко, без привязки к росту и структуре экономики.

В-третьих, императивы монетарной политики в России провозглашают лишь один исход в макроэкономике – это подавление инфляции для ее роста, но не предполагают иной сценарий, когда рост происходит при некоей величине инфляции, превышающей таргет.

Указанные три обстоятельства, а их по документу обнаруживается и больше, фактически ограничивают макроэкономическую политику развития России, фиксируют ее на уровне неких стереотипов и ортодоксальных подходов в области теории экономического роста [Хэлпман, 2011; Барро, Сала-и-Мартин, 2014; Сухарев, 2023]. При этом документально ЦБ РФ признает тормозящую роль обосновываемой им политики (однако, есть и научные доказательства этого торможения [Глазьев, 2022; Сухарев, 2023]), называя такой рост стабилизированным или сбалансированным, хотя в экономической

¹ Там же. С. 5.

² Подробнее см.: Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2024 год и период 2025 и 2026 годов. Москва: Центральный Банк РФ, 2023. 193 с. https://www.cbr.ru/about_br/publ/ondkp/.

³ Под ним понимается подавление инфляции до целевого уровня и стабильность курсовой динамики.

науке под сбалансированностью признается пропорциональный рост различных элементов хозяйственной структуры¹.

Некоторые аналитические организации² в России делают робкие попытки аккуратно выдвинуть некие паллиативы в виде альтернативы основным императивам монетарной политики, содержащихся в документах ЦБ РФ. Однако они не предлагают изменения и введения императивов и целевых ориентиров по росту и структуре экономики, а ограничиваются известными мерами борьбы с инфляцией за счет «экономики предложения», рассматривая их в суррогатном монетаристском варианте, без оценки возможностей ценовой динамики на рынке факторов производства. Более того, в сравнительной таблице различных вариантов монетарной политики, уже примененных разными странами в 2021 г., они отмечают, что низкие ставки при высокой инфляции якобы не соответствуют теории. Отметим, что в теории нет жестких обоснований относительно ставки процента – понижать при высокой инфляции или повышать. Ортодоксальные стереотипы, не отвечающие реалиям, не могут рассматриваться как некая «теоретическая конструкция», «теорема» или аксиома, поскольку не представляют строгой закономерности на все времена (экономика изменяется и меняться должны соотношения и методы регулирования). Следовательно, нельзя трактовать подобные вещи как нарушение теории или проведение политики не по теории. Скорее, правильнее поставить вопрос об адекватности теории, как и политики, что не делается в таких публикациях в России, за некоторыми исключениями [Глазьев, 2022; Глазьев, Сухарев, 2024а].

«Экономика предложения» в монетаристском варианте может быть хорошим каналом поддержки инфляции через цены на ограниченные факторы производства, а сокращение бюджетных расходов либо недостаточный их рост может сказаться на мультипликации и темпах роста ВВП в сторону их понижения. Россия в 2022–2024 гг. показала относительно высокую инфляцию при росте занятости. Это никак не подпадает под определение стагфляции. Если произойдет высвобождение труда при торможении инфляции, это тоже не отвечает высокой безработице и инфляции – стагфляции. Монетарная политика, провоцирующая торможение роста при росте цен, конечно, вносит некую лепту в формирование «стагфляционного эффекта» в будущем³.

Сказанное позволяет выделить две базовые модели роста экономики – с относительно повышенной инфляцией и с низкой инфляцией (под таргет), а также обозначить схему влияния главного инструмента монетарной политики – ключевой процентной ставки на рост, экономическую структуру и инфляцию.

Рис. 1 отражает в упрощенном виде систему связей главного в России инструмента монетарной политики – ключевой процентной ставки с базовыми моделями роста и структурой экономики.

¹ В частности, акцент в теориях сбалансированного роста делается на одинаковом росте выпуска и основного капитала при постоянстве процентных ставок. С точки зрения практики, экономический рост в подавляющем числе случаев и для многих стран является несбалансированным, что и характеризует экономическое развитие.

² Имеется в виду препринт Института народнохозяйственного прогнозирования по теме «Природа инфляции в современной российской экономике и ее влияние на экономический рост» (ноябрь 2024 года). <https://ecfor.ru/publication/neeffectivnost-denezhno-kreditnoj-politiki-i-priroda-inflyatsii/>.

³ Балансирует ли монетарная политика в РФ совокупный спрос и предложение и позволяет ли сохранить такой баланс – остается открытым вопросом. По крайней мере, эмпирические факты говорят о том, что инфляция слабо чувствительна к ключевой процентной ставке, что подтверждают события 2022–2024 гг.

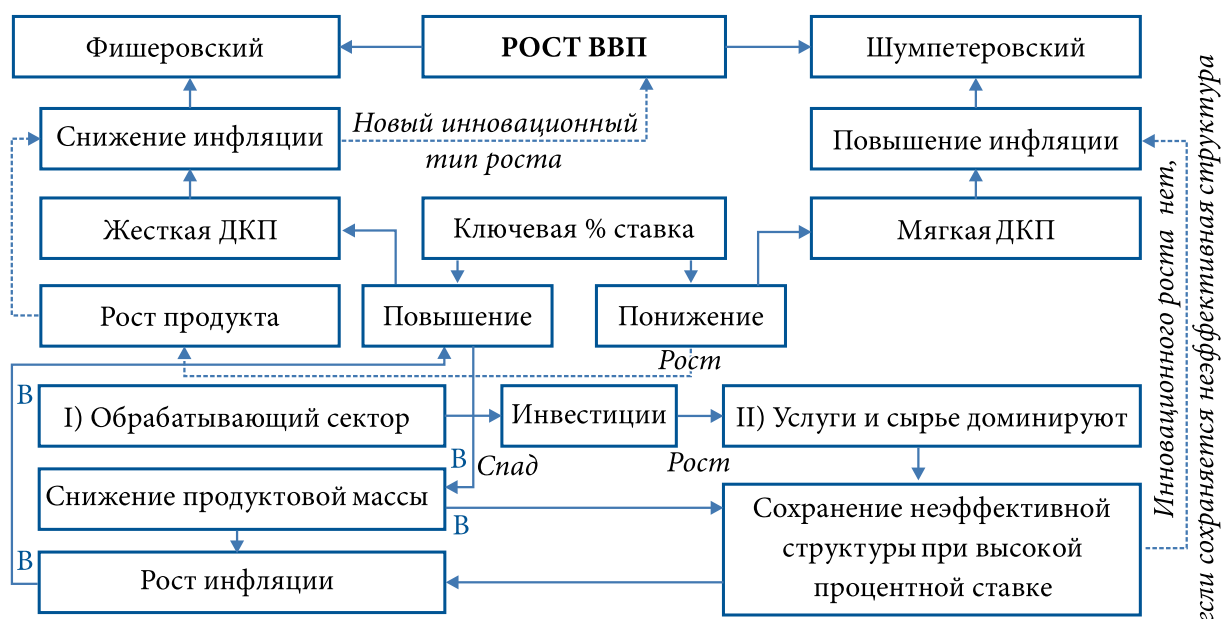


Рис. 1. Система связей инструментов денежно-кредитной политики, моделей роста и структуры экономики

Fig. 1. The system of connections between monetary policy instruments, growth models and the economy structure

По нему видна глубокая связь (хроническая для России), сложившаяся на уровне экономической структуры – «спираль структурной деградации», подпитывающая «природу инфляции» в России. Классическая спираль «инфляция – заработная плата» вряд ли является основой инфляции в России, как на интервале 2000–2024 гг., так и отдельно в 2022–2024 гг., поскольку, с одной стороны, заработная плата составляет не более 30–35 % всех затрат в их структуре, а до 70 % – материальные затраты. Динамика цен на них будет вносить не меньший, а в общем случае, больший вклад в инфляцию, нежели требования повысить заработную плату. Тем более, что серьезного увеличения последней по ряду отраслей в 2022–2024 гг. не наблюдалось.

Кроме того, спираль «инфляция – заработная плата» имеет значение для инфляции, когда труд высоко оплачивается, высока занятость и сильны профсоюзы – их требования увеличивать заработную плату. Однако и этот процесс может оказаться подчиненным сложившейся спирали «структурной деградации» экономики. Она действует следующим образом. Исходная неэффективная структура характеризуется низкой рентабельностью создания продукции, зависимостью от импорта, что обеспечивает низкий уровень обновления капитала (инвестиций), низкую технологичность и конкурентоспособность, сохраняя неэффективную структуру. Итог состоит в создании недостаточной для спроса продуктовой массы на внутреннем рынке, что и является ограничением «экономики предложения», обеспечивая повышение уровня цен (провоцируемых издержками – структурно, но не монетарно).

С ростом цен разворачивается борьба согласно обозначенным выше императивам монетарной политики – высоким процентом. Он сохраняет финансовую и иные спекулятивные виды деятельности, обеспечивая высокую рентабельность для них и сохраняя низкую рентабельность и низкие инвестиции в производственных секторах. Возникающая иллюзия финансовой стабилизации и сбалансированного роста в действительности не является такой, по крайней мере, рост в этой структуре не может быть сбалансированным и длительным. Затем происходит девальвация (с целью элиминировать глубокие

неэффективности), которая и дает импульс развитию, порождая и инфляцию через импорт, с которой опять борются высокой процентной ставкой, фиксируя неэффективную структуру и снимая сливки с девальвационного эффекта, используя их на локальные прорывы до следующего кризиса. Глубинная природа этих кризисов лежит в сохраняющейся неэффективной структуре и таких же императивах монетарной политики без разработки и реализации императивов роста и развития¹.

Относительно высокая процентная ставка, как следует из рис. 1, действует в направлении сокращения инвестиций в обрабатывающем секторе, сдерживает рост продуктовой массы, тем самым внося лепту в поддержание среднесрочной инфляции, создавая условия в будущие периоды опять применять политику повышения ключевой ставки. Учитывая, что услуги и сырье более рентабельные, то такой эффект по данным секторам наблюдается в меньшей степени, что сохраняет неэффективную экономическую структуру, обеспечивая будущий ее вклад в генерацию всплеска цен². Эти секторы развиваются и при высокой процентной ставке, так как их доходность много выше обрабатывающего сектора, так что эффект повышения не является таким болезненным. Стимулирование роста продукта и создание условий для инвестирования в обрабатывающий сектор способно обеспечить понижение инфляции без жесткой денежно-кредитной политики и фишеровской модели роста, что способно создать условия для инновационного роста шumpетеровского типа [Сухарев, 2023].

Заметим, что спираль «инфляция – заработная плата»³, несмотря на «теоретические клише» и завышенные аналитические ожидания ее влияния – не была определяющей. Сильное значение имеет «порочный круг» или спираль «структурной деградации», сложившаяся давно и непреодолимая много лет в России (рис. 1 левый угол – контур BBBB).

Объяснение высокой инфляции в России при высокой ключевой процентной ставке наличием «льготных программ кредитования» в корпоративном секторе, что привело к росту занятости и совместно с бюджетными расходами увеличило кредитные и доходные позиции населения, стимулируя платежеспособный спрос, не выдерживают критики в силу хотя бы двух обстоятельств.

Во-первых, более сильна спираль «структурной деградации», непреодолимая до сих пор. Любые меры политики, не меняющие это соотношение, никак существенно не перебивают «природу инфляции», коренящуюся в издержках и хозяйственной структуре. Высокий процент сохраняет монополизм и неизменчивость этой неэффективной структуры.

Во-вторых, к 2024 г. кредитование пошло на спад, так как высокая процентная ставка все-таки его снижала, а инфляция ощутимо не понизилась. Бюджетные расходы стимулировали не только рост заработных плат, но и материальных затрат, которые более значимы, к тому же они обеспечили создание конечной продукции, правда, в основном оборонного и сельскохозяйственного назначения, плюс межотраслевая мультипликация. Эти структурные аспекты также важны при анализе того, что процентная ставка, будучи

¹ Исключением является программа академика С. Ю. Глазьева. Подробнее см.: [Глазьев, Сухарев, 2024b].

² Отметим, что относительно высокая процентная ставка в России на протяжении многих лет не обеспечивала значимого торможения оттока капитала из страны, и привлечения его извне. Хотя в 2022–2024 гг. монетарная политика предотвратила обвал на валютном рынке – большую девальвацию. Это было сделано благодаря действиям по блокированию валютных спекулянтов и активному регулированию валютного рынка (стратегия активизма), после весны 2022 г. это было свернуто [Глазьев, 2022].

³ Именно такая спираль символизирует стагфляцию, то есть высокую безработицу при высокой инфляции. Однако, такая ситуация в России пока отсутствует и на 2025 г. не просматривается, если произойдет понижение занятости, то и инфляцию сверхжесткой политикой все-таки несколько понизят. Это не отвечает классическому определению стагфляции [Мински, 2017].

так высоко поднятой, не изменила на протяжении длительного периода инфляционного давления, когда в иные годы изменяла его. Действовали каналы поддержки спроса – через бюджет и высокую процентную ставку, которая не могла не вносить вклад в рост цен. Высокая занятость возникла в силу необходимости решения оборонных задач, как и обеспечиваемые этими задачами расходы, не выходящие за пределы дефицита бюджета в 2 % ВВП в среднем, что на трехлетнем интервале не может дать никакого ощутимого негативного влияния на инфляционные ожидания.

Дальнейший анализ построим согласно следующей последовательности:

– на основе эмпирического анализа определим влияние ключевой процентной ставки и денежной массы на инфляцию и темп роста ВВП, а также иные релевантные параметры макродинамики;

– исследуем вопрос влияния инструментов монетарной политики и бюджета на структурные компоненты ВВП и базовых секторов (обрабатывающий, сырьевой и транзакционный).

Рассмотрим обозначенные условия и аспекты более подробно далее, акцентируя внимание на влиянии элементов экономической структуры и ключевой ставки процента на инфляцию и рост. Исследуем это влияние на длительном временном интервале и отдельно в 2022–2024 гг., иллюстрируя теоретико-методологические позиции настоящего параграфа эмпирическими фактами, доказывая и обосновывая выдвинутые выше положения. Однако, прежде обозначим важность двух кругов: «порочного круга» монетарной политики и «цикла экономического процветания». Переход от первого ко второму должен составлять основу новых императивов монетарной политики экономического роста и стать базовым содержанием структурных изменений в России.

«Порочный круг» монетарной политики и «процентный портфель» круга «экономического процветания»¹

В российской экономике, как было показано на рис. 1, перманентно реализуется одинаковая по своему смыслу и содержанию монетарная политика, которая на ценовое давление реагирует повышением процентных ставок. Именно такая реакция формирует «порочный круг» монетарной политики, который препятствует реализации стратегии опережающего развития страны (рис. 2).

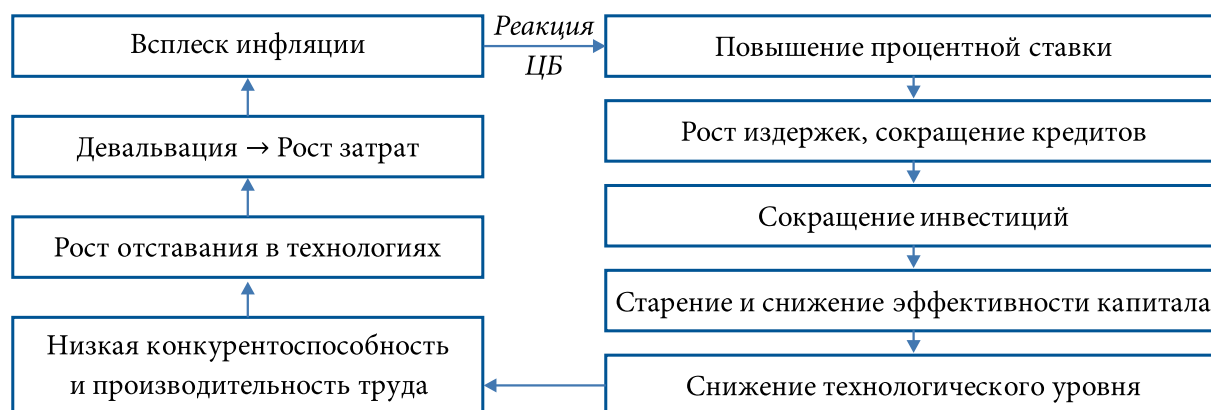


Рис. 2. «Порочный круг» монетарной политики в России

Fig. 2. The vicious circle of the monetary policy in Russia

¹ Подробнее см. доклад на Президиуме РАН в октябре 2024 г.: Глазьев С. Ю. (2024). Стратегия опережающего развития в условиях структурных изменений мировой экономики. <https://izborsk-club.ru/26251>.

Содержание круга формируется изначальным ростом издержек, являющихся следствием затратной организации структуры экономики, с применением неадекватного метода борьбы с ростом цен посредством повышения процента. Это совсем не тушение пожара методом встречного огня, а наоборот, что и отражает «порочный круг» монетарной политики. Повышая ключевую процентную ставку ЦБ ограничивает кредитование, провоцируя дальнейший рост издержек. Если инвестиции обеспечены в экономике в основном за счет собственных средств – это ограничивает и их использование для обновления основного капитала. В итоге, довольно быстро (процентная ставка опускается после повышения очень медленно, иногда годами, как показывает пример российской экономики) возникает эффект невозобновления и старения капитала, понижения его эффективности, с консервацией или даже понижением общего технологического уровня. Это провоцирует низкую производительность, дальнейший рост издержек, консервирует или ухудшает и так деградирующую экономическую структуру. Во всяком случае, в самом хорошем варианте все равно наблюдается блокирование стратегии опережающего развития – оно становится при таком круге невозможным. Рост издержек требует девальвации, которая провоцирует рост цен, на который ЦБ опять отвечает повышением ключевой ставки процента и все повторяется (см. рис. 2).

Рис. 3 представляет принципиально иную схему экономического развития в современном мире, которая испытывает колоссальные по масштабу и скорости структурные изменения к новому мирохозяйственному укладу. Как видно из двух схем (рис. 2–3), научно-технический прогресс является генератором снижения цен в долгосрочном и в среднесрочном периоде и двигателем развития, а также строителем хозяйственной структуры.

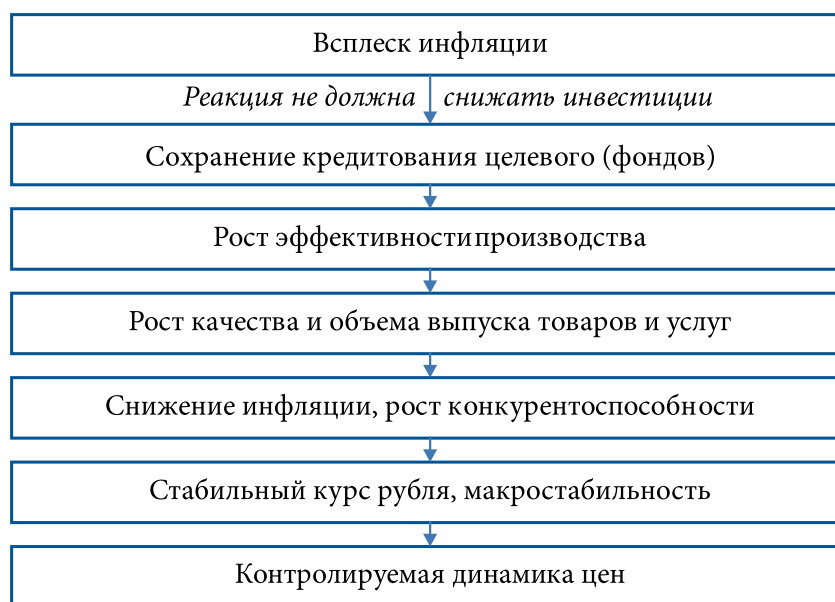


Рис. 3. Цикл «экономического процветания»

Fig. 3. The cycle of economic prosperity

Цикл экономического процветания предполагает отказ от политики погашения инфляции методом удушения спроса, инвестиций и самого развития. Однако подразумевает систему воздействий, понижающих значимость механизма генерации ценовой динамики (затрат), стабильность обменного курса за счет понижения спекулятивности валютного и фондового рынка. Это системная основа инфляции и противодействия ей.

В экстренных случаях допускаем повышение ставки, но она также (в такое же время) должна быть и понижена, как и повышена, иначе необратимые, в том числе структурные изменения, формируют новую основу будущей инфляции. Нужны добавочные меры, которые поддерживают целевое кредитование производства, относительно невысокие издержки, рост производительности, поддержание конкурентоспособности и как общий итог невысокую динамику цен, которая имманентно сопровождает развитие в виде «модели процветания».

Перейти от «порочного круга» к циклу «экономического процветания» (рис. 3) возможно изменением политики ЦБ посредством развертывания низкопроцентных специальных инструментов рефинансирования коммерческих банков и институтов развития для наращивания инвестиций и создания нового основного капитала, в котором остро нуждается российская экономика. Это создаст принципиально иную базу для успешной реализации и расширения национальных проектов и государственных программ развития.

В частности, банки развития, низкорисковые специальные банки фидуциарного типа, а также государственные программы по 5–6 укладам должны получить практически нулевые ставки. Проекты импортозамещения, развития малого и среднего бизнеса, жилищно-коммунального направления деятельности – невысокие 1–3 % ставки кредитов. Ключевая ставка должна применяться к коммерческим банкам, работающим на общих основаниях и к правительству при операциях на открытом рынке с ценными бумагами. Отметим сразу, что такой подход предполагает формирование «процентного портфеля», то есть набора ставок в отношении банковской системы, которые применяются в зависимости от кредитного портфеля банков.

Следует также исключить привлечения средств коммерческих банков на депозиты и в облигации ЦБ РФ, подключить подконтрольные государству банки к реализации национальных проектов и программ, установив целевую функцию для них в виде показателя кредитования увеличивающегося производства и создание его основного капитала, а не собственной спекулятивной прибыли. Полезным видится разрешительный порядок вывоза капитала, обязательная продажа валютной выручки на Московской бирже для стабилизации валютного курса, а также ввод экспортных пошлин на вывоз углеводородов и иного сырья, с общим креном на расширение бюджетных возможностей и стабилизацию цен.

В подтверждение приведенных позиций проведем более детализированный анализ влияния на рост элементов экономической структуры и монетарной политики в России на рассматриваемом интервале времени.

Экономический рост, элементы структуры и влияние монетарной политики: эмпирический анализ

Проведем эмпирический анализ влияния ключевой процентной ставки на динамику кредитования в России в 2000–2023 гг., оценивая кредиты в ценах базового 2000 г. Поскольку ЦБ РФ ставит цель сокращения кредитования как основного метода борьбы с инфляцией, эти данные представляют фактический интерес. На рис. 4–5 отражено изменение среднегодовой реальной ключевой ставки и объема кредитов нефинансовым организациям и домохозяйствам в млрд руб., по данным Банка России и Банка международных расчетов¹.

¹ Банк России. https://cbr.ru/hd_base/keyrate/#highlight=ключевая%7Cставка; Банк Международных расчетов (Bank for International Settlements). https://data.bis.org/topics/TOTAL_CREDIT/BIS,WS_TC,2.0/Q.RU.C.A.M.XDC.A; Росстат. https://rosstat.gov.ru/storage/mediabank/VVP_god_s_1995-2023.xlsx.

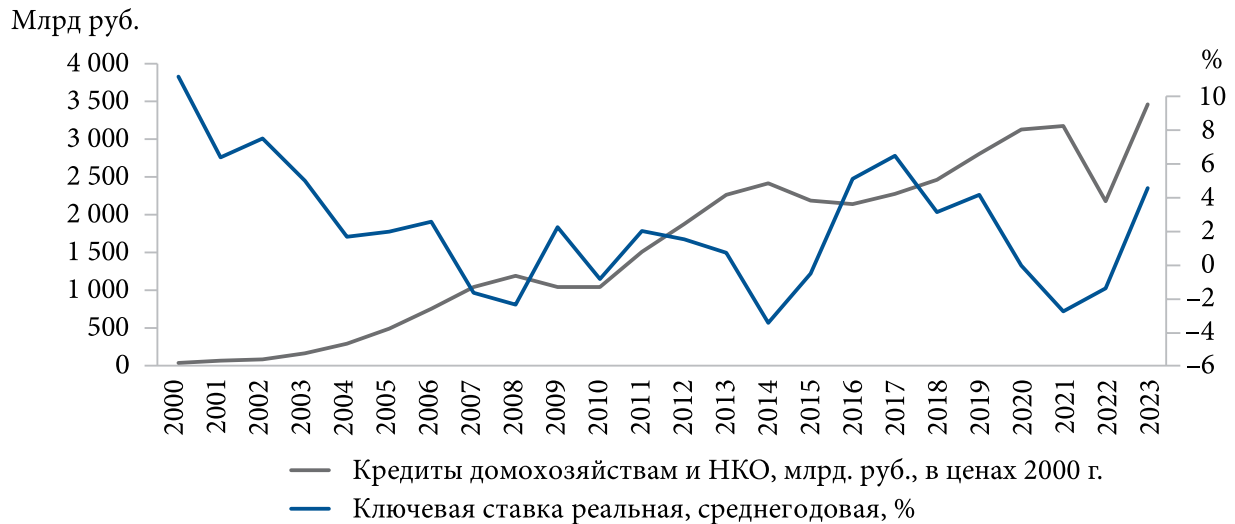


Рис. 4. Кредиты домохозяйствам и НКО и реальная ключевая процентная ставка, 2000–2023
 Fig. 4. Loans to households and nonprofit organisations and the real key interest rate, 2000–2023

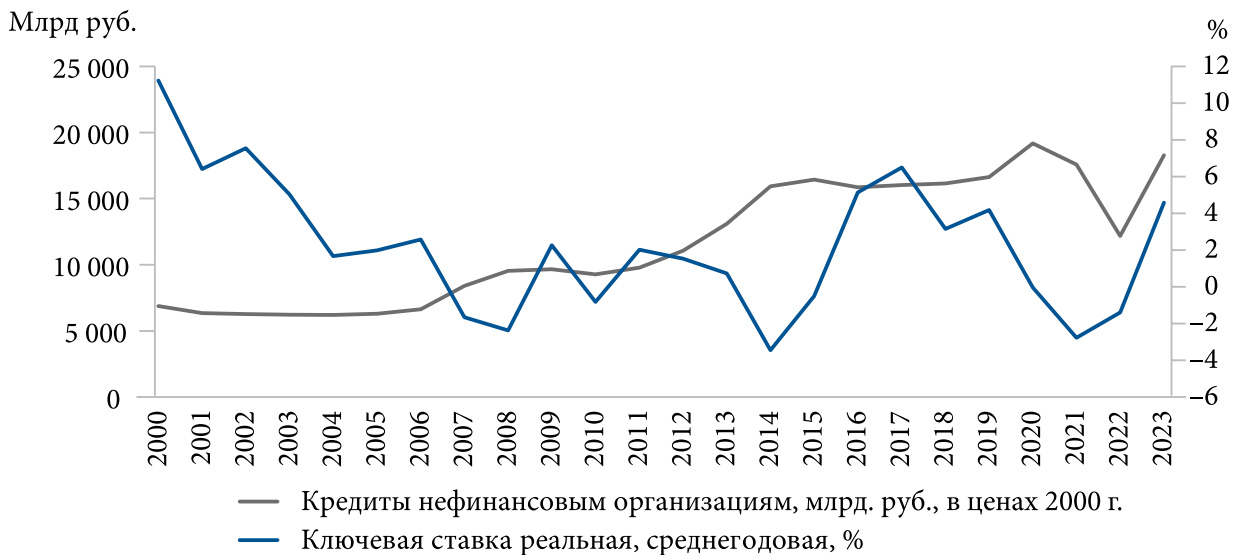


Рис. 5. Кредиты нефинансовым организациям и реальная ключевая процентная ставка, 2000–2023
 Fig. 5. Loans to non-financial organisations and the real key interest rate, 2000–2023

Из рис. 4–5 видно, что пока ключевая ставка не снизилась, ощутимого роста кредитования нефинансовых организаций не происходило. Домохозяйства увеличивали кредитование в процессе понижения ставки. Повышение ключевой ставки в 2009, 2015–2016 и 2022–2023 гг. снижало объем кредитования нефинансовых организаций и домохозяйств либо формировало площадку отсутствия роста кредитования. Понижение ключевой ставки в 2017–2021 гг. (рис. 4) не обеспечило наращивания кредитов домохозяйств, четко видна площадка отсутствия роста кредитования. После периодов повышения ключевой ставки темп роста кредитования населения превосходил темп роста кредитования нефинансовых организаций, так что разрыв по общей величине кредитов сократился примерно с 10 до 5 раз (см. рис. 4–5).

При этом, больший темп прироста денежного агрегата $M2$ отвечал и большей величине инфляции и большему темпу роста (рис. 6–7), что означает соответствие и большей инфляции – большему темпу росту за 2000–2023 гг.

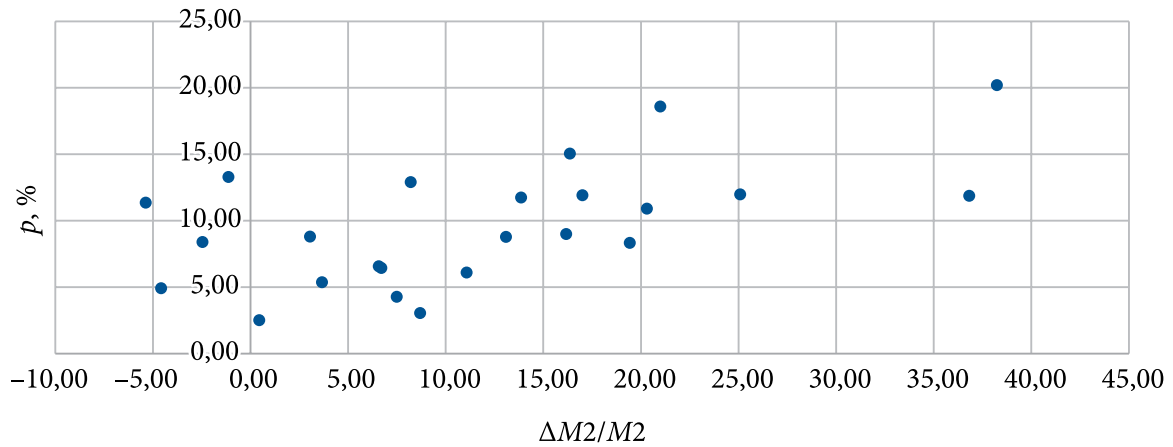


Рис. 6. Инфляция (p, %) и прирост денежной массы M2, 2000–2023¹

Fig. 6. Inflation (p, %) and the growth of money supply M2, 2000–2023

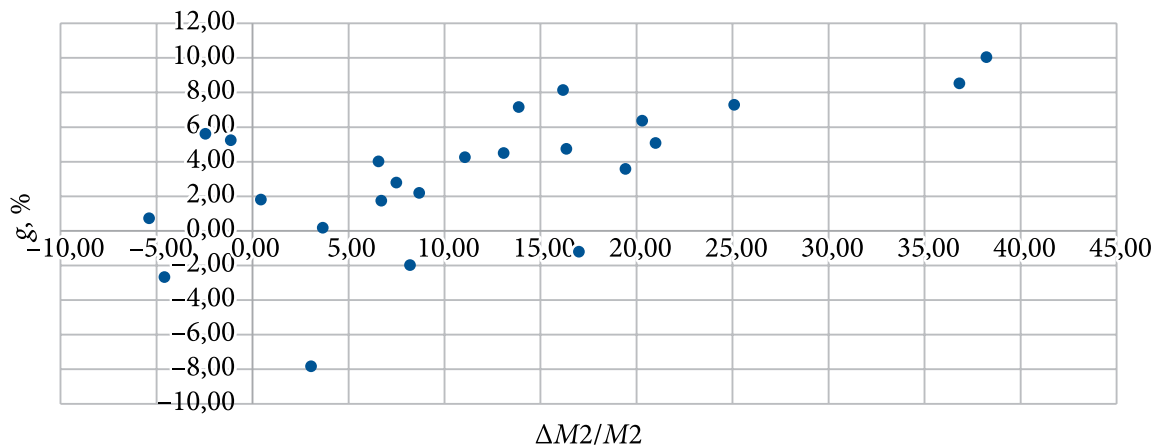


Рис. 7. Темп роста ВВП (g, %) и прирост денежной массы M2, 2000–2023

Fig. 7. GDP growth rate (g, %) and the growth of money supply M2, 2000–2023

Уровень монетизации российской экономики возростал, но замедляющимся темпом. Причем на значительном интервале 2010–2019 гг. он практически не увеличивался (рис. 8).

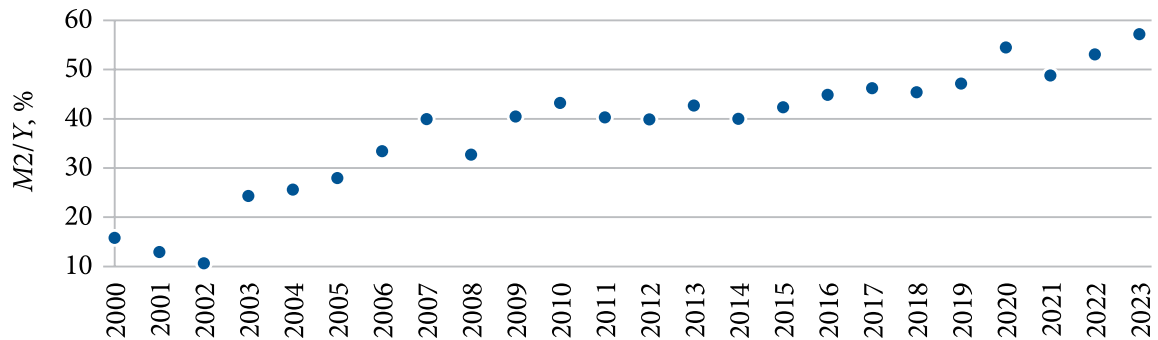


Рис. 8. Уровень монетизации (M2/Y) российской экономики, 2000–2023

Fig. 8. Monetisation (M2/Y) of the Russian economy, 2000–2023

¹ Рис. 6–7 построены по данным: Росстат. https://rosstat.gov.ru/storage/mediabank/ipc_mes-06-2024.xlsx; Банк России. http://www.cbr.ru/vfs/statistics/ms/ms_m21.xlsx.

Это в большой степени сказалось на замедлении темпа роста, сохранении неэффективной структуры экономики, провоцирующей инфляцию. Так, после стимулирующей политики 2020 г., монетарное сдерживание 2021 г. с дальнейшим стимулированием в 2022–2023 гг. и кардинальным повышением ключевой ставки (см. рис. 4–5), даже сдерживающее рост кредитование не обеспечило существенного снижения инфляции. Опасность ситуации в том, что без проникновения в «природу инфляции» дальнейшее ужесточение монетарной политики может нанести существенный вред развитию российской экономики.

Бюджетная политика была направлена в основном на сбалансированный бюджет, что внесло лепту в формирование рецессии 2015–2016 гг. (рис. 9).

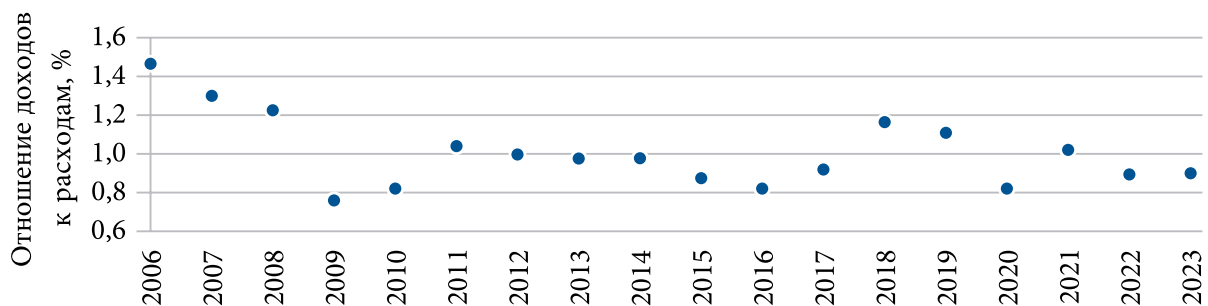


Рис. 9. Отношение доходов к расходам федерального бюджета России, 2006–2023

Fig. 9. Revenues to expenditures ratio of Russia's federal budget, 2006–2023

В годы рецессий бюджет был дефицитным, но затем профицитным и сбалансированным, что также характеризует бюджетную политику как сдержанную.

Проводимая макроэкономическая политика обеспечивала наибольшие инвестиции в фонды транзакционного сектора, сырьевого и только затем обрабатывающего. Причем после быстрого взлета в 1999–2008 гг. эти инвестиции с 2009 по 2019 гг. ощутимо не росли, показывая колебания в «инвестиционном тоннеле», который для обрабатывающего сектора составил от 400 до 600 млрд руб., для сырьевого – от 600 до 800 млрд руб., для транзакционного сектора – от 1,2 до 1,4 трлн руб. в ценах 2000 г. К 2023 г. инвестиции в основной капитал транзакционных секторов возросли до 1,8 трлн руб., а вот для сырьевого и обрабатывающего сектора – не вышли за верхнюю границу указанного диапазона («тоннеля»)¹. Отметим, что стагнация в области инвестиций в основной капитал происходила при относительно низкой ключевой процентной ставке (ниже 10 %), а рост инвестиций всегда сопровождался ростом риска, что отражает рис. 10, но рост риска понижал темп роста валового накопления.

Построение регрессии по исходным данным с различным количеством факторов на основе панельных данных осуществлялось в программе Gretl-2024b. Методом отбора факторов осуществляется построение возможных моделей с 2–6 факторами для каждой из выбранных объясняемых переменных.

Для выявления мультиколлинеарных факторов строится матрица парных корреляций. Для проверки наличия гетероскедастичности случайных ошибок регрессионной модели использовался статистический тест Дарбина – Уотсона. Результаты проверки показали гомоскедастичность дисперсий случайных ошибок моделей приводимых ниже в исследовании регрессий.

¹ Рассчитано по данным Росстат. <https://rosstat.gov.ru/statistics/accounts>; <https://rosstat.gov.ru/storage/mediabank/Tab-inv-okved.htm>.

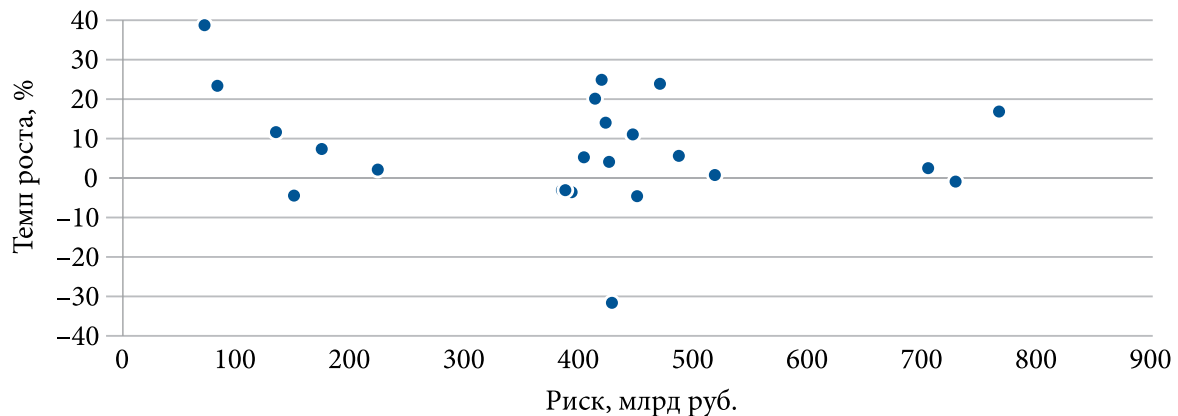


Рис. 10. Темп роста валового накопления основного капитала в России и риск, в ценах 2000 г., 2000–2023¹

Fig. 10. Growth of gross fixed assets in Russia and risk, at prices of 2000, 2000–2023

Гипотеза H_0 об отсутствии автокорреляции остатков осуществлялась с помощью теста Дарбина – Уотсона путем сравнения статистики DW -критерия с теоретическими значениями d_l и d_u . В представленных ниже моделях значения DW находят в интервале $d_u < DW < 4 - d_u$, что показывает отсутствие автокорреляции.

Лучшие модели выявлялись по тесноте связи рядов при соблюдении прочих статистических критериев верификации модели без коллинеарных факторов. Все полученные модели значимы по критерию Фишера, коэффициенты регрессии при всех факторах значимы при высоком коэффициенте детерминации для всех моделей.

Применение метода последовательного исключения коллинеарных факторов позволило получить наилучшие регрессионные модели для России. На рис. 11–12 вынесены виды окончательных полученных (наилучших) регрессий. В сносках даны основные статистики, подтверждающие релевантность отобранных регрессий.

Далее покажем, как применяемая структура инструментов монетарной и бюджетной политики влияла на инфляцию в России (рис. 11)². Монетизация работала на понижение инфляции, ключевая процентная ставка отвечала более высокой инфляции, профицит бюджета работал не на подавление инфляции, а дефицит – наоборот. Эти соотношения видны по приводимой наилучшей регрессии и говорят о том, что уже осуществляемые меры рестриктивной монетарной политики не способствовали подавлению инфляции, а умеренная экспансионистская политика оживляла экономику и сдерживала рост цен. По крайней мере, в долгосрочном периоде эмпирически виден именно такой результат. Это в существенной степени подрывает неоклассические модели, тем более на длительном интервале времени, показывая факт их неадекватного срабатывания, что высокая процентная ставка не влияет в долгосрочном плане на рост, но сдерживает инфляцию [Дробышевский, 1999; Лукас, 2013; Барро, Сала-и-Мартин, 2014]. Видно, что сдерживание инфляции по эмпирическим данным не обнаруживается большей величиной ставки. Правда, влияние ключевой ставки на рост в долгосрочном периоде не является сильным, так как в среднем понижение ставки до 2021 г. сопровождалось также в среднем и понижением темпа роста, что подтверждает и рис. 10.

¹ Рассчитано по данным Росстат. <https://rosstat.gov.ru/statistics/accounts>; <https://rosstat.gov.ru/statistics/finance>.

² Рассчитано по данным Росстат. <https://rosstat.gov.ru/statistics/price>, <https://rosstat.gov.ru/statistics/accounts>; База Гарант. <https://base.garant.ru/10180094/>.

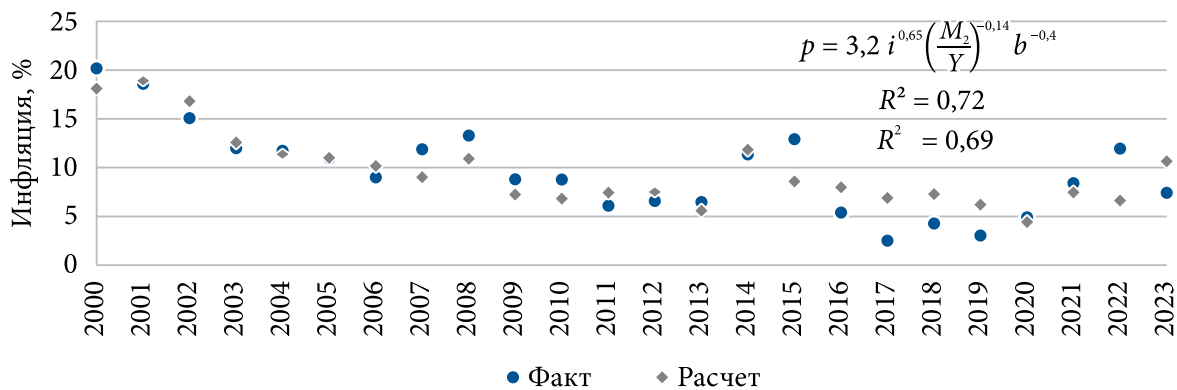


Рис. 11. Инфляция (индекс потребительских цен), монетизация ($M2/Y$), ключевая процентная ставка (i) и отношение доходы/расходы бюджета (b), 2000–2023¹

Fig. 11. Inflation (consumer price index), monetisation ($M2/Y$), key interest rate (i) and budget revenue/expenditure ratio (b), 2000–2023

Проблема здесь состоит в том, что на длительном интервале маловероятно сравнимы различные модели роста – та, которая сложилась до 2008 г. и та, что сложилась в 2010–2019 гг., и далее с 2021 по 2024 г. включительно. Это одна из причин, почему не работают многие неоклассические модели роста – не только по причине не учета структурных факторов и элементов динамики. Даже рост в 2021 г. (постковидного периода) отличается от роста в 2023–2024 гг., заложенного мерами, принятыми в 2022 г. и далее.

В частности, рост в 2023 г. был детерминирован инвестициями ($g_i i$), а в 2021 г. еще валовым потреблением – $g_c c$ (рис. 13 отражает вклад структурных компонент ВВП в общий темп роста экономики России). Оценка вклада компонент ВВП в темп роста российской экономики осуществлена на основе данных Росстата, где C – совокупное потребление; I – инвестиционные расходы; G – расходы правительства; NX – чистый экспорт (рис. 13).

Динамика на рис. 12 подтверждает положительное влияние девальвации на ускорение динамики ВВП в России. Однако, рост в 2023–2024 гг. является исключением, так как значимой девальвации курса рубля не наблюдалось.

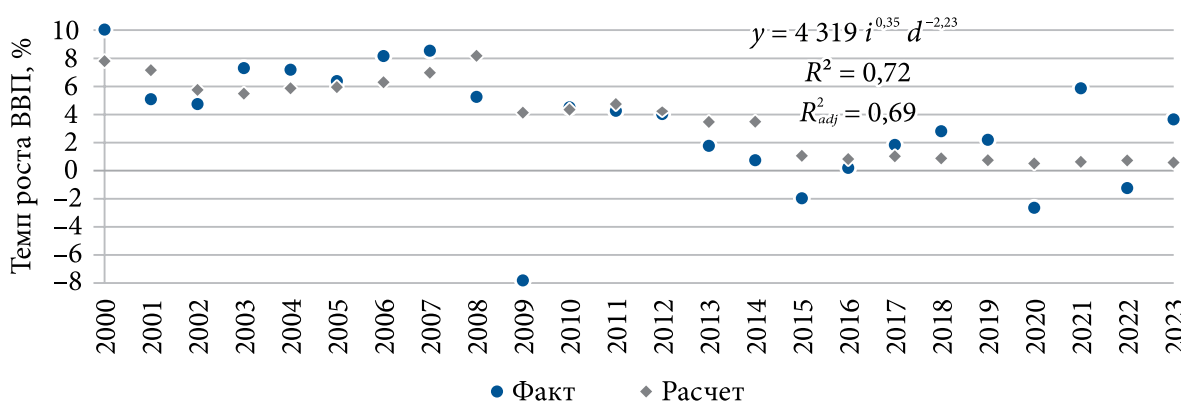


Рис. 12. Темп роста ВВП России (y), процентная ставка (i) и валютный курс (d , руб. за долл), 2000–2023²

Fig. 12. Russia's GDP growth rate (y), interest rate (i) and exchange rate (d , ruble per dollar), 2000–2023

¹ Статистики регрессии: $R^2 = 0,71$; $R_{adj}^2 = 0,67$; F -критерий = 16,58; $D-W$ расчет. = 1,66 € [1,66; 2,34]; Тест Уайта: χ^2 расчет. = 0,46; χ^2 крит. = 7,81.

² Рассчитано по данным: База Гарант. <https://base.garant.ru/10180094/>; Росстат. <https://rosstat.gov.ru/folder/14476>.

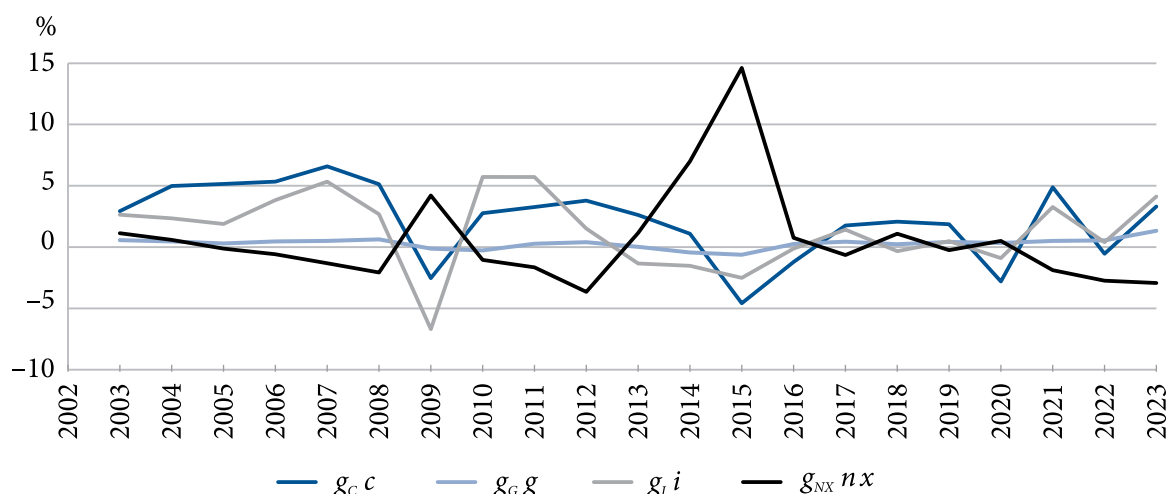


Рис. 13. Вклад в темп роста структурных компонент ВВП, 2002–2023¹
 Fig. 13. Contribution of GDP structural components to the growth rate, 2002–2023

Из рис. 13 видно, что вклад инвестиционных расходов в темп роста в 2013–2016 гг. становится отрицательным (инвестиционный кризис), снижается с 2012 по 2020 гг. Инвестиционная динамика возобновляется в 2021 и 2023 гг., а также в 2024 г. Вклад валового потребления также понижается с 2013 по 2019 г. относительно вклада в рост 2012 г., и восстанавливается только в 2021 г. (рис. 13). С 2013 по 2018 гг. наблюдался отрицательный темп роста реальных располагаемых доходов населения. Обратим внимание, что по рис. 6 видно – монетизация ощутимо не растет именно с 2010 по 2015 гг., затем весьма незначительно возрастает до 2019 г. Период настолько продолжительный, что связь взаимной динамики валового потребления и накопления, монетизации не может быть поставлена под сомнение. Экономике явно не хватало денежного ресурса на развитие и рост.

Монетарная политика по-разному распределялась в своем влиянии на структурные компоненты ВВП, как и вклад динамики этих компонент отличался в темп роста и динамику цен. Исследование этого аспекта показывает², что, например, доля чистого экспорта отрицательно детерминирована монетизацией, и положительно – превышением бюджетных доходов над расходами, поскольку значительную часть доходов обеспечивает экспорт. Вместе с тем, чистый экспорт вносил существенный вклад в динамику цен по сравнению с инвестиционными расходами и валовым потреблением (при попарном сравнении). Повышение процентной ставки, как и укрепление рубля действовало в направлении понижения чистого экспорта, с вытекающим влиянием на динамику цен. Инвестиционные расходы зависели от уровня монетизации положительно, но от процентной ставки на длительном интервале зависимость не прорисовывается (скорее, слабо положительная), хотя в среднесрочном периоде более высокая ставка сокращала инвестиции. Монетизация стимулировала потребительские расходы, как и бюджетный дефицит, а профицит бюджета оказывал тормозящее влияние.

Дефицитный бюджет, как и повышение уровня монетизации, способствовали росту транзакционного сектора, влияние которого на темп роста было определяющим на рассматриваемом интервале времени. Более высокий процент слабо, но влиял в этом же направлении. Нацеленность на профицит бюджета и повышение монетизации связано

¹ Рис. 13 получен посредством оценки вкладов компонент ВВП в общий темп роста по данным Росстата. <http://www.gks.ru/wps/wcm/connect/rosstat;main/rosstat/ru/statistics/accounts/#>.

² В целях экономии места, полученные регрессии и графики не приводятся, но установленные и описываемые здесь связи являются статистически значимыми, релевантными.

со снижением доли обрабатывающего сектора. Это вызвано динамикой рассматриваемых параметров – сокращением обрабатывающего сектора и повышением уровня монетизации при общей политике балансировки бюджетных расходов и доходов. Девальвация и профицит бюджета связан с укреплением позиций сырьевого сектора (рост доли), повышение процентной ставки связано со снижением доли.

Общий вывод сводится к тому, что проводимая монетарная политика провоцировала свертывание структурных факторов роста, сохраняя неэффективную структуру в полном соответствии с рис. 1, формируя в долгосрочном периоде условия роста цен. Проведенный эмпирический анализ за 2000–2023 гг. это полностью подтверждает, формируя требования борьбы с инфляцией общесистемного значения, институционального содержания, и изменение содержания монетарной политики. Определение «нейтральности ключевой ставки» не решает такой задачи, так как не выводит ситуацию анализа из стереотипной и неверной парадигмы формирования монетарной политики роста.

Заключение

Подводя итог проведенному анализу, сформулируем основные выводы.

Во-первых, до тех пор, пока не будут обозначены императивы политики экономического роста, включающие учет структурных факторов, различных видов политики (монетарной и бюджетной), влияющих на динамику ВВП и цен, результаты применения инструментов указанных видов политики будут неоднозначными, а конфликт целей «рост – инфляция» не может быть преодолен.

Во-вторых, если ключевая процентная ставка на среднем или коротком интервале работает на торможение роста, то исключить такое влияние, пусть с точки зрения получаемых регрессий и в слабом виде, не представляется возможным. Неоклассические модели, как правило, не учитывают эмпирических обстоятельств, абсолютизируя работу с агрегатами. Анализ исключительно на базе множественных регрессий без учета конкретной эмпирической динамики (прямых рядов) является модельным, обладает рядом существенных условий и ограничений на применение и интерпретацию результатов и не может быть индульгенцией научности. Критерием является только фактическая динамика конкретных показателей.

В-третьих, эмпирический анализ подтверждает вклад ключевой процентной ставки в повышение цен на длительном интервале времени, и отсутствие подавления инфляции на коротких интервалах. Темп роста в России был выше при большей динамике цен и ниже – при меньшей динамике цен. Подавление инфляции сопровождалось подавлением и темпа роста. Это является доказанным фактом для длительного интервала времени.

Предложен механизм переключения с «порочного круга» монетарной политики, который укрепился в России, на «цикл экономического процветания» за счет «процентного портфеля» и обеспечения устойчивости валютного и фондового рынка, а также направления природоресурсной ренты в бюджет. Это предполагает кардинальную смену парадигмы денежно-кредитной политики и развития, которая здесь была обозначена.

Тем самым, требует пересмотра в России и антиинфляционная политика, с учетом подлинной природы (структурной) инфляции и накопленного опыта проведения политики роста и монетарной политики. Необходимо упорядочить и императивы макроэкономической политики, придавая больший вес императивам роста и развития, а не императивам монетарной политики, которые не проходят проверки опытом, временем и фактами реальной динамики российской экономики, поскольку базируются на устаревших теоретических ортодоксальных догмах.

Источники

- Абалкин Л. И. (2005). Россия: поиск самоопределения. Москва: Наука. 464 с.
- Аджемоглу Д., Робинсон Дж. А. (2021). Почему одни страны богатые, а другие бедные. Москва: АСТ. 672 с.
- Барро Р. Дж., Сала-и-Мартин Х. (2014). Экономический рост. Москва: БИНОМ. Лаборатория знаний. 824 с.
- Буклемишев О., Поманский А. (1992). Премия за риск и временная структура процентных ставок // Экономика и математические методы. № 28-2. С. 252–260.
- Глазьев С. Ю. (2022). Как денежно-кредитная политика угнетает экономический рост в России и Евразийском экономическом союзе // Российский экономический журнал. № 2. С. 4–20.
- Глазьев С. Ю., Сухарев О. С. (2024а). Монетарная политика в России снижает активность экономики в период ее роста – это ли не успех? // Экономические стратегии. № 6. С. 48–55.
- Глазьев С. Ю., Сухарев О. С. (2024б). Экономический рост России и структурная модернизация: проектный подход // Российский экономический журнал. № 2. С. 4–30.
- Дробышевский С. (1999). Обзор современной теории временной структуры процентных ставок. Основные гипотезы и модели. Москва: Институт экономики переходного периода АНХ. 133 с.
- Евдокимова Т. В., Жирнов Г. А. (2020). Ключевая ставка Банка России: в поисках нейтрального уровня // Экономическое развитие России. Т. 27, № 1. С. 11–19.
- Кругман П. (2017). Депрессии – это нечто иное. Экономика для любознательных: о чем размышляют нобелевские лауреаты? Москва: Издательство института Гайдара. С. 24–36.
- Лукас Р. (2013). Лекции по экономическому росту. Москва: Издательство института Гайдара. 288 с.
- Мински Х. (2017). Стабилизируя нестабильную экономику. Москва, Санкт-Петербург: Издательство института Гайдара. 624 с.
- Смит В. Л. (2017). Переосмысление экономики: классическое понимание. Экономика для любознательных: о чем размышляют нобелевские лауреаты? Москва: Издательство института Гайдара. С. 37–54.
- Спенс М. (2013). Следующая конвергенция. Будущее экономического роста в мире, живущем на разных скоростях. Москва: Издательство института Гайдара. 336 с.
- Сухарев О. С. (2023). Денежно-кредитная политика экономического роста в России: тормозящий накопительный эффект // Общество и экономика. С. 5–26.
- Сухарев О. С., Курьянов А. М. (2007). Приоритеты национальной денежно-кредитной политики // Известия Томского политехнического университета. Т. 311, № 6. С. 24–29.
- Хэлпман Э. (2011). Загадка экономического роста. Москва: Издательство института Гайдара. 240 с.
- Acemoglu D. (2012). Introduction to economic growth. *Journal of Economic Theory*, vol. 147, issue 2, pp. 545–550. <https://doi.org/10.1016/j.jet.2012.01.023>.
- Acocella N., Di Bartolomeo G., Hallett A. H. (2006). Controllability in policy games: Policy neutrality and the theory of economic policy revisited. *Computational Economics*, vol. 28, issue 2, pp. 91–112. <https://doi.org/10.1007/s10614-006-9035-5>.
- Afonso A., St. Aubyn M. (2019). Economic growth, public, and private investment returns in 17 OECD economies. *Portuguese Economic Journal*, vol. 18, issue 1, pp. 47–65. <https://doi.org/10.1007/s10258-018-0143-7>.
- Aghion P., Akcigit U., Howitt P. (2015). Lessons from Schumpeterian growth theory. *American Economic Review*, vol. 105, no. 5, pp. 94–99. <https://doi.org/10.1257/aer.p20151067>.
- Barro R. J. (1991). Economic growth in a cross section of countries. *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 106, no. 2, pp. 407–443.
- Chu L. K. (2020). Financial structure and economic growth nexus revisited. *Borsa Istanbul Review*, vol. 20, issue 1, pp. 24–36. <https://doi.org/10.1016/j.bir.2019.08.003>.
- Freire C. (2019). Economic diversification: A model of structural economic dynamics and endogenous technological change. *Structural Change and Economic Dynamics*, vol. 49, pp. 13–28. <https://doi.org/10.1016/j.strueco.2019.03.005>.

Gabardo F. A., Pereima J. B., Einloft P. (2017). The incorporation of structural change into growth theory: A historical appraisal. *Economia*, vol. 18, issue 3, pp. 392–410. <https://doi.org/10.1016/j.econ.2017.05.003>.

Gil P. M., Afonso O., Brito P. (2019). Economic growth, the high-tech sector, and the high skilled: Theory and quantitative implications. *Structural Change and Economic Dynamics*, vol. 51, pp. 89–105. <https://doi.org/10.1016/j.strueco.2019.07.003>.

Koopmans T. C. (1965). On the concept of optimal economic growth. In: *Study week on the econometric approach to development planning* (pp. 225–287). Amsterdam: North-Holland Publishing Company.

Kuznets S. (1955). Economic growth and income inequality. *The American Economic Review*, vol. 45, no. 1, pp. 1–28.

Romer P. M. (1986). Increasing returns and long-run growth. *Journal of Political Economy*, vol. 94, no. 5, pp. 1002–1037. <https://doi.org/10.1086/261420>.

Solow R. M. (1957). Technical change and the aggregate production function. *The Review of Economics and Statistics*, vol. 39, no. 3, pp. 312–320. <https://doi.org/10.2307/1926047>.

Swamy V., Dharani M. (2019). The dynamics of finance-growth nexus in advanced economies. *International Review of Economics & Finance*, vol. 64, pp. 122–146. <https://doi.org/10.1016/j.iref.2019.06.001>.

Vu K. M. (2017). Structural change and economic growth: Empirical evidence and policy insights from Asian economies. *Structural Change and Economic Dynamics*, vol. 41, pp. 64–77. <https://doi.org/10.1016/j.strueco.2017.04.002>.

Zeira J., Zoabi H. (2015). Economic growth and sector dynamics. *European Economic Review*, vol. 79, pp. 1–15. <https://doi.org/10.1016/j.euroecorev.2015.06.007>.

Zhao J., Tang J. (2018). Industrial structure change and economic growth: A China–Russia comparison. *China Economic Review*, vol. 47, pp. 219–233. <https://doi.org/10.1016/j.chieco.2017.08.008>.

Информация об авторах

Глазьев Сергей Юрьевич – академик РАН, доктор экономических наук, профессор. Российская академия наук, г. Москва, РФ. E-mail: serg1784@mail.ru

Сухарев Олег Сергеевич – доктор экономических наук, профессор, главный научный сотрудник. Институт экономики РАН, г. Москва, РФ. E-mail: ieras@inecon.ru

...

References

Abalkin L. I. (2005). *Russia: The search of self-determination*. Moscow: Nauka Publ. 464 p. (In Russ.)

Acemoglu D., Robinson J. A. (2021). *Why nations fail: The origins of power, prosperity, and poverty*. Moscow: AST Publ. 672 p. (In Russ.)

Barro R. J., Sala-i-Martin X. (2014). *Economic growth*. Moscow: Binom. Laboratoriya znaniy Publ. 824 p. (In Russ.)

Buklemishev O., Pomanskiy A. (1992). Risk premium and time structure of interest rates. *Ekonomika i matematicheskie metody = Economics and Mathematical Methods*, vol. 28, no. 2, pp. 252–260. (In Russ.)

Glazyev S. Yu. (2022). How monetary policy depresses economic growth in Russia and the Eurasian Economic Union. *Rossiyskiy ekonomicheskij zhurnal = Russian Economic Journal*, no. 2, pp. 4–20. <https://doi.org/10.33983/0130-9757-2022-2-4-20>. (In Russ.)

Glazyev S. Yu., Sukharev O. S. (2024a). Monetary policy in Russia reduces economic activity during the period of its growth – Isn't this a success? *Ekonomicheskie strategii = Economic Strategies*, no. 6, pp. 48–55. (In Russ.)

Glazyev S. Yu., Sukharev O. S. (2024b). Economic growth of Russia and structural modernization: Project approach. *Rossiyskiy ekonomicheskij zhurnal = Russian Economic Journal*, no. 2, pp. 4–30. (In Russ.)

- Drobyshevskiy S. (1999). *Review of the modern theory of the time structure of interest rates. Main hypotheses and models*. Moscow: Institute for the Economy in Transition. 133 p. (In Russ.)
- Evdokimova T. V., Zhirnov G. A. (2020). Interest rate of the bank of Russia: In search of a neutral level. *Ekonomicheskoe razvitie Rossii = Russian Economic Development*, vol. 27, no. 1, pp. 11–19. (In Russ.)
- Krugman P. (2017). Depression is something different. In: Solow R. M., Murray J. (eds.) *Economics for the curious. Inside the minds of 12 Nobel laureates* (pp. 24–36). Moscow: Gaidar Institute Publ. (In Russ.)
- Lucas R. E. Jr. (2013). *Lectures on economic growth*. Moscow: Gaidar Institute Publ. 288 p. (In Russ.)
- Minsky H. P. (2017). *Stabilizing an unstable economy*. Moscow, Saint Petersburg: Gaidar Institute Publ. 624 p. (In Russ.)
- Smith V. L. (2017). Rethinking economics: A classical perspective. In: Solow R. M., Murray J. (eds.) *Economics for the curious. Inside the minds of 12 Nobel laureates* (pp. 37–54). Moscow: Gaidar Institute Publ. (In Russ.)
- Spence M. (2013). *The next convergence: The future of economic growth in a multispeed world*. Moscow: Gaidar Institute Publ. 336 p. (In Russ.)
- Sukharev O. S. (2023). Monetary policy for economic growth in Russia: Accumulative slowing effect. *Obshchestvo i ekonomika = Society and Economics*, issue 1, pp. 5–26. <https://doi.org/10.31857/S020736760023986-3>. (In Russ.)
- Sukharev O. S., Kuryanov A. M. (2007). Priorities of the national credit-monetary policy. *Izvestiya Tomskogo politekhnicheskogo uvniversiteta = Bulletin of the Tomsk Polytechnic University*, vol. 311, no. 6, pp. 24–29. (In Russ.)
- Helpman E. (2011). *The mystery of economic growth*. Moscow: Gaidar Institute Publ. 240 p. (In Russ.)
- Acemoglu D. (2012). Introduction to economic growth. *Journal of Economic Theory*, vol. 147, issue 2, pp. 545–550. <https://doi.org/10.1016/j.jet.2012.01.023>.
- Acocella N., Di Bartolomeo G., Hallett A. H. (2006). Controllability in policy games: Policy neutrality and the theory of economic policy revisited. *Computational Economics*, vol. 28, issue 2, pp. 91–112. <https://doi.org/10.1007/s10614-006-9035-5>.
- Afonso A., St. Aubyn M. (2019). Economic growth, public, and private investment returns in 17 OECD economies. *Portuguese Economic Journal*, vol. 18, issue 1, pp. 47–65. <https://doi.org/10.1007/s10258-018-0143-7>.
- Aghion P., Akcigit U., Howitt P. (2015). Lessons from Schumpeterian growth theory. *American Economic Review*, vol. 105, no. 5, pp. 94–99. <https://doi.org/10.1257/aer.p20151067>.
- Barro R. J. (1991). Economic growth in a cross section of countries. *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 106, no. 2, pp. 407–443.
- Chu L. K. (2020). Financial structure and economic growth nexus revisited. *Borsa Istanbul Review*, vol. 20, issue 1, pp. 24–36. <https://doi.org/10.1016/j.bir.2019.08.003>.
- Freire C. (2019). Economic diversification: A model of structural economic dynamics and endogenous technological change. *Structural Change and Economic Dynamics*, vol. 49, pp. 13–28. <https://doi.org/10.1016/j.strueco.2019.03.005>.
- Gabardo F. A., Pereima J. B., Einloft P. (2017). The incorporation of structural change into growth theory: A historical appraisal. *Economia*, vol. 18, issue 3, pp. 392–410. <https://doi.org/10.1016/j.econ.2017.05.003>.
- Gil P. M., Afonso O., Brito P. (2019). Economic growth, the high-tech sector, and the high skilled: Theory and quantitative implications. *Structural Change and Economic Dynamics*, vol. 51, pp. 89–105. <https://doi.org/10.1016/j.strueco.2019.07.003>.
- Koopmans T. C. (1965). On the concept of optimal economic growth. In: *Study week on the econometric approach to development planning* (pp. 225–287). Amsterdam: North-Holland Publishing Company.
- Kuznets S. (1955). Economic growth and income inequality. *The American Economic Review*, vol. 45, no. 1, pp. 1–28.
- Romer P. M. (1986). Increasing returns and long-run growth. *Journal of Political Economy*, vol. 94, no. 5, pp. 1002–1037. <https://doi.org/10.1086/261420>.
- Solow R. M. (1957). Technical change and the aggregate production function. *The Review of Economics and Statistics*, vol. 39, no. 3, pp. 312–320. <https://doi.org/10.2307/1926047>.

Swamy V., Dharani M. (2019). The dynamics of finance-growth nexus in advanced economies. *International Review of Economics & Finance*, vol. 64, pp. 122–146. <https://doi.org/10.1016/j.iref.2019.06.001>.

Vu K. M. (2017). Structural change and economic growth: Empirical evidence and policy insights from Asian economies. *Structural Change and Economic Dynamics*, vol. 41, pp. 64–77. <https://doi.org/10.1016/j.strueco.2017.04.002>.

Zeira J., Zoabi H. (2015). Economic growth and sector dynamics. *European Economic Review*, vol. 79, pp. 1–15. <https://doi.org/10.1016/j.euroecorev.2015.06.007>.

Zhao J., Tang J. (2018). Industrial structure change and economic growth: A China–Russia comparison. *China Economic Review*, vol. 47, pp. 219–233. <https://doi.org/10.1016/j.chieco.2017.08.008>.

Information about the authors

Sergey Yu. Glazyev, Academician of RAS, Dr. Sc. (Econ.), Professor. Russian Academy of Sciences, Moscow, Russia. E-mail: serg1784@mail.ru

Oleg S. Sukharev, Dr. Sc. (Econ.), Prof., Chief Researcher. Institute of Economics of RAS, Moscow, Russia. E-mail: ieras@inecon.ru

© Глазьев С. Ю., Сухарев О. С., 2025