

# Эмиссия центрального банка: мифы и реальность

**Михаил ДЕМИДЕНКО**

Национальный банк Республики Беларусь, заместитель начальника Управления исследований, кандидат экономических наук, Республика Беларусь, г. Минск, e-mail: M.Demidenko@nbrb.by

**Кирилл БУКРЕЕВ**

Национальный банк Республики Беларусь, специалист II категории Управления прогнозирования Главного управления монетарной политики и экономического анализа, Республика Беларусь, г. Минск, e-mail: K.Bukreev@nbrb.by

**Владислав РОМАНЮК**

Национальный банк Республики Беларусь, специалист Управления исследований, Республика Беларусь, г. Минск, e-mail: V.Romanyuk@nbrb.by

УДК 336.7

*Ключевые слова:*  
*долгосрочный экономический рост; денежно-кредитное стимулирование; эмиссия; современная монетарная теория.*

Безусловно, темпы экономического роста в Беларуси низкие, даже если не брать в расчет текущий мировой кризис, связанный с пандемией COVID-19. Все чаще и чаще среди экспертов можно услышать высказанные в разной форме предложения использовать «печатный станок», «целевую эмиссию» для стимулирования роста. Если абстрагироваться от конкретных механизмов, то речь идет о том, чтобы Национальный банк начал в значительных объемах кредитовать инвестиционные проекты реального сектора под низкие проценты.

Эти советы не новые. Использование «печатного станка» в мире практикуется фактически с момента возникновения денежных систем. Наиболее известными формами этой политики были снижение содержания драгоценных металлов в монетах или чрезмерный выпуск в обращение бумажных денег. Но каждый раз эта политика приводила к одному экономическому результату – разгону инфляции, что часто сопровождалось социальными протестами.

Беларусь также переживала кризисы по причине излишней эмиссии. И если для большинства кризисов детонатором внутренних проблем были внешние обстоятельства, то кризис 2011 г. был исключительно внутренним, спровоцированным чрезмерной эмиссией.

Со временем, по мере накопления опыта, выкристаллизовалась теория современных центральных банков – государственных институтов, наделенных особым статусом, независимых в своей операционной политике от исполнительной и законодательной властей, первой и главной целью которых является стабильность

цен, под которой понимается поддержание низкой инфляции. В своем окончательном виде она оформилась относительно недавно, в конце 1970-х гг., после развала мировой финансовой системы, основанной на применении золотого стандарта.

После череды масштабных финансовых кризисов в развивающихся странах (Мексика в 1994–1995 гг., Юго-Восточная Азия в 1997 г., Россия в 1998 г., Бразилия в 2000 г., Аргентина в 2002 г.) концепция операционной независимости центральных банков стала универсальной. И это принесло свои плоды – в XXI в. крайне тяжело найти случаи не только очень высокой инфляции (более 30% в год), но и просто высокой инфляции (от 10 до 30% в год). *Низкая инфляция стала нормой жизни в абсолютном большинстве стран мира.* В 2014 г. 140 стран мира из 193, экономики которых Международный валютный фонд включает в свой обзор, жили с инфляцией ниже 5%, а Беларусь занимала 6-е место с конца в этом списке с инфляцией 18%. В 2019 г. 155 стран из 193 имели инфляцию ниже 5%, а Беларусь с годовой инфляцией 5,6% занимает уже 161-ю позицию, или 33-е место с конца списка, прогресс очевиден. Сравнительный анализ инфляции свидетельствует, что все развитые страны имеют приемлемо низкий уровень инфляции [1].

*Правительства и центральные банки развитых стран с формирующейся экономикой дорожат стабильностью своей валюты*, поскольку моментальная реакция населения и предприятий на высокую инфляцию или девальвацию – это отказ от национальной валюты в пользу более стабильной. Беларусь с

В научных и общественных кругах Беларуси идет активная дискуссия о необходимости кредитовать инвестиционные проекты за счет эмиссии Национального банка. К сожалению, не для всех очевиден тот простой факт, что «бесплатных обедов» не существует, а некоторые считают, что «приготовлением» таких «бесплатных обедов» должен заниматься Национальный банк. Однако такое решение приведет к очередному разгону инфляции, девальвации обменного курса, а ключевые проблемы экономики не разрешит.

уровнем долларизации экономики около 50% – наглядное подтверждение этому тезису.

### **Как работает двухуровневая банковская система, или почему нельзя «напечатать» инвестиции**

В белорусском политико-экономическом дискурсе существует позиция, сторонники которой предлагают ускорить экономический рост при помощи целевой эмиссии денег. О невозможности этого говорят и теория, и практика.

Основа долгосрочного роста – эффективная трансформация сбережений в инвестиции и капитал. Экономический рост определяется производственными возможностями экономики – трудом, капиталом и тем, как эти ресурсы комбинируются и используются для производства продукции. Степень вовлеченности того или иного фактора производства зависит от его предельной полезности. В условиях высокой предельной полезности увеличение капитала на одну единицу предполагает высокий темп роста объемов производства, что повышает привлекательность инвестиций в капитал. В условиях же низкой предельной полезности капитала инвестиции в него являются непривлекательными, потому что объем производства растет меньшими темпами, чем инвестиции в капитал [2].

В свою очередь, согласно тождеству использования сбережений, инвестиции в сумме с сальдо счета текущих операций равны сбережениям. Это отражает тот факт, что если экономика страны работает эффективно и отдача на капитал больше, чем в других странах, то есть возможность привлекать внешние сбережения. Исходя из вышесказанного, долгосрочный экономический рост зависит от внутренних и внешних сбережений в экономике и их эффективной трансформации в инвестиции [2].

Как формируются сбережения? Экономические агенты, желая застраховать свое потребление в будущем, сокращают свое потребление в текущем периоде в надежде на то, что сохраненные средства смогут обеспечить им тот же уровень потребления в

будущем. Таким образом, сбережения равны разнице доходов и расходов за период времени. Накапливаясь, сбережения формируют богатство в виде финансовых и нефинансовых чистых активов, которое определяет спрос на деньги, а значит, их стоимость. Эмиссия же ведет к увеличению и доходов, и расходов, что никак не влияет на величину сбережений [2]. Таким образом, невозможно создать ресурсы для долгосрочного экономического роста, кроме создания внутренних или привлечения внешних сбережений, т. е. сбережения не могут быть «созданы», «напечатаны» центральным банком.

**Для чего центральный банк эмитирует деньги?** Центральные банки действительно эмитируют деньги, однако чтобы лучше понимать, для чего они это делают, необходимо обратиться к истории возникновения этих институтов. Первые резервные банки не обладали монопольным правом на эмиссию денег и были заняты, помимо прочего, учетом взаимных требований банков друг другу. Для этого коммерческие банки должны были держать страховые депозиты или даже определенное количество золота на счетах в резервных банках [3]. В случае, если суммы страхового депозита не хватало для покрытия обязательств какого-либо коммерческого банка, резервный банк мог выпустить недостающее количество денег с условием пополнения страхового депозита коммерческим банком. Таким образом, эмиссия денег имела исключительно краткосрочную цель – закрытие кассового разрыва в расчетах между коммерческими банками, а не создание ресурсов для коммерческих банков, из которых они могли бы кредитовать экономику. Это положение вещей, с учетом некоторых усложнений, сохранилось и в наше время: центральный банк в первую очередь обеспечивает систему расчетов в банковской системе и является кредитором последней инстанции для коммерческих банков, чтобы сохранить бесперебойность платежей в самой банковской системе.

Почему же Федеральная резервная система США (далее – ФРС) смогла эмитировать 6 трлн.

долл. в рамках поддержки экономики при нынешнем кризисе без инфляционных последствий? Отвечая на это, необходимо учесть, что, по данным Банка международных расчетов, непогашенный объем долларовых облигаций, выпущенных развивающимися и европейскими странами, удвоился с 30 до 60 трлн. долл. за последние 10 лет. Правда же заключается в том, что на рынке наблюдается глобальный дефицит доллара в размере 13 трлн. долл. США, который получается при вычитании долларовых обязательств из денежной массы с учетом резервов. Этот дефицит сформирован в основном развивающимися странами во главе с Китаем, в которых последние 20 лет происходило активное финансирование инвестиционных проектов в долларах, а не национальных валютах, поскольку инвесторы не принимали страновой риск, выражающийся в высокой вероятности девальвации национальной валюты в кризисных ситуациях. Если же мы прибавим к этим расчетам обязательства, возникшие в результате текущего кризиса, глобальный дефицит доллара может вырасти с 13 трлн. долл. в марте 2020 г. до 20 трлн. долл. США [4].

Китай поддерживает резервы на сумму 3 трлн. долл. и является одной из наиболее подготовленных к кризису стран. Тем не менее эти общие резервы покрывают около 60% существующих обязательств. Если экспортные доходы падают, то дефицит долларов увеличивается. В 2019 г. китайские эмитенты увеличили свой долларовый долг на 200 млрд. долл. США из-за замедления экспорта [4].

Золотых резервов не хватает. Если мы посмотрим на золотовалютные резервы основных экономик, то они составляют менее 2% денежной массы. У России самый большой золотой запас по сравнению с денежной массой. Золотой запас Китая составляет 0,007% его денежной массы (M2), золотой запас России – около 9% ее денежной массы. То есть в мире не существует обеспеченной золотом валюты, а наиболее защищенная (в золоте) – рубль страдает такой же волатильностью во время спада цен на сырьевые товары, что и

другие из-за той же проблемы дефицита доллара США. Таким образом, падение спроса на экспорт снижает валютные поступления в долларовом выражении, что ведет к увеличению дефицита долларов. В Федеральной резервной системе знают об этом, поэтому могут увеличить баланс на 10 трлн. долл., и нехватка доллара все равно сохранится [4].

Можно ли с помощью дополнительной эмиссии обеспечить экономику длинными деньгами? Можно ли с помощью дополнительной эмиссии обеспечить экономику национальными деньгами вместо иностранной валюты? Ответ на оба вопроса – нет. Длину финансовых ресурсов определяют не коммерческие банки и не центральный банк, а субъекты экономики, которые приносят эти ресурсы в банковскую систему, т. е. сберегатели. Закономерность проста: чем выше инфляция или изменчивее курс, тем по более высоким ставкам и на менее длинный срок сберегают деньги и отдадут предпочтение иностранной валюте и вложениям в безопасные активы (золото, недвижимость и т. п.).

### Эмиссионный опыт других стран

У развитых стран накоплен богатый опыт денежно-кредитного стимулирования экономики как с целью ускорения экономического роста, так и с целью его восстановления. Однако позитивным его можно считать лишь в моменты сжатия экономической активности. Во всех остальных случаях результаты были или несущественны, или кратковременны и негативны.

Хороший пример того, что усиленная эмиссия не приводит к экономическому росту, – действия Банка Японии в 2001–2006 гг. После «потерянного десятилетия» 1990-х гг. с нулевым ростом ВВП и дефляцией Банк Японии снизил процентную ставку до нуля в 1999 г. Этот шаг не принес результата. Тогда в 2001 г. центральный банк Японии стал скупать облигации правительства, эмитировав 25 трлн. иен. Однако влитые в систему деньги вернулись в центральный банк в форме избыточных резервов банков, то есть остались на межбанковском

рынке, поскольку для поддержания стабильного денежного предложения реальной экономике требовалось всего 5 трлн. иен обязательных резервов. За период 2001–2006 гг. избыточные резервы выросли с 5 трлн. иен до 30 трлн., т. е. на 500%. При нормальном спросе на кредиты такое количество избыточных резервов позволяло увеличить предложение денег в экономике на 500%, т. е. вызвать инфляцию в 500%. Но несмотря на это, снижение кредитов экономике продолжилось темпами от -2% до -5% в год до начала 2006 г. Экономика осталась дефляционной с анемичным ростом ВВП около 0,5% в год. Причина в том, что межбанковский рынок – это рынок резервов денег, а не рынок кредита экономике. Кредит экономике растет только в том случае, если на него есть спрос со стороны реального сектора или населения или же банки видят возможность кредитовать те или иные проекты в условиях рыночной конъюнктуры [5].

Другой пример – так называемая политика «количественного смягчения» в ответ на финансовый кризис 2008 г., результатом которой стало увеличение баланса ФРС с 900 млн. долл. в конце 2009 г. до 4,5 трлн. долл. в конце 2014 г. (2 трлн. из них – государственные облигации) [8]. Однако даже такой объем монетарного стимулирования не вызвал ускорения темпов экономического роста. Так, например, средний темп прироста ВВП США в 2001–2007 гг. составил 2,5%, а с 2010 г. по 2015 г. – 2,3% [1]. Средний уровень безработицы в те же периоды составил 5,2% и 7,6% соответственно [6]. При этом инфляция была равна 2,7% и 1,5% [1]. Так что эффективность избыточной эмиссии центральных банков для стимулирования роста – это весьма дискуссионный вопрос даже для развитых стран, эмитирующих резервные валюты.

Один из ведущих американских экономистов, профессор экономики Гарвардского университета К. Рогофф так комментирует причины этого: «Наличие у ФРС краткосрочных обязательств для покупки долгосрочного государственного долга разворачивает политику на 180 градусов в неправильном направлении, поскольку

это сокращает срок погашения государственного долга США, который принадлежит частным собственникам или иностранным правительствам... В годы, следовавшие за финансовым кризисом 2008 года, ФРС участвовала в массовом «количественном смягчении», в результате чего она скупала сверхдолгосрочные государственные долги в обмен на банковские резервы и пыталась убедить американское население в том, что это волшебным образом стимулировало экономику. Количественное смягчение, когда оно состоит из покупки государственных облигаций, – это просто обман... Казначейство США могло бы добиться почти того же, выпустив недельное долговое обязательство, и ФРС не пришлось бы вмешиваться» [7].

Эти слова подтверждаются статистикой ФРС. В 2003–2007 гг. активы ФРС росли в среднем на 4,3% годовых, денежный агрегат M2 – на 5,1% и кредиты коммерческих банков – на 9,6%, а избыточные резервы банков – на 3,2% годовых. Во время действия программ количественного смягчения (2008–2014 гг.) средний прирост активов ФРС составил 33,6%, M2 и кредита банков экономике – 6,6 и 2,7% соответственно [8]. Столь низкие темпы кредитования в условиях количественного смягчения объясняются отсутствием платежеспособного спроса на кредиты: после падения цен на недвижимость активы значительной части экономических агентов стали стоить гораздо меньше, чем их обязательства, что делало получение новых кредитов невозможным. По этой причине банки аккумулировали дополнительную эмиссию в качестве избыточных резервов, которые росли в среднем на астрономические 4 579% ежегодно, или в 209 раз за рассматриваемый период [8].

Конкретный пример того, что чрезвычайное монетарное стимулирование не приводит к экономическому росту, мы также видим прямо сейчас. Правительства всего мира решительно реагируют на кризис, вызванный COVID-19, с помощью монетарных и фискальных мер, которые достигли 10% мирового ВВП. За 6 месяцев десять ведущих центральных банков развитых стран увеличили

свои балансы на 6,7 трлн. долл.: расходы бюджета США выросли в 2,5 раза – до 2,7 трлн. долл. при падении совокупных доходов на 40%. Дефицит бюджета США в II квартале 2020 г. составил около 2 трлн. долл. Несмотря на это, по прогнозу МВФ, ожидается сокращение мирового ВВП на 3,9% в 2020 г. и рост на 5,2% в 2021 г. [1].

Известный экономист и лауреат Нобелевской премии по экономике Джозеф Стиглиц считает, что «Большая часть денег, которые домохозяйства и предприятия получают в виде стимулирующих мер, вероятно, будет бездействовать на их банковских счетах из-за беспокойства о будущем и широкого сокращения возможностей для расходования средств. В то же время банкам, скорее всего, придется держать избыточную ликвидность из-за нехватки кредитоспособных заемщиков, желающих брать новые кредиты» [9].

Само по себе предложение денег центральным банком не обладает магическими свойствами. Если причина спада в том, что субъекты экономики не могут или не хотят брать кредиты, то результаты стимулирования роста за счет эмиссии, в том числе путем покупки корпоративных облигаций, будут скромными. Во-первых, при неблагоприятной экономической конъюнктуре или избыточной долговой нагрузке предприятий и населения, или проблемах с невозвратами кредитов в банковской системе, ни субъекты экономики не будут заинтересованы брать кредиты по разумным ставкам, ни банки их выдавать. Во-вторых, выкуп центральным банком корпоративных облигаций в рамках программы количественного смягчения, как отмечает К. Рогофф применительно к ФРС, способствует, скорее, сохранению стоимости таких облигаций, из-за чего у компаний нет необходимости пополнять суммы залогов по ранее взятым займам или они могут брать новые займы на приемлемых условиях. Как следствие, количество крупных корпоративных банкротств снижается, что позволяет избежать сценария замедленного восстановления экономики [10].

Фактически в текущей ситуации центральные банки поддер-

жали фондовые рынки от обвала по причине массового ухода инвесторов из дешевоющих ценных бумаг в доллар США и другие резервные валюты. Почему это не провоцирует инфляцию? Ответ тоже очевиден: инвестор, который вчера продал ценные бумаги на сотни тысяч долларов, маловероятно начнет тратить их на текущее потребление (питание, коммунальные расходы, одежду, общественный транспорт и т. п.), он предпочтет сохранить эти деньги для того, чтобы в будущем скупить дорожающие ценные бумаги по низкой цене. Именно поэтому эти деньги не оказывают давления на рост потребительских цен.

Исходя из этого, можно сделать вывод, что даже в экономически развитых странах эмиссия не всегда приводит к ускорению экономического роста. Этот факт подвергает сомнению эффективность эмиссии, которая становится еще более неявной в формирующихся экономиках, где финансовые рынки не так сильно развиты, доверие к национальным валютам слабее, а степень заякоренности инфляционных ожиданий ниже.

В качестве свидетельства можно привести ситуацию в Турции. Президент Турции Реджеп Тайип Эрдоган, придерживаясь неортодоксальных взглядов, согласно которым процентные ставки и инфляция имеют прямую зависимость, оказывал постоянное давление на банковскую систему Турции в пользу снижения ставок [11]. Это давление увеличилось полтора года назад в период очередных президентских и муниципальных выборов в условиях низких темпов роста экономики. Результатом стало снижение ключевой ставки центральным банком Турции (ЦБТ) с 24% до 8,25%, а также расширение программ директивного кредитования на нерыночных условиях. Ухудшение экономической ситуации в связи с пандемией COVID-19 заставило правительство Турции еще больше увеличить денежные вливания, начав программу поддержки в размере 200 млрд. лир и восстановив Фонд гарантирования кредитов, предоставляющий кредиты ниже ключевой ставки и инфляции. Согласно подсчетам

Центрального банка Турецкой Республики, кредиты частному сектору с начала 2020 г. выросли на 31% [12]. Рост кредитования обусловил дефицит текущего счета платежного баланса страны, что привело к обесценению турецкой лиры, обменный курс к доллару США которой является самым отслеживаемым экономическим индикатором в стране, поскольку предприятия имеют долг в иностранной валюте, эквивалентный более чем трети объема производства в экономике. Спрос на иностранную валюту компенсировали за счет продажи золотовалютных резервов, в результате чего они снизились на 50% [13].

Другим показательным примером может служить Республика Беларусь: в связи с падением экономического роста с 10% в 2008 г. до практически нулевых значений в 2009 г. было принято решение об увеличении денежного предложения. Темпы роста денежного агрегата M1 выросли с 5% в 2009 г. до 20% в 2010 г. и затем до 48% в 2011 г. Инфляция при этом не опускалась ниже 10%, что приводило к реальному укреплению белорусского рубля и, как следствие, росту дефицита счета текущих операций (он вырос с 8% ВВП в 2008 г. до 12% ВВП в 2009 г. и до 15% ВВП в 2010 г.). Денежные вливания помогли временно поддержать темпы роста, что привело к росту выпуска на 7,7% в 2010 г. Однако из-за сохраняющегося дефицита счета текущих операций в стране стало не хватать иностранной валюты. Чтобы восстановить равновесие платежного баланса, в мае 2011 г. была повышена ставка рефинансирования и проведена контролируемая девальвация национальной валюты на 16%, что только увеличило девальвационные ожидания населения и раскрутило инфляционную спираль, усилив давление на рубль. К концу 2011 г. белорусский рубль обесценился более чем в 2,5 раза, цены на потребительском рынке удвоились, ставка по кредитам Национального банка увеличилась с 16 до 70%, а экономика оказалась в состоянии рецессии [14].

Некоторые экономические публицисты в качестве подтверждения эффективности монетарного

стимулирования роста экономики приводят опыт других стран, что содержит в себе несколько логических ошибок [30]. Первая логическая ошибка заключается в подмене понятий. Вместо экономических законов, универсальных для всех стран, рассуждения смещаются в сторону частных случаев, являющихся комплексом географических, демографических, экономических и других факторов. Также стоит отметить, что сама ссылка на опыт других стран неверна. Ссылаясь на другие страны, используется логический прием обобщения, что является ошибкой. Для правильного обобщения страны должны быть схожи по большинству экономических характеристик, однако найти такие страны почти невозможно [15].

К примеру, если говорить о Вьетнаме, то рост денежной массы и ВВП сопровождался ускорением инфляционных процессов. Вьетнам – достаточно бедная развивающаяся страна (ВВП по ППС на человека во Вьетнаме в 2018 г. составлял 8,4 тыс. долл., в Беларуси – 19,9 тыс. долл.) с высокими темпами роста трудовых ресурсов (с 1986 г. количество занятых выросло с 25 до 54 млн. человек при уменьшении доли безработных) и выходом к морю. Это самое первое, что определяет потенциально более высокие темпы роста экономики Вьетнама. Постоянный рост дешевой рабочей силы (по состоянию на 2018 г. средняя зарплата по текущему курсу во Вьетнаме составила 255 долл., а в Беларуси – 465 долл.) позволяет организовывать свои и привлекать иностранные предприятия, работающие на экспорт и обеспечивающие положительное сальдо платежного баланса. Рост трудовых ресурсов увеличивает предельную полезность капитала, что создает условия для наращивания инвестиций в основной капитал. К тому же не стоит забывать, что Вьетнам с 1986 г. проводит структурные рыночные реформы, которые создают условия для ускорения долгосрочного экономического роста, а рост денежной массы (монетизация) экономики является следствием, а не причиной экономического роста [16; 17].

### **Теоретические и практические аспекты взаимосвязи денег, цен и роста**

**Есть ли свидетельства экономической теории и практики, что постоянная излишняя эмиссия способна стимулировать экономический рост в долгосрочной перспективе, не приводя к инфляции? Постоянная избыточная эмиссия может привести только к росту инфляции, стимулировать устойчивый экономический рост таким образом невозможно. А вот свидетельства об обратных взаимосвязях есть, и их много: избыточная эмиссия очень часто в развивающихся странах приводит к высокой инфляции, которая подрывала экономический рост.**

Если мы обратимся к теории и рассмотрим причины возникновения инфляции на примере простейшей модели совокупного спроса и предложения, то вывод будет следующим: высокий темп инфляции порождается быстрым ростом денежной массы. Примечательно, что с этим выводом согласны как монетаристы, так и кейнсианцы [18], а сам он был неоднократно подтвержден эмпирическими наблюдениями в разных странах: Германии, Бразилии, Перу, Аргентине, Венесуэле и даже в Беларуси в начале 2010-х гг.

Денежную теорию инфляции поддерживают многие исследователи, и она не раз получала подтверждение на практике, однако экономисты продолжают тестировать адекватность теории реальным процессам в экономике как отдельных стран, так и их совокупности. Обычно результаты эмпирических исследований подтверждают основные положения теории, но характер взаимосвязи показателей оказывается различным в зависимости от интенсивности инфляционной динамики, о чем свидетельствуют результаты исследования по 165 странам за тридцатилетний период (1969–1999 гг.), который, безусловно, можно рассматривать как долгосрочный. Авторы данного исследования на основании полученных результатов делают следующие выводы [19]. Для всей совокупности данных справедливость теории не вызывает сомнения: прямо пропорциональная

зависимость между темпами роста денег и темпами инфляции в экономике очевидна и подтверждается статистически. Между тем в странах с низкой инфляцией прямой зависимости между темпами роста денежного предложения и инфляцией не наблюдается: коэффициент корреляции при соответствующей переменной оказывается близким к нулю. Следовательно, более быстрый рост количества денег не ведет к ускорению темпов инфляции (но при этом не оказывает и сколько-нибудь выраженного влияния на темпы экономического роста). Объясняется это тем, что в условиях низкой инфляции в странах с развитыми финансовыми рынками и высоким уровнем доверия к правительству изменения в скорости обращения денег происходят под влиянием экзогенных факторов (технологических и структурных преобразований в платежной системе и экономике в целом) и не связаны с ростом денежного предложения. Также стоит учитывать, что значительная роль центральных банков и развитость систем мониторинга денежно-кредитных агрегатов дают возможность строго контролировать объем денежного предложения и подстраиваться под спрос на деньги. Поэтому ускорение предложения денег является реакцией на увеличение спроса и не приводит к повышению цен.

По мере увеличения темпов инфляции ее зависимость от темпов роста денежного предложения приобретает все более выраженный характер. Уже для стран с умеренной инфляцией коэффициент оказывается значимым на уровне 0,24. В странах с высокой инфляцией ее зависимость от роста денежного предложения становится прямо пропорциональной: коэффициент приближается к 1.

**Важный вывод из теории и практики монетарной политики – это «принцип нейтральности денег в долгосрочной перспективе».** Нейтральность денег – экономическая гипотеза о том, что рост денежного предложения в долгосрочном периоде не оказывает воздействия на реальную экономическую активность (экономический рост и занятость), а лишь ведет к увеличению общего уровня цен и заработных плат. Увеличение денежного пред-

ложения оказывает временное воздействие на реальный выпуск продукции и занятость в краткосрочной перспективе. Причиной тому являются номинальные жесткости: корректировка заработной платы и потребительских цен занимает некоторое время и проявляется не в полной мере сразу.

Если говорить о влиянии монетарного стимула на рост экономики, то расширение спроса путем увеличения денежного предложения не способно привести к увеличению выпуска в долгосрочной перспективе. Итогом денежного стимулирования будет только краткосрочное увеличение выпуска, после чего система найдет новую точку равновесия с более высоким уровнем цен и все тем же естественным уровнем выпуска, который был до стимулирования. Никаких качественных изменений не произойдет.

В развивающихся экономиках, особенно в посткризисный период, бывает так, что денежная масса растет без ускорения инфляции как раз потому, что центральный банк не разрешает банкам «дарить деньги бесплатно», а лишь дает возможность выдавать их в рамках спроса кредитоспособных предприятий на принципах возвратности за определенный процент, в рамках темпов роста производства, не разгоняющих инфляцию. Следствием этого является рост спроса на депозиты в национальной валюте: даже при постоянном снижении ставок люди предпочитают все больше хранить сбережения в национальной валюте, которая при низкой инфляции лучше выполняет функцию сбережений. Спрос на деньги увеличивается благодаря ценовой стабилизации в экономике и не является постоянным или априори заданным. Если вчера рост рублевой денежной массы на 25% не приводил к инфляции, то это не означает, что завтра этого не будет. **Рост монетизации экономики – это функция спроса на деньги со стороны предприятий и населения (желание хранить рубли на депозитах и в наличных), а не предложения со стороны центрального банка.** Задача центрального банка – сбалансировать спрос и предложение через цену денег, то есть через процентную ставку.

**Может ли монетарная политика протестировать экономический рост?** Простой ответ: да, может. Но далеко не всегда и на короткий срок.

Некоторые полагают, что экономика работает следующим образом: сегодня у вас инфляция 5%, а экономический рост 2%, давайте завтра сделаем инфляцию 10% и у нас будет экономический рост 5%. Если мы протестируем экономику мерами монетарной политики (снижим ставку, сделаем целевую эмиссию) и разгоним инфляцию до 10%, то в течение короткого периода, скажем одного года, экономический рост будет чуть выше, скажем 3–4%, но потом рост ВВП вернется обратно к обычным 2%, которые в экономической теории называются потенциальным ростом, или упадет еще ниже, поскольку высокая и изменчивая инфляция отрицательно сказывается на экономическом росте.

Потенциальный рост определяется теми возможностями экономики, которые не зависят от стимулирования монетарной или налогово-бюджетной политики: эффективностью и уровнем технологической сложности экономики, качеством и приростом капитала и рабочей силы, уровнем образования, эффективностью управления, работой институтов и т. д. Центральные банки стимулируют экономический рост с помощью монетарной политики только в тех случаях, когда экономика находится в состоянии спада (относительно своего потенциального уровня) или возможны риски этого в будущем. Но состояние спада чаще всего сопровождается снижением инфляции ниже приемлемого уровня, поэтому стимулирование не приносит отрицательных результатов.

Центральный банк может подержать рост только в течение определенного периода времени, протестировав спрос. Но монетарная политика никак не может выступить фактором долгосрочного роста по двум причинам. Во-первых, как было сказано выше, источник инвестиций – это в первую очередь сбережения, а не постоянная эмиссия центробанка, поскольку постоянная эмиссия просто приведет к инфляции, а высокая и неопределенная

инфляция сокращает спрос на деньги, понижает монетизацию экономики, а также повышает процентные ставки, усиливает неопределенность в экономике и отрицательно влияет на темпы долгосрочного роста. Во-вторых, постоянный рост инвестиций тоже не панацея. Как показал в том числе опыт Республики Беларусь, отдача от инвестиций существенно сокращается со временем, если делать ставку только на них и игнорировать рост эффективности экономики и повышение качества человеческого капитала [20, с. 24–27].

Экономика может расти большими темпами при низких темпах увеличения денежной массы. Хороший пример – Китай: с 2009 г. по 2019 г. средние темпы экономического роста составили 8%, инфляция была чуть более 2% в среднем за год, а рост денежной массы – 13%. Это отражает сбалансированную политику. Для сравнения, в Беларуси с 2009 г. по 2019 г. среднегодовой экономический рост составил 2%, инфляция – 20%, прирост денежной массы – 31%. Устойчивые и долгосрочные темпы роста никогда и нигде не определялись ростом денежной массы или денежной эмиссией.

Вопрос, как долго может продлиться экономический рост, вызванный монетарным стимулированием, не вполне корректен. Монетарное стимулирование не «вызывает» экономического роста. Поясним это на примере простой аналогии. Ракета, скажем, «Протон» имеет мощные маршевые двигатели, которые обладают достаточной силой, чтобы оторвать ее от земли и вывести груз на орбиту, и небольшие рулевые двигатели, которые стабилизируют ракету на курсе. Полетит ли ракета, если запустить только рулевые двигатели? Очевидно нет, они слишком маломощны, и функция у них другая. Долетит ли ракета до цели, если запустить только маршевые двигатели? Скорее всего, тоже нет, так как отклонение от курса чревато серьезными последствиями. Монетарная политика и монетарное стимулирование, в частности, помогают стабилизировать экономику относительно траектории ее развития, но сама траектория

роста определяется количеством и качеством трудовых ресурсов, сбережениями, которые финансовые рынки трансформируют в капитал посредством инвестиций, тем, насколько эффективно эти ресурсы используются в экономике, а также технологическим прогрессом. Эти базовые вещи и являются тем «маршевым двигателем», который определяет равновесные долгосрочные темпы экономического роста. Работа центральных банков как раз и состоит в том, чтобы с помощью тонких инструментов «стабилизировать» экономику страны на этих долгосрочных темпах роста, в первую очередь не допустив чрезмерного роста цен. Попытка же «ускорить» экономический рост исключительно монетарными инструментами сродни попытке барона Мюнхгаузена поднять самого себя за волосы.

**Мы возвращаемся к вопросу, может ли инфляция простимулировать экономический рост.** Простой ответ: да, может. Но очень недолго. И используют этот механизм центральные банки тогда, когда видят в этом необходимость (как правило, спад в экономике сопровождается более низким темпом роста цен), и Национальный банк Республики Беларусь не исключение.

Есть обратные примеры, когда монетарное стимулирование приводит исключительно к росту инфляции и совершенно не влияет на экономический рост, таких примеров много, и как раз наше белорусское экономическое прошлое близко к этой ситуации. Особенно показателен опыт монетарного стимулирования белорусской экономики с самого начала 2010 г., если в 2010–2011 гг. темпы роста экономики оставались на уровне 7–8%, то в 2012–2014 гг. итогом чрезвычайного монетарного стимулирования был средний годовой темп роста в 2,3%, а вот инфляция была просто огромная: 108% – в 2011 г., 22% – в 2012 г. и 16% – в 2013 г. и 2014 г. Может более рационально не пытаться примерить на себя опыт далеких и не всегда понятных для нас стран, а прежде всего исследовать нашу практику и детально проанализировать, в чем были причины успехов и неудач в нашей экономике. Самый

главный вопрос здесь, почему кредитная накачка белорусской экономики приводила к таким скромным результатам в плане экономического роста.

Азбучная истина: нельзя бесконечно стимулировать экономический рост, разгоняя инфляцию. Это уже проверено и нами в том числе. Потом будет инфляция, а роста не будет. Экономика растет в соответствии со своими возможностями, которые определяются далеко не тем, как растет денежная масса и какая у нас инфляция. А чем же тогда определяются темпы экономического роста? Именно на этот вопрос Национальный банк совместно со многими ведущими экономистами дал ответ серией публикаций в специальном выпуске журнала «Банкаўскі веснік» «От стабильности к росту» [20].

Если же отвечать научно, то следует подчеркнуть, что предствление о положительном влиянии инфляции на экономическую активность и возможности инфляционного стимулирования экономики, доминировавшее в 1960-е годы, не выдержало проверку временем, что подтверждено опытом разных стран.

Выявленная Филлипсом и получившая его имя зависимость между снижением безработицы и ускорением инфляции на первом этапе интерпретировалась буквально. Был сделан вывод о том, что денежные власти путем проведения экспансионистской политики и ценой более высокой инфляции могут добиваться снижения безработицы и ускорения экономического роста. Однако уже в 1970-е годы многие страны столкнулись с таким явлением, как стагфляция, когда устойчиво высокие темпы инфляции сохранялись на фоне столь же устойчиво высокого уровня безработицы и низких темпов роста экономики. Кривая Филлипса подобного не допускала. Объяснить природу стагфляции помогла теория «естественного», не ускоряющего инфляцию уровня безработицы (NAIRU, non-accelerating inflation rate of unemployment). Ее автор Э. Фелпс, получивший за свою работу Нобелевскую премию в 2006 г., сделал вывод о существовании двух кривых Филлипса – кратко- и долгосрочной. В

краткосрочном периоде денежные власти за счет экспансионистской политики могут добиться временного снижения безработицы и повышения роста. В то же время эта политика вызовет рост инфляционных ожиданий, что, в свою очередь, приведет к сдвигу краткосрочной кривой Филлипса. Таким образом, снижение безработицы и повышение экономического роста будут временными. Единственным же долгосрочным результатом такой политики станет ускорение инфляции.

К сожалению, более высокий уровень инфляции не предполагает более высокие устойчивые долгосрочные темпы роста, потому что в долгосрочной перспективе деньги нейтральны. Темп роста денег с определенным лагом определяет лишь уровень инфляции за вычетом реального ВВП с учетом изменения монетизации экономики, но не определяет устойчивый рост реального ВВП. Само понятие «долгосрочный» также весьма относительно и означает разные временные периоды для различных экономик и даже относительно разных ситуаций для экономики одной страны. Фактически «долгосрочный» значит, что все субъекты экономики скорректировали свои ожидания, а это может произойти либо через месяц при очень высокой инфляции, либо может занять годы при стабильно низкой инфляции. Например, средний лаг воздействия монетарной политики при изменении ключевой ставки – 29 месяцев, для развитых стран он выше – 25–50 месяцев, для переходных экономик – 10–20 месяцев. Для Беларуси он составляет 8–12 месяцев, т. е. в среднем меньше года. Поэтому надежды на то, что смягчение монетарной политики даст в нашей ситуации годы и годы экономического роста, весьма призрачны, а в острых кризисных ситуациях излишнее смягчение и стимулирование роста монетарными методами дает только отрицательные результаты для Беларуси – девальвацию и инфляцию в десятки и сотни процентов.

Центральный банк выбирает целевой уровень инфляции (для развитых стран это около 2%, для развивающихся – около 4–5%) и с помощью монетарной политики в

среднесрочной перспективе стабилизирует уровень цен относительно выбранного целевого ориентира. При этом экономический рост поддерживается на том уровне, который соответствует возможностям экономики. Поэтому утверждение о том, что «опыт США показывает, стимулирование экономики вовсе не обязательно быстро приводит к росту инфляции, а экономический рост может длиться десятилетия» [30], верно только в том смысле, что в периоды кризисов и спадов США используют монетарную и фискальную политику до тех пор, пока не вернут экономику в состояние устойчивого роста, т. е. достигнут цели по инфляции и стабилизируют экономическую активность и безработицу около равновесных темпов, а в периоды «перегрева» наоборот, используют эти же инструменты для сдерживания экономического роста и инфляции, как это было незадолго до мирового финансового кризиса, когда ФРС повышала процентные ставки.

Вопросы повышения потенциала экономического роста точно лежат вне компетенции монетарной политики, за исключением одного аспекта: обеспечив стабильно низкую инфляцию, мы создаем более благоприятные условия для больших темпов долгосрочного устойчивого роста, а следовательно, и роста благосостояния населения.

Правительство и центральные банки реагируют на кризисные ситуации стимулирующими мерами. Это стандартная практика, но только в том случае, когда ситуация оценивается как кризисная, а темпы экономического роста и занятость падают или имеют шанс упасть в будущем ниже того уровня, который признается для экономики как нормальный (равновесный). Но нигде и никто не ставит вопрос так: у нас 2% роста ВВП – это мало, давайте более мягкой монетарной или фискальной политикой сделаем 5%, вообще безотносительно того, в какой фазе цикла находится экономика. Повысить потенциал экономического роста можно только через изменение структуры экономики, и этим, безусловно, должно заниматься Правительство. Национальный банк с легкостью подстроит монетарную политику под новые более высокие темпы потенциального роста.

### Мифы, связанные с эмиссией и деятельностью Национального банка

Избыточная эмиссия в условиях Беларуси просто приведет к обесценению курса и разгону инфляции, а высокая и неопределенная инфляция сокращает спрос на деньги, понижает монетизацию экономики, а также повышает процентные ставки. Увеличивая неопределенность в экономике, высокая инфляция отрицательно влияет на темпы экономического роста.

#### Миф 1. Эмиссия повышает монетизацию экономики.

Ошибочность утверждения о возможности с помощью эмиссии повысить монетизацию происходит из ложного «арифметического» понимания монетизации. Скажем, на 1 января 2020 г. совокупная денежная масса М3 составляла 48,5 млрд. руб., ВВП за 2019 г. – 132 млрд. руб., т. е. монетизация экономики (М3/ВВП) около 36,8%. Это мало. Давайте напечатать рубли, и у нас будет больше денег в экономике и выше уровень монетизации. Это ложное и антинаучное утверждение, не учитывающее элементарного факта, что чрезмерная эмиссия в таких странах, как Беларусь, чаще всего приводит к инфляции, инфляция снижает доверие к рублю, а рост цен увеличит номинальный, а не реальный ВВП, и монетизация падает, потому как деньги начинают быстрее обращаться. Рубли становятся «горячей картошкой», которую не хотят держать в руках. В результате избыточная эмиссия, наоборот, сокращает монетизацию экономики.

Количество денег в экономике увеличивается исключительно благодаря ценовой стабилизации, а также стабильности валютного курса, и спрос на деньги (депозиты и наличные) не является постоянным или априори заданным. Если говорить по-простому, то деньги – это не то, что «печатает» Национальный банк, а то, что население и предприятия хотят хранить в виде наличных и на счетах (как текущих, так и срочных), т. е. сберегать. **Чем более стабильная ситуация с инфляцией и курсом, тем больше денег хранят и сберегают субъекты**

**экономики и тем больше возможности банков выдавать кредиты из этих ресурсов.**

Отсюда проистекает непонимание, что деньги в экономике – это функция спроса на них со стороны субъектов экономики, а не предложения со стороны Национального банка.

Утверждающие обратное, скорее всего, имеют упрощенный взгляд на работу банковской системы: они думают, что центральный банк создает деньги, а коммерческие банки выдают кредиты, и этот процесс может бесконечно стимулировать заданные темпы экономического роста. На самом деле подавляющая часть денег в современной экономике (около 97%) создается коммерческими банками в результате кредитно-депозитных операций, а не центральными банками.

Любому знакомому с реалиями белорусской экономики известно, что чем выше инфляция или сильнее скачки курса белорусского рубля к доллару, тем скорее население и предприятия избавляются от белорусских рублей в пользу американской валюты. События марта и августа – сентября 2020 г. подтвердили это как нельзя лучше. Если Национальный банк будет эмитировать дополнительно рубли в такие моменты, это не повысит интерес у субъектов экономики хранить их на счетах или в виде наличности у себя в кошельках. В этих случаях проявится повышенный спрос на валюту и повышенная потребительская активность, когда население закупается по «старым» ценам, избавляясь от рублей, а также снижаемый объем депозитов. По этой причине не следует ожидать, что искусственное насыщение финансового сектора ликвидностью поможет укрепить его и запустить масштабный инвестиционный процесс.

Стимулирование качественного экономического роста является больше вопросом структурных изменений в экономике, а количество денег по мере необходимости лишь поддерживает его. Иными словами, для экономического роста сначала необходимо создание качественной структуры экономики, затем поддерживающее финансирование, а не наоборот. Если Национальный банк увидит, что потенциал роста ВВП



вырос до 4–5%, то он с легкостью подстроит свою монетарную политику и сгенерирует эмиссию, необходимую для обслуживания этого роста.

**Миф 2. Существует целевая эмиссия, которая приводит к экономическому росту, но не приводит к инфляции.**

Деньги в экономике ходят беспрепятственно от одного субъекта к другому. В этом природа денег как универсального средства обмена. Рассуждения о том, что для предотвращения перетока этих средств на валютный рынок, гарантии от их нецелевого, неэффективного использования, а также от возможного влияния дополнительной ликвидности на рост инфляции такое рефинансирование должно быть «связанным», или контролируемым, осуществляться с помощью специальных механизмов, по целевым каналам и т. д., являются псевдонаучными. На вопрос, что понимается под «специальными механизмами» и «целевыми каналами», которые будут препятствовать тому, чтобы зарплата, полученная, скажем, за рытье котлованов на стройке, не пошла на потребительский рынок, внятного ответа вы не услышите. А говорить о том, что эти деньги не пойдут на валютный рынок – абсурдно, если ни одна стройка в Беларуси не обходится без импортного оборудования и ни одно производство не обходится без импортных сырья, комплектующих, полуфабрикатов, компонентов, для приобретения которых нужна валюта. Можно контролировать цели расходования эмитированных средств в рамках инвестиционных проектов, ограничивая давление на потребительский и валютный рынки, но невозможно контролировать цели, на которые будут расходовать средства контрагенты, получившие их в качестве оплаты за труд, товары или услуги. Иными словами, общий объем денег в экономике в любом случае вырастет. Таким образом, выпущенные в обращение средства начнут разогревать спрос на валюту и потребительские товары, поэтому меры «связанной эмиссии» не позволят предотвратить инфляцию и сдержать обесценение национальной валюты.

**Миф 3. Национальный банк может «напечатать» ресурсы для инвестиций.**

О непонимании основополагающего принципа функционирования финансового посредничества как механизма перераспределения сбережений, а не «создания ресурсов» для инвестиций было подробно сказано выше.

Эмиссия под проектное кредитование ничем не отличается от всякой другой формы эмиссии. Помимо того, что такие проекты часто бывают нежизнеспособными и ложатся бременем на экономику, снижая эффективность использования ее ресурсов (финансовых и трудовых). Нужно понимать, что эмиссионно кредитую конкретный проект, мы «вливаем» деньги в систему. Через закупку материальных активов, оплату услуг и труда деньги попадают в экономику, на валютный рынок и т. д. Если проект жизнеспособен, то нет никаких препятствий взять кредит в банке. Если нет, то и смысла его реализовывать тоже нет.

**Миф 4. Коммерческие банки могут свободно «списать» просроченные, или плохие, кредиты.**

Тут нет понимания основополагающего принципа возвратности кредита. Банки перераспределяют в основном не свои финансовые ресурсы. Нельзя просто «взять и списать» кредит. Невозвраты кредитов случаются, однако это не может быть принципом деятельности банковской системы. Банки, которые неадекватно оценивают свои риски при выдаче кредитов, как правило, прекращают деятельность, ставя под угрозу работу всей банковской системы. Национальный банк поддерживает только ликвидность банковской системы, но не может за счет эмиссии компенсировать потери коммерческих банков, это неминуемо приведет к инфляции.

**Миф 5. Национальный банк Республики Беларусь, как и ФРС, может позволить себе монетарное смягчение за счет эмиссии во время кризиса.**

Федеральная резервная система США, как и Европейский центральный банк, и некоторые другие, проводят нетрадиционную денежно-кредитную политику, которая преследует две основные цели: 1) устранить сбой в трансмиссионном механизме

денежно-кредитной политики; 2) создать дополнительные монетарные стимулы в случае, если основной традиционный инструмент (ключевая ставка) ограничен эффективной нижней границей. По оценке центральных банков [31], нетрадиционные меры были эффективны с точки зрения достижения обеих этих целей, но при этом также имели свои ограничения.

Одно из последних исследований Федеральной резервной системы [32] показывает, что инструменты количественного смягчения могут быть эффективной антикризисной мерой только в тех экономиках, чьи центральные банки пользуются доверием среди участников рынка. Такая политика является безрисковым инструментом преимущественно в руках центральных банков развитых стран и стран, чьи национальные валюты выполняют функцию мировых денег [33].

В экономиках с развивающимися рынками подобные меры нетрадиционной монетарной политики могут принести, скорее, больше вреда, чем пользы. Причины этому следующие.

Во-первых, валюты стран с формирующимися экономиками представляют интерес только на внутренних рынках, при этом валютные кризисы, с которыми сталкивались многие такие экономики, оказали серьезный негативный эффект на доверие к их национальным валютам. В таких условиях высоки риски снижения спроса на национальную валюту за счет увеличения денежного предложения, независимо от того, какой инструмент денежно-кредитной политики используется для достижения этой цели. Какие бы благие намерения не стояли за нетрадиционными мерами, они способны легко перечеркнуть с трудом заработанное Национальным банком и Правительством за последние несколько лет доверие.

Во-вторых, наиболее эффективным инструментом преодоления последствий шока, вызванного пандемией, в период экономического кризиса является выделение большего объема ресурсов на здравоохранение и адресную поддержку наиболее уязвимых слоев населения. Однако происходить оно должно путем измене-

ния структуры государственных расходов за счет сокращения расходов на финансирование менее насущных проблем, а не путем печатания денег.

В-третьих, инфляция для развивающихся стран представляет собой больший риск, чем дефляция. Обесценивание валюты в результате шока COVID-19 уже подтолкнуло инфляцию вверх во многих странах с формирующимися рынками, включая Беларусь. Более высокая инфляция неизбежно ударит по благосостоянию населения, его и так небольшим сбережениям и доходам и еще больше дестабилизирует экономику.

В-четвертых, центральному банку при разработке мер политики следует учитывать, что реакция финансового рынка на политические решения не всегда бывает мгновенной. Дать полноценную оценку эффективности нетрадиционных мер денежно-кредитной политики в таком случае можно только по прошествии определенного периода времени. А при их разработке центральным банкам следует учитывать факторы, от которых в значительной степени может зависеть успех реализации нетрадиционной политики, в том числе мнение общественности об эффективности данных мер, их реализуемости и масштабируемости, т. е. в целом от доверия к центральному банку. При этом, принимая во внимание высокую степень неопределенности сложившейся кризисной ситуации, когда никто не знает, как долго она продлится и что будет происходить в ближайшие месяцы, экономические агенты испытывают трудности с определением каких бы то ни было долгосрочных тенденций.

Все это требует от Национального банка реализации осмысленной денежно-кредитной политики с учетом возможных инфляционных рисков.

**Миф 6. Вера в возможность «бесплатных обедов»: современная монетарная теория.**

Имеется понятное разочарование: традиционные подходы не дают ожидаемых результатов экономического роста. Фактически воскресают широко «опробованные» в прошлом экономические идеи, которые идут в значительный разрез с мейнстримом

экономической теории и теории монетарной экономики. Некоторые западные и белорусские экономисты выдвигают их как пресловутый «бесплатный обед»: способность правительства тратить больше, не налагая никакого бремени на кого-либо.

Современная денежная теория, или современная теория денег (Modern Monetary Theory, или ММТ), – сейчас одна из самых обсуждаемых тем в финансовых и научных кругах. О накале страстей говорит, например, тот факт, что в мае 2019 г. Сенат США пошел на беспрецедентный шаг и принял резолюцию, осуждающую ММТ, что только добавило теории популярности.

ММТ – это неортодоксальная концепция, в соответствии с которой государство может с определенными оговорками финансировать бюджетные расходы за счет денежной эмиссии для достижения полной занятости и без инфляционных последствий.

В основе современной денежной теории лежит несколько допущений. Ее сторонники полагают, что правительство может выпускать государственные облигации, а также погашать их за счет денежной эмиссии, в результате чего дефолт по госдолгу невозможен. Ограничение касается экономик, обладающих монетарным суверенитетом, у которых госдолг номинирован в национальной валюте, а сама валюта является резервной. Иными словами, экономики других стран предъявляют спрос на национальные деньги, что смягчает последствия избыточной эмиссии денег. Экономика с резервной валютой в счет эмиссионного финансирования бюджетного дефицита может оплачивать свои госрасходы.

Подобное невозможно в развивающихся странах, поскольку эмиссионное финансирование бюджетных расходов ведет к гиперинфляции и обесценению национальной валюты. Однако эмитент резервной валюты сталкивается с меньшими бюджетными ограничениями и может позволить себе хронический дефицит бюджета, дефицит торгового баланса и больший госдолг.

В ММТ имеются несколько ошибок на теоретическом уровне. Во-первых, эмиссионное финансирование дефицита бюджета в

большинстве случаев заканчивалось инфляцией. По этой причине национальное законодательство о центральных банках наделяет их независимостью от правительства, а также вводит запрет на прямые кредиты бюджету и покупку гособлигаций на первичном рынке.

Во-вторых, госдолг имеет ограничения даже в странах с развитой экономикой. Работает так называемая эквивалентность Рикардо – Барро, согласно которой экономические агенты действуют рационально и учитывают будущие бюджетные ограничения правительства. С большим долгом правительство может справиться двумя путями: повысив налоги или обесценив его. Увеличение налогов повредит экономическому росту, поэтому власти склонны к долгосрочному обесценению долга в счет инфляции. Как следствие, в экономиках с большим госдолгом инфляционные ожидания в среднем выше.

В-третьих, обеспечивая полную занятость, государство является не самым эффективным работодателем и инвестором. Государственный сектор обладает низкой производительностью труда и капитала. Перемещение стимулирующей политики с частного на государственный сектор будет вести не к оживлению, а к затуханию экономического роста.

В-четвертых, проблемы со своевременным принятием решений: налогообложение, через которое сторонники ММТ планируют управлять инфляцией, носит инертный характер. В отличие от процентной ставки его трудно увеличить оперативно – просмотр бюджетных норм может занимать годы. На практике ни одна страна не использует налоги для краткосрочного контроля над инфляцией. ММТ не «денежна». Это в первую очередь фискальный подход к государственным финансам, ориентированный на налоговую политику как экономический ускоритель и тормоз. Его корни находятся в эпохе до появления Федерального резервного банка США и фактически предшествуют нынешнему представлению о денежно-кредитной политике [21].

В-пятых, по-видимому, именно эмиссия резервных валют является основным фактором глобальных мыльных пузырей.

Среди критиков ММТ множество знаменитых экономистов самых разных взглядов – от председателя ФРС Дж. Пауэлла [28], К. Рогоффа из Гарвардского университета и бывшего министра финансов США Лоуренса Саммерса до П. Кругмана из Городского университета Нью-Йорка. Томас Пэлли, автор проекта «Экономика для демократических и открытых обществ», даже привел пример расчета последствий политики в духе ММТ. Расходы на медицину, образование и климат запланированы авторами ММТ в размере 12% ВВП. После достижения полной занятости образуется избыточный совокупный спрос в 13% ВВП. Для его ликвидации потребуются увеличить американские налоги на 78% [26]. «Левые объятия современной денежной теории, – написал в The Washington Post бывший министр финансов Лоуренс Саммерс, – это путь к катастрофе» [24].

Даже если принять, что ММТ верна, в любом случае Беларуси невозможно будет ею воспользоваться. Чтобы по-настоящему пожинать преимущества, открываемые ММТ, по мнению адептов данной теории, правительство должно обладать денежным суверенитетом. Быть эмитентом валюты – необходимое, но недостаточное условие. Как объясняет профессор университета Стоуни-Брук С. Келтон, есть два других условия: «Чтобы в полной мере воспользоваться особыми полномочиями, которыми наделен эмитент валюты, странам необходимо сделать больше, чем просто предоставить себе исключительное право на выпуск валюты. Также важно, чтобы они не обещали конвертировать свою валюту во что-то, что может закончиться (например, в золото или валюту какой-либо другой страны). И они должны воздерживаться от заимствования ... в валюте, которая не является их собственной. Когда страна выпускает свою собственную неконвертируемую (фиатную) валюту и заимствует только в своей собственной валюте, эта страна получает денежный суверенитет» [27].

Удивительно, что адептов ММТ никогда не спрашивают, почему одни правительства наслаждаются статусом денежного суверена, а другие нет.

Келтон критикует некоторые правительства, не обладающие денежным суверенитетом, за конкретные действия, такие как вступление в валютный союз [27], но не задает основной вопрос: почему не каждое правительство на земле стремится выполнить критерии денежного суверенитета. Поставленные таким образом вопросы имеют очевидные ответы. Причина, по которой Греция приняла евро, и почему Венесуэла заимствует так много в долларах США, заключается в том, что остальное финансовое сообщество очень осторожно относится к греческой драхме, венесуэльскому боливару. Следовательно, правительства Греции и Венесуэлы отказались от свободы быть «монетарными суверенами» и нарушили один или несколько критериев Келтона [22].

Иначе говоря, причина, по которой большинство правительств (включая правительства штатов в США) в мире не являются «монетарными суверенами», заключается в том, что члены финансового сообщества обеспокоены тем, что они будут злоупотреблять печатным станком. Греческое правительство знало, что экономика получит больше инвестиций и что оно сможет брать кредиты на более выгодных условиях, если откажется от драхмы и перейдет на евро. Венесуэльское правительство знало, что могло бы получить гораздо большие «реальные» кредиты, если бы они были номинированы в относительно твердой валюте, такой как доллар США, а не в национальной валюте, которая могла бы быть легко девальвирована (как показала история).

Еще один важный вопрос к сторонникам ММТ: что нужно сделать правительству, чтобы потерять свой денежный суверенитет? Другими словами, что должно произойти у тех правительств, которые в настоящее время являются денежно-кредитными суверенами, чтобы эти правительства начали заимствовать в иностранных валютах или чтобы они привязали свою собственную валюту к иностранным или даже отказались от своей собственной валюты и приняли одну из иностранных?

И здесь ответ снова ясен: правительство, которое слишком безрассудно вовлечено в монетарную инфляцию, таким образом заставляя инвесторов избегать этой конкретной «суверенной» валюты, будет вынуждено пойти на одну или несколько из этих уступок, чтобы оставаться частью мирового финансового сообщества. По иронии судьбы, нынешние монетарные суверены рискуют утратить свой желанный статус, если они действительно последуют политическим советам ММТ.

П. Кругман указывает на еще одну проблему ММТ, которая особенно актуальна для Республики Беларусь: хотя и есть понимание потенциальной проблемы растущего долга, в ответе не были полностью устранены ограничения, как технические, так и политические, на повышение налогов и/или сокращение расходов. Введение этих ограничений делает долг потенциально более серьезной проблемой, чем это признается [25].

Многое зависит от того, выше или ниже процентная ставка, чем темпы устойчивого роста экономики. Если процентная ставка ниже устойчивого темпа роста экономики, что верно сейчас и в основном было так в прошлом, уровень долга на самом деле не является большой проблемой. В обратном случае есть возможность снежного кома долга: чем выше отношение долга к ВВП, тем быстрее при прочих равных условиях это отношение будет расти. И долг не может доходить до бесконечности – он не может превышать совокупное богатство, и фактически по мере того, как долг становится все больше, держатели его будут требовать постоянного увеличения прибыли, чтобы удержать его. Таким образом, в какой-то момент бюджету правительства понадобятся достаточно большие первичные (непроцентные) профициты, чтобы ограничить рост долга [25].

В настоящее время с точки зрения устойчивости долга по причине высоких процентных ставок ММТ не применима для Республики Беларусь, даже если была бы верна. Даже в условиях Запада со сверхнизкими процентными ставками государственный долг не является бесплатным, а для экономики Беларуси тем более. Расши-

рение госдолга в текущих реалиях будет весьма обременительным для нас, поскольку потенциальные темпы реального экономического роста экономики в настоящий момент не покрывают реальную плату за пользование долгом. Еще раз подчеркнем, что возможности маневра Беларуси в денежно-кредитной и налогово-бюджетной сферах не настолько широки, как у развитых экономик, поэтому пользоваться мерами смягчения стоит весьма осмотрительно.

#### **Миф 7. Национальный банк следует теории монетаризма.**

Неверно используется термин «монетаризм», в следовании которому упрекают Национальный банк.

Монетаризм – всего лишь одна из теоретических концепций. Классическое определение монетаризма, данное лауреатом Нобелевской премии по экономике Полом Самуэльсоном, гласит: монетаризм предполагает, что первоначальной детерминантой макроэкономического совокупного спроса – вне зависимости, представлен ли он безработицей или инфляцией – являются деньги,  $M1$ ,  $M2$  или их изменение.

К заслугам монетаризма можно отнести множество достижений в области денежно-кредитного регулирования: преодоление кризиса 1970-х гг., борьбу с гиперинфляцией в развивающихся странах, денежное оздоровление переходных экономик и т. д. Монетаристская концепция была принята на вооружение такими международными организациями, как МВФ и ОЭСР. Однако с конца 1980-х гг. центральные банки один за другим отказываются от монетаристской теории. Центральные банки большинства развитых стран де-факто всерьез не воспринимали ее как руководство к действию. Ни одна страна строго не придерживалась ни поставленных ориентиров, ни денежного таргетирования как единственной политики центрального банка. К началу 1980-х гг. большинство стран отошло от практики установления целевых ориентиров прироста денежной массы из-за финансовых инноваций и дерегулирования рынка, которые обрекали денежное таргетирование на хронический провал. Место целевого ориентира заняла процентная ставка.

В настоящий момент Национальный банк Республики Беларусь следует стратегии таргетирования денежных агрегатов, однако это не означает, что Национальный банк работает в парадигме монетаризма. Как показало исследование И. Пелипаса [36], режим монетарного таргетирования в условиях высокой инфляции является эффективным инструментом монетарной политики. Снижение инфляции до целевых однозначных уровней не заставило себя ждать. Понимая ограничения режима монетарного таргетирования при низких значениях инфляции, Национальный банк заявил о переходе к таргетированию инфляции. В своей аналитической деятельности он не ограничен какой-то одной теорией или подходом, а старается эффективно сочетать различные современные теоретические концепции монетарной экономики.

#### **Миф 8. Национальный банк стремится «обеспечивать низкую инфляцию за счет снижения доходов населения и темпов роста экономики» путем жесткой монетарной политики.**

Для того чтобы поддерживать приемлемый уровень инфляции, не нужна жесткая монетарная политика. Для поддержания уровня инфляции на определенном приемлемом уровне нужна нейтральная монетарная политика. Именно такую политику Национальный банк проводил в последние годы, поскольку инфляция находилась вблизи приемлемого уровня – около 5%. Жесткая монетарная политика нужна, если мы хотим снизить инфляцию до желаемого уровня, а мягкая – если мы хотим простимулировать экономику, при этом не забывая о необходимости обеспечения целевой инфляции в среднесрочном периоде. Сейчас ситуация изменилась в связи с кризисом, вызванным пандемией, и Национальный банк перешел к умеренному смягчению монетарной политики через последовательное снижение ставки рефинансирования и другие механизмы, однако ситуация на валютном рынке и в банковском секторе летом 2020 г. заставила Национальный банк несколько ужесточить политику.

#### **Миф 9. Национальный банк следует парадигме неолиберализма.**

Не очень понятно, что подразумевается под «ярлыком» неолиберализма, в следовании которому обвиняют Национальный банк [29; 30], при этом противопоставляя идеологию Национального банка Республики Беларусь принципам социального либерализма и требуя от монетарной политики «защиты» тех, кто не имеет работы и сбережений, аргументируя свою точку зрения выдернутой из контекста цитатой Дж. Стиглица.

В интервью Shpigel Дж. Стиглиц не постулирует идеологические принципы экономической политики. Слова Стиглица «лучше иметь работу с зарплатой, покупательная способность которой снизилась на несколько процентов, чем вообще ее не иметь» нельзя понимать как некоторую «идеологию» социального либерализма Дж. Стиглица или «принцип» экономической политики, так как иметь результатом экономической политики постоянное снижение реальной покупательной способности зарплаты большинства работников ради того, чтоб дать работу тем, кто ее не имеет, это несуразная глупость с экономической точки зрения.

Очевидно, Дж. Стиглиц в данном интервью отвечает на конкретный вопрос, касающийся конкретной ситуации, а именно проведения фискальной и монетарной политики в посткризисных условиях 2012 г. в Европе, и в этом нет никакой идеологии! Но даже в условиях кризисной ситуации Дж. Стиглиц не отрицает необходимости здоровой монетарной политики, сдерживающей инфляцию в случае ее роста. Если привести цитату полностью, а не выбрать фрагмент, который интересен автору упрека, то позиция Дж. Стиглица по вопросу монетарной политики будет звучать так: «У центрального банка, при наличии эффективного управления, имеется достаточно инструментов. **Центральный банк может повышать процентную ставку или величину резервных требований для частных банков.** Так что я думаю, что опасность относительна мала. Слабость европейской экономики несет в себе гораздо больший риск, чем

любой риск умеренной инфляции. Наличие какой угодно работы, зарплата на которой снизилась в реальном выражении на несколько процентов из-за инфляции, лучше, чем отсутствие работы вообще» [37]. Так какое идеологическое противоречие между позициями Национального банка, которому совершенно несправедливо навешивается ярлык ультралиберализма, и Дж. Стиглица? Как видим из полной цитаты – его попросту нет!

### Кому выгодно эмиссионное кредитование экономики?

В Беларуси избыточное предложение денег Национальным банком при некоторых неблагоприятных условиях может один к одному привести к росту инфляции. Почему же идея использования эмиссии в Беларуси так активно поддерживается? Ответ лежит на поверхности: хорошо понимая последствия реализации таких идей, каждый искренне надеется на то, что лично он будет в числе первых, кому такие кредиты достанутся, и значит, сможет получить маленькую толику инфляционного налога. В ситуации излишней эмиссии выиграют все те, кто имеет долги в белорусских рублях и активы в иностранной валюте, а проиграют те, кто получает основной доход в рублях и хранит деньги в национальной валюте, т. е. население. Из этого следует, что избыточная эмиссия выгодна только держателям рублевых долгов, которые хотели бы решить проблему закредитованности за счет остальных.

Помимо этого, данная политика приведет к искажениям на рынке кредита, поскольку предлагаемые меры создадут выгодные условия только для тех предприятий, которые будут получать финансирование на нерыночных условиях. При таком подходе игнорируется важная регулирующая роль ставки процента по кредиту. Ставка перестает отфильтровывать инвестиционные проекты, не обеспечивающие достаточную рентабельность.

Чтобы этого не допустить, для избирательной поддержки важных секторов и предприятий есть более цивилизованные способы, чем всеобщий инфляционный

налог. Такие механизмы успешно использует ОАО «Банк развития Республики Беларусь».

Именно по этой причине Национальный банк считает необходимым поддерживать приемлемо низкую инфляцию, поскольку в этом случае выгоды получает все общество. Не стоит формировать мнение у экономических агентов, что повторится ситуация, когда ставки были не адекватны инфляции, и расчет был прост: сегодня взять кредит, а завтра отдавать придется уже копейки. Наоборот, и Правительству, и Национальному банку необходимо посылать четкие и недвусмысленные сигналы, что инфляция будет поддерживаться на приемлемо низком уровне и ставка по пользованию кредитом будет адекватна инфляции, как и ставка по депозитам!

### Последствия эмиссионных мер для экономики Республики Беларусь

Ранее считалось, что умеренная инфляция типична для быстрорастущей экономики. Вместе с тем исследования Г. Хесса и Ч. Морриса показали, что даже незначительное ускорение темпов роста цен оказывает негативное влияние на экономический рост независимо от состояния экономики [34]. Акцент делается на том, что умеренная инфляция имеет все те же отрицательные последствия, что и высокая. Среди них можно выделить три основных.

**Во-первых, с ростом инфляции увеличивается ее волатильность.** Неопределенность дальнейшей динамики инфляции связана с издержками для экономики, поскольку ведет к повышению процентных ставок (которые учитывают не только ожидаемую инфляцию, но и премию за риск), что, в свою очередь, негативно сказывается на экономической активности и уровне благосостояния населения. В условиях низкой инфляции экономика функционирует максимально эффективно, и у денежных властей есть все основания стараться сохранить ее на этом уровне. Так, анализ инфляционной динамики по группе из 47 стран с низкой и умеренной

инфляцией (в пределах 15%) выявил положительную связь между рассматриваемыми показателями: рост инфляции на 1 п. п. сопровождается повышением волатильности на 0,83 п. п.

**Во-вторых, с ростом инфляции повышается волатильность показателей экономического роста.** Это ограничивает возможности эффективного функционирования экономики. Если темпы экономического роста оказываются ниже своего потенциального уровня, часть производственных мощностей и трудовых ресурсов будет не использована, что снижает уровень жизни граждан. Точно так же функционирование экономики с превышением потенциала ведет к дефициту рабочей силы, что приводит к росту заработных плат и инфляции, а в конечном счете – к снижению уровня благосостояния. Эмпирические оценки выявляют связь между данными показателями: при увеличении инфляции на 1 п. п. волатильность экономического роста повышается на 0,2 п. п.

**В-третьих, еще одно следствие высокой инфляции – большая волатильность относительных цен.** В условиях рыночной экономики они служат основными индикаторами, регулирующими производство и потребление. Если система цен функционирует адекватным образом и определяется фундаментальными показателями спроса и предложения, в экономике производится оптимальное количество товаров и услуг. Некоторая степень гибкости присуща и необходима ценам. Однако если волатильность цен становится избыточной и сами цены подвергаются воздействию посторонних факторов, то сигналы искажаются, что ведет к принятию неверных решений, не соответствующих фундаментальным рыночным условиям и потребностям экономики.

**При высокой хронической инфляции деньги перестают выполнять свои ключевые функции инструментов обмена, меры стоимости и, что особенно важно, средства сохранения стоимости.** В крайних случаях денежные отношения вытесняются бартерными сделками или собственная

валюта заменяется в сделках иностранной валютой вследствие несостоятельности национальной денежной системы.

**Но даже умеренная инфляция оказывает серьезное негативное влияние, усиливая неопределенность экономической среды.** Сохраняются экономические риски, что приводит к ограничению экономической деятельности. Когда невозможно прогнозировать с достаточной степенью точности будущие цены на товары и услуги, предприниматели не могут заранее оценить прибыли и убытки от новых (особенно долгосрочных) инвестиций, поэтому они пытаются свести риски к минимуму, ограничивая свою активность обычными текущими операциями. Достижение долгосрочных результатов, в том числе построение экономики инновационного типа в условиях искажающего влияния инфляции, невозможно.

Важный социальный аспект инфляции состоит в том, что она в первую очередь негативно сказывается на жизни наименее обеспеченных и социально защищенных групп населения. Инфляция по корзине товаров и услуг, потребляемых 10% самого бедного населения, постоянно превышает

инфляцию для 10% самого богатого населения [35].

В связи с этим кажется поверхностной сама постановка вопроса о том, что сегодняшние проблемы белорусской экономики можно решить в основном за счет денежной эмиссии. Во-первых, «печатный станок» на протяжении истории независимой Беларуси часто работал весьма интенсивно за исключением нескольких последних лет. Результаты очевидны: Беларусь была одним из рекордсменов по инфляции. От разгона инфляции в настоящее время нас спасает сбалансированная монетарная политика, сбалансированная налогово-бюджетная политика, а также развитие отраслей, способствующих притоку иностранной валюты в страну и обеспечивающих равновесие на валютном рынке. Во-вторых, прежде чем обсуждать «проверенные» рецепты спасения экономики, было бы правильно провести детальный анализ ошибок и объяснить причины, почему использование эмиссии и активного кредитования в прошлом не привело к желаемым результатам.

В ином случае мы получим валютный и экономический кризис, в точности повторив 2011 г.

Очередной коллапс на валютном рынке – девальвация и инфляция – будет серьезным ударом по авторитету власти. Тяжело предсказать социальные последствия этого. Необходимо также помнить о последствиях эмиссии и ослабления курса для государственного долга, который в настоящее время почти полностью номинирован в валюте, и о тех системно значимых предприятиях, которые имеют долги в иностранной валюте.

Данная работа является кратким описанием проблем понимания того, на чем основывается долгосрочный экономический рост, а также к каким последствиям может привести денежно-кредитное стимулирование экономики. Это непонимание создает риски повторения ошибок прошлого под видом сомнительных обоснований вроде «современной монетарной теории». Для решения описанной выше проблемы необходимо фундаментальное исследование, которое затрагивало бы исторический контекст, глубокое теоретическое обоснование, а также множество эмпирических подтверждений.

\* \* \*

Материал поступил 24.10.2020.

#### Библиографический список:

1. *International Monetary Fund [Electronic resource]. – Mode of access: <https://www.imf.org/en/>. – Date of access: 20.10.2020.*
2. *Абель, Э. Макроэкономика / Э. Абель, Б. Бернанке. – Изд. 5-е. – СПб.: Питер, 2008. – 768 с.*
3. *Моисеев, С.Р. Денежно-кредитная политика: теория и практика: учеб. пособие / С.Р. Моисеев. – М.: Экономистъ, 2008. – 652 с.*
4. *Lacalle, D. Why the World Has a Dollar Shortage, Despite Massive Fed Action [Electronic resource] / D. Lacalle // Mises Institute. – Mode of access: <https://mises.org/wire/why-world-has-dollar-shortage-despite-massive-fed-action>. – Date of access: 20.10.2020.*
5. *Ку, Р. Священный Грааль макроэкономики: уроки великой рецессии в Японии / Р. Ку. – М.: Мысль, 2014. – 434 с.*
6. *U.S. Bureau of statistics [Electronic resource]. – Mode of access: <https://www.bls.gov/>. – Date of access: 20.10.2020.*
7. *Rogoff, K.S. The Curse of Cash: How Large-Denomination Bills Aid Crime and Tax Evasion and Constrain Monetary Policy / K.S. Rogoff. – New Jersey; Princeton: Princeton Univ. Press, 2017. – 320 p.*
8. *Federal Reserve Economic Data [Electronic resource]. – Mode of access: <https://fred.stlouisfed.org/>. – Date of access: 24.06.2016.*
9. *Stiglitz, J.E. Which Economic Stimulus Works? [Electronic resource] / J.E. Stiglitz, H. Rashid // Project Syndicate. – Mode of access: <https://www.project-syndicate.org/commentary/stimulus-policies-must-benefit-real-economy-not-financial-speculation-by-joseph-e-stiglitz-and-hamid-rashid-2020-06>. – Date of access: 20.10.2020.*
10. *Rogoff, K.S. The Stock-Market Disconnect [Electronic resource] / K.S. Rogoff // Project Syndicate. – Mode of access: <https://www.project-syndicate.org/commentary/stock-market-disconnect-covid-sparing-publicly-traded-firms-by-kenneth-rogooff-2020-10>. – Date of access: 20.10.2020.*
11. *Ant, O. Behind Erdogan's Strange Ideas About Interest Rates [Electronic resource] / O. Ant // Bloomberg Businessweek. – Mode of access: <https://www.bloomberg.com/news/articles/2019-08-02/behind-erdogan-s-strange-ideas-about-interest-rates-quicktake>. – Date of access: 20.10.2020.*
12. *Kandemir, A. Erdogan's Cheap-Credit Push Pays Off as Banks Turn on Taps [Electronic resource] / A. Kandemir // Bloomberg. – Mode of access: <https://www.bloomberg.com/news/articles/2020-05-05/erdogan-s-push-for-cheap-credit-pays-off-as-banks-turn-on-taps>. – Date of access: 20.10.2020.*
13. *Gokoluk, S. Turkey's Perilous Game With Markets Reaches a Crossroads [Electronic resource] / S. Gokoluk // Bloomberg. – Mode of access: <https://www.bloomberg.com/news/articles/2020-08-07/turkey-s-perilous-game-with-financial-markets-reaches-crossroads>. – Date of access: 20.10.2020.*

14. Кудрин, А.Л. Стимулирующая денежно-кредитная политика: мифы и реальность / А.Л. Кудрин // Вопросы экономики. – 2017. – № 5. – С. 5–28.
15. Кондаков, Н.И. Логика / Н.И. Кондаков. – Изд. 2-е. – М.: Учпедгиз, 1954. – 514 с.
16. Vietnam's manufacturing miracle: Lessons for developing countries [Electronic resource] // Brookings Institution. – Mode of access: <https://www.brookings.edu/blog/future-development/2018/04/17/vietnams-manufacturing-miracle-lessons-for-developing-countries/>. – Date of access: 20.10.2020.
17. Baum, A. Vietnam's Development Success Story and the Unfinished SDG Agenda / A. Baum. – Washington DC.: IMF, 2020. – 31 p.
18. Мишкин, Ф. Экономическая теория денег, банковского дела и финансовых рынков: учеб. пособие / Ф. Мишкин. – М.: Аспект Пресс, 1999. – 820 с.
19. Graude, P. de. Is Inflation Always and Everywhere a Monetary Phenomenon? / P. de Graude, M. Polan // Discussion Paper № 2841 / CEPR. – 2001, June.
20. От стабильности к росту // Банкаўскі веснік. – Спеціальний випуск. – 2020. – № 3. – 128 с.
21. Мусеев, С. Современная денежная теория: истоки и риски [Электронный ресурс] / С. Мусеев // ЭКОНС. – Режим доступа: <https://econs.online/articles/opinions/modern-monetary-theory>. – Дата доступа: 20.10.2020.
22. Murphy, R.P. A Review of Stephanie Kelton's The Deficit Myth [Electronic resource] / R.P. Murphy // Mises Institute. – Mode of access: <https://mises.org/wire/review-stephanie-keltons-deficit-myth>. – Date of access: 20.10.2020.
23. Rogoff, K.S. Modern Monetary Nonsense [Electronic resource] / K.S. Rogoff // Project Syndicate. – Mode of access: <https://www.project-syndicate.org/commentary/federal-reserve-modern-monetary-theory-dangers-by-kenneth-rogoff-2019-03>. – Date of access: 20.10.2020.
24. Summers, L.H. The left's embrace of modern monetary theory is a recipe for disaster [Electronic resource] / L.H. Summers // The Washington Post. – Mode of access: [https://www.washingtonpost.com/opinions/the-lefts-embrace-of-modern-monetary-theory-is-a-recipe-for-disaster/2019/03/04/6ad88eec-3ea4-11e9-9361-301ffb5bd5e6\\_story.html](https://www.washingtonpost.com/opinions/the-lefts-embrace-of-modern-monetary-theory-is-a-recipe-for-disaster/2019/03/04/6ad88eec-3ea4-11e9-9361-301ffb5bd5e6_story.html). – Date of access: 20.10.2020.
25. Krugman, P. What's Wrong With Functional Finance? (Wonkish) [Electronic resource] / P. Krugman // The New York Times. – Mode of access: <https://www.nytimes.com/2019/02/12/opinion/whats-wrong-with-functional-finance-wonkish.html?module=inline>. – Date of access: 20.10.2020.
26. Palley, T. Macroeconomics vs Modern Money Theory: Some unpleasant Keynesian arithmetic / T. Palley. – Washington DC.: Post-Keynesian Economics Society, 2019. – 11 p.
27. Kelton, S. The Deficit Myth: Modern Monetary Theory and the Birth of the People's Economy / S. Kelton. – 1st ed. – New York: Hachette Book Group, 2020. – 304 p.
28. Cox, J. Powell says economic theory of unlimited borrowing supported by Ocasio-Cortez is just 'wrong' [Electronic resource] / J. Cox // CNBC. – Mode of access: <https://www.cnbc.com/2019/02/26/fed-chief-says-economic-theory-of-unlimited-borrowing-supported-by-ocasio-cortez-is-just-wrong.html>. – Date of access: 20.10.2020.
29. Тарасов, В. Идеологическая ошибка белорусского Национального банка [Электронный ресурс] / В. Тарасов // Белрынок. – Режим доступа: <https://www.belrynok.by/2020/04/15/ideologicheskaya-oshibka-belorusskogo-natsionalnogo-banka/>. – Дата доступа: 20.10.2020.
30. Тарасов, В. А не пригласить ли в Беларусь Джозефа Стиглица? [Электронный ресурс] / В. Тарасов // Белрынок. – Режим доступа: <https://www.belrynok.by/2020/06/10/a-ne-priglasit-li-v-belarus-dzhozefa-stiglitsa/>. – Дата доступа: 20.10.2020.
31. Potter, S.M. Unconventional monetary policy tools: a cross-country analysis [Electronic resource] / S.M. Potter, F.Smets // Bank for International Settlements. – 2019. – CGFS Papers № 63. – Mode of access: <https://www.bis.org/publ/cgfs63.pdf>. – Date of access: 05.10.2020.
32. Benigno, G. Should Emerging Economies Embrace Quantitative Easing during the Pandemic? [Electronic resource] / G. Benigno [et al.] // Federal Reserve Bank of New York. – Mode of access: [https://libertystreeteconomics.newyorkfed.org/2020/10/should-emerging-economies-embrace-quantitative-easing-during-the-pandemic.html?utm\\_source=feedburner&utm\\_medium=feed&utm\\_campaign=Feed%3A+LibertyStreetEconomics+%28Liberty+Street+Economics%29](https://libertystreeteconomics.newyorkfed.org/2020/10/should-emerging-economies-embrace-quantitative-easing-during-the-pandemic.html?utm_source=feedburner&utm_medium=feed&utm_campaign=Feed%3A+LibertyStreetEconomics+%28Liberty+Street+Economics%29). – Date of access: 05.10.2020.
33. Dabrowski, M. Emerging market central banks and quantitative easing: high-risk advice [Electronic resource] / M. Dabrowski, M. Dominguez-Jiménez // Bruegel. – August 26, 2020. – Mode of access: <https://www.bruegel.org/2020/08/emerging-market-central-banks-and-quantitative-easing-high-risk-advice/>. – Date of access: 05.10.2020.
34. Hess, Gregory D. The long-run costs of moderate inflation / Gregory D. Hess, Charles S. Morris // Economic Review, Federal Reserve Bank of Kansas City. – 1996. – Vol. 81 (Q II). – P. 71–88.
35. Неравная инфляция [Электронный ресурс] // ЭКОНС. – Режим доступа: <https://econs.online/articles/ekonomika/neravnaia-inflyatsiya/>. – Дата доступа: 20.10.2020.
36. Пелипась, И. Эмпирические основы монетарного таргетирования в Беларуси / И. Пелипась // Банкаўскі веснік. – 2015. – № 12 (629). – С. 14–20.
37. The American Dream Has Become a Myth. Interview with Economist Joseph Stiglitz [Electronic resource] // SPIEGEL. – Mode of access: <https://www.spiegel.de/international/world/inequality-in-the-us-interview-with-economist-joseph-stiglitz-a-858906.html>. – Date of access: 20.10.2020.

## Emission of the Central Bank: Myth and Reality

**Mikhail DEMIDENKO**, National Bank of the Republic of Belarus, Deputy Head of Research Department, Candidate of Economic Sciences, Republic of Belarus, Minsk, e-mail: [M.Demidenko@nbrb.by](mailto:M.Demidenko@nbrb.by).

**Kirill BUKREEV**, National Bank of the Republic of Belarus, 2nd Category Specialist of Forecasting Department, Monetary Policy and Economic Analysis, Republic of Belarus, Minsk, e-mail: [K.Bukreev@nbrb.by](mailto:K.Bukreev@nbrb.by).

**Vladislav ROMANYUK**, *National Bank of the Republic of Belarus, Specialist of Research Department, Republic of Belarus, Minsk, e-mail: V.Romanyuk@nbrb.by.*

**Abstract.** *The article touches upon the issues of the possibility of emission lending to the Belarusian economy, as well as the consequences to which it will lead. Certain misconceptions and false arguments are sorted out, which suggest that there are opportunities for emission lending without implications for price and macroeconomic stability in the country.*

**Keywords:** *long-term economic growth; monetary incentives; emission; modern monetary theory.*