

С. Р. Моисеев

«Ренессанс» монетаризма: чем жила знаменитая теория в 2000—2018 годах

Классический монетаризм ушел в прошлое. Однако на смену ему пришла новая школа, которая возникла в 2005–2010 гг. под названием «новый» монетаризм. Новое направление достаточно молодо, и область его влияния ограничивается моделированием. На практике в денежно-кредитной политике используются идеи «старого» монетаризма: например, правила денежно-кредитной политики, таргетирование денежного предложения в развивающихся странах и сохранение денег как экономической переменной в денежно-кредитном анализе. Ряд важных принципов монетаризма сохранился в современном макроэкономическом анализе. В частности, обеспечение ценовой стабильности выступает главной, хотя и не единственной целью центрального банка. Для поддержания доверия к денежно-кредитной политике ключевая роль отводится публичным обязательствам ЦБ. Денежно-кредитная политика (а не налогово-бюджетная) рассматривается как главное средство краткосрочной макроэкономической стабилизации.

Ключевые слова: монетаризм, новый монетаризм, денежно-кредитная политика, центральный банк, модели.

JEL: E31, E52, E58.

Как официальный представитель ФРС, я хотел бы сказать Милтону [Фридмену] и Анне [Шварц] насчет Великой депрессии. Вы правы, мы [центральный банк] в ней виноваты. Мы очень сожалеем. И благодаря вам мы не ошибемся вновь.

Б. Бернанке, член Совета управляющих ФРС США на праздновании 90-летия М. Фридмена в Чикагском университете, 2002 г.

Мы встречаемся сегодня в связи с мировым финансовым кризисом после первого потерянного десятилетия в 1860-х годах... Тогда злодеями были капиталисты. Они и сегодня должны возглавлять центральные банки? Их полеты фантазии способствуют стагнации и неравенству? Призрак монетаризма преследует наши экономики?

М. Карни, управляющий Банка Англии на лекции в Ливерпульском университете им. Дж. Мурса, 2016 г.

В 2002 г. в журнале «Вопросы экономики» вышла статья «Взлет и падение монетаризма», которая подводила черту под развитием теории к началу XXI в. (Моисеев, 2002). Монетаризм оставил гигантское теоретическое наследие и наложил неизгладимый отпечаток на развитие денежно-кредитной политики (ДКП). Когда М. Фридмен скончался в 2006 г., его заслуги были широко признаны как в Соединенных Штатах, так и в Европе. Идеологические противники ученого, П. Кругман и Л. Саммерс, относились к лауреату премии Шведского национального банка по экономическим наукам памяти А. Нобеля с глубоким уважением. Однако за пределами научного мира, среди антиглобалистов, социалистов и политиков, оценка результатов его работы часто противоположная. Экономист предстает в образе крестного отца мафиозной банды чикагских мальчиков, которые воспользовались дезориентацией общества, связанной с катастрофами и политическими кризисами, для навязывания большей части мира идеологии свободного рынка (Klein, 2007). Более того, в профессиональных кругах ярлык монетаризма стал *nomen appellativum*, нарицательным именем, которым пугают широкую аудиторию. Даже управляющий Банка Англии М. Карни, чьи слова вынесены в эпиграф, назвал свою лекцию в Ливерпульском университете «Призрак монетаризма» (Carney, 2016), хотя в самом выступлении мы не найдем отсылки к Фридмену или к постулатам монетаризма.

Собственно, в настоящей статье мы не ставим цель обелить монетаризм или вбить очередной гвоздь в его гроб. Напротив, за прошедшие со времени упомянутой публикации 15 лет монетаризм пережил своеобразное возрождение. Научное сообщество не стоит на месте: лавры великих экономистов прошлого не дают покоя современникам. Монетаризм оказался слишком привлекательной доктриной, чтобы у Фридмена не нашлись активные продолжатели в XXI в. Для начала резюмируем, с какими тезисами монетаризм подошел к новому столетию (De Long, 2000; Williamson, Wright, 2010a):

- деньгами считается любой объект, который служит в качестве средства обращения, независимо от того, какого рода эти денежные обязательства: частные или государственные — для ДКП их характер вторичен;

- несовершенства (*frictions*), мешающие быстрой и непрерывной адаптации цен и заработной платы к номинальным шокам, выступают основной причиной колебаний занятости и выпуска продукции в течение делового цикла;

- номинальные жесткости объясняют отсутствие краткосрочной нейтральности денег, однако в долгосрочном периоде не играют роли для ДКП;

- изменения выпуска продукции в ходе делового цикла лучше всего анализировать как колебания относительно некоторой устойчивой долгосрочной тенденции;

- текущая инфляция и неопределенность будущей инфляции приводят к значительным потерям национального благосостояния;

- в нормальной экономической среде ДКП — более эффективный инструмент краткосрочной макроэкономической стабилизации, чем налогово-бюджетная политика;

- ДКП может основываться на количественной теории денег и функции спроса на деньги, имеющей стабильные параметры;
- ДКП рассматривается как процесс формирования денежного предложения, а оптимальная политика центрального банка (ЦБ) должна состоять в минимизации вариации темпов прироста некоторых денежных агрегатов;
- ДКП необходимо проводить по предопределенному правилу, действующему в долгосрочном периоде (economic policy rule), а не как изолированный набор мер в одно- или многопериодной модели принятия решений;
- ДКП имеет пределы эффективности, связанные с продолжительными и изменчивыми лагами, а также с неопределенностью будущего.

Коллизии монетаризма, или Почему монетаризм был списан на свалку истории

Фридмен и его последователи скептически относились к методам и средствам центрального банка, которые легли в основу его современной стратегии и инструментария. Их критическое отношение можно проследить в работах Федерального резервного банка Сент-Луиса, экономисты которого, несмотря на смену политики ФРС США, продолжали развивать монетарный анализ, или общественного «теневого» комитета операций на открытом рынке, созданного в 1973 г. профессорами К. Бруннером из Рочестерского университета и А. Мелцером из Университета Карнеги–Меллон для формирования альтернативного взгляда на ДКП ФРС США. Тем не менее идеи монетаризма глубоко проникли в сферу денежно-кредитной политики. Для достижения ценовой стабильности монетаризм рекомендовал управлять денежным предложением. Однако его практические советы по таргетированию денежных агрегатов потерпели неудачу. В интервью газете *The Financial Times* в 2003 г. Фридмен признался: «Использование количества денег в качестве цели не имело успеха... я не уверен, что сегодня предложил бы его, как я однажды это сделал» (London, 2003).

Монетаристы настаивали на том, что ДКП должна быть ориентирована на долгосрочный результат. Хотя деньги не обладают краткосрочной нейтральностью, ЦБ не должен использовать номинальные жесткости из-за продолжительных и изменчивых лагов ДКП. Напротив, ему надо сосредоточиться на долгосрочной инфляции и следовать заранее известным правилам денежно-кредитной политики, желательно, закрепленным на законодательном уровне. Решения в сфере ДКП необходимо принимать на основе относительно простых моделей, имеющих эмпирическое подтверждение. В этом смысле монетаристы наследуют стиль работы Фридмена, предпочитавшего строгим научным изысканиям простой эмпирический анализ.

Что произошло с монетаризмом в конце XX в.? Он достиг интеллектуального и прикладного триумфа во второй половине 1970-х годов. В макроэкономической теории пределом развития оказалось принятие

гипотезы «естественной» нормы безработицы, не влияющей на инфляцию (non-accelerating inflation rate of unemployment), которая стала «общим местом» в журналах и учебниках. Прикладной триумф произошел благодаря проникновению монетаризма в стены центральных банков. Таргетирование денежного предложения было взято на вооружение ЦБ ведущих стран. Его пытались реализовать ФРС США (1972–1993 гг.), немецкий Бундесбанк (1974–1998 гг.), Национальный банк Швейцарии (1974–1999 гг.), Банк Канады (1975–1982 гг.), Банк Англии (1973–1987 гг.), Банк Японии (1978–1989 гг.). За границами развитых стран Народный банк Китая с 1998 г. продолжает придерживаться парадигмы монетаризма. Среди других развивающихся стран таргетирование денежного предложения использовали Банк Кореи (до 1995 г.), Банк Индонезии (до 2002 г.), Центральный банк Турции (до 2001 г.) и др.

На практике центральные банки отказались от ряда ключевых идей монетаризма, включая общественные институты и его политическую экономию. Фактически монетаризм, взятый на вооружение денежными властями, не был монетаризмом в своем классическом виде. В теории он был чем-то другим, отличным от практики, и не утверждал, что скорость денежного обращения в отсутствие шоков может быть стабильной. Однако идея была сведена к постоянству скорости обращения и тому, что для прогнозирования совокупного номинального спроса достаточно анализировать динамику денежных агрегатов. В результате ЦБ могли «закрывать глаза» на остальную статистику, полагая достаточными мониторинг и контроль за денежными агрегатами, поскольку они отражают изменение других макроэкономических величин. Когда немецкий Бундесбанк и Национальный банк Швейцарии в начале 1970-х годов первыми в Европе установили целевые ориентиры денежных агрегатов, новая стратегия ДКП была объявлена «экспериментом». С подачи немецких властей монетаризм на практике получил название «прагматичный монетаризм» (pragmatic monetarism) (Beyer et al., 2009. P. 12–13). Однако «медовый месяц» с монетаристами скоро закончился. «Прагматичный» монетаризм потерпел фиаско из-за невозможности управлять денежным предложением со стороны центрального банка в силу неустойчивости денежного мультипликатора, наличия финансовых инноваций, несовершенства финансового сектора и других проблем.

Таргетирование денежного предложения отклонялось от теоретических установок монетаризма по нескольким направлениям. Во-первых, в качестве цели политики были выбраны широкие денежные агрегаты, менее контролируемые, чем денежная база. ФРС США выбрала агрегаты M1 и M2, немецкий Бундесбанк – M3, Национальный банк Швейцарии – M0 и M1, Банк Канады – M1, Банк Англии – M0 и M3, Банк Японии – агрегат M2+CDs. Во-вторых, управление денежным предложением осуществлялось не напрямую, а опосредованно. Вместо операций на открытом рынке, как предлагали монетаристы, оно происходило через процентные инструменты и обязательные резервные требования, которые влияли на процентную ставку денежного рынка. В-третьих, центральные банки никогда не декларировали, что будут и могут достигать объявленные цели политики. Эти цели носили среднесрочный характер, и ЦБ мог произвольно отклоняться от них в краткосрочном периоде. Это

обесценивало их как номинальный якорь и удаляло денежные власти от правил ДКП. Де-факто так и происходило: цели в большинстве случаев не достигались ни в кратко-, ни в среднесрочном периоде.

В официальном годовом отчете за 1996 г. немецкий Бундесбанк заявил, что он «никогда не рассматривал таргетирование денежного предложения как механистическую систему автопилота» и что денежный агрегат М3 был лишь начальной точкой для внутреннего анализа и публичного представления денежно-кредитной политики (Deutsche Bundesbank, 1996. Р. 72–73). Он, как и другие центральные банки Европы, придерживался «прагматичного монетаризма» вплоть до 1998 г., когда начался переход на евро. Хроническое несоблюдение целевых ориентиров денежных агрегатов в 1980-е и 1990-е годы привело к признанию провала таргетирования денежного предложения. «Мы не отказывались от денежных агрегатов — они отказались от нас» — выражение, приписываемое главе Банка Канады в 1973–1987 гг. Дж. Бои, характеризует досаду и разочарование того времени. Провал привел к потере монетаризмом репутации и к изгнанию его с научного Олимпа. В ответ на публичную критику один из основоположников монетаризма, К. Бруннер, раздраженно комментировал это поражение: «Мы признаем окончательную и постоянную неудачу монетаризма в том смысле, что лица, принимающие решения, не ограничили себя соблюдением его принципов» (Brunner, 1983. Р. 58).

Рождение «нового» монетаризма

На современном этапе развития, в 2005–2010 гг., монетаризм получил название «новый» (New Monetarism, New Monetarist Economics, New Monetarist Approach). Его апологетами стали академические исследователи в ФРС США, прежде всего С. Уильямсон и Р. Райт. Кроме того, отдельные оригинальные идеи были предложены профессором Нью-Йоркского университета Р. Лагосом, ранее проводившим исследования в Федеральном резервном банке Миннеаполиса, и профессором Калифорнийского университета Г. Рошето, до того работавшим в Федеральном резервном банке Кливленда. Корни «нового» монетаризма прослеживаются в конференциях по теме моделей монетарной экономики, проведенных в Федеральном резервном банке Миннеаполиса в конце 1970-х годов. Его название отражает как наследование идей «старого» монетаризма, так и введение в теорию ряда микроэкономических новаций.

С одной стороны, «новый» монетаризм сохранил приверженность поздним монетаристским моделям 1980-х годов, включая модель пересекающихся (перекрывающихся) поколений и расширения модели общего равновесия с включением в них в явной форме переменной денег (Kareken, Wallace, 1980). «Строительную площадку» для новой теории подготовил Н. Уоллес из Университета штата Пенсильвания, который в молодости писал диссертацию под руководством Фридмена, а позднее выступил научным руководителем Райта. Из-под его пера в соавторстве с коллегами из ФРС США вышло большое число работ,

включая «неприятную монетаристскую арифметику», исследования роли налогово-бюджетной политики при проведении ДКП, интеграции монетаризма с теорией финансов и государственного сектора (Sargent, Wallace, 1984; Wallace, 1981; Bryant, Wallace, 1979; 1984).

С другой стороны, главной отличительной чертой «нового» монетаризма выступает моделирование микроэкономических основ денег, описывающих их обмен на товары. Кроме того, возрожденный монетаризм предстает в новом свете как интегральная теория. Микроэкономические основы денег внедряются в смежные научные области — банковское дело (модель Даймонда—Дибвига) и финансовое посредничество (модель делегирования мониторинга финансового положения заемщика, в котором финансовый посредник — эндогенный феномен). «Новый» монетаризм также породил самостоятельное теоретическое направление, представленное моделями платежей. По ним изучают платежные и клиринговые системы, в которых участвуют банки и центральный банк (Nosal, Rocheteau, 2011). Особое внимание в монетаристской теории платежей уделено роли кредитов центрального банка в урегулировании клиринговых и платежных обязательств, а также системному риску, который возникает в платежных системах в результате внутрисдневного кредитования.

«Новые» монетаристы принципиально отвергают подход, согласно которому экономические агенты держат деньги только потому, что они учитываются в функции полезности или производственной функции. Напротив, деньги играют самостоятельную, а не вспомогательную роль, поскольку владение ими позволяет преодолеть несовершенство, мешающее обмену. Чтобы ввести деньги как инструмент обмена, «новый» монетаризм использует микроэкономическую теорию поиска (search theory). Ее модели предполагают, что заключение сделки зависит от того, встретятся ли агенты друг с другом (найдет ли продавец покупателя, который захочет купить его товар, и наоборот). Деньги необходимы, поскольку благодаря им оказывается успешным поиск нужного контрагента¹. Кроме того, деньги и их субституты в форме ликвидных финансовых активов играют ключевую роль в банковском секторе. «Новый» монетаризм воспользовался ранее разработанными микроэкономическими моделями банков и финансового посредничества, основанными на теории информации (information theory).

В целом «новые» монетаристы декларируют несколько принципов своей школы экономической мысли (Williamson, Wright, 2010b):

— макроэкономический и монетарный анализ должен иметь микроэкономическое обоснование, что предполагает наличие реалистичной и внутренне непротиворечивой теории (в качестве «подручных» инструментов выступают теория общего равновесия, теория поиска, теория информации и теория игр);

¹ Наиболее подходящей исторической иллюстрацией проблем обмена без денег служит проект National Equitable Labour Exchange британского социалиста Р. Оуэна (1771—1858). В 1832 г. он организовал в Лондоне биржевую торговую систему, где обмен товаров должен был происходить без посредничества и денег, исходя из временной стоимости товаров (трудозатрат). Проект закрылся на следующий год, когда торговая площадка распродала ликвидный товар и осталась с залежалыми товарами, не имеющими спроса.

— деньги играют решающую роль: чтобы понимать денежный феномен и денежно-кредитную политику, нужно использовать модели, в которых деньги вводятся в явной и не примитивной форме для решения проблем рыночных несовершенств;

— финансовые посредники также играют важную роль: хотя финансовые обязательства банков и наличные деньги выполняют функцию средства обращения, обе категории не идентичны;

— при моделировании несовершенств рынка, которые преодолеваются посредством денег и финансовых посредников, необходимо использовать такие абстракцию и интерпретацию, чтобы получать правдоподобные ответы на поставленные вопросы, предпочтение отдается простым моделям;

— ни одна модель не может быть универсальной для решения каждой экономической задачи, необходимо иметь класс моделей, использующих схожие предположения и инструментальные средства для решения множества задач.

«Новый» монетаризм делает ставку на большую правдоподобность и непротиворечивость своих моделей, что, на взгляд его сторонников, должно отличать эту теорию от кейнсианского направления. Краеугольным камнем для «нового» монетаризма выступает концепция номинальных жесткостей (*nominal rigidity*) как в ценообразовании, так и в формировании заработной платы. Модели ценообразования Кальво (*Calvo staggered contracts*) или жесткой информации (*sticky information*) Мэнкью и Рейса кажутся «новым» монетаристам далекими от реальности. Они отказываются их воспринимать как микроэкономическое обоснование, поскольку номинальные жесткости для них — не самостоятельное явление, а лишь отражение проблем обмена денег и товаров. Номинальные жесткости — это проявление несовершенств механизма обмена, а не постоянная характеристика поведения экономических агентов; их можно обойти, изменив механизмы обмена. «Новые» монетаристы предлагают модели, которые описывают несовершенства обмена и их возможные решения (Williamson, Wright, 2010c). В частности, введение в модель элементов теории поиска превращает номинальную жесткость из заданного допущения в эндогенный результат взаимодействия агентов.

Модели «нового» монетаризма прошли три этапа развития. Так называемые *модели первого поколения*, датируемые 1980-ми годами, опирались на набор упрощений, включая неделимость денег и товаров, а также случайные двухсторонние сделки между экономическими агентами. Это позволяло исследователям сосредоточиться на механизме обмена, не уделяя внимания условиям торговли. Вывод первых моделей состоял в том, что по сравнению с бартером институт денег обеспечивает определенные преимущества. Они позволяют достигать равновесия, более высокого уровня благосостояния, чем при бартерной экономике, и способствуют специализации экономических агентов. Главная заслуга первых моделей — описание торговли с использованием денег. Как иронично высказываются «новые» монетаристы, у них «экономические агенты торгуют друг с другом, а не только против бюджетного ограничения» (Kiyotaki et al., 2016. P. 2).

В середине 1990-х годов появились *модели второго поколения*, в которых товары выступают делимыми и несохраняемыми, а деньги остаются неделимыми. Их первыми разработчиками были А. Трехос из Института экономического анализа Барселоны и Райт из Федерального резервного банка Миннеаполиса (Trejos, Wright, 1995). Достижением этих моделей считается моделирование условий торговли, в которых цены стали эндогенными, а также торговли/переговоров при заключении сделки (*bargaining*).

Монетарные *модели третьего поколения* 2000-х годов рассматривают и товары, и деньги как несохраняемые и делимые. Кроме того, в моделях появляются активы, распределение которых может задаваться эндогенным образом. Классической моделью третьего поколения стала разработка Лагоса и Райта (Lagos, Wright, 2005). Их достижением считается создание механизма ценообразования не-вальрасовского типа, обоснованного на микроэкономическом уровне. Значимость денег определяется сосуществованием бартера и денежного обращения, а также разделением экономики на централизованный (без проблем обмена; например, институт семьи) и децентрализованный (проблемы с поиском и обменом) рынки. Введение в моделирование централизованных/децентрализованных рынков позволяет добавлять элементы, которые трудно описывать в моделях поиска, — капитал и рынок труда, налогово-бюджетную политику и т. д. Как полагают «новые» монетаристы, модели третьего поколения приближаются к реалистичному описанию экономической деятельности. Предложенный подход позволяет сформулировать альтернативный кейнсианскому механизм номинальных жесткостей, которые выступают не исходным допущением, а эндогенным результатом моделирования. Обзор моделей «новых» монетаристов можно найти в сборниках их работ по итогам конференций (Kocherlakota, Wright, 2008).

Влияние «нового» монетаризма на денежно-кредитную политику

Прикладные выводы «нового» монетаризма (пока) достаточно скупы. В основном они посвящены битвам, которые отгремели в прошлом. «Новый» монетаризм приходит к выводу, что, хотя деньги нейтральны (рост денежного предложения в долгосрочном периоде не оказывает воздействия на экономический рост и занятость, а ведет лишь к увеличению общего уровня цен), тем не менее деньги не обладают супернейтральностью. Следствием этого стала субоптимальность правила постоянного темпа роста денежного предложения, предложенного Фридменом (табл. 1). Отклонение центрального банка от следования правилу Фридмена увеличивает избыток денежных средств покупателей и интенсивность поиска контрагентов, что повышает благосостояние. Отклонение от правила также может положительно влиять на выпуск продукции. Причины, по которым в моделях «нового» монетаризма правило Фридмена оказывается субоптимальным, связаны с наличием экстерналий в процессе поис-

Свойства правила Фридмена в моделях «нового» монетаризма

Исследование	Механизм торговли	Максимизация благосостояния	Максимизация выпуска продукции	Особенности механизма поиска контрагента
Lagos, Wright (2005)	Торговые переговоры (bargaining)	+	+	—
Rocheteau, Wright (2005)	Торговые переговоры Покупатель не влияет на цену (price taking) Конкурентный поиск наилучшей цены (competitive search)	+	+	Свободный вход на рынок (для продавцов)
		—	+	
Lagos, Rocheteau (2005)	Торговые переговоры Соглашение на цену без переговоров (price posting)	+	+	Дорогостоящий поиск (для покупателей)
		+	—	
Hiraguchi, Kobayashi (2014)	Покупатель не влияет на цену	—	—	Дорогостоящий поиск (для покупателей)

Источник: Hiraguchi, Kobayashi, 2014. P. 58.

ка и с отсутствием конкурентного рынка для агентов, находящихся в интенсивном поиске².

Фридмен в «Программе денежной стабилизации» высказывался за введение 100-процентных, то есть полных, обязательных резервных требований для банков (full-reserve banking) (Friedman, 1960). Это означало бы, что банки обязаны весь объем привлеченных средств вкладчиков хранить на счетах в центральном банке (в альтернативных версиях полных резервов — в наличных деньгах или государственных ценных бумагах). В случае оттока средств клиентов они всегда смогут воспользоваться своими высоколиквидными активами и погасить панику вкладчиков. На практике это привело бы к появлению группы узкоспециализированных или ограниченных банков (narrow banking), которые, кроме платежных услуг за комиссионное вознаграждение, не смогли бы ничем заниматься, поскольку ни кредиты, ни операции на финансовых рынках не оказались бы для них доступными. В настоящее время ни в одной юрисдикции нет полного резервирования банковских обязательств. «Новые» монетаристы, принимая во внимание роль финансовых посредников в экономике и выполнение ими функции трансформации сбережений в инвестиции (краткосрочных ликвидных обязательств в долгосрочные неликвидные активы), не поддерживают идею 100-процентного резервирования. Они справедливо полагают, что это снижает эффективность финансового посредничества, приводит к неоптимальному

² Альтернативное объяснение, предложенное «новыми» монетаристами, опирается на структуру рынка. Расширение денежного предложения за счет покупок на открытом рынке государственных облигаций рано или поздно сталкивается с ограничением его емкости. Изъятие части облигаций с рынка приводит к реализации «эффекта неликвидности». Предложение ценных бумаг сокращается, реальная процентная ставка снижается, и банки вынуждены переключаться на рынок кредитов. Общее равновесие в условиях ловушки ликвидности может быть достигнуто, когда ДКП отходит от правила Фридмена (см.: Williamson, 2012).

распределению финансовых ресурсов и, как следствие, не максимизирует национальное благосостояние.

«Новый» монетаризм предлагает свою версию кривой Филлипса, описывающей связь между инфляцией и безработицей (New Monetarist Phillips curve). «Старый» монетаризм рассматривал кривую Филлипса с учетом адаптивных инфляционных ожиданий: в краткосрочном периоде между инфляцией и безработицей существует обратная связь, однако под влиянием адаптивных ожиданий дилемма между двумя переменными в долгосрочном периоде исчезает. В новой классической кривой Филлипса инфляционные ожидания рациональны. Как следствие, выбор между инфляцией и безработицей отсутствует или возможен только при определенных обстоятельствах. В новой кейнсианской кривой Филлипса инфляция зависит не только от инфляционных ожиданий, но и от отклонения предельных издержек от долгосрочного устойчивого уровня. Причины номинальных жесткостей в новой кейнсианской кривой Филлипса не объясняются, хотя они приводят к возникновению реальных эффектов.

«Новый» монетаризм решает старую задачу путем введения на микроэкономическом уровне переменной денег (Berentsen et al., 2011). Экономика представляется разделенной на рынки (труда и товаров), на которые ДКП оказывает разное влияние. Фирмы и домохозяйства находятся в поиске друг друга и осуществляют торг при заключении сделки. ЦБ может расширить денежное предложение и таким образом увеличить ликвидность фирм, которые, в свою очередь, могут оплатить дополнительные услуги домохозяйств и выходят на рынок труда в поиске сотрудников. Если расширение денежного предложения в долгосрочном периоде становится постоянным, то проявляется нейтральность денег, и избыточная ликвидность фирм сходит на нет. Поскольку цены будут следовать за денежным предложением, «новый» монетаризм приходит к выводу, что между инфляцией и безработицей в краткосрочном периоде существует обратная связь. Однако в долгосрочном периоде она по-прежнему может быть положительной. Таким образом, выводы те же, однако объяснение отличается от традиционных макроэкономических версий.

Говоря о вкладе «нового» монетаризма в экономическую науку в целом, отметим, что основные силы наследников Фридмена брошены на разработку теоретических моделей, учитывающих институт денег и поведение экономических агентов при заключении денежных сделок. Цель введения в моделирование новых элементов заключается в объяснении на микроэкономическом уровне несовершенств рынка и номинальных жесткостей, обоснование которых в новой кейнсианской теории в полной мере отсутствует. «Наши принципы и наши подходы к моделированию обладают отличным потенциалом объяснения аномалий ценообразования на активы, роли ликвидности при заключении сделок, залогового обеспечения и связи между деньгами и кредитом», — отмечают Уильямсон и Райт (Williamson, Wright, 2010a).

Некоторые российские экономисты проявляют интерес к этому новому направлению. Считается, что оно позволит глубже анализировать явления, ранее скрытые от исследователей, включая причинно-следст-

венные связи денежного обращения и функционирования финансового сектора (Кавицкая, 2013). Однако необходимо признать, что нетрадиционный анализ сосредоточен исключительно на теоретическом моделировании — «вещи в себе», слабо связанной с решением прикладных задач ДКП. Несмотря на то что в «помолодевшем» монетаризме тон задают академические исследователи ФРС США, центральные банки считают представителей новой школы экономической мысли, по большей части, сектой схоластиков, далеко ушедшей от Фридмена с его прикладными исследованиями. Возможно, что в процессе развития «новый» монетаризм обретет практическую значимость, однако в настоящее время его достижения не выходят за рамки моделирования.

Что сохранилось от монетаризма в денежно-кредитной политике в 2000—2010-е годы

В современной денежно-кредитной политике продолжают находить отражение, хотя и в неявном виде, идеи «старого» монетаризма. Речь идет о правилах денежно-кредитной политики, применении «количественного смягчения», монетарном анализе и классическом таргетировании денежного предложения. Традиция предлагать простые модели, описывающие поведение ЦБ, возникла в Чикагском университете в 1940—1950-е годы. Чикагская школа ратовала за определенные, стабильные и законодательно закрепленные «правила игры» для денежных властей (Tavlas, 2015). Ранние примеры правил предлагали Г. Саймонс и М. Фридмен. К числу наиболее известных правил, названных по именам их авторов, относятся правило Фишера (зависимость денежного предложения от отклонения инфляции от целевого ориентира), правило Маккаллума (зависимость денежного предложения от деловой активности, скорости денежного обращения и целевого ориентира инфляции) и, конечно, правило Фридмена.

Ранняя экономическая литература, посвященная правилам ДКП, основывалась на управлении денежными агрегатами или резервами банков. Краткосрочная процентная ставка оставалась на периферии внимания. Это объясняется тем, что, во-первых, количественная теория денег подчеркивала связь между денежным предложением и инфляцией. Во-вторых, пик популярности правил пришелся на период расцвета монетаризма в 1970—1980-е годы. В-третьих, считалось, что правила для процентной ставки могут вести к неопределенности уровня цен. В 1981 г. Фридмен писал: «Используя ставку по федеральным фондам как операционную цель, ФРС балансирует на лезвии ножа... Управляя денежной базой напрямую и позволяя рынку определять процентные ставки, можно обеспечить устойчивый и предсказуемый рост денежного предложения... Убеждение, что ФРС может управлять процентными ставками, является мифом» (Friedman, 1983).

Тем не менее, когда эпоха «прагматичного» монетаризма прошла, в условиях плавающего валютного курса и распространения режима инфляционного таргетирования наибольшую известность получило правило Тейлора (Taylor rule), названное по имени автора — профес-

сора Стэнфордского университета Дж. Тейлора. Правило описывает функцию зависимости номинальной краткосрочной процентной ставки ЦБ от изменения инфляции и деловой активности. На правиле Тейлора и его модификациях основаны решения по операционному таргетированию процентной ставки.

Несмотря на то что правила формулируют лишь рекомендации для комитета денежно-кредитной политики центрального банка и параметры правил следует регулярно пересчитывать, они выступают одним из наиболее популярных, простых и прикладных средств анализа. Таким образом, хотя правило Фридмена потеряло актуальность, сам подход предопределенных «правил игры» для денежных властей сохранился. Как выразился экономический историк Б. Делонг из Калифорнийского университета, идеи монетаризма выжили, но под другим именем. Они стали незаметны как воздух, которым дышат современные макроэкономисты (De Long, 2000).

Другое важное наследие старого монетаризма – частичный возврат в экономически развитых странах к денежным переменным в качестве операционных и промежуточных целей ДКП. Из-за угрозы дефляции и околонулевых процентных ставок центральные банки оказались заложниками «ловушки ликвидности» (liquidity trap), когда макроэкономическое равновесие через дальнейшее снижение процентной ставки ДКП невозможно или чревато рисками финансовой стабильности. Для выхода из «ловушки ликвидности» некоторые ЦБ прибегли к нетрадиционным инструментам, таким как таргетирование отдельных компонент баланса центрального банка и введение количественных ориентиров выкупа активов с рынка ценных бумаг (как правило, государственных и ипотечных облигаций, табл. 2). Широкомасштабные программы покупки финансовых активов получили название «количественное смягчение» (quantitative easing) и были реализованы Банком Англии (в 2009–2016 гг.), Банком Японии (в 2008–2017 гг.), ФРС США (в 2008–2014 гг.), Европейским центральным банком (ЕЦБ) (в 2008–2016 гг.) и шведским Риксбанком (в 2015 г.). Фактически произошел переход от процентной ставки в качестве операционной цели к цели по денежному предложению.

Т а б л и ц а 2

**Индикаторы количественного смягчения
денежно-кредитной политики на 2017 г.**

Индикатор	ФРС США	ЕЦБ	Банк Японии	Банк Англии	Риксбанк
Избыточные резервы банков, % госдолга	11,8	16,6	28,5	25,1	22,1
Гособлигации на балансе центрального банка, % госдолга	13,4	16,8	38,9	21,4	14,2
Гособлигации на балансе центрального банка, % его активов	55,1	38,8	84,5	70,0	29,9
Прочие облигации на балансе центрального банка, % его активов	39,8	8,1	3,9	1,9	–
Госдолг, % ВВП	98,9	89,3	201,3	90,0	41,7

Источник: BIS, 2017. P. 72.

Тем не менее представители центральных банков не любят связывать введение количественных ориентиров программ выкупа активов с монетаризмом. Вице-президент ЕЦБ В. Констанцио, выступая с лекцией в Высшей школе экономики и управления в Лиссабоне в 2017 г., подчеркнул, что «когда центральные банки в 1980-е годы отказались от монетаризма и приспособили процентные ставки в качестве основного инструмента политики... их денежная база стала формироваться под влиянием спроса банков на резервы при заданной краткосрочной процентной ставке... Эта традиционная концепция драматически изменилась после мирового финансового кризиса в 2008 г. ...из-за того, что ЕЦБ, как и многие другие центральные банки, начал использовать свой баланс в качестве дополнительного инструмента денежно-кредитной политики, во внимание стали приниматься другие трансмиссионные каналы в экономике *вне монетаризма* или эффектов процентной ставки» (курсив мой. — С. М.) (Constâncio, 2017).

Третье важное наследие — сохранение денег как экономической переменной в денежно-кредитном анализе (Klößkers, Willeke, 2001). Некоторые «гуру» экономики продолжают верить, что денежное предложение все еще может и должно играть не последнюю роль в анализе центральных банков. В 2016 г. лауреат Нобелевской премии по экономике Р. Лукас совместно с коллегами из Бернского университета и ФРС США на данных по 31 стране с 1851 г. продемонстрировали, что супердолгосрочный спрос на деньги остается устойчивым (Benati et al., 2016). Они изучали связь между номинальной краткосрочной ставкой и отношением агрегата М1 к номинальному ВВП (инвертированной скоростью денежного обращения). Авторы обнаружили значительные, продолжительные и устойчивые отклонения спроса на деньги от долгосрочного тренда. Хотя эти отклонения не были объяснены, в работе подчеркивается, что спрос возвращается к долгосрочной тенденции. Как полагают исследователи, полученные доказательства свидетельствуют о том, что в конечном счете инфляцию можно контролировать, управляя должным образом денежными агрегатами. На их взгляд, в условиях «ловушки ликвидности», когда центральные банки не могут продолжать эффективно применять процентные инструменты, управление денежными агрегатами должно вернуться на авансцену ДКП.

Несмотря на отсутствие устойчивой кратко- и среднесрочной связи между денежным предложением и инфляцией, динамика денежной массы продолжает оставаться в фокусе центральных банков. Так, два ведущих центральных банка — ФРС США и ЕЦБ — продолжают уделять внимание денежным агрегатам и денежному предложению, хотя и с разных точек зрения. Для ФРС денежные агрегаты представляют одну из множества экономических категорий, которые участвуют в макроэкономическом анализе. Для ЕЦБ денежный агрегат М3 наряду с инфляцией служит одной из опор денежно-кредитной политики (Kahn, Benolkin, 2007). Анализ его динамики и компонент можно встретить как в регулярных бюллетенях, так и в годовом отчете ЕЦБ.

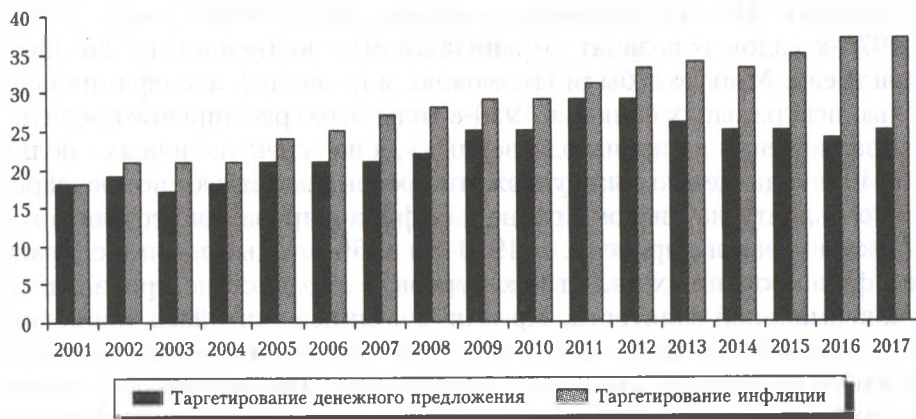
В настоящее время денежные агрегаты рассматриваются как суммарная информация о развитии детерминант спроса на деньги. Кроме того, динамика денежных агрегатов дает дополнительную информа-

цию о будущем изменении цен, которая расширяет анализ других макроэкономических переменных. ФРС США, ЕЦБ, Банк Японии, Швейцарский национальный Банк, Банк Италии и др., хотя и не считают денежные агрегаты операционной переменной, рассматривают их как информационный индикатор. Таким образом, денежные переменные продолжают присутствовать в анализе, даже не играя структурной или причинной роли в инфляционном процессе или трансмиссионном механизме ДКП. В то же время отсутствие целей денежного предложения или явной роли денег в моделях монетарного анализа не означает, что последние упущены из внимания (Woodford, 2007).

Многочисленная группа центральных банков развивающихся стран продолжает придерживаться традиционного таргетирования денежного предложения. По оценкам МВФ, на 2017 г. 24 юрисдикции декларируют приверженность классике монетаризма. Это достаточно устойчивая группа (см. рисунок), где выбор режима ДКП определяется макроэкономическими характеристиками. Все они имеют общие отличительные черты: малые развивающиеся экономики со слаборазвитым финансовым сектором, состоящим преимущественно из банков. Исключение составляет Китай — крупная открытая экономика. Однако у него «монетаризм с китайским лицом»: Народный банк Китая контролируется Государственным советом, финансовый сектор состоит из государственных банков, действуют планы по кредитному предложению, процентные ставки директивно устанавливаются, отсутствуют конвертируемость юаня и плавающий валютный курс (Dorn, 2017).

Банковский сектор в рассматриваемой группе стран служит основным каналом влияния денежно-кредитной политики. Кроме того, немало центральных банков воздействуют на валютный курс, то есть придерживаются смешанной стратегии ДКП, или не допускают полную конвертируемость национальной валюты. Только 29% стран выборки придерживаются плавающего валютного курса. Переход к таргетирова-

Число стран — сторонников таргетирования инфляции и денежного предложения, 2001—2017 гг.



Источник: составлено автором.

Рис.

нию денежного предложения, как правило, происходит под влиянием валютного кризиса. Если денежные власти не могут использовать плавающий валютный курс и таргетирование инфляции, они выбирают в качестве цели денежное предложение.

Конечной целью ДКП центральных банков, проводящих таргетирование денежного предложения, выступает, как правило, поддержание ценовой стабильности, или стабилизация стоимости денег. Процедура таргетирования проводится в несколько этапов. Учитывая плановый рост номинального ВВП, ЦБ устанавливает целевой ориентир прироста денежного агрегата М2. При допущении о стабильности денежного мультипликатора рассчитывается объем денежной базы (резервных денег), необходимый для обеспечения целевой динамики М2. На ежедневной основе денежная база корректируется за счет процентных инструментов ДКП. При необходимости значительно изменить величину денежной базы в действие вводятся обязательные резервные требования. Если ЦБ вмешивается на валютном рынке, то устанавливаются дополнительные целевые ориентиры по чистым международным резервам и внутреннему кредиту (табл. 3). По мере развития институциональной среды и финансовых рынков центральные банки переходят от таргетирования денежного предложения к таргетированию инфляции. Тем не менее среди малых экономик всегда будет группа стран, не имеющих развитого процентного канала денежно-кредитной политики, где финансовый сектор состоит из нескольких банков.

Исторические уроки монетаризма

Хотя в настоящее время большинство экономистов отвергают следование монетаризму, ряд его важных принципов присутствует в современном макроэкономическом анализе. В результате размывлась граница между монетаризмом и кейнсианством, которая представлялась четкой еще в конце 1990-х годов. Можно назвать несколько важнейших уроков монетаризма, которые продолжают оставаться актуальными. Их игнорирование означало бы забвение опыта 1960-х и 1970-х годов и возврат к «винтажному» кейнсианству до эпохи Фридмена. Многие забыли (возможно, и не знали), что официальной целью центральных банков в 1920-е годы было расширение кредитного предложения в «производственных», а не «спекулятивных» целях. В 1940-е годы целью было удержать процентные ставки по государственному долгу на низком уровне для финансирования дефицита госбюджета военного времени. В 1950-е и 1960-е годы, помимо сохранения фиксированных валютных курсов, — содействие производству и максимальной занятости. Кривая Филлипса считалась «ошибкой» теоретиков (Rotemberg, 2013). Все это обернулось галопирующей инфляцией в развитых странах в 1970-е годы. Таким образом, *первый важнейший урок монетаризма*: долгосрочная инфляция зависит от денежного предложения и ее стабилизация находится в руках эмитента денег.

Страны, придерживающиеся таргетирования денежного предложения, по состоянию на 2017 г.

Страна	Режим*	Операционная цель	Промежуточная цель
Азербайджан	С	Валютный курс и денежная база	–
Афганистан	Д	Резервные деньги	–
Бангладеш	Д	Резервные деньги	Агрегат М2, внутренний кредит
Белоруссия	Д	Денежная база	Агрегат М2
Бурунди	Д	Денежная база	Агрегат М2
Йемен	Д	Денежные агрегаты М1, квазиденьги (депозиты)	Агрегат М2
Кения	С	Чистые международные резервы и чистые внутренние активы	–
Китай	С	Денежная база, процентная ставка	Агрегаты М1 и М2, совокупный банковский кредит
Коста-Рика	С	Валютный курс, компоненты денежной базы	–
Мадагаскар	Д	Денежная база	Агрегат М3
Малави	С	Резервные деньги, чистые внутренние активы, чистые международные резервы	Агрегат М2
Мозамбик	Д	Денежная база	Кредит частному сектору, агрегат М2
Монголия	Д	Денежная база	агрегат М2
Мьянма	Д	Денежные агрегаты М1, квазиденьги (депозиты)	М2
Нигерия	Д	Денежная база	Агрегаты М1 и М2, совокупный банковский кредит, банковский кредит частному сектору
Руанда	Д	Денежная база	Агрегат М2
Сейшельские о-ва	Д	Резервные деньги	Агрегат М2
Сьерра-Леоне	Д	Резервные деньги	Агрегат М2
Танзания	Д	Резервные деньги	Агрегат М2
Тунис	С	Реальный эффективный валютный курс, денежная база	Агрегат М3
Уругвай	Д	Денежный агрегат М1+	–
Шри-Ланка	С	Процентная ставка	Прогноз инфляции и денежный агрегат М2
Эфиопия	Д	Резервные деньги	Агрегат М2
Ямайка	С	Чистые международные резервы и незаемные резервы банков	–

* Режим ДКП: смешанный (С) или таргетирование денежного предложения (Д).

Источник: составлено автором по отчетам центральных банков.

Обеспечение ценовой стабильности должно быть главной, хотя и не единственной целью ЦБ. Благодаря монетаризму возник современный институт центрального банка, ответственный за низкую и устойчивую инфляцию. Это не всегда было расхожей истиной. В 1950-е и 1960-е годы ранние кейнсианские модели рассматривали общий уровень цен как экзогенную переменную, независимую от ДКП. Даже в 1970-е годы, когда стало очевидно, что инфляция выросла, в том числе под влиянием мягкой денежно-кредитной политики, экономисты продолжали полагать, что цены находятся под влиянием монополий и профсоюзов. В интервью либеральному изданию The

American Prospect Фридмен за год до своей смерти отметил: «Я верю в то, что мы сделали... Мы все трудились над разработкой правил, моего правила и других, полагая, что сохранение стабильности цен будет трудной работой. Прошли 1980-е годы и центральные банки во всем мире таргетируют ценовую стабильность. Я вижу, что в основном все они добиваются успеха... Таким образом, это оказалось легче сделать, чем мы думали... Основная задача центральных банков состояла не в том, чтобы поддерживать полную занятость — это было неправильной целью. Она [занятость] была их главной целью с 1945 до 1980 г. Как только они [центральные банки] действительно поняли, что предотвращение инфляции, сохранение стабильности цен является их реальной целью, их целью первого порядка, [они] сделали ее превыше всего остального» (Kuttner, 2005). В чем монетаристы и ошибались, так это в средствах достижения цели: управление денежными агрегатами — не единственный способ, позволяющий центральному банку достигать низкой и устойчивой инфляции.

Второй урок — ключевая роль публичных обязательств ЦБ по достижению цели ДКП. Чикагская школа оказалась первой, кто подчеркнул важность (адаптивных) инфляционных ожиданий и правил денежно-кредитной политики. Управление инфляционными ожиданиями через публичные обязательства и подотчетность ЦБ обществу необходимы для успешного поддержания макроэкономической стабильности. Применение правил ДКП вне зависимости от их спецификации или обоснование любой пассивной экономической политики основываются на заключениях Фридмена о временных лагах. Правило Фридмена было простым, понятным и легко проверяемым. Однако это не единственная (и далеко не эффективная) форма публичных обязательств. Современные форматы установления публичных целевых ориентиров инфляции, которые можно найти в отчетах Банка Англии, шведского Риксбанка или Банка России, выступают более подходящим инструментом управления инфляционными ожиданиями.

Третий урок — сегодня ни у кого не вызывает сомнения, что денежно-кредитная, а не налогово-бюджетная политика служит главным средством краткосрочной макроэкономической стабилизации. Однако и здесь экономистам нужно оставаться осторожными. У политиков всегда найдется стимул воспользоваться быстрым, легким и удобным способом обеспечить занятость и экономический рост. Однако временные средства не могут подменять долгосрочную политику правительства.

В заключение уместно привести слова Констанцио на конференции в Чикагском университете: «Некоторые экономисты утверждают, что денежно-кредитная политика почти всесильна, даже если она потребует применения очень отрицательных процентных ставок, — или потому что они выступают „против“ налогово-бюджетной политики, или потому что они искренне верят в некоторую форму нового монетаризма. Главам центральных банков следует избегать такой переоценки и признавать, что для содействия инвестициям и совокупному предложению необходим вклад налогово-бюджетной, регуляторной и конкурентной политики» (Constâncio, 2016).

Список литературы / References

- Кавицкая И. Л. (2013). Институциональный подход к макроэкономическому анализу // Журнал институциональных исследований. № 4. С. 78–88. [Kavitskaya I. L. (2013). Institutional approach to macroeconomic analysis. *Journal of Institutional Studies*, No. 4, pp. 78–88. (In Russian).]
- Моисеев С. (2002). Взлет и падение монетаризма // Вопросы экономики. № 9. С. 92–106. [Moiseev S. (2002). The rise and fall of monetarism. *Voprosy Ekonomiki*, No. 9, pp. 92–106. (In Russian).]
- Benati L., Lucas R., Nicolini J.-P., Weber W. (2016). International evidence on long run money demand. *NBER Working Paper*, No. 22475.
- Berentsen A., Menzio G., Wright R. (2011). Inflation and unemployment in the long run. *American Economic Review*, Vol. 101, No. 1, pp. 371–398.
- Beyer A., Gaspar V., Gerberding C., Issing O. (2009). Opting out of the great inflation: German monetary policy after the breakdown of Bretton Woods. *Deutsche Bundesbank Discussion Paper, Series 1: Economic Studies*, No. 12.
- BIS (2017). *87th Annual report*, 25 June.
- Brunner K. (1983). Has monetarism failed? *Cato Journal*, Vol. 3, No. 1, pp. 23–62.
- Bryant J., Wallace N. (1979). The inefficiency of interest-bearing national debt. *Journal of Political Economy*, Vol. 87, No. 2, pp. 365–381.
- Bryant J., Wallace N. (1984). A price discrimination analysis of monetary policy. *Review of Economic Studies*, Vol. 51, No. 2, pp. 279–288.
- Carney M. (2016). *The spectre of monetarism*. The speech at Liverpool John Moores University, 5 December.
- Constâncio V. (2016). *Challenges for future monetary policy frameworks: A European perspective*. The speech at the 19th Annual International Banking Conference “Achieving financial stability: Challenges to prudential regulation”. Chicago. 4 November.
- Constâncio V. (2017). *The future of monetary policy frameworks*. The lecture at the Instituto Superior de Economia e Gestao, Lisbon, 25 May.
- De Long B. (2000). The triumph of monetarism? *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 14, No. 1, pp. 83–94.
- Deutsche Bundesbank (1996). *Annual report*.
- Dorn J. (2017). Monetarism with Chinese characteristics. *CATO Working Paper*, No. 42.
- Friedman M. (1960). *A program for monetary stability*. New York: Fordham University Press.
- Friedman M. (1983). A memorandum to the Fed. In: W. Allen (ed.). *Bright promises dismal performance: An economist's protest*. New York: Harcourt Brace Jovanovich, pp. 244–247.
- Hiraguchi R., Kobayashi K. (2014). On the optimality of the Friedman rule in a new monetarist model. *Economics Letters*, Vol. 125, No. 1, pp. 57–60.
- Kahn G., Benolkin S. (2007). The role of money in monetary policy: Why do the Fed and ECB see it so differently? *Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Review*, No. 3, pp. 5–36.
- Kareken J., Wallace N. (1980). *Models of monetary economies*. Minneapolis: Federal Reserve Bank of Minneapolis.
- Kiyotaki N., Lagos R., Wright R. (2016). Introduction to the symposium issue on money and liquidity. *Journal of Economic Theory*, Vol. 164, pp. 1–9.
- Klein N. (2007). *The shock doctrine: The rise of disaster capitalism*. Toronto: Knopf Canada.
- Klößers H.-J., Willeke C. (2001). *Monetary analysis: Tools and applications*. European Central Bank.
- Kocherlakota N., Wright R. (2008). Introduction to monetary and macro economics. *Journal of Economic Theory*, Vol. 142, No. 1, pp. 1–4.
- Kuttner R. (2005). Agreeing to disagree: Robert Kuttner speaks with Milton Friedman. *The American Prospect*, December 19.

- Lagos R., Rocheteau G. (2005). Inflation, output, and welfare. *International Economic Review*, Vol. 46, No. 2, pp. 495–522.
- Lagos R., Wright R. (2005). A unified framework for monetary theory and policy analysis. *Journal of Political Economy*, Vol. 113, No. 3, pp. 463–484.
- London S. (2003). Lunch with the FT: Milton Friedman. *Financial Times*, June 7.
- Nosal E., Rocheteau G. (2011). *Money, payments, and liquidity*. Massachusetts: MIT Press.
- Rocheteau G., Wright R. (2005). Money in search equilibrium, in competitive equilibrium, and in competitive search equilibrium. *Econometrica*, Vol. 73, No. 1, pp. 175–202.
- Rotemberg J. (2013). Shifts in US Federal Reserve goals and tactics for monetary policy: A role for penitence? *The Journal of Economic Perspectives*, Vol. 27, No. 4, pp. 65–86.
- Sargent T., Wallace N. (1984). Some unpleasant monetarist arithmetic. In: B. Griffiths, G. Wood (eds.). *Monetarism in the United Kingdom*. London: Macmillan.
- Tavlas G. (2015). In old Chicago: Simons, Friedman, and the development of monetary-policy rules. *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 47, No. 1, pp. 99–121.
- Trejos A., Wright R. (1995). Search, bargaining, money and prices. *Journal of Political Economy*, Vol. 103, No. 1, pp. 118–140.
- Wallace N. (1981). A Modigliani–Miller theorem for open market operations. *American Economic Review*, Vol. 71, No. 3, pp. 267–274.
- Williamson S. (2012). Liquidity, monetary policy, and the financial crisis: A new monetarist approach. *The American Economic Review*, Vol. 102, No. 6, pp. 2570–2605.
- Williamson S., Wright R. (2010a). New monetarist economics: Models. In: *Handbook of monetary economics*, Vol. 3, pp. 25–96.
- Williamson S., Wright R. (2010b). New monetarist economics: Methods. *Federal Reserve Bank of Minneapolis Staff Report*, No. 442.
- Williamson S., Wright R. (2010c). New monetarist economics: Models. *Federal Reserve Bank of Minneapolis Staff Report*, No. 443.
- Woodford M. (2007). How important is money in the conduct of monetary policy? *CEPR Discussion Paper*, No. 6211.
-

Monetarism’s “renaissance”: How the well-known theory lived in 2000–2018

Sergey R. Moiseev

Author affiliation: The Bank of Russia (Moscow, Russia). Email: msr@mail.cbr.ru

The classical monetarism passed away. However it was substituted by a new school that rose in 2005–2010 under the name of “new” monetarism. The new direction is rather young and its area of influence is limited to modeling. Several ideas of “old” monetarism are used in the practice of monetary policy: for example, monetary policy rules, monetary targeting in developing economies and using of money as an economic variable in the monetary analysis. Some important principles of monetarism have remained in the modern macroeconomic analysis. In particular, price stability is the ultimate, but not unique goal of any central bank. The public commitment of the central bank is the key for confidence to monetary policy. Monetary policy (but not fiscal policy) is considered as the main tool of short-term macroeconomic stabilization.

Keywords: monetarism, new monetarism, monetary policy, central bank, models.

JEL: E31, E52, E58.