

Отзыв
на диссертацию Антона Моисеева
«МАКРОФИНАНСОВАЯ ПОЛИТИКА ЭКОНОМИЧЕСКОГО РОСТА»,
Москва, 2017, представленную на соискание степени доктора экономических наук.

Диссертация Антона Моисеева является важным вкладом в наше понимание отношений между деньгами и реальной экономикой. Контрастируя с классической «дихотомией», его диссертация хорошо иллюстрирует взаимосвязи, которые складываются между денежно-кредитной политикой и ростом. Это диссертация XXI века, основанная на обширном экономическом эмпирическом материале о влиянии денежно-кредитной политики на экономический рост, особенно после глобального финансового кризиса 2007-2009 годов. Но эта диссертация также основана на обширной и, к сожалению, негативной российской истории построения денежно-кредитной политики и роста. Такая комбинация придаёт этой диссертации особый интерес. Очень хотелось бы, чтобы она была переведена на английский язык, поскольку выводы автора чрезвычайно ценны для научного и политического сообщества во всем мире.

Антон Моисеев начинает с исследования вопроса о том, как денежная масса влияет на экономику. Используя результаты некоторых масштабных исследований, множественные международные сопоставления, он указывает на значимость разрыва между внутренними ценами и «мировыми» ценами, которые являются для экономики экзогенными через обменный курс. В какой-то мере это способ заново выявить значимость разрыва между относительными и «абсолютными» ценами. Точнее, это означает, что цены в каждой стране определяются не только глобальным уровнем спроса и предложения, но также фильтром социально-экономических институтов, рожденных из конкретной экономической истории каждой страны. Этот результат придаёт обменному курсу очень важный аспект. Обменный курс не просто технически измеряет соотношение между конкретным экономическим контекстом стран - контекстом, дающим каждой стране ее конкретную матрицу цен - но также соотношение политической власти (и её проявлений) в разных странах.

Здесь необходимо подчеркнуть актуальность этого вопроса для европейских стран, которые сейчас занимаются сомнительными авантюрами с единой валютой (евро). Но Моисеев не ограничивается вопросами управления обменным курсом. Одним из важных уроков является также то, что получен механизм обратной связи между экономической политикой и внутренней ценовой матрицей. В некотором смысле это можно рассматривать как хорошее оправдание занижения номинального обменного курса для любой страны, столкнувшейся с серьезной проблемой роста. Весьма интересно, а также вполне символично, что Антон Моисеев приходит к такому результату более-менее в одно время с экспертами МВФ. Они также в «Отчете по внешнему сектору»¹ пишут, что разрыв между реальным обменным курсом и номинальным обменным курсом, который является еще одним способом сопоставления страновой матрицы цен с динамикой мировых цен, оказывает прямое влияние на конкурентоспособность экономики.

Это поднимает вопрос об уровне инфляции и о его динамике. Моисеев справедливо указывает на важность гибкости цен для понимания вариации природы различных инфляционных процессов. Это начало того, что можно было бы назвать «теорией реальной инфляции», противопоставленной традиционной «теории монетарной инфляции». Но рассуждения Моисеева

¹ <http://www.imf.org/en/Publications/Policy-Papers/Issues/2017/07/27/2017-external-sector-report> u <http://www.imf.org/en/Publications/Policy-Papers/Issues/2016/12/31/2016-External-Sector-Report-PP5057>

на самом деле гораздо сложнее, чем просто противопоставление «реальных» факторов инфляции и «монетарных». Здесь мы можем найти влияние довольно старой «теории французского регулирования», а конкретнее, работ Мишеля Аглиетты. Видно также прямое влияние так называемой посткейнсианской школы и школы Мински, которые весьма популярны в публикациях Экономического института Леви. В данной диссертации заметен сильный привкус идей Мински, особенно в изучении обратных связей между инвестициями и инфляцией, инфляцией и производительностью, а также между инвестициями и денежно-кредитной политикой. Это дает ключ к некоторым выводам Моисеева. Но эти результаты хорошо обоснованы богатым эмпирическим материалом.

Конечным результатом всех этих исследований является установление связи между потенциальным ростом ВВП, разрывом ВВП и денежно-кредитной политикой.

Еще один важный вывод работы - влияние кредитной политики, как составляющей денежно-кредитной политики, на экономическую активность. Здесь Антон Моисеев начинает с классической теории Гёрли и Шоу², но экстраполирует в нынешние российские условия, конкретно, в условия экономики, очень открытой потокам капитала. Важно помнить, что Гёрли и Шоу писали в конце пятидесятых - начале шестидесятых годов XX века. Тогда потоки капитала были весьма ограничены, и мир (точнее, западный мир) жил в бреттон-вудской системе с фиксированными валютными курсами. С развалом бреттон-вудской системы и переходом к плавающим валютным курсам развился совсем другой контекст для потоков капитала, все более либерализованный. Влияние такой либерализации на экономическую активность весьма сомнительно, как показывают различные исследования³. Это привело к тому, что даже МВФ задаётся вопросом, почему контроль за капиталом больше не используется⁴. В частности, различными авторами было проанализировано пресловутое влияние потоков «горячих денег». Моисеев хорошо осведомлен об этих исследованиях и опирается на них, когда описывает способы снижения влияния международных спекуляций на национальные экономики, в частности, в развивающихся странах.

Тем не менее, это мир, в котором мы живем. И это придает огромное значение различным институтам, управляющим международными финансами, как показал кризис 2007-2009 годов⁵. Затем Моисеев исследует «трилемму» денежно-кредитной политики⁶ и демонстрирует различные способы решения этой «трилеммы».

Моисеев довольно убедительно описывает, как снижение внешнего влияния на финансовый рынок каждой страны могло бы улучшить ситуацию, не только придав мощный импульс национальным институтам управления финансами, но также дав возможность развития институтов, адаптированных к структурным условиям каждой страны. Это, безусловно, важный

² Gurley John G. and Shaw Edward S. *Money in a Theory of Finance*, Washington DC., The Brookings Institution, 1960.

³ Rodrik D. and Subramanian A., "Why did financial globalization disappoint ? » in *IMF Staff Papers* Vol. 56, No. 1, pp. 112-138. Gallagher K.P., S. Griffith-Jones, J.A. Ocampo, *Regulating Global Capital Flows for Long-Run Development*, Boston, Boston University Press, 2012.

⁴ Ostry D.J., A. R. Ghosh, K. Habermeier, M. Chamon, M. S. Qureshi, and D. B.S. Reinhardt, *Capital Inflows: The Role of Controls*, IMF Staff Position Note, SPN/10/04, February 19, 2010.

⁵ Helleiner E., *The Status Quo Crisis: Global Financial Governance After the 2008 Meltdown*, London-New York, Oxford University Press, 2014.

⁶ Obstfeld, M., Shambaugh, J. C., Taylor, A. M. *The Trilemma in History: Tradeoffs among Exchange Rates, Monetary Policies, and Capital Mobility*, NBER Working Paper No. 10396, 2004.

вывод, который может оказать сильное влияние на ряд стран, столкнувшихся с огромными проблемами развития.

Возвращаясь к ситуации в России, он развивает очень интересную теорию о том, как кредитная экспансия может фактически снизить уровень инфляции в текущем макроструктурном контексте России. Эта теория основана на наблюдениях, которые он вёл со своими коллегами, за реакцией российской экономики на нефтяной шок 2014 и 2015 годов. Он убедительно показывает, как эта кредитная экспансия, если она направлена на инвестиции и различные проекты модернизации и инфраструктуры, в значительной степени улучшит производительность труда, что приведет к снижению влияния одного из основных факторов инфляции в России. Таким образом, этот структурный способ снижения пресловутой инфляции в России благоприятно повлияет на разрыв между внутренней ценовой матрицей и мировыми ценами, и при сохранении уровня номинального валютного курса будет эквивалентен существенному обесцениванию валюты со всеми ее важными последствиями для экономического роста. Это, в сочетании с возвратом к некоторой защите внутреннего рынка, значительно помогло бы российской промышленности нарастить свои мощности и стать конкурентоспособной на мировом уровне.

Все это демонстрирует исключительную важность и актуальность докторской диссертации Антона Моисеева, которую можно назвать выдающимся исследованием, обязанным своим появлением не только ему, но и его научному руководителю, покойному В.С. Панфилову.

Жак Сапир

д.э.н., профессор,

иностраннный член Российской академии наук

EHESS-Paris (Высшая школа социальных наук, Париж)



Подпись Жака Сапира заверена:

16/10/2017

Recension

on Anton Moiseev's thesis, *MACROFINANCE POLICY OF ECONOMIC GROWTH*, Moscow, 2017, submitted for doctoral degree.

Anton Moiseev's doctoral thesis is an important contribution to our understanding of the relations between money and the actual economy. Turning his back to the well-known "dichotomy" assumption his dissertation is a good example of the relations we have between monetary policy and growth. It is too a dissertation of the XXIth century, that is grounded on the vast economic experience we have of the impact of monetary policies on macroeconomic growth, and particularly since the 2007-2009 global financial crisis. But, this dissertation is also building on the vast, and unfortunately unhappy, Russian experience with monetary policies and growth. Such a combination gives this thesis a special and highly interesting flavour. One just have to expect it will soon be translated in English, as its findings are extremely valuable for the scientific and political community all over the world.

Anton Moiseev begins by an inquiry into the way money is making its weight felt on the economy. Using results of some large-scale studies, multiplying international comparisons he points out the relevance of the gap between internal prices and "world" prices as given through the change rate. To some extent this is a way of rediscovering the relevance of the gap between relative and "absolute" prices. More precisely this amount to say that prices in every country are not decided only by the global level of supply and demand but also by the filter of social and economic institutions, themselves born from the specific economic history of each country. This result gives to the change rate a very important dimension. The change rate doesn't only measures a technical equivalence between country-specific economic context, a context giving to each country its specific prices-matrix, but also the political power (and political representations) of different countries.

The relevance of such an issue for European countries now engaged in the dubious adventures of the common currency (the Euro) is here to be emphasized. But, it would be misreading Moissev's findings to limit them to this point. One important lesson is also that we have a feedback mechanism between political and economic representations and the internal prices-matrix. In a sense this can be seen as a good justification for any country facing a strong problem of growth to have a quite undervalued nominal change rate. It is quite interesting, and also quite symbolic, that Anton Moiseev is arriving to such a result more or less in the same time than IMF experts. They too, mostly in the *External Sector Report*¹ are finding that the gap between the Real Exchange Rate and the nominal exchange rate, which is another way to compare the country-specific prices matrix to the global prices dynamics have a direct influence on each economy competitiveness.

This raises the issue of the inflation rate, but also of inflation dynamics. Moiseev rightly points out the relevance of the price flexibility to understand the different nature of various inflation processes. This is the beginning of what could be called a "real inflation

¹ <http://www.imf.org/en/Publications/Policy-Papers/Issues/2017/07/27/2017-external-sector-report> et <http://www.imf.org/en/Publications/Policy-Papers/Issues/2016/12/31/2016-External-Sector-Report-PP5057>

theory” opposed to the traditional “monetary inflation theory”. But Moiseev reasoning is actually far more complex than just opposing “real” causes of inflation to “monetary” ones. Here we can find the influence of the now quite old “French regulation theory” and more precisely of Michel Aglietta’s works. There is also a direct influence of the so-called Post-Keynesian school and Minskyan school, both of them quite influent in the Levy’s Institute publications. To a large extent one can find a strong Minskyan flavour in this thesis, and particularly in the study of feedbacks between investment and inflation, inflation and productivity, but also between investment and monetary policies. This is giving an important clue on some of Moiseev’s findings. But these findings are all well substantiated by a wealth of empirical studies.

The end result of all these studies is to establish a transitional link between the potential GDP growth, the GDP gap, and monetary policies.

Another important finding of this thesis is the impact of credit policy, as a specific part of monetary policy, on economic activity. Here, Anton Moiseev begins with the classical Gurley and Shaw theory², but he extrapolates in the present Russia conditions, and specifically in conditions of a very open capital flows situation. It is important to remember that Gurley and Shaw wrote in the late fifties and the early sixties of the XXth century. By then capital flows were quite restricted and the world (or more precisely the Western world) lived in the Bretton-Woods system with fixed change rates. With the collapse of the Bretton-Woods system and the flexible change rate generalization developed too a quite different context for capital flows, which went to be more and more liberalized. The impact of such liberalization on economic activity is quite dubious as shown by different studies³. This led even the IMF to ask why capital controls are no more used⁴. Particularly the notorious influence of “hot money” flows have been analysed by various authors. Moiseev is well aware of these studies and he builds on them when he describes ways to reduce the influence of international speculation on national economies, and more particularly on developing economies.

Nevertheless this is the world where we live. And this gives an enormous relevance to different institutions concerned with the governance of international finance as the 2007-2009 crisis has shown⁵. Moiseev then elaborates on what has been called the “trilemma” of monetary policy⁶ and is showing different ways to solve this “trilemma”.

Moiseev describes quite convincingly how the reduction of international influence for each country financial market could improve the situation giving both a strong impetus to national finance governance institutions, but also strengthening the possibility to develop country-specific institution more adapted to each country structural conditions.

² Gurley John G. and Shaw Edward S. *Money in a Theory of Finance*, Washington DC., The Brooking Institution, 1960.

³ Rodrik D. and Subramanyan A., “Why did financial globalization disapoint ? » in *IMF Staff Papers* Vol. 56, No. 1, pp. 112-138. Gallagher K.P., S. Griffith-Jones, J.A. Ocampo, *Regulating Global Capital Flows for Long-Run Development*, Boston, Boston University Press, 2012.

⁴ Ostry D.J., A. R. Ghosh, K. Habermeier, M. Chamon, M. S. Qureshi, and D. B.S. Reinhardt, *Capital Inflows: The Role of Controls*, IMF Staff Position Note, SPN/10/04, February 19, 2010.

⁵ Helleiner E., *The Status Quo Crisis: Global Financial Governance After the 2008 Meltdown*, London-New York, Oxford University Press, 2014.

⁶ Obstfeld, M., Shambaugh, J. C., Taylor, A. M. *The Trilemma in History: Tradeoffs among Exchange Rates, Monetary Policies, and Capital Mobility*, NBER Working Paper No. 10396, 2004.

This is certainly major a finding, one that could have a strong influence for a number of countries facing huge development problems.

Turning back to the Russian situation, he develops a very interesting theory of how credit expansion could actually reduce the inflation rate in the given economic structural context of Russia. This theory is grounded on observation he made with his colleagues on the reaction of the Russian economy to the oil induced shock of 2014 and 2015. He shows, again very convincingly, how this credit expansion, if channelled to investment and different projects for modernization and infrastructure, would improve to a considerable extent labour productivity hence causing one of the main inflationist factors in Russia to recede. This structural way of reducing the notorious Russian inflation would then bring benefits to the gap between the internal prices-matrix and global prices and, for a given level of the nominal change rate would be the equivalent to a strong depreciation of the currency with all its important effects for economic growth. This, combined to a return to some international protection, would considerably help Russian industry to build up its capacity and to become world wide competitive.

All this is showing the utmost importance and relevance of Anton Moiseev's dissertation, one we can say an outstanding piece of research which honour him but also his supervisor, the late V.S. Panfilov.

Jacques Sapir
Professor, EHESS-Paris
CEMI-EHESS Director
Foreign Member of the Russian Academy of Sciences

Signature of Prof. Jacques Sapir is certified and stamped by



16/10/2017