

НЕЙТРАЛЬНОСТЬ ДЕНЕГ: ОТ КЛАССИКОВ ДО СОВРЕМЕННЫХ ВЗГЛЯДОВ*

Герелишина Алина Константиновна

старший преподаватель,

МГУ имени М.В. Ломоносова, Московская школа экономики

(г. Москва, Россия)

Аннотация

Статья посвящена системному анализу проблемы денежной нейтральности. В работе рассматриваются основные теоретические подходы к интерпретации нейтральности денег — от классической и неоклассической традиции до кейнсианских, монетаристских, некейнсианских и посткейнсианских концепций. Особое внимание уделяется условиям, при которых стандартная гипотеза о нейтральности может нарушаться.

Основной результат работы состоит в систематизации существующих подходов к анализу денежной нейтральности и в выявлении ключевых каналов ненеutralности денег. В работе показано, что отклонения от нейтральности могут возникать через ряд механизмов: негибкость цен и заработных плат, несовершенную информированность и формирование ожиданий, финансовые фрикции и кредитные ограничения, структурные изменения в экономике, а также институциональные особенности денежно-кредитной политики. Отдельно обсуждается роль инвестиционного канала ненеutralности, канала рынка труда и канала издержек инфляции.

Предложенная в статье система каналов ненеutralности позволяет объединить разрозненные результаты теоретических и эмпирических исследований в единую логическую схему и уточнить границы применимости гипотезы долгосрочной нейтральности денег.

Ключевые слова: денежно-кредитная политика, экономический рост, нейтральность денег.

ЖЕЛ коды: В22, Е12, Е52.

Для цитирования: Герелишина А.К. Нейтральность денег: от классиков до современных взглядов // Научные исследования экономического факультета. Электронный журнал. 2026. Том 18. Выпуск 2. С. 20-42. DOI: 10.38050/2078-3809-2026-18-2-20-42.

Введение

В условиях структурной трансформации национальной экономики и необходимости

* Автор выражает благодарность д.э.н. Ф. С. Картаеву за ценные комментарии и рекомендации, оказавшие значительное влияние на подготовку данного исследования.

Герелишина А.К., e-mail: alinagerelishina@gmail.com

поиска дополнительных источников роста все больше активизируется дискуссия о том, можно ли за счет денежно-кредитной политики (далее – ДКП) повлиять на экономический рост, что в академическом контексте сводится к вопросу о состоятельности гипотезы нейтральности денег.

Долгосрочная нейтральность денег – один из самых общих результатов макроэкономической теории, согласно которому устойчивые изменения в денежной массе не оказывают влияния на реальные экономические переменные, такие как реальный ВВП, производительность или уровень занятости в долгосрочной перспективе (Walsh, 2017; Mankiw, 2019).

Большинство экономистов принимает долгосрочную нейтральность денег за аксиому. Тем не менее, существуют и обратные взгляды и теории, допускающие ненейтральность даже в долгосрочном периоде, что в случае их эмпирического подтверждения могло бы в корне поменять представления о ДКП, в том числе в нашей стране. В то время как Банк России в своих официальных документах, исследованиях и выступлениях (Могилат, 2017; Глазова, Неваленный, Синяков, 2025; Основные направления..., 2025) опирается на корректность гипотезы нейтральности, согласующуюся с мейнстримной макроэкономической теорией, в российской академической среде сохраняется устойчивый интерес к гетеродоксальным направлениям экономической мысли (Болдырев, 2015; Мальцев, 2018), кредитная эмиссия рассматривается как инструмент «авансирования экономического роста» (Глазьев, 2018), формируется «новая теория денег», в центре которой находится принцип «целевой кредитной эмиссии» (Скобликов, 2017), развивается концепция «инвестиционных денег» и «финансового форсажа» (Аганбегян, 2016), а также формируется модель переключающегося режима производства (Маевский и др., 2024).

Учитывая актуальность данной тематики, настоящая статья ставит целью проследить эволюцию взглядов на денежную нейтральность, сформировавших мейнстрим, систематизировать альтернативные подходы с точки зрения их отношения к денежной нейтральности, возможных обоснований и каналов влияния денег на реальные показатели, а также представить предложения по вектору дальнейших изысканий как в теоретической, так и в эмпирической плоскости заявленной проблематики.

Статья имеет следующую структуру. В первом разделе рассматриваются формирование и развитие представлений о нейтральности денег различных экономических школ, заложивших основы современного мейнстрима. Во втором разделе представлены альтернативные теоретические подходы, по-разному трактующие гипотезу денежной нейтральности. В третьем разделе обобщается современное состояние научной дискуссии по поводу нейтральности денег.

1. Формирование мейнстрима

Еще в XVI в. французский мыслитель Ж. Боден связал бурный рост цен с притоком драгоценных металлов из Америки (Bodin, 1996), тем самым впервые сформулировав идею зависимости уровня цен от объема денежного предложения – прообраз количественной теории денег. Шотландский философ Давид Юм (Hume, 1752) образно определил деньги как «смазку для колес торговли», дав тем самым первое теоретическое объяснение их пассивной роли в экономических процессах. Идея пассивной роли денег получила развитие у представителей классической школы – Ж.-Б. Сея, Д. Рикардо и Дж.С. Милля. Д. Рикардо в (Ricardo, 1817) отмечал, что деньги – инструмент обмена, не создающий реального богатства, что отражает

принцип классической дихотомии. Дж.С. Милль (Mill, 1848) сравнивал деньги с «вуалью», не влияющей на реальные экономические процессы, тем самым закрепив метафору, ставшую символом концепции нейтральности денег.

В XVIII в. внимание экономистов смещается от статической трактовки денег к анализу их динамического влияния на экономику. Р. Кантильон (Cantillon, 1755) одним из первых показал, что новые деньги воздействуют на экономику неравномерно: те, кто получает их первыми, выигрывают, в то время как поздние получатели сталкиваются с ростом цен. По его мнению, рост денежной массы не повышает цены одновременно и равномерно, а изменяет относительные цены, перераспределяет ресурсы и влияет на структуру производства, что делает деньги активным фактором экономической динамики. Впоследствии данный механизм был назван «эффектом Кантильона». После того как первичный денежный импульс иссякнет проявляется долгосрочный эффект от увеличения денежной массы – рост уровня цен. Эти идеи нашли продолжение в трудах Г. Торнтон и чуть позднее К. Викселля. Г. Торнтоном (Thornton, 1802) был описан косвенный механизм (через процентные ставки) влияния денег на уровень цен, демонстрировавший, что дополнительная денежная эмиссия снижает ставки и расширяет кредитные возможности. Краткосрочный эффект от подобного расширения может отразиться положительно на реальных показателях, тогда как долгосрочный эффект будет наблюдаться только в номинальном росте цен. Таким образом, уже в работах Р. Кантильона и Г. Торнтон начинает вырисовываться ключевой для последующей экономической мысли вывод: влияние денег на реальную экономику носит неоднородный и растянутый во времени характер. Идеи Р. Кантильона также оказали влияние на австрийскую школу, которая развила его наблюдение о неравномерном распространении новых денег в системную концепцию ненейтральности и структурных искажений.

В 1898 г. К. Виксель развил предложенный Г. Торнтоном подход, разграничив «естественную» и рыночную ставки процента: их расхождение запускает кумулятивный процесс, при котором расширение кредита (при превышении естественной ставки над рыночной) стимулирует инвестиции, занятость и цены, пока равновесие не будет восстановлено на новом уровне (Wicksell, 1898). Когда рыночный процент сравняется с «естественным», кумулятивный процесс завершится, и экономика перейдет в равновесие с более высокими ценами. Теоретическое наследие К. Викселля стало основой для формирования Стокгольмской школы, которая приобрела известность в 1920–1930-х гг. Стокгольмская школа рассматривала деньги как активный фактор, способный оказывать устойчивое воздействие на реальный сектор. В своих работах о денежной экономике представители Стокгольмской школы акцентировали внимание на динамике, ожиданиях, неопределенности и продолжительности неравновесных состояний (Myrdal, 1939). Эти идеи оказали значительное влияние на становление кейнсианства. В долгосрочном периоде представители Стокгольмской школы склонялись к классической позиции о нейтральности денег: устойчивое изменение денежной массы приводит в основном к изменению уровня цен, но не оказывает долговременного влияния на реальный выпуск и занятость (Wicksell, 1898; Myrdal, 1939).

В 1911 г. американский экономист Ирвинг Фишер математически формализовал количественную теорию денег (Fisher, 1920), «обрядив старую количественную теорию денег в новые одежды» (Блауг, 2008, с. 318). Уравнение обмена количественной теории денег (1) до сих пор является лучшим объяснением долгосрочной связи между уровнем цен и количеством денег (Mankiw, 2019). Согласно данному уравнению изменения в денежной массе отражаются

только на уровне цен и не влияют на реальный выпуск (при предпосылке о постоянстве скорости обращения денег и гибкости цен). Отметим, что И. Фишер не предполагал мгновенного согласования частей уравнения:

$$MV = PY, \quad (1)$$

где P – уровень цен, Y – реальный доход (выпуск), M – денежная масса, V – скорость обращения денег.

Интерес к количественной теории денег в 1900–1925 гг. во многом объяснялся отходом от классических принципов «laissez-faire» и верой в возможности применения научного подхода для решения экономических проблем. Особое значение стала приобретать проблема циклических колебаний. Некоторые экономисты полагали, что циклические колебания, независимо от причин, могут быть сглажены с помощью регулирования денежной массы. Этому убеждению способствовало усиление роли банков в контроле над денежным обращением к началу столетия, что создало предпосылки для реализации антициклической ДКП (Автономов и др., 2000). Однако количественная теория, будучи прежде всего теорией уровня цен, не могла напрямую объяснять циклические колебания выпуска. Для этого требовалось выстроить логическую связь, показывающую, как изменения цен воздействуют на распределение доходов и богатства, а через него на динамику реального выпуска (Автономов и др., 2000).

Вклад Дж.М. Кейнса в развитие денежной теории представляет собой один из поворотных моментов в истории экономической мысли. Вслед за представителями Стокгольмской школы Дж.М. Кейнс предоставил деньгам активную роль в экономике. Центральным элементом кейнсианской денежной теории стала теория предпочтения ликвидности, согласно которой люди держат деньги не только для транзакций, но и как средство сбережения на непредвиденный случай, что отличается от постулатов количественной теории. Высокая ликвидность денег делает их предпочтительной формой сбережений, особенно в нестабильные периоды, что, в свою очередь, может подавлять инвестиции и совокупный спрос (Chick, 1983). Особое место Дж.М. Кейнс придавал неопределенности, трактуемой в кейнсианской концепции как фундаментальное незнание будущего, которое может мотивировать экономических агентов сохранять ликвидность и ограничивает эффективность процентной ставки как инструмента стабилизации (ситуация «ликвидной ловушки»). Таким образом, в условиях неопределенности критически важными становятся ожидания, а деньги выступают психологической страховкой – средством защиты от будущих потрясений. Публикация «Общей теории занятости, процента и денег» (Кейнс, 1936) осуществила радикальный сдвиг в восприятии роли денег, отвергнув нейтральность денег в краткосрочном периоде и указав, что изменения в спросе на деньги, уровень процентной ставки и ожидания формируют реальные макроэкономические последствия. Кейнсианство не отрицает возможного возвращения ВВП к своему естественному (потенциальному) уровню, но время, которое для этого требуется, достаточно большое, что им можно пренебречь – известна его фраза: «В долгосрочном периоде времени мы все мертвы!» (Кейнс, 1923, с. 80). По этой причине довольно безответственно ждать, когда экономика самостоятельно выберется из спада. Сам Дж.М. Кейнс, как и ранние кейнсианцы, отдавал предпочтение бюджетно-налоговой политике в борьбе с экономическими спадами, считая, что изменения номинальной ставки процента слабо отражаются на величине спроса. Ранние кейнсианцы предполагали, что ДКП воздействует на совокупный спрос посредством

влияния номинальных процентных ставок на объем инвестиционных расходов. Убедившись в слабости реализации данного канала во время Великой депрессии, кейнсианцы сделали вывод, что изменения в денежном предложении не влияют на совокупный спрос (Мишкин, 2008).

В 1950–1960-х гг. в Чикагском университете во главе с Милтоном Фридманом стала зарождаться альтернативная кейнсианству макроэкономическая теория, впоследствии получившая название «монетаризм». В классической работе «Монетарная история Соединенных Штатов в 1867–1960 гг.» (Friedman, Schwartz, 1963) был полностью пересмотрен взгляд на эффективность ДКП и взаимосвязь между денежным предложением и выпуском в США. Выводы монетаристов состояли не только в том, что ДКП была эффективной, но и в том, что изменение предложения денег объясняло большинство колебаний ВВП (Бланшар, 2015). М. Фридман и А. Шварц (Friedman, Schwartz, 1963) показали, что во время Великой депрессии из-за дефляции реальная ставка процента была высокой, в то время как номинальные ставки были достаточно низкими, как и говорили кейнсианцы. Таким образом, с точки зрения реальной ставки процента ДКП во время Великой депрессии оказывала сдерживающее давление на совокупный спрос и выпуск. Небывалое сокращение денежной массы совпало с мощнейшим экономическим спадом. Монетаристами также было показано, что инвестиционные расходы тесно связаны с реальными процентными ставками, тем самым опровергнув тезис кейнсианцев об отсутствии влияния ДКП на инвестиционные решения.

Согласно монетаристам, именно деньги играют ключевую роль в колебаниях экономической активности. Эффекты от стимулирующей монетарной политики заканчиваются после того, как достигается полная загрузка мощностей и далее рост денежного предложения отражается только на номинальных показателях и ценах. Таким образом, монетаристы придерживались принципа нейтральности денег, показывая, что в долгосрочном периоде увеличение денежного предложения отразится лишь на динамике уровня цен, не оказывая воздействия на реальный выпуск. Фактически М. Фридман реабилитировал количественную теорию, но в новой интерпретации (Friedman, 1956), усиливая классическую трактовку утверждением, что «инфляция – это всегда и везде денежное явление» (Friedman, 1968). Рост денежного предложения, согласно монетаристам, приводит исключительно к повышению уровня цен, не оказывая воздействия на реальный выпуск, причем это повышение происходит пропорционально увеличению количества денег (Friedman, 1956). М. Фридман настаивал на использовании простых и прозрачных денежных правил, предполагающих рост денежного предложения в соответствии с темпом расширения экономики, что должно было снизить непредсказуемость ДКП и минимизировать ошибки ее проведения.

Убедительность приведенных эмпирических результатов привела к тому, что многие экономисты пересмотрели свои взгляды относительно роли и влияния денег на экономику – это привело к сближению точек зрения монетаристов и кейнсианцев относительно роли денег в экономике. Несмотря на то, что рекомендации по проведению монетарной политики утратили популярность, ключевая идея о нейтральности денег в долгосрочном периоде и возможности применения ДКП для стабилизации экономики в краткосрочном периоде стали частью макроэкономического мейнстрима.

После сближения монетаристских и кейнсианских взглядов в 1970–1980-е гг. развитие макроэкономической теории привело к появлению двух влиятельных направлений – «новых классиков» (Р. Лукас, Э. Прескотт, Т. Сарджент, Р. Барро) и «новых кейнсианцев» (О. Бланшар, Н. Г. Мэнкью, Д. Ромер, Б. Бернанке, Дж. Акерлоф). Несмотря на различия в

исходных предпосылках, эти школы постепенно сблизились, сформировав то, что М. Гудфренд (Goodfriend, King, 1997) обозначил как «новый неоклассический синтез» (далее также «новый консенсус») – современный теоретический фундамент макроэкономики. В историческом развитии денежной теории «новый консенсус» знаменует собой значительный прогресс по сравнению с предыдущими теориями. Ключевыми достижениями стали переопределение роли денег и переход от контроля денежной массы, характерного для количественной теории, к управлению краткосрочной процентной ставкой. Разработанные модели опираются на викселианское различие между естественной и рыночной ставками процента (Clarida et al, 1999; Clarida et al, 2000; Woodford, 2001; Woodford, Walsh, 2005; Gali, 2015; Bernanke, 2024). При этом принцип долгосрочной нейтральности денег так и остался базовой предпосылкой существующей макроэкономической теории, претендующей на аналитическую строгость и эмпирическую состоятельность (Lucas, 1996).

В рамках современного мейнстрима долгосрочная нейтральность денег рассматривается как базовая предпосылка макроэкономического анализа: номинальные переменные не оказывают устойчивого влияния на реальные показатели выпуска и занятости, поскольку цены и заработные платы обладают достаточной гибкостью для восстановления равновесия. В этом смысле ДКП не рассматривается как инструмент стимулирования экономического роста, а ее долгосрочная роль сводится к обеспечению ценовой стабильности и минимизации инфляционных искажений (Woodford, Walsh, 2005; Gali, 2015). В краткосрочном периоде, напротив, номинальные жесткости и несовершенства рынков позволяют центральным банкам (далее – ЦБ) воздействовать на динамику реальных переменных, сглаживая циклические колебания экономической активности. Именно это сочетание краткосрочной ненейтральности и долгосрочной нейтральности денег составляет ядро современного мейнстримного подхода и определяет рамки, в которых анализируется эффективность ДКП.

2. Обзор теоретических представлений о потенциальной ненейтральности денег в долгосрочном периоде

Параллельно с дискуссией, приведшей к формированию «нового консенсуса», в экономической теории разрабатывались и альтернативные исследовательские направления, которые в ряде случаев существенно расходились с доминирующими представлениями о роли денег – в этих подходах денежные факторы рассматривались как потенциальный источник долгосрочных структурных изменений.

Экономисты австрийской школы, прежде всего Л. фон Мизес и Ф. Хайек, подвергли критике традиционную денежную теорию за игнорирование того факта, что новые деньги поступают в экономику неравномерно, изменяя относительные цены, структуру производства и распределение доходов. С их точки зрения, продолжающей идеи Р. Кантильона, денежная экспансия действует на экономику неравномерно и запускает цепочку индивидуальных рыночных действий, корректировок и перенастроек, которая осуществляется в рыночной экономике посредством ценового механизма.

Л. фон Мизес (Мизес, 1912) обосновал ненейтральность денег, показав, что кредитная экспансия перераспределяет богатство в пользу ранних получателей новых денег и приводит к искажению структуры капиталовложений и перераспределению ресурсов в отрасли наибольшего спроса, генерируя механизм чередования искусственных бумов и

разрушительных кризисов. Ф. Хайек (Hayek, 1931) развил этот анализ, связав денежные процессы с теорией информации и проблемой координации, показав, что координация спроса и предложения представляет собой динамический процесс и не может рассматриваться как некоторое идеальное равновесное состояние (Автономов и др., 2000). Он отмечал, что долгосрочная нейтральность денег возможна лишь в идеализированном состоянии полного равновесия, недостижимого в реальной экономике. Более того, сам процесс приспособления к денежным шокам сопровождается банкротствами, безработицей и структурными дисбалансами, что делает «нейтральный» долгосрочный результат практически бессодержательным для анализа (Hayek, 1931).

Особое внимание Ф. Хайек уделял последствиям искусственно заниженных процентных ставок, возникающих в результате денежной экспансии: дешевый кредит приводит к несбалансированному удлинению структуры производства и запуску проектов, не соответствующих реальным предпочтениям и ресурсам. Такой «искусственный бум» неизбежно завершается спадом, поскольку инвестиции не поддерживаются фундаментальными факторами. Из этого Ф. Хайек и Л. фон Мизес делали вывод о необходимости минимального вмешательства государства в денежную сферу. В отличие от кейнсианского объяснения кризисов недостатком совокупного спроса, австрийская школа видела их причину в избытке инвестиций, вызванных искаженными денежными стимулами. Таким образом, австрийская школа рассматривала деньги не как нейтральный элемент, а как фактор, способный исказить структуру производства через воздействие на ставку процента и межвременные предпочтения.

Похожий инвестиционный канал ненейтральности также рассматривается в работах М. Калецкого, однако в «калецкианской» традиции акцент смещается на другую сторону инвестиционного процесса. Для М. Калецкого инвестиции определяются не межвременной координацией, а уровнем прибыли и распределением доходов. Согласно этому подходу, увеличение спроса побуждает предпринимателей к расширению выпуска. ДКП и государственные расходы влияют на динамику спроса, прибыльность фирм и, следовательно, на их инвестиционную активность. Кризисы объясняются недостаточными инвестициями, возникающими вследствие падения нормы прибыли или сжатия платежеспособного спроса. Таким образом, если у австрийцев ключевая проблема заключается в избытке «неправильных» инвестиций, вызванном дешевым кредитом, то у М. Калецкого – в их хронической недостаточности из-за неравномерного распределения доходов и ограничений совокупного спроса. По этой причине М. Калецкий считал, что денежная эмиссия может быть эффективным средством стимулирования инвестиций, а ограничительные меры – путь к рецессии. Данные идеи положили начало посткейнсианству (Гловели, 2024) и предвосхитили идеи современной денежной теории.

Во второй половине 1960-х гг. XX в. в экономической теории сформировалось самостоятельное направление, развивающее оригинальные идеи Дж.М. Кейнса. Представители данной экономической школы базировались на идеях Кейнса об эффективном спросе и оппонировали неоклассическому синтезу (П. Дэвидсон, Х. Мински, С. Вайнтрауб, Дж. Робинсон, Д. Харрис, Н. Калдор, М. Лавуа и др.). Посткейнсианцы отрицают важные аксиомы мейнстрима, такие как нейтральность денег и эргодичность экономической системы (Lavoie, 2009; Davidson, 2015). По мнению посткейнсианцев, деньги – это важнейший инструмент, который способен повлиять на экономический рост (Arestis, 1996).

В рамках посткейнсианства сформировалась эндогенная теория денег (Геращенко, 2024; Розмаинский, 2006), которая является центральным элементом этой школы и подчеркивает ключевую роль финансов в формировании совокупного спроса и экономической активности (Lavoie, 2009; Godley, Lavoie, 2006). В отличие от неоклассических и монетаристских концепций того времени, в которых предложение денег считалось экзогенным и контролируемым центральным банком, посткейнсианская теория утверждает, что деньги создаются в процессе кредитования банков в ответ на спрос со стороны реального сектора, отражающего потребности экономики (Moore, 1998; Howells, 1995; Rochon, Rossi, 2017; Lavoie, Reissl, 2019).

В посткейнсианской парадигме основой ненейтральности выступает отказ от аксиомы независимости совокупного спроса и совокупного предложения. Посткейнсианская традиция рассматривает экономический рост как процесс, во многом обусловленный спросом: совокупный спрос определяет производственные возможности экономики как в краткосрочном, так и в долгосрочном периоде (Dalziel, 2002; Vary, 2021). ДКП, реализуемая через управление процентной ставкой, способна оказывать постоянное влияние на реальные экономические переменные, или, как говорят посткейнсианцы, запустить «добродетельный круг» по стимулированию потенциального выпуска (Palacio-Vera, 2005; Fontana, 2007). Таким образом, даже несмотря на наличие значительных временных лагов и неопределенности в передаточных механизмах ДКП, подчеркивается, что ЦБ сохраняет потенциал для запуска положительной динамики, способствующей устойчивому росту выпуска. Отмечается, что, изменяя уровень процентной ставки, ЦБ способен инициировать не только «добродетельный», но и «порочный круг» (Fontana, 2007), но независимо от сценария, с позиции посткейнсианцев подчеркивается несостоятельность гипотезы нейтральности денег и ДКП как в краткосрочной, так и в долгосрочной перспективе.

В посткейнсианской литературе принципиально важны два направления: модели роста, обусловленного спросом («спросового роста») и модели гистерезиса. Модели «спросового роста» – это целостная парадигма, где совокупный спрос оказывает определяющее влияние не только на текущий выпуск, но и на темпы роста потенциального выпуска через инвестиции, инновации, а также изменения на рынке труда (Setterfield, 2002a; Palacio-Vera, 2005; Vary, 2021). Гистерезисные модели в большей степени акцентируются на негативных последствиях ограничительной ДКП, которая сокращает совокупный спрос и вызывает необратимые изменения в структуре рынка труда и капитала (Fontana et al., 2007). Краеугольная идея этих подходов – зависимость от пути в экономике (Vary, 2021), т. е. экономический результат – это продукт последовательных корректировок и изменений. Тем самым данные модели признают, что каждая последовательность изменений и корректировок наделяет экономическую систему воспоминаниями, которые влияют на текущие и будущие экономические результаты (Kriesler, 1999).

Рост, обусловленный спросом, может быть следствием наличия эффекта возрастающей отдачи от масштаба, который лежит в основе концепции «кумулятивной причинности» Веблена–Мюрдаля (Kaldor, 1970). Накопительный эффект возникает благодаря повышению эффективности, обучению на практике и техническому прогрессу (Kaldor, 1972; Verdoorn, 1980). Более поздние посткейнсианские версии этого подхода (Setterfield, 2002b; McCombie, 2002) подчеркивают, что первоначальный импульс в динамике обычно исходит от расширения совокупного спроса, а технический прогресс во многом формируется ожиданиями будущего спроса (Fontana et al., 2007). Второе направление спросового роста рассматривает его как

процесс взаимного влияния совокупного спроса и предложения («обратного закона Сэя») и связано с подходом Cornwall (Cornwall, 1970). Устойчивое расширение спроса, а также ожидания относительно будущего роста стимулирует фирмы переходить на более капиталоемкие технологии с повышенной производительностью. В этой логике подчеркивается, что темпы роста потенциальной производительности обусловлены скоростью внедрения инноваций, реализуемых через инвестиции в основной капитал (Cornwall, 1970).

Таким образом, посткейнсианская традиция выделяет несколько каналов ненейтральности, через которые происходит влияние спроса на предложение: инвестиции в основной капитал, рынок труда (влияние через изменение количества труда или его производительности) и НТП. Ключевым каналом ненейтральности денег следует рассматривать инвестиции, так как они не только формируют основной капитал (Arestis, Sawyer, 2009) и определяют технологический прогресс (Robinson, 1956), но и в ряде механизмов влияют на занятость (Rowthorn, 1999; Palacio-Vera et al., 2006). По этой причине инвестиционный кризис – опасное явление, так как длительное и устойчивое сокращение инвестиционной активности приводит к экономическому спаду, сжатию производственных возможностей в совокупности с технологической деградацией (Розмаинский, 2006).

На фоне основных посткейнсианских трактовок особенно выделяется подход Х. Мински, подчеркивавшего, что ненейтральность денег проявляется прежде всего через их дестабилизирующее влияние на финансовую систему. Х. Мински делал акцент на неопределенности и роли финансовых рынков, сформулировав гипотезу финансовой нестабильности («финансовой хрупкости») (Minsky, 1977): экономика склонна к циклам подъема и спада вследствие изменений в поведении заемщиков и кредиторов. В фазах роста компании и домохозяйства наращивают заимствования, что ведет к избыточному инвестированию и формированию спекулятивных пузырей. Их схлопывание запускает финансовые кризисы, которые транслируются в реальный сектор через снижение выпуска и рост безработицы (Minsky, 1993). Хотя Х. Мински не формулировал проблему в терминах долгосрочной нейтральности, его гипотеза финансовой нестабильности предполагает устойчивую ненейтральность денег, поскольку изменения в кредитной динамике влияют на инвестиции, структуру капитала и, тем самым, на траекторию экономического развития.

В 1990-е гг. ряд посткейнсианских экономистов сформировали обособленное научное направление, что способствовало институционализации и последующему распространению идей современной денежной теории (Mitchell et al. 2019; Mosler, 1995 и др.). Идеи современной денежной теории противоречат гипотезе нейтральности, но несколько под другим ракурсом (Грищенко и др., 2022). Так, современная денежная теория представляет собой гетеродоксальный подход, согласно которому государство при соблюдении определенных условий может финансировать бюджетные расходы посредством денежной эмиссии с целью достижения полной занятости, не вызывая при этом инфляционного давления (Wray, 2015).

В качестве резюме кратко обобщим ключевые аспекты гетеродоксальных взглядов на долгосрочную денежную ненейтральность и верхнеуровневую трактовку влияния на реальные переменные (табл. 1).

Гетеродоксальные взгляды на денежную ненейтральность

Школа/Автор	Трактовка долгосрочной ненейтральности	Основные причины долгосрочной ненейтральности
Австрийская школа	Увеличение денежной массы уменьшает выпуск	Неравномерность поступления денег в экономику и соответствующие выгоды для первых получателей меняют структуру капиталовложений, приводя к цикличности подъемов и кризисов. Необходимость учета искусственно заниженных процентных ставок в результате денежной экспансии. Дешевый кредит приводит к несбалансированному удлинению структуры производства и запуску проектов, не соответствующих реальным предпочтениям и ресурсам. «Искусственный бум» неизбежно завершается спадом, поскольку инвестиции не поддерживаются фундаментальными факторами.
М. Калецкий	Увеличение денежной массы увеличивает выпуск	Теория эффективного совокупного спроса с определяющей ролью инвестиций. Денежная эмиссия – это эффективное средство стимулирования инвестиций, а ограничения – путь к рецессии. Инвестиции рассматриваются как отклик на расширение спроса, а кризисы – это следствие недостаточных инвестиций.
Посткейнсианство	Увеличение денежной массы увеличивает выпуск	Ненейтральность обусловливается эндогенностью денежного предложения, неэргодичностью экономической системы и отказом от аксиомы независимости совокупного спроса и совокупного предложения. Совокупный спрос определяет производственные возможности экономики (совокупное предложение) как в кратко-, так и в долгосрочной перспективе. Влияние спроса на предложение происходит через следующие каналы: инвестиции в основной капитал, рынок труда (влияние через изменение количества труда или его производительности) и НТП.
	Увеличение денежной массы уменьшает выпуск	Ненейтральность проявляется через дестабилизирующее влияние на финансовую систему (вводится понятие «финансовой хрупкости») в зависимости от поведения кредиторов и заемщиков.
Современная денежная теория	Увеличение денежной массы увеличивает выпуск	Ненейтральность носит структурный характер: через дефицит и эмиссию государство влияет на уровень занятости и использования ресурсов

Источник: составлено автором.

Указанные обоснования позволяют с иной стороны рассматривать укоренившуюся в мейнстриме аксиоматику денежной нейтральности, что способствует продолжению научной дискуссии.

3. Современное состояние дел в оценке денежной нейтральности

Как было отмечено ранее, в макроэкономической теории продолжает действовать определенный консенсус относительно долгосрочной нейтральности денег, который лежит в основе большинства структурных моделей и современных учебников по макроэкономике (Woodford, 2001; Galí, 2015; Walsh, 2017; Mankiw, 2019), а также встроен в современные DSGE-модели, используемые для анализа ДКП, включая модели центральных банков.

При этом глобальный финансовый кризис 2008–2009 гг. выявил некоторые ограничения доминирующих макроэкономических моделей, чем существенно усилил интерес к гетеродоксальным направлениям экономической мысли (Мальцев, 2018), в том числе к вопросам нейтральности денег (именно это ставит вопрос о монолитности действующего консенсуса). В частности, К. Борио и его коллеги из Банка международных расчетов указывают на то, что стандартное разграничение краткосрочных и долгосрочных эффектов ДКП может быть неполным, поскольку финансовые циклы обладают существенно большей продолжительностью, чем традиционные деловые циклы (Rungcharoenkitkul et al., 2019). В их интерпретации ДКП, воздействуя на динамику кредитования, цены активов и структуру балансов, способна формировать финансовые дисбалансы, последствия которых проявляются на горизонте, сопоставимом с долгосрочным периодом. Подход К. Борио и его коллег в определенной степени сближает анализ финансовых циклов с более широкой проблематикой гистерезиса. Если финансовые бумы и последующие кризисы оказывают длительное воздействие на инвестиции, структуру балансов и занятость, то ДКП, воздействующая на кредитный цикл, может иметь последствия, выходящие за рамки традиционного краткосрочного периода.

Также произошла активизация эмпирических исследований, в которых тестируются гипотезы долгосрочной нейтральности денег, однако результаты исследований не сводятся к единому мнению. Так, например, в работах (Wallace, Shelley, 2007; Škare et al., 2016; Váry, 2021) долгосрочная нейтральность ставится под сомнение, но в противовес им появляются исследования, в которых гипотеза нейтральности денег, напротив, не отвергается (Noriega, Soria, 2008; Bozkurt, 2018; Iranmanesh, Jalae, 2021). Причем часто в одной и той же работе в зависимости от выбранных стран или дополнительных переменных нейтральность может как подтверждаться, так и вызывать сомнение (Puah et al., 2008; Atesoglu, Emerson, 2009). Применительно к России тестирование гипотезы нейтральности денег осуществляется в работе (Картаев, Герелишина, 2025), в которой на основе анализа данных с 1995 по 2023 г. авторам не удается отвергнуть гипотезу о нейтральности денег. Актуальными становятся и те работы, в которых помимо тестирования гипотезы также стараются оценить работоспособность тех или иных каналов ненеutralности (Moran, Queraltó, 2018; Amador, 2022; Ma, Zimmermann, 2023; Jordà et al., 2024).

Параллельно с этим развивается эмпирическая литература, анализирующая долгосрочные последствия инфляции и ее волатильности, показывая, что жесткая ДКП может создавать условия для экономического роста. Обширный массив эмпирических исследований показывает, что устойчиво высокая инфляция, а также ее волатильность оказывают негативное влияние на долгосрочные темпы экономического роста, прежде всего через рост неопределенности и, как следствие, снижение инвестиционной активности (Bhar, Mallik, 2010; Картаев, 2017 и др.). В классической работе Р. Барро (Barro, 1995) показано, что повышение среднего уровня инфляции статистически значимо связано с замедлением роста ВВП на душу населения, а последующие исследования (Ghosh, Phillips, 1998; Bruno, Easterly, 1998; Перевышина, 2016;

Azam, Khan, 2022 и др.) выявили пороговые эффекты, при которых инфляция начинает существенно подавлять экономический рост. Дополнительное внимание уделяется не только уровню инфляции, но и ее волатильности, которая усиливает неопределенность экономической среды, формирует завышенные инфляционные ожидания и дестимулирует долгосрочные инвестиции (De Gregorio, 1994; Judson, Orphanides, 1999; Wilson, 2006; Картаев, Клачкова, 2015; Mandeya, 2021; Binder et al., 2025 и др.).

Важную роль с точки зрения влияния издержек инфляции играют инфляционные ожидания, поскольку снижение уровня и волатильности инфляции способствует их стабилизации и, тем самым, поддерживает инвестиционную и сберегательную активность экономических агентов. Таким образом, несмотря на возможные сдерживающие эффекты жесткой ДКП в краткосрочной перспективе, в долгосрочном периоде снижение инфляции способствует увеличению инвестиций и, как следствие, совокупного выпуска (Картаев, 2017). Таким образом, отклонение от ценовой стабильности сопровождается значительными реальными издержками, денежная экспансия, разгоняя инфляцию, способна замедлить экономический рост. Негативные последствия инфляции можно рассматривать как самостоятельный канал ненейтральности – канал издержек инфляции. В этом смысле ориентация ДКП на поддержание низкой и предсказуемой инфляции ограничивает издержки инфляции, снижая негативное влияние ценовой динамики на инвестиционные решения.

Таким образом, современная литература демонстрирует и одновременное сохранение конкурирующих интерпретаций гипотезы нейтральности денег, и определенное сближение позиций в части признания сложности механизмов передачи монетарных шоков. Несмотря на продолжающиеся поиски изящных теоретических конструкций, на первый план выходят проверка гипотез и оценка работоспособности конкретных каналов. Разнородность получаемых результатов и чувствительность выводов к выбору методологии, периода и набора переменных не позволяют считать вопрос окончательно решенным. В этой связи дальнейшее развитие проблематики объективно связано с применением современных эконометрических подходов и анализом данных с учетом институциональных и структурных особенностей конкретных экономик.

Заключение

Несмотря на доминирование идеи о долгосрочной нейтральности денег, сформированной в ходе продолжительных дискуссий, в исследовательском сообществе продолжают изучение и обоснование потенциальной ненейтральности денег. Ряд альтернативных подходов демонстрирует, что денежные шоки могут оказывать влияние на реальную экономику в долгосрочном периоде. При этом важно отметить, что в этих теориях ненейтральность денег трактуется неоднозначно: в одних случаях – как источник макроэкономической нестабильности, в других – как инструмент стимулирования долгосрочного роста, который открывает возможности для ДКП с точки зрения содействия увеличению потенциального ВВП.

В данной статье было показано, что в литературе существуют содержательные теоретические и эмпирические соображения в пользу каждой из трех точек зрения: денежная экспансия не влияет на экономический рост; агрессивная денежная экспансия способствует росту экономики; агрессивная денежная экспансия вредит экономическому росту.

Систематизация взглядов на ненейтральность позволяет продемонстрировать, что на разных этапах эволюции экономической мысли – от ранних теорий до современных моделей – устойчиво выделяются несколько базовых каналов: эффекты на накопление и структуру капитала, влияние на рынок труда (включая эффекты гистерезиса), а также воздействие на научно-технический прогресс и инновационную активность. Отдельное место занимает канал издержек инфляции, согласно которому отклонение от ценовой стабильности способно нивелировать потенциальные стимулирующие эффекты мягкой ДКП. Тем самым ненейтральность денег в различных концепциях проявляется через схожие каналы, меняются лишь их теоретическая интерпретация и оценка направленности воздействия.

Список литературы

Аганбегян А.Г. От рецессии и стагнации через финансовый форсаж – к экономическому росту // Деньги и кредит. 2016. № 12. С. 46–52.

Бланшар О. Макроэкономика: учебник. 2-е изд. М.: Изд. дом Высшей школы экономики, 2015. 671 с.

Блауг М. 100 великих экономистов до Кейнса / Пер. с англ; под ред. А.А. Фофонова. СПб.: Экономическая школа. 2008. 352 с.

Болдырев И.А. Академические барьеры: проблема изоляции академических сообществ в России // Окна роста. 2015. № 5. С. 1–2.

Герашенко И.Г. Гетеродоксальная экономика: основные направления и проблемы исследования // Теоретическая экономика. 2024. № 12 (120). С. 12–21. <https://www.doi.org/10.52957/2221-3260-2024-12-12-21>.

Глазьев С. Россия в новых технологическом и мирохозяйственном укладах. М.: Книжный мир, 2018. 768 с.

Гловели Г.Д. История экономических учений: учебное пособие для вузов. 2-е изд., перераб. и доп. М.: Издательство Юрайт, 2024. 768 с.

Грищенко В.О., Остапенко В.М., Ткачев В.Н., Тунёв В.Д. Современная денежная теория (ММТ): новая парадигма или набор рекомендаций для макроэкономической политики? // Экономическая политика. 2021. № 16 (3). С. 8–43. <https://www.doi.org/10.18288/1994-5124-2021-3-8-43>.

История экономических учений / Под ред. В. Автономова, О. Ананьина, Н. Макашевой: Учеб. пособие. М.: ИНФРА-М, 2000. 784 с.

Картаев Ф.С. Полезно ли инфляционное таргетирование для экономического роста? // Вопросы экономики. 2017. № 2. С. 62–74. <https://www.doi.org/10.32609/0042-8736-2017-2-62-74>.

Картаев Ф.С., Герелишина А.К. Долгосрочная нейтральность денег: наблюдается ли она в России? // Экономическая политика. 2025. Т. 20. № 1. С. 6–29.

Картаев Ф.С., Клачкова О.А. Инфляция и экономический рост // Аудит и финансовый анализ. 2015. № 4. С. 147–151.

Маевский В.И., Малков С.Ю., Рубинштейн А.А. К дискуссии о переключающемся режиме воспроизводства // Вопросы экономики. 2024. № 7. С. 136–153. <https://doi.org/10.32609/0042-8736-2024-7-136-153>.

Мальцев А.А. Гетеродоксальная экономическая теория: текущее состояние и пути дальнейшего развития // Экономическая политика. 2018. Т. 13. № 2. С. 148–169. <https://www.doi.org/10.18288/1994-5124-2018-2-08>.

Мизес Л. фон. Теория денег и кредита / Пер. с англ. Челябинск: Социум, 2001. 512 с.

- Милль Дж.С. Основы политической экономии с некоторыми их приложениями к социальной философии. М.: Эксмо-Пресс, 2007. 1040 с.
- Мишкин Ф.С. Экономическая теория денег, банковского дела и финансовых рынков. 2008. 875 с.
- Могилат А.Н. Обзор основных каналов трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики и инструментов их анализа в Банке России // Деньги и кредит. 2017. № 9. С. 3–9.
- Кейнс Дж.М. Общая теория занятости, процента и денег / Пер. с англ. Н.Н. Любимова; под ред. Л.П. Куракова. М.: Гелиос АРВ, 1999. 352 с.
- Перевышина Е.А. Влияние инфляции на темпы экономического роста // Финансы и кредит. 2016. № 9 (691). С. 16–28.
- Розмаинский И.В. Посткейнсианская макроэкономика: основные аспекты // Вопросы экономики. 2006. № 5. С. 18–31. <https://www.doi.org/10.32609/0042-8736-2006-5-19-31>.
- Скобликов Е.А. Система законов и принципов денежного обращения как новая теория денег // Финансы и кредит. 2017. Т. 23. № 33 (753). С. 1980–1996. <https://doi.org/10.24891/fc.23.33.1980>.
- Amador S. Hysteresis, Endogenous Growth, and Monetary Policy // University of California, Department of Economics. Working Paper. 2022. No. 348.
- Atesoglu H.S., Emerson J. Long-run monetary neutrality // Applied Economics. 2009. Vol. 41. No. 16. P. 2025–2036. <https://doi.org/10.1080/00036840701604479>.
- Arestis P. Post-Keynesian economics: towards coherence // Cambridge Journal of Economics. 1996. Vol. 20. Iss. 1. P. 111–135.
- Arestis P., Sawyer M. Path Dependency and Demand–Supply Interactions in Macroeconomic Analysis // Path dependency and macroeconomics. 2009. P. 1–36. https://doi.org/10.1057/9780230251090_1.
- Azam M., Khan S. Threshold effects in the relationship between inflation and economic growth: Further empirical evidence from the developed and developing world // International Journal of Finance and Economics. 2022. Vol. 27. Iss. 4. P. 4224–4243.
- Barro R.J. Inflation and Economic Growth // NBER Working Papers 5326. 1995.
- Bernanke B.S. Essays on the great depression. Princeton University Press, 2024. 352 p.
- Bhar R., Mallik G. Inflation, Inflation Uncertainty and Output Growth in the USA // Physica A. 2010. Vol. 389. No. 23. P. 5503–5510. <https://doi.org/10.1016/j.physa.2010.07.032>.
- Binder C., Ozturk E., Sheng X.S. The effects of inflation uncertainty on firms and the macro-economy // Journal of International Money and Finance. 2025. Vol. 151. P. 103239.
- Bodin J. Response to the Paradoxes of Malestroit. Bristol: Thoemmes Press, 1996. 177 p.
- Bozkurt E. The hypothesis of neutrality of money: Panel data analysis // Yaşar Üniversitesi E-Dergisi. 2018. Vol. 13. No. 52. P. 322–327. <https://doi.org/10.19168/jyasar.453226>
- Bruno M., Easterly W. Inflation crises and long-run growth // Journal of Monetary economics. 1998. Vol. 41. No. 1. P. 3–26.
- Cantillon R. Essay on the Nature of Trade in General. London: Routledge, 2010. 272 p.
- Chick V. Macroeconomics after Keynes: a reconsideration of the General Theory. MIT Press, 1983.
- Clarida R., Gali J., Gertler M. Monetary policy rules and macroeconomic stability: evidence and some theory // The Quarterly Journal of Economics. 2000. Vol. 115. No. 1. P. 147–180.
- Clarida R., Gali J., Gertler M. The science of monetary policy: a new Keynesian perspective // Journal of Economic Literature. 1999. Vol. 37. No. 4. P. 1661–1707.

- Cornwall, J. The role of demand and investment in long-term growth // *Quarterly Journal of Economics*. 1970. Vol. 84. No. 1. P. 48–69.
- Dalziel P. The triumph of Keynes: what now for monetary policy research? // *Journal of Post Keynesian Economics*. 2002. Vol. 24. No. 4. P. 511–527.
- Davidson P. A rejoinder to O'Donnell's critique of the ergodic/nonergodic explanation of Keynes's concept of uncertainty // *Journal of Post Keynesian Economics*. 2015. Vol. 38. No. 1. P. 1–18.
- De Gregorio J. Inflation, growth, and central banks: theory and evidence // *World Bank Publications*. 1994. Vol. 1575.
- Fisher I. *The Purchasing Power of Money: Its Determination and Relation to Credit, Interest and Crises*. N. Y.: Macmillan Company, 1920. 488 p.
- Fontana G. Why money matters: Wicksell, Keynes, and the new consensus view on monetary policy // *Journal of Post Keynesian Economics*. 2007. Vol. 30. No. 1. P. 43–60.
- Fontana G., Palacio-Vera A. Are long-run price stability and short-run output stabilization all that monetary policy can aim for? // *Metroeconomica*. 2007. Vol. 58. No. 2. P. 269–298.
- Friedman M. *The Quantity Theory of Money: A Restatement* // *Studies in the Quantity Theory of Money* / M. Friedman (ed.). Chicago: University of Chicago Press, 1956. P. 3–21.
- Friedman M., Schwartz A.J. *A Monetary History of the United States, 1867–1960*. Princeton: Princeton University Press, 1963. 824 p.
- Friedman M. The role of monetary policy // *The American Economic Review*. 1968. Vol. 58. No. 1. P. 1–17.
- Galí J. *Monetary policy, inflation, and the business cycle: an introduction to the new Keynesian framework and its applications*. Princeton University Press, 2015.
- Ghosh A., Phillips S. Warning: Inflation may be harmful to your growth // *Staff Papers*. 1998. Vol. 45. No. 4. P. 672–710.
- Godley W., Lavoie M. *Monetary economics: an integrated approach to credit, money, income, production and wealth*. Springer, 2006
- Goodfriend M., King R.G. The new neoclassical synthesis and the role of monetary policy // *NBER macroeconomics annual*. 1997. P. 12. P. 231–283.
- Hayek F.A. *Prices and Production and Other Works: On Money, the Business Cycle, and the Gold Standard*. Auburn: Ludwig von Mises Institute, 2008. 564 p.
- Howells P.G. A. The demand for endogenous money // *Journal of Post Keynesian Economics*. 1995. Vol. 18. No. 1. P. 89–106.
- Hume D. *Political Discourses*. Edinburgh: Printed by R. Fleming, For A. Kincaid and A. Donaldson, 1752.
- Iranmanesh N., Jalae S.A. Testing the long-run neutrality and superneutrality of money in a developing country: Evidence from Iran // *MethodsX*. 2021. Vol. 8. P. 101251. <https://doi.org/10.1016/j.mex.2021.101251>.
- Jordà Ò., Singh S.R., Taylor A.M. The long-run effects of monetary policy // *Review of Economics and Statistics*. 2024. P. 1–49. https://doi.org/10.1162/rest_a_01527.
- Judson R., Orphanides A. Inflation, volatility and growth // *International Finance*. 1999. Vol. 2. No. 1. P. 117–138.
- Kaldor N. The case for regional policies // *Scottish Journal of Political Economy*. 1970. Vol. 17. No. 3. P. 337–348.
- Kaldor N. The irrelevance of equilibrium economics // *The Economic Journal*. 1972. Vol. 82. No. 328. P. 1237–1255.

- Keynes J.M. A tract on monetary reform. Cosimo Classics, 1923.
- Kriesler P., Sardonì C. (eds.). Keynes, Post-Keynesianism and Political Economy: Essays in Honour of Geoff Harcourt. T. 3. Routledge, 1999.
- Lavoie M. Introduction to post-Keynesian economics. Springer, 2009.
- Lavoie M., Reissl S. Further insights on endogenous money and the liquidity preference theory of interest // *Journal of Post Keynesian Economics*. 2019. Vol. 42. No. 4. P. 503–526.
- Lucas Jr R.E. Nobel lecture: Monetary neutrality // *Journal of Political Economy*. 1996. Vol. 104. No. 4. P. 661–682.
- Ma Y., Zimmermann K. Monetary policy and innovation // NBER Working Paper No. w31698. 2023. <https://doi.org/10.3386/w31698>.
- Mandeya S.M.T., Ho S.Y. Inflation, inflation uncertainty and the economic growth nexus: An impact study of South Africa // *MethodsX*. 2021. Vol. 8. P. 101501.
- Mankiw N.G. *Macroeconomics*. N. Y.: Worth Publishers, 2019. 612 p.
- McCombie J., Pugno M., Soro B. (eds.). *Productivity growth and economic performance: essays on Verdoorn's law*. Springer, 2002.
- Minsky H.P. et al. On the non-neutrality of money // *Federal Reserve Bank of New York Quarterly Review*. 1993. Vol. 18. No. 1. P. 77–82.
- Minsky H.P. The financial instability hypothesis: An interpretation of Keynes and an alternative to standard theory // *Challenge*. 1977. Vol. 20. No. 1. P. 20–27.
- Mitchell B., Wray L.R., Watts M. *Macroeconomics*. Bloomsbury Publishing, 2019.
- Moore B. Accommodation to accommodationism: a note // *Journal of Post Keynesian Economics*. 1998. Vol. 21. No. 1. P. 175–178.
- Moran P., Queraltó A. Innovation, productivity, and monetary policy // *Journal of Monetary Economics*. 2018. Vol. 93. P. 24–41. <https://doi.org/10.1016/j.jmoneco.2017.10.006>.
- Mosler W. *Soft currency economics*. West Palm Beach, FL: Adams, Viner and Mosler. 1995.
- Myrdal G. *Monetary Equilibrium*. London: William Hodge, 1939. 230 p.
- Noriega A.E., Soria L.M., Velázquez R. International evidence on stochastic and deterministic monetary neutrality // *Economic Modelling*. 2008. Vol. 25. No. 6. P. 1261–1275. <https://doi.org/10.1016/j.econmod.2008.04.005>.
- Palacio-Vera A. et al. Capital stock and unemployment: searching for the missing link // Working Paper № 475, 2006.
- Palacio-Vera A. The «modern» view of macroeconomics: some critical reflections // *Cambridge Journal of Economics*. 2005. Vol. 29. No. 5. P. 747–767.
- Puah C.H., Habibullah M.S., Abu Mansor S. On the long-run monetary neutrality: Evidence from the SEACEN countries // *Journal of Money, Investment and Banking*. 2008. No. 2. P. 50–62.
- Ricardo D. *On the Principles of Political Economy and Taxation*. London: Printed for John Murray, Albemarle-Street, 1817. 555 p.
- Robinson J. *The Accumulation of Capital*. London: Palgrave Macmillan, 2016. 444 p.
- Rochon L.P., Rossi S. (eds.). *Advances in endogenous money analysis*. Edward Elgar Publishing, 2017.
- Rowthorn R. Unemployment, wage bargaining and capital-labour substitution // *Cambridge Journal of Economics*. 1999. Vol. 23. No. 4. P. 413–425.
- Rungcharoenkitkul P., Borio C., Disyatat P. Monetary policy hysteresis and the financial cycle // *BIS Working Papers*. 2019. No. 817.

Setterfield M. A model of Kaldorian traverse: cumulative causation, structural change and evolutionary hysteresis // *The economics of demand-led growth: challenging the supply-side vision of the long run*. 2002. P. 215–233.

Setterfield M. *The economics of demand-led growth*. Edward Elgar Publishing, 2002.

Škare M., Benazić M., Tomić D. On the neutrality of money in CEE (EU member) states: A panel cointegration analysis // *Acta Oeconomica*. 2016. Vol. 66. No. 3. P. 393–418. <https://doi.org/10.1556/032.2016.66.3.2>.

Thornton H. *An Enquiry into the Nature and Effects of the Paper Credit of Great Britain*. N. Y.: Augustus M. Kelley, 1965. 320 p.

Váry M. The long-run real effects of monetary shocks: Lessons from a hybrid post-Keynesian-DSGE-agent-based menu cost model // *Economic Modelling*. 2021. Vol. 105. Article 105674. <https://doi.org/10.1016/j.econmod.2021.105674>.

Verdoorn P.J. Verdoorn's law in retrospect: A comment // *The Economic Journal*. 1980. Vol. 90. No. 358. P. 382–385.

Wallace F.H., Shelley G.L. Long run neutrality of money in Mexico // *Economía Mexicana*. Nueva Epoca. 2007. Vol. 16 (2). P. 219–238.

Walsh C. E. *Monetary theory and policy*. MIT press, 2017.

Wicksell K. *Interest and Prices: A Study of the Causes Regulating the Value of Money*. London: Macmillan (on behalf of the Royal Economic Society), 1936. 264 p.

Wilson B.K. The links between inflation, inflation uncertainty and output growth: New time series evidence from Japan // *Journal of Macroeconomics*. 2006. Vol. 28. No. 3. P. 609–620.

Woodford M. The Taylor rule and optimal monetary policy // *American Economic Review* 2001. Vol. 91. No. 2. P. 232–237.

Woodford M., Walsh C.E. Interest and prices: Foundations of a theory of monetary policy // *Macroeconomic Dynamics*. 2005. Vol. 9. No. 3. P. 462–468.

Wray L.R. *Modern money theory* // *The New Palgrave Dictionary of Economics*. London: Palgrave Macmillan, 2015. P. 1–13.

Глазова А., Неваленный М., Синяков А. Учебная модель малой открытой экономики для анализа денежно-кредитной политики (с примерами из практики Банка России) // Рабочая тетрадь Банка России. 2025. № 154: URL: https://www.cbr.ru/Content/Document/File/151109/wp_154.pdf (дата обращения 19.01.2026).

Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2026 год и период 2027 и 2028 годов. М.: Банк России, 2025. 100 с.: URL: [https://www.cbr.ru/Content/Document/File/180751/on_2026\(2027-2028\).pdf](https://www.cbr.ru/Content/Document/File/180751/on_2026(2027-2028).pdf) (дата обращения: 30.10.2025).

РБК Калининград. Заботкин: ЦБ в принятии решений исходит из гипотезы нейтральности денег: URL: <https://kaliningrad.rbc.ru/kaliningrad/12/09/2025/68c429089a7947598289120a> (дата обращения: 30.10.2025).

MONETARY NEUTRALITY: FROM CLASSICAL THEORY TO MODERN PERSPECTIVES

Alina K. Gerelishina

*Senior lecturer of the Department
of General Economic Theory,*

Lomonosov Moscow State University, Moscow School of Economics

(Moscow, Russia)

Abstract

This paper is devoted to a systemic analysis of the problem of monetary neutrality. It examines the main theoretical approaches to interpreting monetary neutrality – ranging from the classical and neoclassical traditions to Keynesian, monetarist, New Keynesian, and Post-Keynesian concepts. Particular attention is paid to the conditions under which the standard hypothesis of neutrality may be violated.

The main contribution of this study lies in the systematization of existing approaches to analyzing monetary neutrality and the identification of key channels of money non-neutrality. The paper demonstrates that deviations from neutrality can arise through a range of mechanisms: price and wage rigidity, imperfect information and expectation formation, financial frictions and credit constraints, structural changes in the economy, as well as institutional features of monetary policy. The roles of the investment channel of non-neutrality, the labor market channel, and the inflation cost channel are discussed separately.

The proposed system of non-neutrality channels allows for the integration of disparate results from theoretical and empirical research into a unified logical framework and clarifies the boundaries of applicability for the hypothesis of long-run monetary neutrality.

Keywords: monetary policy, economic growth, monetary neutrality.

JEL: B22, E12, E52.

For citation: Gerelishina, A.K. (2026) Monetary Neutrality: From Classical Theory to Modern Perspectives. Scientific Research of Faculty of Economics. Electronic Journal, vol. 18, no. 2, pp. 20-42. DOI: 10.38050/2078-3809-2026-18-2-20-42.

References

Aganbegyan A.G. Ot retsessii i stagnatsii cherez finansovyy forsazh – k ekonomicheskomu rostu. Den'gi i kredit. 2016. No. 12. P. 46–52. (In Russ.).

Blanshar O. Makroekonomika: uchebник. 2-e izd. M.: Izd. dom Vyshey shkoly ekonomiki, 2015. 671 p. (In Russ.).

- Blaug M. 100 velikikh ekonomistov do Keynosa / Per. s angl; pod red. A.A. Fofonova. SPb.: Ekonomicheskaya shkola. 2008. 352 p. (In Russ.).
- Boldyrev I.A. Akademicheskie bar'ery: problema izolyatsii akademicheskikh soobshchestv v Rossii. Okna rosta. 2015. No. 5. P. 1–2. (In Russ.).
- Gerashchenko I.G. Geterodoksal'naya ekonomika: osnovnye napravleniya i problemy issledovaniya. Teoreticheskaya ekonomika. 2024. No. 12 (120). P. 12–21. <https://www.doi.org/10.52957/2221-3260-2024-12-12-21>. (In Russ.).
- Glaz'ev S. Rossiya v novykh tekhnologicheskoy i mirokhozaystvennom ukladakh. M.: Knizhnyy mir, 2018. 768 p. (In Russ.).
- Gloveli G.D. Istoriya ekonomicheskikh ucheniy: uchebnoe posobie dlya vuzov. 2-e izd., pere-rab. i dop. M.: Izdatel'stvo Yurayt, 2024. 768 p. (In Russ.).
- Grishchenko V.O., Ostapenko V.M., Tkachev V.N., Tunev V.D. Sovremennaya denezhnaya teoriya (MMT): novaya paradigma ili nabor rekomendatsiy dlya makroekonomicheskoy politiki? Ekonomicheskaya politika. 2021. No. 16 (3). P. 8–43. <https://www.doi.org/10.18288/1994-5124-2021-3-8-43>. (In Russ.).
- Istoriya ekonomicheskikh ucheniy / Pod red. V. Avtonomova, O. Anan'ina, N. Makashevoy: Ucheb. posobie. M.: INFRA-M, 2000. 784 p. (In Russ.).
- Kartaev F.S. Polezno li inflyatsionnoe targetirovanie dlya ekonomicheskogo rosta? Voprosy Ekonomiki. 2017. No. 2. P. 62–74. <https://www.doi.org/10.32609/0042-8736-2017-2-62-74>. (In Russ.).
- Kartaev F.S., Gerelishina A.K. Dolgosrochnaya neytral'nost' deneg: nablyudaetsya li ona v Rossii? Ekonomicheskaya Politika. 2025. Vol. 20. No.1. P. 6–29. (In Russ.).
- Kartaev F.S., Klachkova O.A. Inflyatsiya i ekonomicheskoy rost. Audit i finansovyy analiz. 2015. No. 4. P. 147–151. (In Russ.).
- Maevskiy V.I., Malkov S.Yu., Rubinshteyn A.A. K diskussii o pereklyuchayushchemsya rezhime vosпроизводства. Voprosy ekonomiki. 2024. No. 7. P. 136–153. <https://doi.org/10.32609/0042-8736-2024-7-136-153>. (In Russ.).
- Mal'tsev A.A. Geterodoksal'naya ekonomicheskaya teoriya: tekushchee sostoyanie i puti dal'neyshego razvitiya. Ekonomicheskaya politika. 2018. Vol. 13. No. 2. P. 148–169. <https://www.doi.org/10.18288/1994-5124-2018-2-08>. (In Russ.).
- Mizes L. fon. Teoriya deneg i kredita / Per. s angl. Chelyabinsk: Sotsium, 2001. 512 p. (In Russ.).
- Mill' Dzh.S. Osnovy politicheskoy ekonomii s nekotorymi ikh prilozheniyami k sotsial'noy filosofii. M.: Eksmo-Press, 2007. 1040 p. (In Russ.).
- Mishkin F.S. Ekonomicheskaya teoriya deneg, bankovskogo dela i finansovykh rynkov. 2008. 875 p. (In Russ.).
- Mogilat A.N. Obzor osnovnykh kanalov transmissionnogo mekhanizma denezhno-kreditnoy politiki i instrumentov ikh analiza v Banke Rossii. Den'gi i kredit. 2017. No. 9. P. 3–9. (In Russ.).
- Keyns Dzh.M. Obshchaya teoriya zanyatosti, protsenta i deneg / Per. s angl. N.N. Lyubimova; pod red. L.P. Kurakova. M.: Gelios ARV, 1999. 352 p. (In Russ.).
- Perevyshina E.A. Vliyanie inflyatsii na tempy ekonomicheskogo rosta. Finansy i kredit. 2016. No. 9 (691). P. 16–28. (In Russ.).
- Rozmainkiy I.V. Postkeynsianskaya makroekonomika: osnovnye aspekty. Voprosy ekonomiki. 2006. No. 5. P. 18–31. <https://www.doi.org/10.32609/0042-8736-2006-5-19-31>. (In Russ.).

Skoblikov E.A. Sistema zakonov i printsiptov denezhnogo obrashcheniya kak novaya teoriya deneg. *Finansy i kredit*. 2017. Vol. 23. No. 33 (753). P. 1980–1996. <https://doi.org/10.24891/fc.23.33.1980>. (In Russ.).

Amador S. Hysteresis, Endogenous Growth, and Monetary Policy. University of California, Department of Economics. Working Paper. 2022. No. 348.

Atesoglu H.S., Emerson J. Long-run monetary neutrality. *Applied Economics*. 2009. Vol. 41. No. 16. P. 2025–2036. <https://doi.org/10.1080/00036840701604479>.

Arestis P. Post-Keynesian economics: towards coherence. *Cambridge Journal of Economics*. 1996. Vol. 20. Iss. 1. P. 111–135.

Arestis P., Sawyer M. Path Dependency and Demand–Supply Interactions in Macroeconomic Analysis. *Path dependency and macroeconomics*. 2009. P. 1–36. https://doi.org/10.1057/9780230251090_1.

Azam M., Khan S. Threshold effects in the relationship between inflation and economic growth: Further empirical evidence from the developed and developing world. *International Journal of Finance and Economics*. 2022. Vol. 27. Iss. 4. P. 4224–4243.

Barro R.J. Inflation and Economic Growth. NBER Working Papers 5326. 1995.

Bernanke B.S. *Essays on the great depression*. Princeton University Press, 2024. 352 p.

Bhar R., Mallik G. Inflation, Inflation Uncertainty and Output Growth in the USA. *Physica A*. 2010. Vol. 389. No. 23. P. 5503–5510. <https://doi.org/10.1016/j.physa.2010.07.032>.

Binder C., Ozturk E., Sheng X.S. The effects of inflation uncertainty on firms and the macro-economy. *Journal of International Money and Finance*. 2025. Vol. 151. P. 103239.

Bodin J. *Response to the Paradoxes of Malestroit*. Bristol: Thoemmes Press, 1996. 177 p.

Bozkurt E. The hypothesis of neutrality of money: Panel data analysis. *Yaşar Üniversitesi E-Dergisi*. 2018. Vol. 13. No. 52. P. 322–327. <https://doi.org/10.19168/jyasar.453226>

Bruno M., Easterly W. Inflation crises and long-run growth. *Journal of Monetary Economics*. 1998. Vol. 41. No. 1. P. 3–26.

Cantillon R. *Essay on the Nature of Trade in General*. London: Routledge, 2010. 272 p.

Chick V. *Macroeconomics after Keynes: a reconsideration of the General Theory*. MIT Press, 1983.

Clarida R., Gali J., Gertler M. Monetary policy rules and macroeconomic stability: evidence and some theory. *The Quarterly Journal of Economics*. 2000. Vol. 115. No. 1. P. 147–180.

Clarida R., Gali J., Gertler M. The science of monetary policy: a new Keynesian perspective. *Journal of Economic Literature*. 1999. Vol. 37. No. 4. P. 1661–1707.

Cornwall, J. The role of demand and investment in long-term growth. *Quarterly Journal of Economics*. 1970. Vol. 84. No. 1. P. 48–69.

Dalziel P. The triumph of Keynes: what now for monetary policy research? *Journal of Post Keynesian Economics*. 2002. Vol. 24. No. 4. P. 511–527.

Davidson P. A rejoinder to O'Donnell's critique of the ergodic/nonergodic explanation of Keynes's concept of uncertainty. *Journal of Post Keynesian Economics*. 2015. Vol. 38. No. 1. P. 1–18.

De Gregorio J. *Inflation, growth, and central banks: theory and evidence*. World Bank Publications. 1994. Vol. 1575.

Fisher I. *The Purchasing Power of Money: Its Determination and Relation to Credit, Interest and Crises*. N. Y.: Macmillan Company, 1920. 488 p.

Fontana G. Why money matters: Wicksell, Keynes, and the new consensus view on monetary policy. *Journal of Post Keynesian Economics*. 2007. Vol. 30. No. 1. P. 43–60.

- Fontana G., Palacio-Vera A. Are long-run price stability and short-run output stabilization all that monetary policy can aim for? *Metroeconomica*. 2007. Vol. 58. No. 2. P. 269–298.
- Friedman M. *The Quantity Theory of Money: A Restatement*. Studies in the Quantity Theory of Money / M. Friedman (ed.). Chicago: University of Chicago Press, 1956. P. 3–21.
- Friedman M., Schwartz A.J. *A Monetary History of the United States, 1867–1960*. Princeton: Princeton University Press, 1963. 824 p.
- Friedman M. The role of monetary policy // *The American Economic Review*. 1968. Vol. 58. No. 1. P. 1–17.
- Galí J. *Monetary policy, inflation, and the business cycle: an introduction to the new Keynesian framework and its applications*. Princeton University Press, 2015.
- Ghosh A., Phillips S. Warning: Inflation may be harmful to your growth. *Staff Papers*. 1998. Vol. 45. No. 4. P. 672–710.
- Godley W., Lavoie M. *Monetary economics: an integrated approach to credit, money, income, production and wealth*. Springer, 2006.
- Goodfriend M., King R.G. The new neoclassical synthesis and the role of monetary policy. *NBER macroeconomics annual*. 1997. P. 231–283.
- Hayek F.A. *Prices and Production and Other Works: On Money, the Business Cycle, and the Gold Standard*. Auburn: Ludwig von Mises Institute, 2008. 564 p.
- Howells P.G. A. The demand for endogenous money. *Journal of Post Keynesian Economics*. 1995. Vol. 18. No. 1. P. 89–106.
- Hume D. *Political Discourses*. Edinburgh: Printed by R. Fleming, For A. Kincaid and A. Donaldson, 1752.
- Iranmanesh N., Jalae S.A. Testing the long-run neutrality and superneutrality of money in a developing country: Evidence from Iran. *MethodsX*. 2021. Vol. 8. P. 101251. <https://doi.org/10.1016/j.mex.2021.101251>.
- Jordà Ò., Singh S.R., Taylor A.M. The long-run effects of monetary policy. *Review of Economics and Statistics*. 2024. P. 1–49. https://doi.org/10.1162/rest_a_01527.
- Judson R., Orphanides A. Inflation, volatility and growth. *International Finance*. 1999. Vol. 2. No. 1. P. 117–138.
- Kaldor N. The case for regional policies. *Scottish Journal of Political Economy*. 1970. Vol. 17. No. 3. P. 337–348.
- Kaldor N. The irrelevance of equilibrium economics. *The Economic Journal*. 1972. Vol. 82. No. 328. P. 1237–1255.
- Keynes J.M. *A tract on monetary reform*. Cosimo Classics, 1923.
- Kriesler P., Sardonì C. (eds.). *Keynes, Post-Keynesianism and Political Economy: Essays in Honour of Geoff Harcourt*. T. 3. Routledge, 1999.
- Lavoie M. *Introduction to post-Keynesian economics*. Springer, 2009.
- Lavoie M., Reissl S. Further insights on endogenous money and the liquidity preference theory of interest. *Journal of Post Keynesian Economics*. 2019. Vol. 42. No. 4. P. 503–526.
- Lucas Jr R.E. Nobel lecture: Monetary neutrality. *Journal of Political Economy*. 1996. Vol. 104. No. 4. P. 661–682.
- Ma Y., Zimmermann K. Monetary policy and innovation. *NBER Working Paper No. w31698*. 2023. <https://doi.org/10.3386/w31698>.
- Mandeya S.M.T., Ho S.Y. Inflation, inflation uncertainty and the economic growth nexus: An impact study of South Africa. *MethodsX*. 2021. Vol. 8. P. 101501.
- Mankiw N.G. *Macroeconomics*. N. Y.: Worth Publishers, 2019. 612 p.

- McCombie J., Pugno M., Soro B. (eds.). Productivity growth and economic performance: essays on Verdoorn's law. Springer, 2002.
- Minsky H.P. et al. On the non-neutrality of money. Federal Reserve Bank of New York Quarterly Review. 1993. Vol. 18. No. 1. P. 77–82.
- Minsky H.P. The financial instability hypothesis: An interpretation of Keynes and an alternative to standard theory. Challenge. 1977. Vol. 20. No. 1. P. 20–27.
- Mitchell B., Wray L.R., Watts M. Macroeconomics. Bloomsbury Publishing, 2019.
- Moore B. Accommodation to accommodationism: a note. Journal of Post Keynesian Economics. 1998. Vol. 21. No. 1. P. 175–178.
- Moran P., Queralto A. Innovation, productivity, and monetary policy. Journal of Monetary Economics. 2018. Vol. 93. P. 24–41. <https://doi.org/10.1016/j.jmoneco.2017.10.006>.
- Mosler W. Soft currency economics. West Palm Beach, FL: Adams, Viner and Mosler. 1995.
- Myrdal G. Monetary Equilibrium. London: William Hodge, 1939. 230 p.
- Noriega A.E., Soria L.M., Velázquez R. International evidence on stochastic and deterministic monetary neutrality. Economic Modelling. 2008. Vol. 25. No. 6. P. 1261–1275. <https://doi.org/10.1016/j.econmod.2008.04.005>.
- Palacio-Vera A. et al. Capital stock and unemployment: searching for the missing link. Working Paper № 475, 2006.
- Palacio-Vera A. The «modern» view of macroeconomics: some critical reflections. Cambridge Journal of Economics. 2005. Vol. 29. No. 5. P. 747–767.
- Puah C.H., Habibullah M.S., Abu Mansor S. On the long-run monetary neutrality: Evidence from the SEACEN countries. Journal of Money, Investment and Banking. 2008. No. 2. P. 50–62.
- Ricardo D. On the Principles of Political Economy and Taxation. London: Printed for John Murray, Albemarle-Street, 1817. 555 p.
- Robinson J. The Accumulation of Capital. London: Palgrave Macmillan, 2016. 444 p.
- Rochon L.P., Rossi S. (eds.). Advances in endogenous money analysis. Edward Elgar Publishing, 2017.
- Rowthorn R. Unemployment, wage bargaining and capital-labour substitution. Cambridge Journal of Economics. 1999. Vol. 23. No. 4. P. 413–425.
- Rungcharoenkitkul P., Borio C., Disyatat P. Monetary policy hysteresis and the financial cycle. BIS Working Papers. 2019. No. 817.
- Setterfield M. A model of Kaldorian traverse: cumulative causation, structural change and evolutionary hysteresis. The economics of demand-led growth: challenging the supply-side vision of the long run. 2002. P. 215–233.
- Setterfield M. The economics of demand-led growth. Edward Elgar Publishing, 2002.
- Škare M., Benazić M., Tomić D. On the neutrality of money in CEE (EU member) states: A panel cointegration analysis. Acta Oeconomica. 2016. Vol. 66. No. 3. P. 393–418. <https://doi.org/10.1556/032.2016.66.3.2>.
- Thornton H. An Enquiry into the Nature and Effects of the Paper Credit of Great Britain. N. Y.: Augustus M. Kelley, 1965. 320 p.
- Váry M. The long-run real effects of monetary shocks: Lessons from a hybrid post-Keynesian-DSGE-agent-based menu cost model. Economic Modelling. 2021. Vol. 105. Article 105674. <https://doi.org/10.1016/j.econmod.2021.105674>.
- Verdoorn P.J. Verdoorn's law in retrospect: A comment. The Economic Journal. 1980. Vol. 90. No. 358. P. 382–385.

Wallace F.H., Shelley G.L. Long run neutrality of money in Mexico. *Economía Mexicana*. Nueva Época. 2007. Vol. 16 (2). P. 219–238.

Walsh C. E. *Monetary theory and policy*. MIT Press, 2017.

Wicksell K. *Interest and Prices: A Study of the Causes Regulating the Value of Money*. London: Macmillan (on behalf of the Royal Economic Society), 1936. 264 p.

Wilson B.K. The links between inflation, inflation uncertainty and output growth: New time series evidence from Japan. *Journal of Macroeconomics*. 2006. Vol. 28. No. 3. P. 609–620.

Woodford M. The Taylor rule and optimal monetary policy. *American Economic Review*. 2001. Vol. 91. No. 2. P. 232–237.

Woodford M., Walsh C.E. Interest and prices: Foundations of a theory of monetary policy. *Macroeconomic Dynamics*. 2005. Vol. 9. No. 3. P. 462–468.

Wray L.R. Modern money theory. *The New Palgrave Dictionary of Economics*. London: Palgrave Macmillan, 2015. P. 1–13.

Glazova A., Nevalenny M., Sinyakov A. Uchebnaya model' maloy otkrytoy ekonomiki dlya analiza denezhno-kreditnoy politiki (s primerami iz praktiki Banka Rossii). *Rabochaya tetrad' Banka Rossii*. 2025. № 154: Available at: https://www.cbr.ru/Content/Document/File/151109/wp_154.pdf (accessed: 19.01.2026).

Osnovnye napravleniya edinoy gosudarstvennoy denezhno-kreditnoy politiki na 2026 god i period 2027 i 2028 godov. M.: Bank Rossii, 2025. 100 p.: Available at: [https://www.cbr.ru/Content/Document/File/180751/on_2026\(2027-2028\).pdf](https://www.cbr.ru/Content/Document/File/180751/on_2026(2027-2028).pdf) (accessed: 30.10.2025).

RBK Kaliningrad. Zabolkin: TsB v prinyatii resheniy iskhodit iz gipotezy neytral'nosti deneg: Available at: <https://kaliningrad.rbc.ru/kaliningrad/12/09/2025/68c429089a7947598289120a> (accessed: 30.10.2025).