

КРИПТОМИР И ЦИФРОВЫЕ ФИНАНСЫ / CRYPTO-WORLD AND DIGITAL FINANCE

Редактор рубрики Р. А. Григорьев / Rubric editor R. A. Grigoryev

Научная статья

<https://doi.org/10.21202/2782-2923.2025.1.21-36>

УДК / UDC 338.23:336.27:336.71:336.748:336.78

JEL: E31, E43, E5, H63, O23

С. А. Андрюшин¹

¹ Институт экономики Российской академии наук, г. Москва, Россия

Таргетирование инфляции в условиях фискального стимулирования

Андрюшин Сергей Анатольевич, доктор экономических наук, профессор, главный научный сотрудник, Институт экономики РАН

E-mail: sandr956@gmail.com

ORCID: <http://orcid.org/0000-0003-2620-8515>

Web of Science Researcher ID: N-7005-2017

eLIBRARY SPIN-код: 9666-6701

Аннотация

Цель: анализ текущих проблем, ограничивающих эффективность функционирования традиционного режима таргетирования инфляции; корректировка базовых характеристик данного монетарного режима обеспечения ценовой стабильности с целью повышения достоверности макроэкономического прогноза центральных банков.

Методы: в статье использованы эмпирический, статистический, логический и сравнительный методы экономического анализа, позволяющие изучать особенности развития режима таргетирования инфляции центральных банков в условиях стимулирующей фискальной политики.

Результаты: рассмотрены базовые характеристики традиционного режима таргетирования инфляции; выявлены недостатки режима таргетирования инфляции; сделан обзор научной литературы по особенностям функционирования режима таргетирования инфляции в рамках как монетарного, так и фискального доминирования; определены основные постулаты фискальной теории регулирования уровня цен; предложен для Банка России ряд рекомендательных мер, связанных с корректировкой действующего режима таргетирования инфляции.

Научная новизна: показано, что повышение ключевой ставки без изменений фискальных компонентов в денежно-кредитной политике не способствует снижению инфляции даже в краткосрочной перспективе; рациональные ожидания и денежно-кредитная политика, анализируемые в рамках фискальной теории, не позволяют снизить инфляцию без фискальной поддержки; в странах с режимом таргетирования инфляции высокие процентные ставки способны повысить риски обслуживания государственного долга и привести к росту бюджетных дефицитов; фискальная политика правительства способна создать фискальную инфляцию, которую не в состоянии контролировать и регулировать центральный банк; в условиях стремительного роста государственного долга и бюджетных дефицитов в ведущих странах, скорее всего, следует ожидать, что в перспективе фискальная инфляция станет главным компонентом устойчивого роста мировой инфляции; если суверенный долг деноминирован в местной валюте, то страна-заемщик будет подвержена валютному риску, который переносится международными инвесторами или торговыми партнерами России на долговые обязательства в российской валюте.

© Андрюшин С. А., 2025

Практическая значимость: основные положения и выводы могут быть использованы: для регулирования процентной политики (реальных процентных ставок), создания и накопления «буферов» первичного профицита, связанных с расходами по привлечению и обслуживанию государственного долга; для разработки механизма по перераспределению реальных выплат, дифференцированных по срокам погашения государственного долга; в условиях роста фискальных дисбалансов государственный долг можно снизить за счет роста инфляции и использования первичных профицитов; в течение 2022–2024 гг. денежно-кредитная политика Банка России функционирует в рамках режима фискального доминирования, о чем свидетельствуют базовые фискальные компоненты, отсутствующие в макроэкономическом прогнозе; в бюджетный блок Квартальной прогнозной модели Банка России необходимо включить такие фискальные компоненты, как размер профицита бюджета, привязанный к доходности облигаций государственного сектора, размер государственного долга и объем бюджетных ассигнований, направляемых на погашение долга, что позволит пересмотреть прогноз ожидаемой инфляции с учетом фискальной инфляции.

Ключевые слова:

государственный долг, денежно-кредитная политика, инфляция, процентная ставка, режим таргетирования инфляции, фискальная политика, центральный банк

Статья находится в открытом доступе в соответствии с Creative Commons Attribution Non-Commercial License (<https://creativecommons.org/licenses/by-nc/4.0/>), предусматривающем некоммерческое использование, распространение и воспроизводство на любом носителе при условии упоминания оригинала статьи.

Как цитировать статью: Андриюшин, С. А. (2025). Таргетирование инфляции в условиях фискального стимулирования. *Russian Journal of Economics and Law*, 19(1), 21–36. <https://doi.org/10.21202/2782-2923.2025.1.21-36>

Scientific article

S. A. Andryushin¹

¹ *Institute of Economics of the Russian Academy of Sciences, Moscow, Russia*

Inflation targeting in the context of fiscal stimulation

Sergey A. Andryushin, Dr. Sci. (Econ.), Professor, Chief Researcher, Institute of Economics of the Russian Academy of Sciences
E-mail: sandr956@gmail.com
ORCID: <http://orcid.org/0000-0003-2620-8515>
Web of Science Researcher: N-7005-2017
eLIBRARY SPIN-code: 9666-6701

Abstract

Objective: to analyze the current issues limiting the effectiveness of the traditional inflation targeting regime; to adjust the basic characteristics of this monetary regime which ensures price stability in order to increase the reliability of the central banks' macroeconomic forecast.

Methods: the article uses empirical, statistical, logical, and comparative methods of economic analysis to study the specifics of the central banks' inflation targeting regime in the context of stimulating fiscal policy.

Results: the article considers the basic characteristics of the traditional inflation targeting regime; identifies the disadvantages of the inflation targeting regime; and reviews the scientific literature on the inflation targeting regime functioning within the monetary and fiscal dominance. The main postulates of the fiscal theory of price regulation are identified. A number of recommendatory measures to adjust the current inflation targeting regime are proposed for the Bank of Russia.

Scientific novelty: the author showed that raising the key rate without changing the fiscal components in monetary policy cannot reduce inflation even in the short term. Rational expectations and monetary policy, analyzed in the framework of fiscal theory, do not reduce inflation without fiscal support. In countries with inflation targeting, high interest rates can increase risks of servicing public debt and lead to increased budget deficits. The government's fiscal policy may create fiscal inflation that the central bank will be unable to control and regulate. Given the rapid growth of public debt and budget deficits in the leading countries, it is likely that fiscal inflation will become the main component of a sustained increase in global inflation

in the future. If the sovereign debt is denominated in local currency, the borrowing country will be exposed to currency risk, which is transferred by international investors or Russia's trading partners to debt obligations in Russian currency.

Practical significance: the main provisions and conclusions can be used: to regulate interest rate policy (real interest rates), create and accumulate “buffers” of primary surplus related to the costs of attracting and servicing public debt; to develop a mechanism for redistributing real payments differentiated by the maturity of public debt; under the growing fiscal imbalances, government debt can be reduced by increasing inflation and using primary surpluses; during 2022–2024, the monetary policy of the Bank of Russia operates within a fiscal dominance regime, as evidenced by the basic fiscal components missing from the macroeconomic forecast; the fiscal components (such as the size of the budget surplus linked to the yield of public sector bonds, the size of government debt and the amount of budget allocations allocated to the Bank of Russia's Quarterly Forecast Model) should be included in the budget block of the Bank of Russia to repay the debt, which will make it possible to revise the expected inflation forecast, taking into account fiscal inflation.

Keywords:

government debt, monetary policy, inflation, interest rate, inflation targeting regime, fiscal policy, central bank

The article is in Open Access in compliance with Creative Commons Attribution Non-Commercial License (<https://creativecommons.org/licenses/by-nc/4.0/>), stipulating non-commercial use, distribution and reproduction on any media, on condition of mentioning the article original.

For citation: Andryushin, S. A. (2025). Inflation targeting in the context of fiscal stimulation. *Russian Journal of Economics and Law*, 19(1), 21–36. (In Russ.). <https://doi.org/10.21202/2782-2923.2025.1.21-36>

Введение

В декабре 2024 г. на сайте Банка международных расчетов (далее – БМР) была размещена статья руководителя валютно-финансового департамента БМР Клаудио Борио «Куда движется инфляционное таргетирование как глобальный денежный стандарт?». В данной статье был воспроизведен материал доклада Борио, с которым 13 ноября 2024 г. он выступил в Институте экономической и денежно-кредитной политики OMFIF (Лондон) (Borio, 2024). В статье автор остановился на двух ключевых аспектах монетарной теории: а) текущих проблемах, снижающих эффективность функционирования традиционного режима таргетирования инфляции (далее – ТИ); б) мерах, связанных с возможными корректировками базовых характеристик режима ТИ, способных повысить достоверность макроэкономических прогнозов в части ожидаемой инфляции и требуемых уровней процентных ставок.

Текущие проблемы были представлены в следующих утверждениях:

Во-первых, экономические последствия COVID-19 привели к заметному ограничению монетарного пространства для процентного канала денежно-кредитной политики (далее – ДКП).

Во-вторых, «отрицательные шоки предложения» оказались довольно серьезным испытанием, вызовом для ценовой стабильности.

В-третьих, фискальные дисбалансы и нестабильность финансового рынка выступили мощными проинфляционными факторами в экономике.

В-четвертых, рост инфляции стал напрямую зависеть от рисков «долговой ловушки» и нерационального использования/перераспределения частного капитала.

В-пятых, купирование эндогенных колебаний финансового цикла привело к стремительному росту балансов центральных банков (далее – ЦБ).

В-шестых, взаимосвязь между ценами и заработной платой приобрела разнонаправленную динамику в зависимости от уровня инфляции в стране (низкой или высокой).

К системным корректировкам режима ТИ были отнесены следующие предложения:

Во-первых, ЦБ смогут вернуть себе пространство для маневра в ДКП только за счет реализации целевой фискальной политики правительства.

Во-вторых, ДКП может оказывать очень устойчивое влияние на реальные процентные ставки только через фискальные инструменты финансовой системы.

В-третьих, ЦБ не следует поддаваться искушению увеличить монетизацию экономики в краткосрочной перспективе за счет ускорения монетарной инфляции.

В-четвертых, в макроэкономическом прогнозе необходимо учитывать особенности скорее долгосрочного финансового, а не краткосрочного делового цикла.

В-пятых, для купирования неожиданных экзогенных шоков (таких как COVID) ЦБ необходимо создавать запасы прочности как в виде профицитных буферов, так и методов пруденциальной политики (на макро- и микроуровнях).

В статье анализ текущих проблем функционирования традиционного режима ТИ и повышения достоверности макроэкономического прогноза ЦБ будут рассмотрены в следующей последовательности: исследование базовых характеристик режима ТИ; выявление недостатков действующего режима ТИ; обзор литературы по монетарной и фискальной ДКП; определение основных постулатов фискальной теории уровня цен; выработка рекомендаций по корректировке действующего режима ТИ для Банка России и выводов в качестве заключения.

Результаты исследования

1. Режим таргетирования инфляции: базовые характеристики

Ценовая стабильность, т. е. низкая и стабильная инфляция, является главной целью режима таргетирования инфляции. В рамках данного целевого стандарта ДКП различают две разновидности этого монетарного режима: так называемые строгий и гибкий режимы ТИ (Hofmann et al., 2024). Значительное количество современных ЦБ, исповедующих данный стандарт, придерживаются в основном гибкого режима ТИ (*a flexible inflation targeting regime*)¹. По данным годового отчета МВФ (2023 г.), количество стран, осуществляющих ДКП в рамках режима ТИ, находится на уровне 23,2 % (из 194 стран), или 45 стран². Это, как правило, страны со средним уровнем дохода, но также ряд стран из развитых экономик. При этом только 10 стран из этой выборки (включая РФ) придерживаются свободно плавающего обменного валютного курса (*free floating*), а остальные – либо плавающего (*floating*) обменного курса (27 стран), либо мягких валютных привязок (*soft pegs*): 6 – в форме *crawl-like arrangement* и 2 – *stabilized arrangement*.

Ключевыми особенностями или базовыми характеристиками политики режима ТИ являются: публичное объявление цели по инфляции, преимущественно плавающие курсы национальных валют, краткосрочные процентные ставки, постоянная коммуникация с бизнесом и населением, а также более независимая от правительства деятельность ЦБ при достижении цели по инфляции. Решения по ДКП часто определяются отклонением прогнозов ожидаемой инфляции (рассчитанного в рамках макроэкономического прогноза) от объявленного целевого показателя инфляции. При этом прогноз ожидаемой инфляции действует (неявно или явно) как промежуточная цель ДКП.

Реализуя ДКП, ЦБ воздействует на динамику цен с помощью ключевой ставки, регулирующей инфляцию через длинную цепочку взаимосвязей – трансмиссионный механизм (далее – ТМ)³, что позволяет управлять совокупным спросом и инфляционными ожиданиями населения и бизнеса (Werning, 2022). При этом «политика процентных ставок» (включающих кредитные, депозитные, купонные доходности государственных и частных облигаций), опираясь на траекторию рассчитываемой номинальной процентной ставки, обязательно должна функционировать в условиях «неизменной фискальной политики». Это значит, что в условиях роста государственных расходов и текущей инфляции ЦБ стараются быстро повысить ключевую (политическую)

¹ Гибкий режим таргетирования инфляции определяется как режим, при котором центральные банки не только стремятся стабилизировать инфляцию вокруг целевого показателя, но и придают определенный вес, явно или неявно, другим показателям, связанным со стабилизацией реальной экономики.

² Это второй показатель после группы стран (41,8 %, или 77 стран), у которых в качестве номинального якоря или промежуточной цели ДКП выступает обменный валютный курс (*exchange rate anchor*). Третью позицию занимают страны (22,2 %, или 43 страны), не имеющие явно заявленного номинального якоря, а скорее отслеживающие различные показатели при проведении ДКП (*other anchors*). Четвертую позицию – страны (12,9 %, или 25 стран), ЦБ которых в качестве номинального якоря используют целевые темпы роста денежного агрегата (резервные деньги, M1, M2, M3 и т. д.) (*monetary aggregate target*). См.: Annual Report on exchange arrangements and exchange restrictions 2022. (2023). Washington, DC: IMF. Pp. 9–15.

³ Денежно-кредитные условия и трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики. (2024). Москва: Банк России, № 11. С. 1.

ставку, чтобы снизить совокупный спрос в экономике и добиться положительного прироста реальной процентной ставки (Caramp & Silva, 2023).

Принимая решение по ключевой ставке, ЦБ опирается на макроэкономический прогноз, в основе которого находятся стандартные неокейнсианские макроэкономические модели (Woodford, 2003). Это модели динамического стохастического общего равновесия (*DSGEs*) (как правило, для развитых экономик: США, Великобритании, стран ЕС) и полуструктурные прогнозные модели (для стран с формирующимися рынками, (далее – СФР), а также специальная система логарифмических линейных уравнений для описания динамики предложения рабочей силы, бюджетных ограничений, государственных расходов, правил ДКП и фискальной политики, характеризующие взаимосвязи между инфляцией, деловой активностью, динамикой обменного курса, процентными ставками, условиями торговли и государственного долга, а также переменными внешнего сектора (Liu et al., 2023).

В рамках режима ТИ «политика процентных ставок», реализуемая через призму неокейнсианских эконометрических моделей, состоит в установлении целевой траектории номинальной процентной ставки, которая не зависит от того, что происходит с эндогенными переменными (включая траекторию государственного долга и сумму процентов, которые должны быть выплачены по этому долгу). При этом «неизменность фискальной политики» выступает как догма, означающая отсутствие каких-либо изменений в траектории реального первичного профицита бюджета, отвечающего установленному правительством бюджетному правилу (Андрюшин, 2024). Это означает, что в рамках режима ТИ нет компромисса между ценовой и фискальной стабильностью, так как данный режим позволяет избежать накопления бюджетных уязвимостей и связанных с ними рисков финансовой нестабильности (Voissay et al., 2021).

В ряде современных моделей ДКП более высокие процентные ставки снижают инфляцию только в том случае, если они сопровождаются ужесточением фискальной политики, по крайней мере, для того, чтобы обеспечить покрытие более высоких процентных расходов по долгу и для погашения держателей облигаций в стабильных валютах (долларах США или евро) (Cochrane, 2023a). Иначе, в рамках политики режима ТИ ЦБ способен снизить инфляцию, которая в среднем равна траектории номинальной процентной ставки, только за счет бюджетного сокращения (для покрытия чистых процентных издержек) с целью обеспечения низкой и стабильной инфляции.

В рамках режима ТИ ДКП ЦБ не может сама по себе напрямую влиять на изменение потенциала и трансформацию национальной экономики. Она влияет на них лишь косвенно, через длинную цепочку взаимосвязей или каналов ТМ. Иными словами, ДКП всегда нейтральна по отношению к изменениям (разрывам) потенциального ВВП и возможной трансформации экономики. Это означает, что ЦБ через свой инструментарий не может напрямую воздействовать на сами факторы производства (связанные с быстрым их наращиванием), такие как накопление капитала, численность трудовых ресурсов, производительность труда и внедрение новых технологий, а может воздействовать на эти факторы производства лишь опосредованно, косвенно, создавая необходимые для их роста условия (низкую инфляцию и заякоренные инфляционные ожидания) с целью самостоятельного, независимого от ДКП ЦБ, включения этих факторов в процессы реальной экономики.

ЦБ придерживается принципа разделения целей и инструментов между ДКП и политикой финансовой стабильности, которая рассматривается ЦБ как системный фактор обеспечения ценовой стабильности. Так, в случае снижения эффективности инструментария ДКП ЦБ могут использовать инструментарий политики финансовой стабильности, направленный на снижение неопределенности на финансовом рынке. Это инструментарий микропруденциального регулирования (действующий в сфере надзора, мероприятий по финансовому оздоровлению деятельности банков и финансовых организаций) и инструментарий макропруденциальной политики (программы количественных смягчений (*Quantitative Easing, QE*), а также политика о намерениях проведения определенной направленности ДКП (*Forward Guidance, FG*)) с целью предотвращения создания и накопления избыточных рисков в отдельных сегментах финансового рынка и рынка в целом⁴.

⁴ Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2025 год и период 2026 и 2027 годов. (2024, 30 октября). Москва: Банк России. С. 161.

2. Недостатки режима таргетирования инфляции

Пандемия COVID-19 и последующие за ней события вскрыли ряд недостатков действующего режима ТИ. В условиях COVID-19 многие страны использовали стимулирующие меры денежно-кредитной и фискальной политики, чтобы смягчить экономические последствия рецессии (разрушение цепочек поставок и наличие подавленного спроса), вызванной пандемией. Для поддержки функционирования финансовых рынков и экономики многие ЦБ снизили ключевые процентные ставки до нуля (и тогда стала осуществляться политика в рамках механизма эффективной нижней границы процентного коридора, *Effective Lower Bound, ELB*⁵). В этих условиях они для повышения эффективности процентного канала ТМ ДКП начинают запускать программы покупки активов (*QE*) и осуществлять политику направленного руководства ДКП (*FG*), чтобы повлиять на долгосрочные процентные ставки.

Именно в это время ЦБ и казначейства становятся стратегическими комплементарными партнерами, реализующими свои политики без претензий и ограничений по отношению друг к другу. В результате такой политики разрывы выпуска в большинстве стран, и в первую очередь в СФР, были сведены к нулю, а в некоторых странах стали вообще положительными. Но сильный спрос и большой шок предложения резко увеличили инфляцию, которая с конца 2021 г. во многих экономиках стала резко расти, подскочив до уровня, ненаблюдаемого, например, в развитых экономиках более 20 лет. Так, в 2022 г. инфляция в США достигла 8 %, ЕС – 8,4 %, а медианное значение инфляции для стран с формирующимися рынками – около 10 % (Silva, 2024), что в несколько раз превысило целевые показатели ЦБ по инфляции (2,0 % – для развитых стран и 3,0–4,0 % – для СФР)⁶.

Но в 2023–2024 гг. воздействие на экономику данных ведомств стало резко меняться. ЦБ в этот период прекратили монетарное стимулирование, ДКП опять стала жесткой, были резко повышены ключевые ставки, реальные процентные ставки сделались положительными. Напротив, политика в казначействах осталась прежней, экспансионистской. Дефициты бюджетов продолжали стремительно расти, так как резкий скачок цен на энергоносители и продукты питания, начавшийся с середины 2021 г., сорвал планы бюджетной консолидации и сохранил за казначействами дискреционную фискальную политику. Такая политика в условиях высоких процентных ставок сделала выпуск долговых государственных обязательств для покрытия бюджетного дефицита слишком дорогим (ввиду роста доходности облигаций), что привело к росту затрат не только на рефинансирование, но и на обслуживание самого государственного долга⁷.

Высокий уровень долга и рост бюджетного дефицита спровоцировали неблагоприятную реакцию финансового рынка. В первую очередь это оказало негативное влияние на рынки инструментов с фиксированным доходом, особенно на суверенные облигации, повысив по ним премию за суверенный риск. В условиях ограниченного доступа большинства стран к международным рынкам капитала возникли опасения по поводу роста рисков финансовой нестабильности в этих странах (Reinhart et al., 2003). Иначе, когда правительства объявляют о крупных пакетах расходов или значительном снижении налогов без четкого представления будущей фискальной политики (например, выполнения требований бюджетного правила), финансовые рынки могут отреагировать на это решение негативно. В то же время негативные рыночные сигналы от суверенных кредитных рейтингов, высокие уровни доходности государственных облигаций и возрастание спредов по суверенным кредитным дефолтным свопам (*CDS*) станут способствовать существенному ограничению потенциала фискальной политики как в средне-, так и долгосрочном периоде.

События 2022–2024 гг. показали, что экспансионистская политика правительств в условиях снижения эффективности процентного канала ТМ ДКП ЦБ становится чисто проинфляционной. Во-первых, фискальная экспансия позволяет казначейству создавать в экономике новые деньги, стимулирующие рост потребительских

⁵ *ELB (Effective Lower Bound)* – это нижний предел для ключевой ставки, при достижении которого эффективность процентного канала ДКП ЦБ стремится к нулю.

⁶ По данным *Trading Economics*, в сентябре – октябре 2024 г. уровень годовой инфляции против 2022 г. снизился, но все же во многих странах был еще выше целевого уровня, установленного центральными банками (%): в Аргентине – 209; Турции – 48,58; России – 8,6; Индии – 6,21; Бразилии – 4,76; Австралии – 2,8; Японии – 2,8; США – 2,4. *Inflation Rate. Trading Economics*. <https://tradingeconomics.com/country-list/inflation-rate>

⁷ На ноябрь 2024 г. размер государственного долга составил (трлн дол.): в США – 35,993 (122,9 % ВВП); Китае – 14,773 (82,9 %); Японии – 13,756 (303,6 %); Великобритании – 3,863 (110,4 %); Франции – 3,800 (129,8 %); Италии – 3,678 (174,9 %); Германии – 3,426 (80,7 %); Индии – 3,360 (97,6 %); Бразилии – 2,146 (107,8 %); Канада – 2,344 (130,9); России – 0,436 (19,7 %). *US Debt Clock.org*. <https://www.usdebtclock.org/world-debt-clock.html>

цен и текущей инфляции (Бурлачков, 2021). Во-вторых, крупный бюджетный дефицит способен спровоцировать переоценку реальных активов на отдельных сегментах финансового рынка. В-третьих, рост государственного долга и повышение совокупных затрат на его обслуживание ослабляют курс национальной валюты, особенно в странах с неразвитым финансовым рынком (прежде всего – СФР) (Banerjee et al., 2022). Это приводит как к дальнейшему росту премий за суверенный риск, так и новым ограничениям доступа к международным рынкам денег и капитала, способным в условиях ужесточения ДКП привести к дальнейшему росту текущей инфляции.

Рост первичного дефицита бюджета повышает суверенный риск, оказывая негативное давление на обменный валютный курс. При этом более высокая премия за риск увеличивает компенсацию иностранным инвесторам и снижает их спрос на внутренние активы, что приводит к дальнейшему обесценению национальной валюты (Aguilar et al., 2022). Связь между премией за суверенный риск и обменным курсом сильнее бьет по СФР, особенно если они подвержены риску заимствования в иностранной валюте или если доля иностранных инвесторов в долгах в национальной валюте высокая. Но даже если суверенный долг деноминирован в местной валюте (в связи с проводимой в этих странах политикой дедолларизации), то страна-заемщик по-прежнему будет подвержена валютному риску, так как этот риск переносится на международных инвесторов, владеющих долговыми обязательствами в этой национальной (местной) валюте.

Наконец, более высокая премия за риск может привести к росту нейтральной процентной ставки (r^*), поскольку в СФР (таких как РФ) безрисковой ставкой в большинстве случаев считается ставка, определяемая как сумма доходности казначейских облигаций США плюс премия за кредитный риск страны (Cavallino & Sandri, 2019). Таким образом, в среднесрочной перспективе текущая фискальная политика препятствует приведению инфляции к целевому уровню ЦБ, функционирующего в рамках традиционного режима ТИ. Иначе, фискальная политика правительства способна создать фискальную инфляцию, которая никак не контролируется и не регулируется ЦБ. Но тем не менее ЦБ в условиях действующего режима ТИ повышает ключевую ставку, рассчитывая, что природа инфляции – монетарная, провоцируя тем самым сохранение высоких процентных ставок в экономике на более длительный период.

3. Обзор литературы

Милтон Фридман утверждал, что природа инфляции всегда и везде является чисто денежным явлением (Friedman, 1968). Далее Роберт Лукас обосновал наличие долгосрочной тесной взаимосвязи (высокого уровня корреляции) между темпами роста денежного предложения и монетарной инфляцией (Lucas, 1980). Грегори Мэнкью, проанализировав данные по экономике США за период 1870–2019 гг., пришел к выводу, что корреляция между инфляцией и ростом монетизации (денежного предложения) экономики составляет 0,79 (Mankiw, 2020). Но данная взаимосвязь определялась им в рамках политики монетарного доминирования⁸, сформировавшегося в период «Великой умеренности» (Great Moderation) (1995–2007 гг.). Именно тогда казалось, что ДКП ЦБ решила проблему инфляции и делового цикла (Blinder, 1999)⁹, а на финансовых рынках в долгосрочном периоде отсутствуют дисбалансы, неопределенность и процентные риски.

Но, начиная с работ Липера (Leeper, 1991), Симса (Sims, 1994) и Вудфорда (Woodford, 1994), монетарная природа инфляции начинает пересматриваться, становясь в настоящее время одним из наименее спорных и дискуссионных утверждений в современной экономике (Gao & Nicolini, 2024). Вновь возникает вопрос, в чем истинная причина роста потребительских цен. В своих более ранних работах Сарджент и Уоллес (Sargent & Wallace, 1981) увидели эту причину роста цен в бюджетном дефиците. В дальнейшем Сарджент (Sargent, 1983a, 1983b), проанализировав множество исторических эпизодов, перевернул изречение Милтона Фридмана, объявив, что «устойчиво высокая инфляция всегда и везде является фискальным явлением» (Sargent, 2013). Одновременно они, увязав первичный дефицит с государственным долгом, обратили внимание на то, что если ЦБ будет финансировать дефицит государственного бюджета за счет эмиссии государственного долга, то он

⁸ Политика монетарного доминирования включает четыре монетарных режима, которые служат номинальным якорем или промежуточной целью денежно-кредитной политики центрального банка: режим обменного курса (*exchange rate anchor*), режим таргетирования денежного агрегата (*monetary aggregate target*), режим инфляционного таргетирования (*inflation-targeting framework*) и другие режимы (*other targets*).

⁹ Bernanke, B. S. (2004, February 20.). The great moderation. Remarks made at the meeting of the Eastern Economics Association. Washington. <https://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2004/20040220/>

потеряет контроль над инфляцией (Sargent & Wallace, 1981). В дальнейшем эта особенность более подробно исследовалась в развернутых вариациях между ДКП и фискальной политикой (Davig & Leeper, 2006; Chung et al., 2007; Bianchi & Melosi, 2017; Chen et al., 2022).

С тех пор в научной литературе прочно закрепился интерес к исследованиям фискальной инфляции, которая стала анализироваться в рамках новой научной парадигмы – фискальной теории уровня цен (*The Fiscal Theory of the Price Level, FTPL*) (Chung et al., 2007; Bianchi & Melosi, 2014; Bassetto & Sargent, 2020; Cochrane, 2022, 2023b). Данная теория показывает, что инфляция больше не всегда и не везде контролируется только ДКП ЦБ. Более того, рациональные ожидания и ДКП, анализируемые в рамках этой фискальной теории, предполагают, что невозможно снизить инфляцию без фискальной поддержки. Однако и здесь между представителями *FTPL* возникают определенные разногласия, которые приводят к «разночтениям» между реальными процентными ставками, снижающими инфляцию, и реальными процентными ставками, повышающими расходы правительства и инфляцию. Но при этом между всеми сторонами этой дискуссии существует единое мнение, что повышение ЦБ процентной ставки без каких-либо изменений в фискальной политике не способно снизить инфляцию даже в краткосрочной перспективе (Cochrane, 2023a).

Для того чтобы понять устойчивость инфляции в долгосрочной перспективе, часто анализируется роль краткосрочных ожиданий и их влияние на формирование заработной платы. Но представители неокейнсианской теории не рассматривают эту взаимосвязь в краткосрочном срезе, для всех них не краткосрочные, а долгосрочные ожидания являются ключевым фактором макроэкономической стабильности (Rudd, 2022; Blanchard & Bernanke, 2023). Но в текущей экономической реальности все действует наоборот. Так, если работники знают, что они могут пересматривать свою заработную плату каждый год или полгода, то долгосрочные события в значительной степени перестают иметь какое-либо значение для ценовой стабильности. Аналогичные рассуждения применимы и к поведению ценообразования бизнеса. Поэтому ЦБ должны во времена нестабильности больше ориентироваться на краткосрочные события, оставаясь при этом гибкими, и избегать стандартных решений в нестандартной ситуации. Нельзя недооценивать краткосрочные риски, которые могут возникнуть и проявиться в будущем¹⁰.

FTPL предполагает, что в условиях макроэкономической нестабильности деньги ЦБ вторичны и что определение уровня цен можно лучше понять, рассмотрев соотношение текущей стоимости бюджетного баланса между обязательствами правительства и его будущими первичными профицитами. Одновременно важно также учитывать динамику роста государственного долга и сумму процентов, связанных с обслуживанием этого долга, так как перераспределение реальных выплат по различным срокам погашения номинального государственного долга способно снижать инфляцию в условиях ограниченных операционных возможностей ЦБ. И хотя рост денежной массы в условиях фискального стимулирования по-прежнему остается непосредственной причиной роста инфляции, конечной причиной ее динамики становится связь между номинальными государственными облигациями и деньгами ЦБ. Номинальные облигации являются требованиями к деньгам ЦБ, и правительства по всему миру обращались к печатному станку во время войн и периодов финансовых кризисов, чтобы получить деньги ЦБ, необходимые для покрытия своих обязательств. Поэтому в условиях макроэкономической и финансовой неопределенности именно *FTPL* дает объяснение тому, как правительство и монетарные органы власти (ЦБ) могут влиять на цены (через создание монетарных и фискальных денег).

Мы разделяем позицию Холла и Сарджента¹¹, Барро и Бьянки (Barro & Bianchi, 2023), отстаивающих фискальную природу инфляции, возникшую после пандемии. Эмпирические данные развития мировой экономики свидетельствуют, что за последние три года инфляция привела к крупному переводу ресурсов от частных держателей облигаций к правительству (но в конечном итоге легла на плечи всех налогоплательщиков). В условиях стремительного роста государственного долга и бюджетных дефицитов в ведущих странах, видимо, следует ожидать, что фискальная инфляция станет главным компонентом устойчивого роста мировой инфляции. И она, скорее всего, будет расти более высокими темпами, чем темпы роста, установленные

¹⁰ Wunsch, P. (2024, May 8). Beyond hawks and doves: trying to get it right in an uncertain world: Guest lecture. Governor, National Bank of Belgium. P. 10. Frankfurt. <https://www.bis.org/review/r240806d.htm>

¹¹ Hall, G. J., & Sargent, T. J. (2023). Fiscal Consequences of the US War on COVID. Bank of Korea International Conference and the IMF Conference on Fiscal Policy in an Era of High Debt Mimeo, Brandeis University and NYU. http://people.brandeis.edu/~ghall/papers/Fiscal_Consequences.pdf

Хильшером, Равивом и Рейсом (Hilscher et al., 2021), рассчитанные ими на основании данных из различных опций инфляции. Так, чтобы сделать выводы об ожиданиях финансового рынка и оценить вероятность возможного роста инфляции по состоянию на 2017 г., они установили, что рост инфляции на 0,3 % способен обесценить государственный долг более чем на 4 % ВВП в год¹².

Таким образом, стабильная инфляция требует согласованного во времени и пространстве денежно-фискального взаимодействия, а именно четкой координации между темпами роста денег ЦБ и темпами роста денег казначейства. При этом в качестве «номинального якоря» должны выступать деньги ЦБ, которые можно использовать для уплаты налогов и других обязательств субъектов экономики (домашних хозяйств и бизнеса) перед государством. Появление в обращении фискальных денег должно быть связано с иными ожиданиями, а именно того, что в будущем правительству может не хватить первичных доходов, чтобы покрыть расходы, направляемые в реальную экономику. Поэтому если мы по-прежнему будем рассматривать фискальную политику как фактор, мало влияющий на инфляционные ожидания, то мы обязательно получим рост текущей инфляции (как сейчас), особенно если она будет регулироваться в условиях стандартных правил неокейнсианского «ужесточения» ДКП и неизменной фискальной политики.

4. Основные постулаты фискальной теории уровня цен

Обсудив некоторые недостатки действующего режима ТИ, воспользуемся основными достижениями фискальной теории уровня цен (*FTPL*), а именно результатами взаимосвязи между динамикой долгосрочной инфляции и реальной процентной ставки, а также между ограничениями бюджетного профицита и государственным долгом. Это позволит нам в условиях макроэкономической неопределенности внести некоторые коррективы в действующий режим ТИ, в том числе и макроэкономические прогнозы, на основании которых ЦБ определяют ожидаемую инфляцию и операционные процентные ставки, а фискальная политика – непредвиденную инфляцию и расходы на погашения государственных обязательств.

Во-первых, имея долгосрочную задолженность, но не имея возможности изменить первичный профицит, более высокие процентные ставки могут привести к снижению инфляции только за счет более высокой инфляции в будущем.

Во-вторых, более высокие процентные ставки снижают инфляцию тогда, когда они устойчивы и когда они действительно растут (отражаются в долгосрочной кривой доходности), а не когда об этом заявляет ЦБ на своих официальных брифингах.

В-третьих, главный механизм, с помощью которого ЦБ может временно снизить инфляцию, – это возможность регулятора перераспределять реальные выплаты по различным срокам погашения номинального государственного долга.

В-четвертых, шоки «предложения» вызывают временную реакцию повышения уровня цен, а не временную реакцию снижения уровня инфляции.

В-пятых, повышение номинальной процентной ставки без каких-либо изменений в фискальной политике не сможет привести к снижению инфляции даже в краткосрочной перспективе.

В-шестых, когда возникает фискальный дисбаланс и когда в экономике отсутствует явный дефолт, то инфляция может расти, чтобы обесценить накопившийся долг за счет использования первичных профицитов.

В-седьмых, обслуживание государственного долга должно происходить на уровне дифференцированных процентных ставок, привязанных к формируемым профицитам.

В-восьмых, для того чтобы понять устойчивость инфляции, мы должны рассмотреть краткосрочные ожидания населения и бизнеса в части динамики отношений «зарплата – цены»¹³.

В-девятых, эконометрические модели не всегда могут быть надежным инструментом управления, на который ЦБ и правительству следует полагаться. Особенно это касается тех моделей, которые убеждают нас, что инфляция – это всегда временное явление (Cochrane, 2023a. Pp. 38, 39, 50–52).

¹² Если быть точным, это вероятность с поправкой на риск, и она может не совпадать с истинной воспринимаемой вероятностью события, поскольку она может преувеличивать вероятность рецессий и приуменьшать вероятность подъемов. Однако, даже если участники финансового рынка ожидали, что высокая инфляция будет связана с большим подъемом, корректировка не изменит существенно вывод о том, что это событие воспринималось как имеющее очень низкие шансы.

¹³ Arce, O., Hahn, E., & Koester, G. (2023, March 30). How tit-for-tat inflation can make everyone poorer. European Central Bank, Blog.

Важно отметить, что перечисленные постулаты *FTPL* не во всем противоречат неокейнсианским моделям, в которых главным операционным инструментом ДКП является номинальная процентная ставка, регулируемая стандартным правилом Тейлора. ЦБ в рамках режима ТИ должен начать беспокоиться только тогда, когда в стране начинает резко расти бремя государственного долга. И это беспокойство должно быть связано, во-первых, с наличием в экономике высоких процентных ставок и, во-вторых, отсутствием или недостаточным уровнем первичного профицита, необходимого для погашения государственного долга. Поэтому для ухода экономики от дефолта ЦБ следует удерживать ключевую ставку ниже некоторой верхней границы процентного коридора, чтобы без роста суверенного риска обслуживать этот долг. В этом случае цель ценовой стабильности (низкой инфляции) для ЦБ может временно отходить на второй план (Schmidt, 2023).

В качестве примера монетарного стандарта ДКП можно рассмотреть модифицированный вариант режима ТИ, на который в 2020 г. перешла ФРС США, называемый режимом таргетирования среднего уровня инфляции (*Average Inflation Targeting, AIT*). В ФРС утверждают, что данный режим ТИ в условиях реализации политики фискального доминирования правительства не станет способствовать росту инфляционного спреда, поскольку пассивная (ушедшая на второй план) ДКП позволит ожидаемой инфляции (в рамках макроэкономического прогноза) оставаться выше своего устойчивого среднего уровня. Иначе, чем сильнее будет проявляться зависимость целевой средней инфляции от прошлого эмпирического опыта ДКП страны, тем меньше будет наблюдаться рост номинальной ключевой ставки относительно ожидаемой инфляции и тем больше будет происходить снижение реальной процентной ставки (Liu et al., 2023), способной стимулировать развитие экономики, обслуживать государственный долг и обеспечивать создание новых рабочих мест.

Таким образом, крупномасштабные покупки государственных и частных облигаций (*QE*), а также политика о намерениях определенной направленности ДКП (*FG*) способны привести к размыванию границ между денежно-кредитной и фискальной политикой, о чем свидетельствует ряд современных исследований¹⁴. Это позволяет ЦБ осуществлять такую ДКП, которая будет более эффективно влиять на инфляцию, валютный курс и реальную процентную политику, связывая фискальные дисбалансы с обесценением непогашенных облигаций государственного сектора, а также стоимость государственного долга и затраты на его обслуживание. При этом ЦБ в этот период будет менее агрессивно реагировать на инфляционные разрывы, а больше – на стабильность финансового рынка, чем это предполагает ДКП в режиме неокейнсианского ТИ, соблюдающего стандартные правила Тейлора (Barthelemy et al., 2021).

5. Режим таргетирования инфляции: рекомендации для Банка России

Банк России не планирует кардинально что-либо менять или серьезно корректировать в базовых характеристиках действующего режима ТИ, сформированных в рамках собственных неокейнсианских эконометрических моделях адаптивных ожиданий¹⁵. Более того, Банк России убежден, что в рамках существующего инструментария действующего режима ТИ способен в среднесрочной перспективе решить проблему низкой и стабильной инфляции за счет ужесточения ДКП (повышения ключевой ставки и введения пруденциальных ограничений) и нормализации (консолидации) бюджетной политики (совместно с правительством), позволяющих вернуть текущую инфляцию к цели (4,0 %) в первой половине 2026 г. и в дальнейшем удерживать ее на этом уровне¹⁶. Но динамика текущей инфляции за январь 2023 – октябрь 2024 г. показывает совершенно обратное – высокие процентные ставки в условиях жесткой ДКП Банка России не приводят к снижению инфляции. Так, если за указанный период ключевая ставка в России выросла почти в три раза, с 7,5 до 21 %, то инфляция за тот же период выросла примерно в такой же пропорции (более чем в 2,4 раза) – с 3,51 до 8,54 %. Как видно, инфляция за указанный период не снизилась (как предусматривалось в рамках макроэкономического прогноза), хотя прошло более восьми кварталов с начала роста ключевой

¹⁴ Weidmann, J. (2020, November 5). Too close for comfort? The relationship between monetary and fiscal policy. Speech at the OMFIF Virtual Panel.

¹⁵ Банк России (2024). О чем говорят тренды. Макроэкономика и рынки. Бюллетень Департамента исследований и прогнозирования, 8(75), 3, 4.

¹⁶ Банк России (2024, 30 октября). Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2025 год и период 2026 и 2027 годов. С. 3.

ставки¹⁷. Более того, инфляция продолжает неуклонно расти и дальше: по данным Росстата, к 25 ноября текущая инфляция в годовом выражении выросла до 8,66, ко 2 декабря – до 9,01 и 9 декабря – 9,32 %¹⁸.

В то же время в 2023–2024 гг. российское правительство заметно активизировало свою фискальную политику, о чем свидетельствует переход ДКП Банка России в режим фискального доминирования. Базовыми индикаторами данного режима выступают следующие показатели: рост дефицита федерального бюджета, размер государственного долга (внешнего и внутреннего), объем бюджетных ассигнований, направляемых на погашение государственного долга (ценных бумаг РФ), доходность облигаций, размещенных Минфином РФ:

- дефицит федерального бюджета (далее – ФБ): 3,2 трлн руб. (2023 г.) и 3,3 трлн руб. (2024 г.);
- внутренние государственные заимствования для покрытия дефицита ФБ: 1,5 трлн руб. (2023 г.) и 2,5 трлн руб. (2024 г.);
- размер государственного долга РФ: 25,6 трлн руб. (2023 г.) и 31,0 трлн руб. (2024 г.);
- объем бюджетных ассигнований, направляемых на погашение государственного долга: 0,8 трлн руб. (2023 г.) и 1,5 трлн руб. (2024 г.);
- средняя доходность среднесрочных облигаций, размещенных Минфином РФ: 12,28 (2023 г.) и 18,42 % (2024 г.).

Аналогичная динамика этих показателей была запланирована Минфином РФ и на 2025–2027 гг.:

- дефицит ФБ: 1,2 трлн руб. (2025 г.), 2,2 трлн руб. (2026 г.) и 2,8 трлн руб. (2027 г.);
- внутренние государственные заимствования для покрытия дефицита ФБ: 4,8 трлн руб. (2025 г.), 5,1 трлн руб. (2026 г.) и 5,2 трлн руб. (2027 г.);
- размер государственного долга РФ: 35,4 трлн руб. (2025 г.), 40,0 трлн руб. (2026 г.) и 45,0 трлн руб. (2027 г.);
- объем бюджетных ассигнований, направляемых на погашение государственного долга: 1,4 трлн руб. (2025 г.), 1,3 трлн руб. (2026 г.) и 1,3 трлн руб. (2027 г.)¹⁹;
- средняя доходность среднесрочных облигаций, размещенных Минфином РФ в 2025–2027 гг., скорее всего, будет превышать средний уровень доходности за 2024 г.²⁰

Однако возникает правомерный вопрос, как дальнейшее повышение процентных ставок в условиях политики фискального стимулирования способно снизить инфляцию. Ведь не удалось же Банку России снизить инфляцию в течение двух последних лет, когда процентные ставки еще были не столь высокими, как ожидается, например, независимыми экспертами в 2025 г.²¹ Неокейнсианские модели адаптивных ожиданий, используемые ЦБ, не в состоянии объяснить, почему более высокие процентные ставки не способны снизить инфляцию в условиях политики фискального доминирования. Напротив, эти модели, появившиеся в 1990-х гг. в период низких процентных ставок, способны объяснить снижение инфляции только в условиях «неизменной и фискальной политики», стабильной бюджетной консолидации, формируемой в рамках утвержденного бюджетного правила.

Современная жесткая ДКП в условиях политики фискального доминирования становится ошибочной, так как не способна купировать риски фискального стимулирования, не учтенные в макроэкономическом

¹⁷ Изменение ключевой ставки в полной мере влияет на динамику спроса и цен не сразу, а со временем. По оценкам Банка России, для этого требуется от 3 до 6 кварталов. Это означает, что Банк России на горизонте 0,5–1,5 года может обеспечить возвращение инфляции к цели в случае ее отклонения.

¹⁸ Инфляция в России продолжает ускоряться. (2024, 11 декабря). БКС-экспресс. <https://bcs-express.ru/novosti-i-analitika/1733934111-infliatsiia-v-rossii-prodolzhaet-uskoriaet-sia>

¹⁹ Государственная Дума Федерального Собрания Российской Федерации. (2024, 30 сентября). О внесении проекта Федерального закона «О федеральном бюджете на 2025 год и на плановый период 2026 и 2027 годов». № 727320-8 (с. 21, 23, 25, 469, 470). <https://sozd.duma.gov.ru/bill/727320-8>

²⁰ Цикл повышения ключевой ставки в условиях макроэкономической неопределенности в рамках действующей парадигмы режима ТИ будет только расти. В результате доходность облигаций с переменной ставкой купона (флоатеров) будет также расти. Ведь они как минимум в перспективе ближайших месяцев способны обеспечить своим держателям доходность по ставкам от 20 % годовых и выше с выплатами, осуществляющимися зачастую в ежемесячном режиме. См. Фокус на краткосрочных флоатерах (2024, 10 декабря). Финанс. <https://search.app/iaaWiiDCR8Y7J77u7>

²¹ Так, SBER CIB в рамках своего базового сценария прогнозирует ключевую ставку Банка России в размере 25 % на конец 2025 г. Однако в рискованном сценарии эта ставка может вырасти до 30 %. См. Жесткая ДКП давит на рынок. Акции и инвестиции. (2024, 10 декабря). Smart-Lab. <https://search.app/vgHUWTR5fgeAWoHN9>

прогнозе. Об этом свидетельствуют эконометрические исследования, анализирующие взаимосвязи между процентными ставками и инфляцией (ожидаемой и неожиданной) с использованием таких фискальных компонентов, как государственный долг и стоимость его обслуживания, динамика валового роста и источники покрытия дефицита и профицита бюджета, размеры спреда доходности между индексированными и неиндексированными государственными облигациями. Так, Руснак, Хавранек и Хорват (Rusnak et al., 2013), Бхаттарай, Ли и Пак (Bhattarai et al., 2016), Липер и Лейт²², Рэми (Ramey, 2016), Симс²³, Кокрейн²⁴ на основании метаанализа монетарных моделей VARs, DSGE и простых линейных уравнений подтверждают прогноз Ирвинга Фишера (Fisher, 1912), что жесткая ДКП, связанная с ростом процентных (учетных, дисконтных) ставок и процентных расходов, при росте государственного долга и отсутствии дополнительных налоговых и неналоговых источников фискальной поддержки (формирующих дополнительный бюджетный профицит) способствует росту текущей и ожидаемой инфляции.

Основой макроэкономического прогноза Банка России является Квартальная прогнозная модель (далее – КПМ), которая используется регулятором начиная с 2007 г. для среднесрочного прогнозирования, анализа и выработки рекомендаций по базовым параметрам ДКП. Впервые бюджетный блок был добавлен в КПМ через 12 лет, лишь в 2019–2021 гг., что позволило включить в расчеты параметры доходов и расходов ФБ, ограничения бюджетного правила и отклонений от них, а также негативный дискреционный шок расходов, эффекты которого, по оценкам Банка России, должны быть симметричны аналогичному «шоку спроса»²⁵. Но бюджетный блок КПМ не является достаточным, он не позволяет учитывать такие фискальные компоненты, как размер профицита бюджета, привязанный к доходности облигаций государственного сектора, размер государственного долга и объем бюджетных ассигнований, направляемых на погашение долга. Включение в КПМ этих компонентов позволит Банку России пересмотреть прогноз ожидаемой инфляции с учетом фискальной инфляции.

Данные фискальные компоненты не были включены Банком России в новую версию КПМ, опубликованную в августе 2024 г., в которой число поведенческих уравнений, характеризующих взаимосвязи между инфляцией, деловой активностью, динамикой обменного курса, процентными ставками, условиями торговли и переменными внешнего сектора, было доведено до 34²⁶. И, хотя в базовом сценарии были учтены обновленные бюджетные проектировки и решения по индексации регулируемых цен и тарифов²⁷, но они никак не были связаны с динамикой государственного долга, затратами на его обслуживание, лимитами необходимого профицита бюджета и доходностью облигаций, индексированных на уровень инфляции (линкеров), с переменным купонным доходом (флоаторов) и постоянным купонным доходом, размещенных Минфином страны²⁸. Все это в очередной раз не позволяет регулятору вернуть годовую инфляцию к цели 4 % и ее стабилизации на этом уровне в первой половине 2026 г. Это дает нам основание предположить, что возвращение инфляции к цели в первой половине 2026 г. не состоится, так как ее уровень будет намного выше. Это потребует от Банка России очередного пересмотра среднесрочного прогноза, в котором для снижения ожидаемой инфляции будет предложена более высокая ключевая ставка, с помощью которой регулятор будет стремиться достигнуть положительного прироста реальной процентной ставки в экономике.

Таким образом, в условиях отсутствия в макроэкономическом прогнозе фискальных компонентов режима ТИ Банку России будет трудно определить уровень ожидаемой инфляции, а именно в какой степени инфляция

²² Leeper, E. M., & Leith, C. (2016). Understanding Inflation as a Joint Monetary-Fiscal Phenomenon. https://bf.uchicago.edu/wp-content/uploads/Leeper_Leith_Handbook_1.pdf

²³ Sims, Ch. A. (2016). Active Fiscal, Passive Money Equilibrium in a Purely Backward-Looking Model. <http://sims.princeton.edu/yftp/FiscalTheoryGreatInflation/BackwardAFPM.pdf>

²⁴ Cochrane, J. H. (2021). A Fiscal Theory of Monetary Policy with Partially Repaid Long-Term Debt. https://static1.squarespace.com/static/5e6033a4ea02d801f37e15bb/t/60cf6474f779756d877f92ce/1624204407753/ftmp_surplus.pdf

²⁵ Орлов, А. (2021, март). Квартальная прогнозная модель России. Москва: Банк России. С. 13, 14, 21.

²⁶ Орлов, А., Шарафутдинов, А. (2024, август). Квартальная прогнозная модель России с рынком труда. Москва: Банк России.

²⁷ Банк России (2024, 25 октября). Банк России принял решение повысить ключевую ставку на 200 б.п., до 21,00 % годовых. http://www.cbr.ru/press/pr/?file=25102024_133000key.htm

²⁸ В декабре 2024 г. Минфин РФ предложил два выпуска ОФЗ-ПД серии 26248 (с погашением 16 мая 2040 г., купон 12,25 % годовых) и ОФЗ-ПК серии 29027 (с погашением 11 сентября 2036 г., ставка купонного дохода на уровне 3 мес. RUONIA), в объеме остатков доступный для размещения в указанных выпусках. См.: Размещение ОФЗ. (2024, 11 декабря). Smart-Lab. <https://search.app/leayccYMLh4xppFN7>

является монетарной, а в какой – фискальной. Поэтому включение в макроэкономический прогноз фискальных компонентов ДКП позволит ЦБ меньше реагировать на непредвиденный (временный) рост инфляции, а значит, не спешить с мерами ужесточения ДКП, чтобы избежать риска экономического спада (рецессии, подавления предложения), а организовывать режим ТИ с учетом фискальной инфляции, повышающих текущую инфляцию и делающей ее устойчивой на уровне выше цели на протяжении всего среднесрочного периода (2–3 года).

Выводы

В условиях, когда пространство для ДКП и ее инструментария сильно ограничено, действующий режим ТИ необходимо модифицировать за счет корректировок базовых характеристик этого режима, способствующих повышению достоверности макроэкономических прогнозов в части обеспечения ценовой стабильности. При этом ЦБ должен быть готов допустить большую гибкость в интерпретации целевого показателя точечной инфляции в 2,0–4,0 % за счет включения в состав своих эконометрических моделей новых базовых фискальных компонентов, позволяющих ему избежать ошибок в своей ДКП.

Переход ДКП на режим ТИ, функционирующий в условиях стимулирующей фискальной политики, позволяет ЦБ внести в свои макроэкономические прогнозы необходимые коррективы, на основании которых можно будет более точно определить ожидаемую инфляцию и процентные ставки, гарантирующие как развитие экономики, так и купирование рисков, связанных со стимулирующей фискальной политикой. Поэтому, для того чтобы правильно рассчитать достоверный уровень ожидаемой инфляции, ЦБ необходимо:

а) уменьшить реальные процентные ставки, способные сократить процентные расходы по обслуживанию государственного долга. В противном случае, не имея возможности изменить первичный профицит бюджета, более высокие процентные ставки могут привести к снижению инфляции только за счет более высокой инфляции в будущем;

б) задействовать механизм, с помощью которого ЦБ может временно снизить инфляцию, – это возможность регулятора перераспределять реальные выплаты по различным срокам погашения номинального государственного долга. При этом шоки «предложения» способны вызвать временную реакцию повышения уровня цен, но не временную реакцию снижения уровня инфляции;

в) уяснить, что повышение ключевой ставки без каких-либо изменений в фискальной политике не сможет привести к снижению инфляции даже в краткосрочной перспективе. В случае возникновения в экономике некритичных фискальных дисбалансов инфляция может расти темпами, способными обесценить накопившийся долг за счет созданных правительством первичных профицитов;

г) принять как данность, что эконометрические модели не всегда и не везде могут быть надежным инструментом управления, на который ЦБ и правительству следует всегда полагаться. Особенно это касается тех моделей, которые убеждают население и бизнес считать, что инфляция – это всегда временное явление, которое можно купировать за счет более жесткой ДКП. Но в условиях политики фискального доминирования такая ДКП становится ошибочной, так как она не в состоянии снизить риски фискальной политики, заложенные в некейнсианском макроэкономическом прогнозе ЦБ;

д) действующий режим ТИ не может быть использован для купирования макроэкономических рисков, так как временной горизонт прогнозов этого режима охватывает период 2–3 года, в то время как риски финансового цикла, как правило, формируются в течение более длительного периода времени (от 15 до 30 лет). Поэтому ЦБ крайне сложно определить, когда следует менять направленность своей ДКП, чтобы противостоять фискальным дисбалансам и системным рискам на финансовых рынках.

Список литературы

- Андрюшин, С. А. (2024). Процентная политика Банка России в условиях фискального доминирования: риски и перспективы. *Журнал Новой экономической ассоциации*, 1(62), 211–219. https://doi.org/10.31737/22212264_2024_1_211-219
- Бурлачков, В. К. (2021). «Современная денежная теория»: используемые методы анализа и парадоксальность выводов. *Вопросы экономики*, 3, 152–159. <https://doi.org/10.32609/0042-8736-2021-3-152-159>
- Aguilar, A., Cantu, C., & Ramirez, C. (2022). It takes two: fiscal and monetary policy in Mexico. *BIS Working Paper*, 1012.

Banerjee, R., Mehrotra, A., & Zampolli, F. (2022). Fiscal sources of inflation risks in EMDEs: the role of the external channel. *Twelfth BIS Consultative Council for the Americas Research Conference on “Structural changes in inflation and output dynamics after Covid and other shocks”*, Mexico City, November.

Barro, R. J., & Bianchi, F. (2023). Fiscal Influences on Inflation in OECD Countries, 2020–2022. *NBER Working Paper*, 31838. <https://doi.org/10.3386/w31838>

Barthelemy, J., Mengus, E., & Plantin, G. (2021, October). The Central Bank, the Treasury, or the Market: Which One Determines the Price Level? *CEPR Discussion Papers*, 16679, 1–63.

Bassetto, M., & Sargent, T. J. (2020). Shotgun Wedding: Fiscal and Monetary Policy. *Annual Review of Economics*, 12(1), 659–690. <https://doi.org/10.1146/annurev-economics-091319-050022>

Bhattarai, S., Lee, J. W., & Park, W. Y. (2016). Policy Regimes, Policy Shifts, and US Business Cycles. *The Review of Economics and Statistics*, 98(5), 968–983. https://doi.org/10.1162/rest_a_00556

Bianchi, F., & Melosi, L. (2014). Dormant Shocks and Fiscal Virtue. *NBER Macroeconomics Annual*, 28(1), 1–46. <https://doi.org/10.1086/674588>

Bianchi, F., & Melosi, L. (2017). Escaping the Great Recession. *American Economic Review*, 107, 1030–1058. <https://doi.org/10.1257/aer.20160186>

Blanchard, O. J., & Bernanke, B. S. (2023). What Caused the US Pandemic-Era Inflation? *National Bureau of Economic Research, Working Paper*, 31417. <https://doi.org/10.3386/w31417>

Blinder, A. S. (1999). *Central banking in theory and practice (Lionel Robbins Lectures)*. New York: MIT Press.

Boissay, F., Collard, F., Gali, J., & Manea, C. (2022). Monetary policy and endogenous financial crises. *Discussion paper. Bank for International Settlements*, 991.

Borio, C. (2024, December). Whither inflation targeting as a global monetary standard. *BIS Working Papers*, 1230.

Caramp, N., & Silva, D. H. (2023, December). Fiscal policy and the monetary transmission mechanism. *Review of Economic Dynamics*, 51, 716–746. <https://doi.org/10.1016/j.red.2023.08.001>

Cavallino, P., & Sandri, D. (2019). The expansionary lower bound: contractionary monetary easing and the trilemma. *BIS Working Papers*, 770.

Chen, X., Leeper, E. M., & Leith, C. (2022). Strategic interactions in U.S. monetary and SCAL policies. *Quantitative Economics*, 13, 593–628. <https://doi.org/10.3982/qe1678>

Chung, H., Davig, T., & Leeper, E. M. (2007). Monetary and fiscal policy switching. *Journal of Money, Credit and Banking*, 39(4), 809–842. <https://doi.org/10.1111/j.1538-4616.2007.00047.x>

Cochrane, J. (2023a, October). Expectations and the neutrality of interest rates. *BIS Working Papers*, 1136. <https://www.bis.org/publ/work1136.pdf>

Cochrane, J. H. (2022). The Fiscal Roots of Inflation. *Review of Economic Dynamics*, 45, 22–40. <https://doi.org/10.1016/j.red.2021.06.002>

Cochrane, J. H. (2023b). *The Fiscal Theory of the Price Level*. Princeton University Press.

Davig, T., & Leeper, E. M. (2006). Fluctuating macro policies and the fiscal theory. *NBER Macroeconomics Annual*, 21, 247–298.

Fisher, I. (1912). ‘The Equation of Exchange’ for 1911, and Forecast. *The American Economic Review*, 2, 302–319.

Friedman, M. (1968). The Role of Monetary Policy. *The American Economic Review*, 58, 1–17.

Gao, H., & Nicolini, J. P. (2023, August). The recent rise in us inflation: policy lessons from the quantity theory. *Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review*, 44(2). <https://doi.org/10.21034/sr.650>

Hilscher, J., Raviv, A., & Reis, R. (2021). Inflating Away the Public Debt? An Empirical Assessment. *Review of Financial Studies*, 35(3), 1553–1595. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhab018>

Hofmann, B., Manea, C., & Mojon, B. (2024, December). Targeted Taylor Rules: Some Evidence and Theory. *BIS Working Papers*, 1234, 5–6.

Leeper, E. (1991). Equilibria under ‘Active’ and ‘Passive’ Monetary Policies. *Journal of Monetary Economics*, 27(1), 129–147. [https://doi.org/10.1016/0304-3932\(91\)90007-b](https://doi.org/10.1016/0304-3932(91)90007-b)

Liu, Z., Miao, J., & Su, D. (2023, April). Fiscal stimulus under average inflation targeting. *Federal Reserve Bank of San Francisco Working Paper*, 2022-22, 7. <https://doi.org/10.24148/wp2022-22>

Lucas, R. Jr. (1980). Two Illustrations of the Quantity Theory of Money. *American Economic Review*, 70(5), 1005–1014.

Lucas, R. Jr. (2003). Macroeconomic priorities. *American Economic Review*, 93(1), 1–14. <https://doi.org/10.1257/000282803321455133>

Ramey, V. (2016). Macroeconomic Shocks and Their Propagation. In J. B. Taylor, & H. Uhlig (Eds.), *Handbook of Macroeconomics* (Vol. 2, pp. 71–162). Amsterdam: Elsevier. <https://doi.org/10.1016/bs.hesmac.2016.03.003>

Reinhart, C., Rogoff, K., & Savastano, M. (2003). Debt intolerance. *Brookings Papers on Economic Activity*, 34(1), 1–74.

Rudd, J. (2022). Why do we think that inflation expectations matter for inflation? (And should we?). *Review of Keynesian Economics*, 10(1), 25–45. <https://doi.org/10.4337/roke.2022.01.02>

Rusnak, M., Havranek, T., & Horvath, R. (2013). How to Solve the Price Puzzle? A Meta-Analysis. *Journal of Money, Credit and Banking*, 45(1), 37–70. <https://doi.org/10.1111/j.1538-4616.2012.00561.x>

Sargent, T. J. (1983a). Stopping moderate inflations: the methods of poincaré and thatcher. In R. Dornbusch & M. H. Simonsen (Eds.), *Inflation, Debt and Indexation* (pp. 54–98). MIT Press.

Sargent, T. J. (1983b). The ends of four big inflations. In R. E. Hall (Ed.), *Inflation: Causes and Effects* (pp. 41–97). The University of Chicago Press.

- Sargent, T. J. (2013). *Rational Expectations and Inflation* (3rd ed., p. 238). Princeton University Press.
- Sargent, T. J., & Wallace, N. (1981). Some Unpleasant Monetarist Arithmetic. *Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review*, 5(1), 1–17. <https://doi.org/10.21034/qr.913>
- Schmidt, S. (2024). Monetary-fiscal policy interactions when price stability occasionally takes a back seat. *ECB Working Paper Series*, 2889. <https://doi.org/10.2139/ssrn.4697557>
- Silva, A. (2024, October). Inflation in Disaggregated Small Open Economies. *Working Papers. Federal Reserve Bank of Boston*, 24–12, p. 1. <https://www.bostonfed.org/publications/research-department-working-paper.aspx>
- Sims, Ch. A. (1994). A simple model for study of the determination of the price level and the interaction of monetary and fiscal policy. *Economic Theory*, 4(3), 381–399. <https://doi.org/10.1007/bf01215378>
- Werning, I. (2022, July). Expectations and the rate of inflation. *National Bureau of Economic Research. Working Paper*, 30260.
- Woodford, M. (1994). Monetary policy and price level determinacy in a cash-in-advance economy. *Economic Theory*, 4(3), 345–380. <https://doi.org/10.1007/bf01215377>
- Woodford, M. (2003). *Interest and prices: foundations of a theory of monetary policy*. Princeton, New Jersey: Princeton University Press.

References

- Aguilar, A., Cantu, C., & Ramirez, C. (2022). It takes two: fiscal and monetary policy in Mexico. *BIS Working Paper*, 1012.
- Andryushin, S. A. Interest rate policy of the Bank of Russia in conditions of fiscally-dominant regime: Risks and prospects. *Journal of the New Economic Association*, 1(62), 211–219. (In Russ.). https://doi.org/10.31737/22212264_2024_1_211-219
- Banerjee, R., Mehrotra, A., & Zampolli, F. (2022). Fiscal sources of inflation risks in EMDEs: the role of the external channel. *Twelfth BIS Consultative Council for the Americas Research Conference on “Structural changes in inflation and output dynamics after Covid and other shocks”*, Mexico City, November.
- Barro, R. J., & Bianchi, F. (2023). Fiscal Influences on Inflation in OECD Countries, 2020–2022. *NBER Working Paper*, 31838. <https://doi.org/10.3386/w31838>
- Barthelemy, J., Mengus, E., & Plantin, G. (2021, October). The Central Bank, the Treasury, or the Market: Which One Determines the Price Level? *CEPR Discussion Papers*, 16679, 1–63.
- Bassetto, M., & Sargent, T. J. (2020). Shotgun Wedding: Fiscal and Monetary Policy. *Annual Review of Economics*, 12(1), 659–690. <https://doi.org/10.1146/annurev-economics-091319-050022>
- Bhattarai, S., Lee, J. W., & Park, W. Y. (2016). Policy Regimes, Policy Shifts, and US Business Cycles. *The Review of Economics and Statistics*, 98(5), 968–983. https://doi.org/10.1162/rest_a_00556
- Bianchi, F., & Melosi, L. (2014). Dormant Shocks and Fiscal Virtue. *NBER Macroeconomics Annual*, 28(1), 1–46. <https://doi.org/10.1086/674588>
- Bianchi, F., & Melosi, L. (2017). Escaping the Great Recession. *American Economic Review*, 107, 1030–1058. <https://doi.org/10.1257/aer.20160186>
- Blanchard, O. J., & Bernanke, B. S. (2023). What Caused the US Pandemic-Era Inflation? *National Bureau of Economic Research, Working Paper*, 31417. <https://doi.org/10.3386/w31417>
- Blinder, A. S. (1999). *Central banking in theory and practice (Lionel Robbins Lectures)*. New York: MIT Press.
- Boissay, F., Collard, F., Gali, J., & Manea, C. (2022). Monetary policy and endogenous financial crises. *Discussion paper. Bank for International Settlements*, 991.
- Borio, C. (2024, December). Whither inflation targeting as a global monetary standard. *BIS Working Papers*, 1230.
- Burlachkov, V. K. (2021). Modern Monetary Theory: Methods of analysis used and paradoxical conclusions. *Voprosy Ekonomiki*, 3, 152–159. (In Russ.). <https://doi.org/10.32609/0042-8736-2021-3-152-159>
- Caramp, N., & Silva, D. H. (2023, December). Fiscal policy and the monetary transmission mechanism. *Review of Economic Dynamics*, 51, 716–746. <https://doi.org/10.1016/j.red.2023.08.001>
- Cavallino, P., & Sandri, D. (2019). The expansionary lower bound: contractionary monetary easing and the trilemma. *BIS Working Papers*, 770.
- Chen, X., Leeper, E. M., & Leith, C. (2022). Strategic interactions in U.S. monetary and SCAL policies. *Quantitative Economics*, 13, 593–628. <https://doi.org/10.3982/qe1678>
- Chung, H., Davig, T., & Leeper, E. M. (2007). Monetary and fiscal policy switching. *Journal of Money, Credit and Banking*, 39(4), 809–842. <https://doi.org/10.1111/j.1538-4616.2007.00047.x>
- Cochrane, J. (2023a, October). Expectations and the neutrality of interest rates. *BIS Working Papers*, 1136. October. P. 1. <https://www.bis.org/publ/work1136.pdf>
- Cochrane, J. H. (2022). The Fiscal Roots of Inflation. *Review of Economic Dynamics*, 45, 22–40. <https://doi.org/10.1016/j.red.2021.06.002>
- Cochrane, J. H. (2023b). *The Fiscal Theory of the Price Level*. Princeton University Press.
- Davig, T., & Leeper, E. M. (2006). Fluctuating macro policies and the fiscal theory. *NBER Macroeconomics Annual*, 21, 247–298.
- Fisher, I. (1912). ‘The Equation of Exchange’ for 1911, and Forecast. *The American Economic Review*, 2, 302–319.
- Friedman, M. (1968). The Role of Monetary Policy. *The American Economic Review*, 58, 1–17.

- Gao, H., & Nicolini, J. P. (2023, August). The recent rise in us inflation: policy lessons from the quantity theory. *Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review*, 44(2). <https://doi.org/10.21034/sr.650>
- Hilscher, J., Raviv, A., & Reis, R. (2021). Inflating Away the Public Debt? An Empirical Assessment. *Review of Financial Studies*, 35(3), 1553–1595. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhab018>
- Hofmann, B., Manea, C., & Mojon, B. (2024, December). Targeted Taylor Rules: Some Evidence and Theory. *BIS Working Papers*, 1234, 5–6.
- Leeper, E. (1991). Equilibria under ‘Active’ and ‘Passive’ Monetary Policies. *Journal of Monetary Economics*, 27(1), 129–147. [https://doi.org/10.1016/0304-3932\(91\)90007-b](https://doi.org/10.1016/0304-3932(91)90007-b)
- Liu, Z., Miao, J., & Su, D. (2023, April). Fiscal stimulus under average inflation targeting. *Federal Reserve Bank of San Francisco Working Paper*, 2022-22, 7. <https://doi.org/10.24148/wp2022-22>
- Lucas, R. Jr. (1980). Two Illustrations of the Quantity Theory of Money. *American Economic Review*, 70(5), 1005–1014.
- Lucas, R. Jr. (2003). Macroeconomic priorities. *American Economic Review*, 93(1), 1–14. <https://doi.org/10.1257/000282803321455133>
- Ramey, V. (2016). Macroeconomic Shocks and Their Propagation. In J. B. Taylor, & H. Uhlig (Eds.), *Handbook of Macroeconomics* (Vol. 2, pp. 71–162). Amsterdam: Elsevier. <https://doi.org/10.1016/bs.hesmac.2016.03.003>
- Reinhart, C., Rogoff, K., & Savastano, M. (2003). Debt intolerance. *Brookings Papers on Economic Activity*, 34(1), 1–74.
- Rudd, J. (2022). Why do we think that inflation expectations matter for inflation? (And should we?). *Review of Keynesian Economics*, 10(1), 25–45. <https://doi.org/10.4337/roke.2022.01.02>
- Rusnak, M., Havranek, T., & Horvath, R. (2013). How to Solve the Price Puzzle? A Meta-Analysis. *Journal of Money, Credit and Banking*, 45(1), 37–70. <https://doi.org/10.1111/j.1538-4616.2012.00561.x>
- Sargent, T. J. (1983a). Stopping moderate inflations: the methods of poincaré and thatcher. In R. Dornbusch & M. H. Simonsen (Eds.), *Inflation, Debt and Indexation* (pp. 54–98). MIT Press.
- Sargent, T. J. (1983b). The ends of four big inflations. In R. E. Hall (Ed.), *Inflation: Causes and Effects* (pp. 41–97). The University of Chicago Press.
- Sargent, T. J. (2013). *Rational Expectations and Inflation* (3rd ed., p. 238). Princeton University Press.
- Sargent, T. J., & Wallace, N. (1981). Some Unpleasant Monetarist Arithmetic. *Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review*, 5(1), 1–17. <https://doi.org/10.21034/qv.913>
- Schmidt, S. (2024). Monetary-fiscal policy interactions when price stability occasionally takes a back seat. *ECB Working Paper Series*, 2889. <https://doi.org/10.2139/ssrn.4697557>
- Silva, A. (2024, October). Inflation in Disaggregated Small Open Economies. *Working Papers. Federal Reserve Bank of Boston*, 24–12, p. 1. <https://www.bostonfed.org/publications/research-department-working-paper.aspx>
- Sims, Ch. A. (1994). A simple model for study of the determination of the price level and the interaction of monetary and fiscal policy. *Economic Theory*, 4(3), 381–399. <https://doi.org/10.1007/bf01215378>
- Werning, I. (2022, July). Expectations and the rate of inflation. *National Bureau of Economic Research. Working Paper*, 30260.
- Woodford, M. (1994). Monetary policy and price level determinacy in a cash-in-advance economy. *Economic Theory*, 4(3), 345–380. <https://doi.org/10.1007/bf01215377>
- Woodford, M. (2003). *Interest and prices: foundations of a theory of monetary policy*. Princeton, New Jersey: Princeton University Press.
-

Вклад автора

Автор подтверждает, что полностью отвечает за все аспекты представленной работы.

Author's contribution

The author confirms sole responsibility for all aspects of the work.

Конфликт интересов / Conflict of Interest

Автор является членом редколлегии журнала *Russian Journal of Economics and Law*. Статья прошла рецензирование на общих основаниях / The author is a member of the Editorial Board of the *Russian Journal of Economics and Law*. The article has been reviewed on the usual terms.

История статьи / Article history

Дата поступления / Received 15.12.2024

Дата одобрения после рецензирования / Date of approval after reviewing 14.01.2025

Дата принятия в печать / Accepted 14.01.2025