

Фискальная теория денежно-кредитной политики: основные положения и рекомендации

Андрюшин Сергей Анатольевич

Институт экономики РАН, Москва, Россия, e-mail: sandr956@gmail.com

Цитирование: Андрюшин С.А. (2025). Фискальная теория денежно-кредитной политики: основные положения и рекомендации. *Terra Economicus* 23(3), 6–20. DOI: 10.18522/2073-6606-2025-23-3-6-20

В статье рассмотрены основные положения и модельный инструментарий монетарной теории денежно-кредитной политики. Показаны причины ошибок и просчетов этой теории и ее прогнозных моделей в условиях высокой инфляции. В рамках модели монетарной теории денежно-кредитной политики не удалось опровергнуть тезис Фишера: почему в условиях высокой инфляции высокие процентные ставки приводят не к снижению, а к росту инфляции. Данный тезис нашел свое подтверждение и научное обоснование только в рамках фискальной теории денежно-кредитной политики. В работе представлен ряд аксиом фискальной теории денежно-кредитной политики, связанных с повышением эффективности денежно-кредитной политики в условиях высокой инфляции. Данная теория способна сохранить не только преемственность ценовой стабильности, но и разнообразить существующий операционный инструментарий денежно-кредитной политики. Банку России необходимо в модельные расчеты бюджетного блока квартальной прогнозной модели внести коррективы – несколько дополнительных линейных уравнений, связанных с первичным профицитом бюджета, спредом доходности между номинальными и реальными облигациями, размером государственного долга и процентными платежами по обслуживанию этого долга. Банку России следует пересмотреть расчет ожидаемой инфляции, уровень которой должен быть выше на величину вмененной инфляции. Для регулирования уровня вмененной инфляции потребуются, чтобы ставки по резервам центрального банка всегда оставались меньше средневзвешенной купонной доходности государственных облигаций, а спред доходности между номинальными и реальными облигациями покрывался первичным бюджетным профицитом и не зависел от уровня процентных ставок, регулируемых рынком.

Ключевые слова: денежно-кредитная политика; инфляция; квартальная прогнозная модель; монетарная теория; процентная ставка; фискальная теория; центральный банк

Fiscal theory of monetary policy: Basic provisions and recommendations

Sergey A. Andryushin

Institute of Economics RAS, Moscow, Russia, e-mail: sandr956@gmail.com

Citation: Andryushin S.A. (2025). Fiscal theory of monetary policy: Basic provisions and recommendations. *Terra Economicus* 23(3), 6–31 (in Russian). DOI: 10.18522/2073-6606-2025-23-3-6-31

The article considers the basic principles and model tools of monetary theory. I show the reasons for errors and miscalculations in monetary theory and its forecast models in conditions of high inflation. Within the framework of the monetary model, Fisher's thesis has failed to be refuted – why, in conditions of high inflation and high interest rates, inflation tends to increase rather than decrease? This thesis was confirmed and supported scientifically only within the fiscal model of monetary policies. The paper proposes a number of fiscal theory axioms related to increasing monetary policy effectiveness in conditions of rising inflation. Fiscal policy can resolve this paradox of Fisher in conditions of growing inflation. It can maintain not only price stability but also diversify existing instruments of monetary control. The Central Bank of Russia must adjust its model calculations for the budgetary block of its quarterly forecast model by adding several additional equations related to primary budget surpluses, yield spreads between nominal and real bonds, government debt size, and interest payments on servicing this debt. It should also revise its calculation of expected inflation levels, which should be increased by the imputed rate of inflation. To regulate the level of this imputed inflations, it is necessary for Central Bank reserve rates to remain lower than weighted average bond yields, and for yield spreads to be covered by primary budget surpluses and not depend on market-regulated interest rates.

Keywords: monetary and credit policy; inflation; quarterly forecast model; monetary theory; interest rate; fiscal theory; central bank

JEL codes: H60, E69, E52, E47, E31, C50

Введение

После глобального финансового кризиса 2008–2009 гг. и особенно в период режима высокой инфляции (с 2021 г. по н. в.) вера в незыблемость основ монетарной теории денежно-кредитной политики (ДКП)¹ стала подвергаться сомнению, в том числе и среди ее самых активных последователей. В марте 2025 г. в ежеквартальном обзоре Банка международных расчетов (БМР) была опубликована статья неокейнсианцев Клаудио Борио и Маттье Чавазы «Движущие цели? Основы таргетирования инфляции, 1990–2025». Проанализировав данные операционной деятельности 26 центральных банков (ЦБ)² за последние 35 лет, ученые пришли к выводам в части пересмотра отдельных положений монетарной теории ДКП. Они предложили: а) повысить гибкость целевых процентных ставок и расширить границы временных интервалов, обеспечивающих возвращение инфляции к целевому уровню; б) включить в макроэкономический прогноз компоненты

¹ Основы монетарной теории ДКП, как одной из разновидностей неокейнсианства, наиболее полно представлены в трудах Карла Уолша, Майкла Вудфорда и Жорди Гали (Galí, 2015; Walsh, 2010; Woodford, 2003). Монетарная экономика проанализирована авторами через систему взаимосвязей между совокупным спросом, процентными ставками, валютным курсом и инфляцией.

² 11 центральных банков развитых экономик (Австралия, Канада, Еврозона, Исландия, Япония, Новая Зеландия, Норвегия, Швеция, Швейцария, Великобритания и США) и 14 ЦБ стран с формирующимся рынком (Бразилия, Чили, Чехия, Венгрия, Индонезия, Индия, Израиль, Корея, Мексика, Перу, Румыния, Филиппины, Южная Африка и Таиланд).

других целей денежно-кредитной и финансовой политики (рост занятости, налогово-бюджетные показатели и финансовую стабильность) (Borio, Chavaz, 2025).

Данные выводы опирались на аргументацию, соответствующую двухрежимному взгляду на инфляцию, который разграничивает режим низкой инфляции (1995–2019 гг.) и режим высокой инфляции (с 2020 г. по н. в.) (Borio et al., 2023). *Во-первых, для периода низкой инфляции*: уровень инфляции в развитых странах был ниже 2%, в странах с формирующимся рынком (СФР) – ниже 4% годовых; процентные ставки (и в первую очередь долгосрочные), определяемые нижней границей нулевых процентных ставок (*ZLB*)³, неуклонно снижались; во всех странах ЦБ осуществляли мягкую ДКП, а правительства – активную фискальную политику. *Во-вторых, для периода высокой инфляции*⁴: начиная с февраля 2021 г. ЦБ стали резко повышать свои процентные ставки, рост которых осуществлялся в условиях жестких пруденциальных требований, стремительного роста валюты баланса ЦБ (за счет программы покупки активов – *QE*)⁵ и государственного долга, а также роста бюджетного дефицита, падения объема производства (выпуска) и низкого уровня занятости.

Переход к режиму высокой инфляции большинство ЦБ поначалу восприняли как временное явление, так как предполагалось, что инфляция сама собой вернется к целевым показателям, и поэтому базовые параметры прогнозных макроэкономических моделей не стоит менять даже при резком росте цен. Но дальнейшие события показали, что при режиме высокой инфляции отсутствует механизм саморегулирования, присущий режиму низкой инфляции. Данный механизм способен купировать рост цен на отдельные товары, не позволяя инфляции в среднесрочном интервале превышать установленный целевой показатель. Прогнозные модели для расчета инфляции, используемые ЦБ как развитых стран, так и стран с формирующимися рынками, в течение последних 35 лет не оправдали своих ожиданий. Модельные расчеты резко отличались от фактических результатов, и связано это было с тем, что прогнозные модели разрабатывались в основном для развития экономики в условиях низкой инфляции (Reis, 2022).

В условиях высокой инфляции макроэкономические прогнозы, построенные на базе моделей монетарной теории ДКП, не смогли избежать ошибок в модельных расчетах как в части процентных ставок, ожидаемой инфляции, уровня занятости, разрыва выпуска, так и размера бюджетного дефицита и предельного уровня государственного долга. Более того, эти прогнозы, по мнению В.В. Мау, оказались не только низкоэффективными, но и даже опасными (Мау, 2022: 13). И основная причина такой оценки, по мнению ряда экспертов, состоит в том, что эти модели в условиях режима высокой инфляции так и не смогли противостоять критике Ирвинга Фишера⁶. Это когда более высокие процентные ставки приводят не к снижению, а к росту текущей инфляции (Garín et al., 2018; Cochrane, 2023a).

События конца 2024 – первой половины 2025 г. еще раз подтвердили этот вывод Фишера. Именно в этот период ЦБ держали высокие процентные ставки, ввели жесткие требования к операциям с ликвидностью на финансовом рынке для банков, домашних хозяйств и бизнеса (Carstens, 2025). При этом фискальная политика казначейств оставалась экспансионистской, способствуя быстрому росту бюджетных дефицитов и государственного долга⁷. Такая разнонаправленная политика между ЦБ и казначействами окончательно выявила ошибочность и опасность для экономики рекомендаций монетарной теории ДКП, так как при наличии жестких цен и заработных плат высокие процентные ставки привели не к снижению (как следует из моделей монетарной теории ДКП), а к постепенному росту текущей/годовой инфляции.

³ Например, ряд исследователей утверждали о возможном росте волатильности инфляции, которая наступит в период нулевых процентных ставок (Benhabib et al., 2001; Benhabib et al., 2002).

⁴ В октябре 2021 г. глобальная потребительская инфляция выросла до 4,9%.

⁵ ЦБ запустили программы покупки активов (*QE*), резко смягчили пруденциальные требования к долговым обязательствам заемщиков и стали осуществлять политику направленного руководства ДКП (*FG*) с целью снижения долгосрочных процентных ставок.

⁶ В 1911 г. Ирвинг Фишер в своей монографии «The Purchasing Power of Money» обосновал, что жесткая ДКП, связанная с ростом процентных (учетных, дисконтных) ставок и процентных расходов, при росте государственного долга и в отсутствие дополнительных налоговых и неналоговых доходов бюджета (формирующих бюджетный профицит) способствует росту текущей и будущей инфляции (Фишер, 2001).

⁷ На 25 февраля 2025 г. размер государственного долга составил (трлн долл.): в США – 36,519 (124,2% ВВП); в Китае – 15,889 (85,0% ВВП); в Японии – 11,996 (288,1% ВВП); в Великобритании – 4,113 (112,6% ВВП); во Франции – 3,979 (122,5% ВВП); в Италии – 3,864 (159,0% ВВП); в Германии – 3,510 (72,8% ВВП); в Индии – 3,645 (91,6% ВВП); в Бразилии – 2,160 (93,8% ВВП); в Канаде – 2,650 (117,0% ВВП); в России – 0,469 (21,0% ВВП). <https://www.usdebtclock.org/world-debt-clock.html> (дата обращения: 25.02.2025)

Критики тезиса Фишера может избежать только новый класс неокейнсианских моделей – агентно-ориентированные модели (*Agent-Based Models, ABMs*), ставшие, по мнению отдельных экспертов⁸, дополнительным инструментарием для составления макроэкономических прогнозов с учетом новых информационных технологий и широкой базы данных. После глобального финансового кризиса и особенно в период высокой инфляции многие ЦБ стали активно исследовать возможности данного типа моделей при составлении макроэкономических прогнозов с целью обеспечения ценовой стабильности, купирования фискальных и финансовых рисков, развития стресс-тестирования, моделирования платежных транзакций и операций клиринга, регулирования деятельности небанковских финансовых организаций, анализа влияния цифровых валют на экономический рост, трансграничные расчеты, инвестиции и занятость (Borsos et al., 2025).

Наше исследование будет построено на возможной трансформации стандартных моделей монетарной теории ДКП в новый класс неокейнсианских моделей *ABMs* с учетом включения в их состав дополнительных фискальных компонентов фискальной теории ДКП, а также возможного расширения границ временных интервалов, обеспечивающих возвращение инфляции к целевому уровню.

Данная статья структурирована следующим образом. В первом разделе рассмотрены основные положения монетарной теории ДКП. Во втором разделе дается обзор литературы и основные положения фискальной теории ДКП. В третьем разделе представлен модельный инструментарий фискальной теории ДКП. В четвертом разделе излагается инфляционный дизайн политики ценовой стабильности Банка России. В пятом разделе описывается модельный аппарат Банка России. В шестом разделе даются рекомендации в части бюджетного блока Квартальной прогнозной модели Банка России. В седьмом разделе делаются выводы, отражающие основные результаты исследования.

Монетарная теория ДКП: основные положения

Монетарная теория ДКП является мейнстримом современного неокейнсианства (Андрюшин, 2020). Данная теория традиционно связана с моделями динамического стохастического общего равновесия (*DSGE*), используемыми для количественного анализа и прогнозирования. Широкая распространенность *DSGE*-моделей основана на том, что параметры таких моделей являются структурными, так как описывают поведение экономических агентов на микроуровне, что делает эти модели инвариантными относительно критики Лукаса⁹. Параметры *DSGE*-моделей, характеризующие предпочтения и ограничения экономических агентов, устойчивы, не подвержены изменениям в результате смены экономической политики (Серков, 2015: 122–123), что делает эти модели универсальными для анализа различных вариантов ДКП.

Многие уравнения в *DSGE*-моделях изначально являются нелинейными, что не позволяет найти устойчивое равновесное состояние и условия оптимальности. Поэтому нелинейные уравнения в моделях *DSGE* лог-линеаризуются около устойчивого состояния оптимальности. Это позволяет за счет использования различных методов (например, метода Бланшара – Кана) решить систему линейных уравнений, часть из которых может быть разностными (в терминах разрывов), а также содержать ожидаемые значения переменных. Параметры или компоненты *DSGE*-моделей могут определяться как с помощью калибровки (экспертных оценок на основе статистических данных и результатов других исследований), так и за счет активного использования эконометрических методов (Зарецкий, 2012: 2).

Основу моделей монетарной теории ДКП, построенных на рациональных и адаптивных ожиданиях, монополистической конкуренции на товарных рынках, номинальной жесткости цен и заработных плат репрезентативных агентов, а также наличии жестких налогово-бюджетных ограничений, можно описать двумя линейными уравнениями (Cochrane, 2023b: 39):

⁸ Более широкий обзор исследований по *ABMs* в основном осуществляется пока в академических кругах (Axtell, Farmer, 2025).

⁹ Критика Лукаса – это ряд критических замечаний Р.Э. Лукаса, относящихся к использованию традиционных макроэконометрических моделей для анализа различных вариантов экономической политики. Лукас указал на то, что параметры таких моделей будут изменяться при изменении экономической политики вследствие изменения ожиданий и поведения рациональных экономических агентов (Lucas, 1976).

а) уравнением номинальной процентной ставки, которая определяет ожидаемую инфляцию:

$$i_t = E_t \pi_{t+1}^e, \quad (1)$$

где i_t – логарифмическая номинальная процентная ставка в момент времени t ; E_t – адаптивные ожидания в момент времени t ; π_{t+1}^e – логарифмическая ожидаемая инфляция в момент времени $t + 1$;

б) уравнением выбора равновесия, которое определяет ожидаемую инфляцию:

$$E_t(\pi_{t+1}^e - \pi_{t+1}^*) = \phi (\pi_t^e - \pi_t^*), \quad (2)$$

где π_{t+1}^* – целевая инфляция в момент времени $t + 1$; ϕ – параметр правил ДКП, на основании которого выбирается тип равновесия.

В моделях монетарной теории ДКП более высокая номинальная процентная ставка всегда означает более высокую реальную ставку:

$$i_t - \pi_t^e = i_t - \pi_{t-1}^e, \quad (3)$$

где π_t^e – ожидаемая инфляция в момент времени t ; π_{t-1}^e – логарифмическая ожидаемая инфляция в момент времени $t - 1$.

Более высокая реальная ставка предполагает более низкий выпуск, определяемый кривой IS:

$$x_t = -\sigma(i_t - \pi_t^e), \quad (4)$$

где x_t – реальный разрыв выпуска или отклонение от тренда в моделях с жесткими зарплатами и ценами; σ – стандартное отклонение.

Более низкий выпуск x_t всегда заканчивается снижением ожидаемой инфляции, фиксируемой в рамках кривой Филлипса:

$$\pi_t^e = \pi_{t-1}^e + \kappa x_t, \quad (5)$$

где κ – параметр ценовой жесткости в неокейнсианской кривой Филлипса.

Политика выбора «межвременного общего равновесия» в моделях монетарной теории ДКП занимает исключительную роль, она всегда предполагает «пассивную природу» фискальной политики. Данную пассивность описывает следующее уравнение, фиксирующее отрицательную реакцию инфляции на рост реального первичного профицита бюджета:

$$\varepsilon \sum_{s,t+1} = -\Delta E_{t+1} \pi_{t+1}^e, \quad (6)$$

где s – реальный первичный профицит бюджета или отношение профицита к ВВП; $\varepsilon \sum_{s,t+1}$ – шок, вызванный первичным профицитом в период времени $t + 1$; Δ – параметр для определения дискретного дифференциала адаптивных ожиданий.

Таким образом, все уравнения монетарной модели ДКП, как считает Дж. Кокрейн, ничем не отличаются от традиционных кейнсианских графиков кривых *IS-LM*, так как они всегда остаются в системе координат старой кейнсианской парадигмы (Cochrane, 2023b: 396), пытающейся зафиксировать взаимосвязь между снижением уровня инфляции и ростом процентной ставки¹⁰. При этом фискальная политика казначейства в этих моделях всегда остается пассивной, так как напрямую зависит от резервов (межбанковских денег) ЦБ, предлагаемых в обмен на эмитируемые гособлигации. Поэтому модели монетарной теории ДКП исключительно сосредоточены на расчетах и не предполагают переосмысление компонентной структуры макроэкономического прогноза в условиях новых фискальных вызовов.

¹⁰ Данная взаимосвязь была определена еще Кнутом Викселлем, который утверждал, что в условиях макроэкономической неопределенности ЦБ может стабилизировать уровень цен только за счет повышения процентной ставки. При этом рост процентной ставки должен всегда сопровождаться введением жестких (налогово-бюджетных) ограничений (Wicksell, 1898).

В настоящее время модель монетарной теории ДКП, включающая кривую *IS* и кривую *LM*, отдельными исследователями стала пересматриваться. Появились работы, призывающие ЦБ учитывать фискальную составляющую в процессе реализации политики ценовой стабильности. Например, Ф. Бьянки и К. Илут (Bianchi, Iltut, 2017) в модель монетарной теории ДКП добавили бюджетный блок, в который вошли государственный долг, а также фискальные правила, устанавливающие зависимость процентной политики от инфляции и разрыва выпуска. Другие исследователи (Beck-Friis, Willems, 2017) в том же контексте построили модель с мультипликатором государственных расходов, в которой противопоставили эффекты, возникающие от шоков монетарной и фискальной политики¹¹. Это позволяет проанализировать взаимосвязи между налогами и бюджетными расходами, жесткими ценами и зарплатой, процентными (учетными, дисконтными) ставками и доходами (купонными и переменными) государственных облигаций, а также правилами фискальной и монетарной политики (Bhattarai et al., 2016; Leeper, Leith, 2016¹²).

Однако в условиях режима высокой инфляции нужна принципиально иная система уравнений, способная переосмыслить произошедшие изменения в монетарной теории ДКП, позволяющая рассчитать допустимые уровни изменений ожидаемой инфляции и ключевых процентных ставок, связанных с ценовой стабильностью, а также объяснить, почему в условиях жесткой ДКП при активной фискальной политике повышение краткосрочных процентных ставок не всегда возвращает годовую инфляцию к целевому уровню в границах временных интервалов.

Ответы на эти и другие вопросы, связанные с ценовой стабильностью, могут быть получены на базе нового класса неокейнсианских моделей, формирующих свой операционный инструментарий на основе фискальной теории ДКП, в рамках которой экономическая природа современной инфляции начинает постепенно пересматриваться (Gao, Nicolini, 2024).

Обзор литературы

Фискальная теория ДКП как самостоятельное направление неокейнсианской теории появилась в начале 1980-х гг. Именно тогда двумя американскими учеными Томасом Сарджентом и Нейлом Уоллесом была опубликована серия статей, в которых утверждалось, что высокая инфляция всегда и везде является чисто фискальным явлением, так как повышение потребительских цен напрямую связано с ростом бюджетного дефицита (Sargent, Wallace, 1981; 1982; 1985).

Далее последовал целый ряд работ других ученых, объясняющих и доказывающих, что:

а) активная фискальная политика способна гарантировать стабильность инфляции, но только при одном условии – осуществлении со стороны ЦБ пассивной ДКП (Leeper, 1991; Woodford, 1995);

б) процесс снижения инфляции в условиях роста долгосрочной задолженности может быть достигнут только при наличии первичного бюджетного профицита в форме *S*-образной скользящей средней (Cochrane, 1998; Cochrane, 2001);

в) обменные курсы валют торгуемых стран должны быть напрямую связаны с уровнем фискальной инфляции в этих странах (Davig, Leeper, 2006);

г) теснота связи между правилом процентной ставки и правилом политики первичного бюджетного профицита зависит от уровня государственного долга (Davig, Leeper, 2006; Андрюшин, 2024);

д) переход ДКП к пассивному режиму и фискальной политики – к активному режиму позволяет переоценить уровень ожидаемой инфляции и границы временного интервала, обеспечивающего возвращение инфляции к целевому уровню (Sims, 1994; Chung et al., 2007);

е) в рамках активной фискальной политики доходность государственных облигаций должна регулироваться первичным профицитом бюджета, напрямую связанного со стоимостью государственного долга (Cochrane, 2023b; Андрюшин, 2025).

После глобального финансового кризиса (2008–2009 гг.) в научной литературе повысился интерес к исследованиям фискальной теории ДКП, которую часто называют фискальной тео-

¹¹ Морозов А., Власов С. (2016). О влиянии роста бюджетного дефицита на ключевую ставку Банка России. Аналитическая записка Департамента исследований и прогнозирования Банка России, № 4. https://www.cbr.ru/content/document/file/16755/analytic_note_4.pdf (дата обращения: 20.01.2025)

¹² См. также: Орлов А. (2021). Квартальная прогнозная модель России. М.: Банк России. https://www.cbr.ru/content/document/file/118791/inf_note_feb_2521.pdf (дата обращения: 20.01.2025)

рией уровня цен (*The Fiscal Theory of the Price Level, FTPL*) (Bianchi, Melosi, 2013; Buiter, 2017; Bassetto, Sargent, 2020; Cochrane, 2023b). Квинтэссенция этой теории сводится к двум базовым постулатам: 1) инфляция регулируется не только монетарными, но и фискальными инструментами; 2) в условиях экономической рецессии невозможно снизить инфляцию и инфляционные ожидания без активной фискальной поддержки правительства. И хотя между представителями фискальной теории ДКП по некоторым вопросам существуют отдельные «разночтения»¹³, всех их объединяет один общий тезис – повышение процентной ставки без изменений фискальной составляющей в ДКП не способно привести текущую инфляцию к заданному целевому уровню в существующих границах временных интервалов.

Таким образом, фискальная теория ДКП, по мнению Дж. Кокрейна, способна в условиях роста инфляции сохранить не только преемственность ценовой стабильности как главной цели ЦБ, но и разнообразить существующий операционный инструментарий ДКП. Это означает, что в условиях режима высокой инфляции ценовая стабильность может достигаться не только при помощи ключевой процентной ставки, но и спреда доходности между индексированными и неиндексированными государственными облигациями, регулирования первичного профицита и размера государственного долга, а также более широких границ временного интервала, обеспечивающих возвращение годовой инфляции к установленной цели (Cochrane, 2023b: 13, 90, 102, 353).

Модельный инструментарий фискальной теории ДКП¹⁴

Фискальная политика позволяет казначейству создавать в экономике новые деньги (Бурлачков, 2021), которые стимулируют рост потребительских цен и инфляции. Правительство эмитирует деньги для выплаты процентов по номинальному государственному долгу, аккумулируя их на бюджетных счетах казначейства в виде резервов (денег ЦБ) под новые долговые обязательства. При этом не следует отождествлять операции ЦБ на открытом рынке и операции, связанные с выкупом новых казначейских облигаций, хотя в том и другом случаях правительство обменивает деньги ЦБ (резервы) на государственный долг. Казначейские выпуски обычно финансируют бюджетный дефицит, увеличивая доходы от размещения государственных облигаций. В свою очередь, операции на открытом рынке не финансируют бюджетный дефицит и, соответственно, не увеличивают доходы бюджета.

Таким образом, бюджетный дефицит, покрываемый за счет денег казначейства, способствующих формированию первичного бюджетного профицита, не вызывает инфляцию, и наоборот, бюджетный дефицит, покрываемый за счет чистой эмиссии ЦБ, приводит к росту неожиданной или фискальной инфляции. Указанные взаимосвязи между монетарными и фискальными процессами регулирования инфляции или уровня цен очень наглядно продемонстрировал в своей монографии Дж. Кокрейн (Cochrane, 2023b: 149).

Для расчета ожидаемой инфляции (π_t), номинальных процентных ставок (i_t) и разрыва выпуска (x_t) им были предложены три уравнения:

$$\pi_t = \beta E_t \pi_{t+1} + \kappa x_t, \quad (7)$$

где π_t – логарифмическая ожидаемая инфляция в момент времени t ; β – коэффициент дисконтирования; E_t – ожидания в момент времени t ; κ – параметр ценовой жесткости неокейнсианской кривой Филлипса.

$$i_t = \theta_{in} \pi_t + \theta_{ix} x_t + u_{i,t}, \quad (8)$$

¹³ Вот некоторые вопросы: нет единого мнения по уровню реальных процентных ставок, снижающих инфляцию, и уровню реальных процентных ставок, повышающих расходы правительства и инфляцию (Buiter, 2017); фискальная теория ДКП предполагает наличие у правительства полномочий нарушать правило бюджетных ограничений по неравновесным ценам, подтверждая тем самым идею о том, что уравнение оценки государственного долга всегда является бюджетным ограничением (Ljungqvist, Sargent, 2018).

¹⁴ Данный параграф будет рассмотрен на базе варианта фискальной теории ДКП, представленного проф. Джоном Х. Кокрейном в его монографии «*The Fiscal Theory of the Price Level*», опубликованной в Принстонском университете в 2023 г. Дж. Кокрейн (John H. Cochrane) – старший научный сотрудник Института Гувера в Стэнфорде, профессор Школы бизнеса Бута Чикагского университета. Область научных интересов – макроэкономика и теория финансов (см.: <https://www.johnhcochrane.com>).

где $\theta_{i\pi}$ – коэффициент, используемый при определении параметров процентной политики и инфляции; θ_{ix} – коэффициент, используемый при определении параметров процентной политики и разрыва выпуска; $u_{i,t}$ – коррелированные возмущения регрессии по процентной ставке в момент времени t .

$$x_t = E_t x_{t+1} - \sigma (i_t - E_t \pi_{t+1}), \quad (9)$$

где x_t – разрыв выпуска в момент времени t или отклонение от тренда, используемый в моделях с жесткими ценами; σ – эластичность межвременного замещения.

Другие три уравнения позволили Кокрейн расчитать первичный бюджетный профицит ($\tilde{s}_{t+1}$), реальную стоимость государственного долга (ρv_{t+1}) и номинальную доходность государственных облигаций (r_{t+1}^n):

$$\tilde{s}_{t+1} = \theta_{s\pi} \pi_{t+1} + \theta_{sx} x_{t+1} + \alpha v_t + u_{s,t+1}, \quad (10)$$

где $\tilde{s}_{t+1}$ – реальный первичный бюджетный профицит, выраженный в реальной стоимости государственного долга в момент времени $t+1$; $\theta_{s\pi}$ – коэффициент, используемый при определении параметров первичного профицита и ожидаемой инфляции; θ_{sx} – коэффициент, используемый при определении параметров первичного профицита и разрыва выпуска; α – коэффициент первичного профицита, адаптированный к долгу при активной фискальной политике; v_t – количество государственных облигаций, выпущенных в момент времени t ; $u_{s,t}$ – коррелированные возмущения регрессии по первичному бюджетному профициту в момент времени $t+1$.

$$\rho v_{t+1} = v_t + r_{t+1}^n - \pi_{t+1} - \tilde{s}_{t+1}, \quad (11)$$

где p – цена гособлигации; v_{t+1} – количество государственных облигаций, выпущенных в момент времени $t+1$; r_{t+1}^n – логарифмическая номинальная доходность облигаций в момент времени $t+1$; $\tilde{s}_{t+1}$ – реальный первичный бюджетный профицит, выраженный в реальной стоимости долга в момент времени $t+1$.

$$r_{t+1}^n = \omega q_{t+1} - q_t, \quad (12)$$

где q_t – логарифм цены облигации или пропорциональное отклонение цены облигации от устойчивого состояния в момент времени t ; ω – параметр, определяющий структуру погашения государственного долга.

Анализируя взаимозависимости между инфляцией, процентными ставками и разрывом выпуска, с одной стороны, государственным долгом, первичным профицитом бюджета и номинальной доходностью государственных облигаций, с другой стороны, Кокрейн сформулировал ряд аксиом фискальной теории ДКП, соблюдение которых способно повысить эффективность ДКП в условиях режима высокой инфляции.

Во-первых, в условиях активного роста государственного долга, задающего уровень цен и неожиданной/фискальной инфляции, ДКП ЦБ, учитывая требование спроса на деньги, должна оставаться пассивной, а фискальная политика – активной.

Во-вторых, первичный бюджетный профицит, направляемый на погашение государственного долга, способен снижать стоимость государственного долга, в то время как бюджетный дефицит его увеличивать.

В-третьих, правительство не должно наращивать государственный долг без создания первичного профицита, иначе оно будет способствовать снижению цены облигаций, повышению номинальных процентных ставок, росту потребительских цен и текущей инфляции.

В-четвертых, снижения потребительских цен и текущей инфляции можно достигнуть, если реальная стоимость государственного долга будет соответствовать текущей стоимости первичного профицита бюджета.

В-пятых, номинальная стоимость облигаций должна регулироваться таким образом, чтобы реальные процентные ставки (ставки по резервам) всегда оставались меньше средневзвешенной купонной доходности государственных облигаций.

В-шестых, стремительный рост государственного долга и бюджетных дефицитов, наблюдаемых в последние годы во многих юрисдикциях, способствовал возникновению фискальной инфляции, ставшей основным драйвером роста текущей и годовой инфляции.

В-седьмых, в трансмиссионный механизм (ТМ) ДКП необходимо периодически вносить коррективы, а именно дополнять монетарные инструменты регулирования инфляции фискальными инструментами, способствующими возвращению годовой инфляции к целевому уровню.

Дизайн политики ценовой стабильности Банка России

Ценовая стабильность, или устойчиво низкая инфляция, является главной целью ДКП Банка России. Данная цель на протяжении последних 10 лет, начиная с 2015 г., реализуется российским ЦБ в рамках режима таргетирования инфляции (ТИ), базовыми инструментами которого являются ключевая ставка и инфляционные ожидания относительно ее будущей динамики. Теоретическую основу режима ТИ составляет монетарная теория ДКП, а практическую – рекомендации макроэкономического прогноза, в основе которого находятся результаты модельных расчетов динамики различных факторов, влияющих на ожидаемую инфляцию¹⁵.

В условиях режима высокой инфляции Банк России пытается решить проблемы низкой и стабильной инфляции за счет ужесточения ДКП (повышения ключевой ставки и введения ограничений на рынке кредитования и долгового заимствования) и нормализации (консолидации) бюджетной политики (совместно с Правительством РФ). Это, по мнению Банка России, способно вернуть годовую инфляцию к 4,0% в границах временных интервалов (от трех до шести кварталов), установленных регулятором. Банк России фиксирует цель по инфляции в виде точечного значения (точки), а в качестве показателя использует ИПЦ, на основе которого определяются темпы прироста годовой инфляции.

В период 2017–2020 гг. Банку России удавалось удерживать годовую инфляцию около 4% и в отдельные интервалы даже ниже цели, но это был общий мировой тренд, связанный с периодом низкой инфляции и низких процентных ставок, который захватил и российскую экономику. В дальнейшем ситуация в российской экономике резко изменилась, инфляция и процентные ставки стали резко расти, особенно с 2021 г. из-за последствий, вызванных пандемией *COVID-19*, приведших к возникновению дисбаланса спроса и предложения как на глобальном, так и суверенном уровне. Действие новых антироссийских санкций и ответных ограничений движения товаров, услуг и капиталов привело к росту инфляции. В апреле 2022 г. она уже составляла 17,83% в год, и хотя в дальнейшем стала снижаться, но все равно сильно превышала целевой уровень (за исключением лишь одного квартала, с марта по июль 2023 г.). В этих условиях, следуя логике монетарной теории ДКП, Банк России приступил к повышению ключевой процентной ставки.

В период действия высокой инфляции и высоких процентных ставок (с 2021 г. по н. в.) или в течение более 18 кварталов Банк России так и не смог вернуть годовую инфляцию к целевому уровню. В этот период он часто пересматривал сроки возвращения инфляции к цели, заявляя об этом в своих пресс-релизах. По мнению совета директоров Банка России, возвращение инфляции к целевому значению требует более продолжительного времени поддержания жестких денежно-кредитных условий (связанных в первую очередь с ростом процентных ставок, введением лимитов для банков и повышением требований к заемщикам) в экономике. По прогнозу Банка России (на 25 июля 2025 г.), планируется, что годовая инфляция снизится до 6–7% в 2025 г., вернется к своему целевому уровню 4% годовых только в 2026 г. и будет находиться на этом уровне в дальнейшем¹⁶. Как видно, инфляция за анализируемый период не снизилась до своего

¹⁵ Банк России (2024). О чем говорят тренды. Макроэкономика и рынки. Бюллетень Департамента исследований и прогнозирования, № 8, декабрь. М., с. 3, 4.

¹⁶ Банк России принял решение снизить ключевую ставку на 200 б.п., до 18,00% годовых. Банк России, 25.07.2025. https://www.cbr.ru/press/pr/?file=25072025_133000key.htm (дата обращения: 25.07.2025)

целевого уровня, хотя прошло 4,5 года¹⁷. Можно предположить, что годовая инфляция не достигнет целевого уровня и в 2026 г., о чем свидетельствуют данные опроса 000 «инФ0М», согласно которым ожидаемая инфляция в ближайшие 12 месяцев способна достигнуть уровня 12,9%¹⁸.

Превышение целевого уровня инфляции в России обеспечивала в первую очередь мягкая фискальная политика Правительства РФ, которая с каждым годом становилась все более интенсивной. Так, например, общие расходы Правительства РФ, запланированные на 2025 г. в рамках федерального бюджета на 2025–2027 гг., превысили общие расходы Правительства, планируемые в рамках федерального бюджета на 2024–2026 гг.¹⁹, на 8,0 трлн руб., т.е. с 33,5 трлн до 41,5 трлн руб. соответственно²⁰. Такой повышательный тренд показывает, что планируемые показатели трехлетнего федерального бюджета на 2025–2027 гг. в дальнейшем, скорее всего, будут пересмотрены как в части дефицита бюджета (1,2, 2,2 и 2,8 трлн руб. соответственно), внутренних государственных заимствований для покрытия дефицита бюджета (4,8, 5,1 и 5,2 трлн руб.), размера государственного долга (35,4, 40,0 и 45,0 трлн руб.), так и объема бюджетных ассигнований, направляемых на погашение государственного долга (1,4, 1,3 и 1,3 трлн руб.)²¹, и средней доходности облигаций, размещаемых Минфином РФ в 2025–2027 гг.²²

Предварительные результаты по федеральному бюджету за январь–июль 2025 г. подтверждают это предположение. Так, по предварительным оценкам Минфина РФ, дефицит федерального бюджета за январь–июль 2025 г. составил 4,879 трлн руб. или 2,2% ВВП, что превысило на 1,098 трлн руб. новые параметры дефицита бюджета на 2025 г. (увеличенные в 3,16 раза, с 1,2 трлн руб.), утвержденные Правительством РФ 24.06.2025 г. 152-ФЗ²³. Такому приросту дефицита способствовали как низкие доходы (20,315 трлн руб.), так и высокие расходы, которые выросли до 25,194 трлн руб., превысив уровень предыдущего года на 20,8%. Одновременно происходило активное наращивание государственного долга. Для финансирования дефицита федерального бюджета Минфин России разместил ОФЗ по номиналу в I кв. на 1,403 трлн руб. (при плане 1,0 трлн руб.), в II кв. – 1,465 трлн руб. (при плане 1,3 трлн руб.). В III кв. Минфин России собирается разместить ОФЗ объемом 1,5 трлн руб., запланировав для этого 13 аукционов. При этом на аукционах будут предлагаться ОФЗ со сроком погашения до 10 лет на 500 млрд руб., а также от 10 лет – на сумму до 1 трлн руб.²⁴

Таким образом, жесткая ДКП Банка России в условиях активной фискальной политики Правительства приводит к повышению предельных издержек производства продукции, которые переносятся российскими производителями на цены. Это приводит к росту инфляции, что вынуждает Банк России повышать ключевую ставку, автоматически влияющую на срочные процентные ставки финансового рынка, котировки ценных бумаг, процентные расходы на обслуживание государственного долга²⁵ и обменный курс рубля. Все это свидетельствует о том, что расчеты

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 Банк России (2025). Инфляционные ожидания и потребительские настроения, № 3, март. М., с. 4.

¹⁹ Минфин России (2023). О внесении проекта Федерального закона «О федеральном бюджете на 2024 год и на плановый период 2025 и 2026 годов». <http://publication.pravo.gov.ru/document/0001202407120008> (дата обращения: 12.02.2025)

²⁰ Предварительная оценка исполнения федерального бюджета за январь 2025 года. https://minfin.gov.ru/ru/press-center/?id_4=39595-predvaritelnaya_otsenka_ispolneniya_federalnogo_byudzheta_za_yanvar_2025_goda (дата обращения: 12.02.2025)

²¹ Государственная Дума (2024). Законопроект «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> (дата обращения: 12.02.2025)

²² 14 февраля 2025 года Банк России ЦБ ухудшил прогноз по среднему уровню ключевой процентной ставки в 2025 г. с 17–20% на 19–22%. Это означает, что в условиях роста процентных ставок и активной фискальной политики Правительства купонная доходность государственных облигаций будет расти. И если на 30 декабря 2024 г. доходность по краткосрочным облигациям (до 1 года) колебалась от 18,8 до 18,58%, по среднесрочным (1–3 года) – от 18,06 до 17,48%, по долгосрочным (свыше 3 лет) – от 16,53 до 13,9%, в 2025 г. государственные облигации по всем категориям способны обеспечить своим держателям доходность по ставкам от 20% годовых и выше (см.: Бюллетень долгового рынка. Выпуск VI: итоги 2024 года, 28.01.2025, с. 7). https://www.acra-ratings.ru/upload/iblock/e59/avzndxsfx0x1glj4wmo328ffewmiidqha/20250128_Fixed-income_comment.pdf (дата обращения: 12.02.2025)

²³ Предварительная оценка исполнения федерального бюджета за январь–июль 2025 г. https://minfin.gov.ru/ru/press-center/?id_4=39852-predvaritelnaya_otsenka_ispolneniya_federalnogo_byudzheta_za_yanvar-iyul_2025_goda (дата обращения: 12.08.2025)

²⁴ Минфин увеличил план размещения ОФЗ на третий квартал 2025 года до 1,5 трлн рублей. <https://www.forbes.ru/finansy/540799-minfin-uvelicil-plan-razmesenia-ofz-na-tretij-kvartal-2025-goda-do-1-5-trln-rublej> (дата обращения: 12.08.2025)

²⁵ По расчетам ЦМАКП, за период 2019–2025 гг. расходы на обслуживание госдолга выросли на 249%, опередив увеличение расходов на национальную оборону (рост на 213%) или социальную политику (рост на 114%). См.: Платежи по госдолгу растут быстрее расходов на оборону. https://www.ng.ru/economics/2025-08-03/1_4_9307_debt.html (дата обращения: 03.08.2025)

макроэкономического прогноза Банка России, осуществляемые в рамках его модельного аппарата, нуждаются в корректировке.

Модельный аппарат Банка России

Начиная с 2007 г. расчеты макроэкономического прогноза Банка России проводятся на основе Квартальной прогнозной модели (далее – КПМ), в рамках которой осуществляется анализ и выработка рекомендаций по базовым параметрам ДКП. Данная модель основана на приведенной форме лог-линеаризованной простой неокейнсианской *DSGE*-модели для малой открытой экономики. Две ключевые предпосылки, обуславливающие отсутствие нейтральности денег в кратко- и среднесрочном периодах, формируют основу российских КПМ: предложение о несовершенной конкуренции на товарных рынках и предложение о жесткости цен. Именно данные предпосылки, определяющие особенность трансмиссионного механизма (ТМ) ДКП, влияют на реальные процессы в экономике и инфляцию через изменение номинальных процентных ставок²⁶.

Для анализа взаимосвязи между компонентами (с использованием переменных в разрывах²⁷) КПМ (инфляцией, деловой активностью, динамикой обменного курса, процентными ставками, условиями торговли, бюджетом, кредитом и переменными внешнего сектора) используется система линейных уравнений, задействованная в рамках шести структурных блоков: (1) динамики инфляции или кривой Филлипса⁴ (2) совокупного спроса: внутреннего спроса, экспорта и импорта; (3) обменного курса как модификации паритета процентных ставок; (4) правила Тейлора, определяющего алгоритм формирования ключевой ставки; (5) бюджетного импульса и (6) кредитного импульса. При этом параметризация уравнений осуществляется в КПМ при помощи метода калибровки, позволяющего получать оценку параметра даже при наличии коротких рядов данных и структурных сдвигов²⁸.

В данном исследовании нас будет интересовать только бюджетный блок КПМ, в рамках которого нас будут интересовать фискальные компоненты, определяющие взаимовлияние текущей/годовой инфляции и процентных ставок. Уравнения, включенные Банком России в бюджетный блок, используются для расчета следующих компонентов: бюджетного импульса со стороны совокупных доходов (ненефтегазовых и нефтегазовых) бюджетной системы, связанных и не связанных с импортом; бюджетного импульса со стороны совокупных расходов (процентных и непроцентных) бюджетной системы; совокупного бюджетного импульса (уравнение 13); а также установленных ограничений бюджетного правила и отклонений от него, в том числе в результате негативного дискреционного шока расходов, эффекты которого, по оценкам Банка России, должны быть симметричны аналогичному «шоку спроса»²⁹:

$$\begin{aligned} budget_{impulse} = & -mult_1 \cdot Impulse_{IR}_t^{ru} - mult_2 \cdot Impulse_{NIR}_t^{ru} - mult_3 \cdot \\ & Impulse_{OR}_t^{ru} + mult_4 \cdot Impulse_{NIE}_t^{ru} + mult_5 \cdot Impulse_{IE}_t^{ru}, \end{aligned} \quad (13)$$

где $budget_{impulse}$ – совокупный бюджетный импульс; $Impulse_{IR}_t^{ru}$ – бюджетный импульс со стороны доходов бюджета, связанных с импортом (акцизы, НДС, таможенные пошлины и др.); $Impulse_{NIR}_t^{ru}$ – бюджетный импульс со стороны доходов бюджета, не связанных с импортом (налог на прибыль, НДФЛ, безвозмездные поступления, платежи от приватизации и пр.); $Impulse_{OR}_t^{ru}$ – бюджетный импульс со стороны нефтегазовых доходов; $Impulse_{NIE}_t^{ru}$ – бюджетный импульс со стороны непроцентных расходов (расходов, складывающихся выше уровня, определяемого бюджетным правилом в нестандартных ситуациях); $Impulse_{IE}_t^{ru}$ – бюджетный импульс со стороны процентных расходов (расходов, связанных с финансированием бюджетного дефицита за счет займов); $mult_{1,2,3,4,5}$ – доля нефтегазовых доходов, связанных с импортом и не связанных с импортом, а также процентных и непроцентных расходов в совокупном бюджетном импульсе соответственно.

²⁶ Орлов, 2021, указ. соч., с. 4.

²⁷ Под разрывом понимается отклонение фактического показателя от трендового значения, определяемого фундаментальными факторами. В модели трендовые значения выделяются при помощи многомерного фильтра Кальмана.

²⁸ Нелобина А. (2024). Квартальная прогнозная модель Департамента исследований и прогнозирования. Октябрь. М.: Банк России, с. 4.

²⁹ Орлов, 2021, указ. соч., 12–16, 29.

Все уравнения бюджетного блока КПМ представлены в уровнях, а не терминах разрывов, как это предусмотрено для параметров во всех остальных уравнениях КПМ. При этом уравнения для каждой компоненты доходов и расходов бюджетного блока фиксируют отдельный фискальный показатель, имеющий расчетное значение. Одновременно фиксируется и наблюдаемое значение этого показателя, которое берется из официальной статистики. Разница между наблюдаемым и расчетным значениями называется в КПМ необъяснимым остатком. Поэтому бюджетный импульс представляет собой сумму накопленных за анализируемый период этих необъяснимых фискальных остатков (ε_t^{imp} , ε_t^{no-imp} , ε_t^{oil} , ε_t^{NIE} , ε_t^{IE}), которые в течение шести кварталов постепенно должны обнуляться³⁰.

Но этих данных, входящих в бюджетный блок, недостаточно для того, чтобы понять, почему в условиях режима высокой инфляции рост процентных ставок не снижает, а повышает текущую/годовую инфляцию. Инфляция не может быть снижена в условиях роста процентных ставок, так как высокие процентные ставки всегда приводят к росту дефицита бюджета и государственного долга на его покрытие, а также процентных расходов по обслуживанию этого долга.

Бюджетный блок КПМ: рекомендации для Банка России

Для того чтобы решить проблему приемлемого соотношения уровней инфляции и процентных ставок в условиях режима высокой инфляции и политики фискального доминирования, необходимо, по нашему мнению, в модельные расчеты КПМ внести следующие коррективы. В частности, включить в бюджетный блок КПМ несколько дополнительных линейных уравнений, описывающих динамику оптимальной взаимосвязи между первичным профицитом бюджета, спредом доходности между индексированными и неиндексированными государственными облигациями, допустимым размером государственного долга и процентными платежами по обслуживанию этого долга. В качестве спреда доходности между индексированными и неиндексированными государственными облигациями можно использовать показатель вмененной инфляции, официально рассчитываемый Банком России. Данный показатель является приблизительной оценкой инфляционных ожиданий или непредвиденной/фискальной инфляции, заложенной в цены ОФЗ и возникающей в результате финансирования ЦБ бюджетного дефицита.

Банк России определяет вмененную инфляцию (уравнение 14) как средний уровень будущей инфляции, который уравнивает сумму дисконтированных потоков платежей по индексированной бумаге (ОФЗ-ИН) со стоимостью ближайшей по дате погашения номинальной облигации с постоянным доходом (ОФЗ-ПД)³¹ или, другими словами, когда ожидания доходности номинальных (ОФЗ-ПД) и реальных (ОФЗ-ИН) облигаций по дате погашения совпадают³²:

$$\text{Вмененная инфляция } (\approx \text{оценка ожидаемой инфляции}) = \frac{\text{доходность к погашению}_{\text{ОФЗ-ПД}} - \text{доходность к погашению}_{\text{ОФЗ-ИН}}}{\text{ОФЗ-ИН}} \quad (14)$$

В настоящее время уровень вмененной инфляции в российской экономике довольно высок³³, так как он существует в отрыве от динамики других компонентов фискальной политики. Это, по нашему мнению, и не позволяет Банку России закорить инфляционные ожидания и обеспечить возвращение годовой инфляции к целевому уровню в рекомендуемой среднесрочной перспективе. Поэтому в модельные расчеты бюджетного блока КПМ требуется внести соответствующие коррективы. Во-первых, включить систему уравнений, объясняющую взаимосвязь между вмененной инфляцией, первичным профицитом бюджета, размером государственного долга и динамикой процентных платежей, направляемых на обслуживание этого долга. Во-вторых, номинальная стоимость госу-

³⁰ Нелюбина, 2024, указ. соч., с. 10–11.

³¹ Банк России (2024). Обзор финансовых инструментов. 2023 год. Аналитический материал. М.: Банк России, с. 8.

³² Банк России (2021). Оценка вмененной инфляции из цен на индексированные на инфляцию облигации. Методологический комментарий. Январь. М.: Банк России, с. 4.

³³ По оценкам Банка России, средняя вмененная инфляция на ближайшие три года, до февраля 2028 г., рассчитанная на основе соотношения доходностей ОФЗ-ПД и ОФЗ-ИН с одинаковыми датами погашения, в январе 2025 г. снизилась до минимума с августа 2022 г. В среднем за месяц она составила 5,6% (–0,8 п.п. м/м; –1,5 п.п. г/г). Напротив, на более дальние сроки вмененная инфляция увеличилась. Так, на период 2028–2030 гг. она составила 7,0% (+0,7 п.п. м/м; +0,4 п.п. г/г), на период 2030–2032 гг. – 8,5% (+0,7 п.п. м/м; +0,5 п.п. г/г) (см.: Банк России (2025). Инфляционные ожидания и потребительские настроения, № 1, январь. М., с. 6).

дарственных облигаций должна регулироваться таким образом, чтобы реальные процентные ставки (ставки по резервам ЦБ) всегда оставались меньше средневзвешенной купонной доходности государственных облигаций. В-третьих, спред доходности между номинальными (ОФЗ-ПД) и реальными (ОФЗ-ИН) облигациями должен регулироваться и покрываться за счет стоимости первичного бюджетного профицита, гарантирующего стабильный уровень цен в экономике.

В условиях режима высокой инфляции спред доходности между номинальными (ОФЗ-ПД) и реальными (ОФЗ-ИН) облигациями должен использоваться Банком России в качестве дополнительного операционного инструментария ДКП. Это позволит в среднесрочной перспективе закорить инфляционные ожидания, скорректировать расчет уровня ожидаемой инфляции (уравнения 7 и 14) за счет непредвиденной инфляции (вмененной или фискальной), определяемой уравнениями расчета первичного профицита бюджета (уравнение 10) и государственного долга (уравнение 11). Иначе, покупка номинальных облигаций (ОФЗ-ПД) (уравнение 12) без наличия в бюджете достаточного первичного профицита всегда будет побуждать Банк России отодвигать срок возвращения годовой инфляции от установленной цели.

Таким образом, в условиях режима высокой инфляции Банку России следует пересмотреть макроэкономический прогноз расчета ожидаемой инфляции, уровень которой включает величину вмененной инфляции. Для регулирования последней потребуется дополнительный операционный инструментарий – спред доходности между ОФЗ-ПД и ОФЗ-ИН, который должен покрываться первичным профицитом и не зависеть от уровня процентных ставок в экономике. Это означает, что Банку России в условиях режима высокой инфляции не следует реагировать на непредвиденную инфляцию повышением ключевой ставки, сдерживающей развитие экономики. В этих условиях российский регулятор вместе с Минфином России должен будет отслеживать и регулировать спред доходности между ОФЗ-ПД и ОФЗ-ИН, а также фиксировать более расширенные границы временных интервалов, обеспечивающих возвращение годовой инфляции к цели.

Выводы

В условиях режима высокой инфляции незыблемость фундаментальных основ монетарной теории денежно-кредитной политики стала подвергаться критике. Во-первых, в рамках модели монетарной теории денежно-кредитной политики не был опровергнут тезис Фишера – почему в условиях режима высокой инфляции высокие процентные ставки приводят не к снижению, а к росту инфляции. Во-вторых, не удалось избежать ошибок в модельных расчетах как в части процентной политики, так и ожидаемой инфляции, разрыва выпуска, размера бюджетного дефицита, предельного уровня государственного долга и размера процентных платежей по обслуживанию этого долга.

В условиях режима высокой инфляции нужна иная теория регулирования инфляции и процентных ставок, а именно фискальная теория ДКП, которая способна сохранить не только преемственность ценовой стабильности как главной цели ЦБ, но и разнообразить существующий операционный инструментарий ДКП для достижения этой цели. Это означает, что ценовая стабильность может достигаться не только за счет регулирования ключевой процентной ставки, но и при помощи дополнительного операционного инструментария – спреда доходности между индексированными и неиндексированными государственными облигациями.

Для того чтобы решить проблему приемлемого соотношения уровней инфляции и процентных ставок в условиях режима высокой инфляции, Банку России необходимо в модельные расчеты бюджетного блока КПМ внести коррективы – несколько дополнительных линейных уравнений, описывающих динамику оптимальной взаимосвязи между первичным профицитом бюджета, спредом доходности между номинальными (ОФЗ-ПД) и реальными (ОФЗ-ИН) облигациями, размером государственного долга и процентными платежами по обслуживанию этого долга.

Банку России следует пересмотреть макроэкономический прогноз расчета ожидаемой инфляции, уровень которой включает величину вмененной инфляции. Для регулирования последней потребуется, чтобы реальные процентные ставки (ставки по резервам ЦБ) всегда оставались меньше средневзвешенной купонной доходности государственных облигаций, а спред доходности между ОФЗ-ПД и ОФЗ-ИН покрывался первичным бюджетным профицитом и не зависел от уровня процентных ставок в экономике. Это позволит Банку России в условиях режима высокой

инфляции не реагировать на непредвиденную или фискальную инфляцию повышением ключевой ставки, сдерживающей развитие российской экономики.

Литература / References

- Андрюшин С.А. (2020). Деньги – это творение государства или рынка? (О «современной денежной теории», изложенной в учебнике У. Митчелла, Л.Р. Рея и М. Уоттса «Макроэкономика»). *Вопросы экономики* (6), 121–134. [Andryushin, S. (2020). Is money the creation of the state or the market? (On the “modern monetary theory” as described in the textbook by W. Mitchell, L.R. Wray and M. Watts “Macroeconomics”). *Voprosy Ekonomiki* (6), 121–134 (in Russian)]. DOI: 10.32609/0042-8736-2020-6-121-134
- Андрюшин С.А. (2024). Процентная политика Банка России в условиях фискального доминирования: риски и перспективы. *Журнал Новой экономической ассоциации* (1), 211–219. [Andryushin, S. (2024). Interest rate policy of the Bank of Russia in conditions of fiscally-dominant regime: Risks and prospects. *Journal of the New Economic Association* (1), 211–219 (in Russian)]. DOI: 10.31737/22212264_2024_1_211-219
- Андрюшин С.А. (2025). Таргетирование инфляции в условиях фискального стимулирования. *Russian Journal of Economics and Law* **19**(1), 21–36. [Andryushin, S. (2025). Inflation targeting in the context of fiscal stimulation. *Russian Journal of Economics and Law* **19**(1), 21–36 (in Russian)]. DOI: 10.21202/2782-2923.2025.1.21-36
- Бурлачков В.К. (2021). «Современная денежная теория»: используемые методы анализа и парадоксальность выводов. *Вопросы экономики* (3), 152–159. [Burlachkov, V. (2021). Modern monetary theory: Methods of analysis used and paradoxical conclusions. *Voprosy Ekonomiki* (3), 152–159 (in Russian)]. DOI: 10.32609/0042-8736-2021-3-152-159
- Зарецкий А. (2012). *Методология построения, разрешения и оценки параметров DSGE-моделей*. Рабочий материал Исследовательского центра ИПМ, WP/12/05. [Zaretsky, A. (2012). *Methodology for construction, resolution and estimation of parameters of DSGE models*. Center for Research, Forecasts and Monitoring Working Papers № WP/12/05 (in Russian)]. <http://www.research.by/webroot/delivery/files/wp2012r05.pdf> (дата обращения: 20.01.2025)
- Мау В.А. (2022). Экономическая политика в условиях пандемии: опыт 2021–2022 гг. *Вопросы экономики* (3), 5–28. [Maу, V. (2022). Economic policy in times of the pandemic: The experience of 2021–2022. *Voprosy Ekonomiki* (3), 5–28 (in Russian)]. DOI: 10.32609/0042-8736-2022-3-5-28
- Серков Л.А. (2015). Критический подход к анализу проблем динамических стохастических моделей общего равновесия. *Экономика и бизнес: теория и практика* (8), 122–126. [Serkov, L. (2015). Critical approach to the analysis of problems of dynamic stochastic general equilibrium models. *Economy and Business: Theory and Practice* (8), 122–126 (in Russian)].
- Фишер И. (2001). *Покупательная сила денег*. М.: Дело. [Fisher, I. (2001). *The Purchasing Power of Money*. Moscow: Delo Publ. (in Russian)].
- Axtell, R., Farmer, J. (2025). Agent-based modeling in economics and finance: Past, present, and future. *Journal of Economic Literature* **63**(1), 197–287. DOI: 10.1257/jel.20221319
- Bassetto, M., Sargent, T. (2020). *Shotgun wedding: Fiscal and monetary policy*. Federal Reserve of Minneapolis Staff Report № 599.
- Beck-Friis, P., Willems, T. (2017). Dissecting fiscal multipliers under the fiscal theory of the price level. *European Economic Review* **95**, 62–83.
- Benhabib, J., Schmitt-Grohé, S., Uribe, M. (2001). Monetary policy and multiple equilibria. *American Economic Review* **91**(1), 167–186.
- Benhabib, J., Schmitt-Grohé, S., Uribe, M. (2002). Avoiding liquidity traps. *Journal of Political Economy* **110**(3), 535–563.
- Bhattarai, S., Lee, J., Park, W. (2016). Policy regimes, policy shifts, and US business cycles. *The Review of Economics and Statistics* **98**, 968–983.
- Bianchi, F., Ilut, C. (2017). Monetary / fiscal policy mix and agents’ beliefs. *Review of Economic Dynamics* **26**, 113–139.

- Bianchi, F., Melosi, L. (2013). Dormant shocks and fiscal virtue. *NBER Macroeconomics Annual* **28**, 1–46.
- Borio, C., Lombardi, M., Yetman, J., Zakrajšek, E. (2023). The two-regime view of inflation. *BIS Papers* № 133.
- Borio, C., Chavaz, M. (2025). Moving targets? Inflation targeting frameworks, 1990–2025. *BIS Quarterly Review* March 11, 31–52.
- Borsos, A., Carro, A., Glielmo, A. et al. (2025). *Agent-based modeling at central banks: Recent developments and new challenges*. Bank of England. Staff Working Papers № 1, 122.
- Buiter, W. (2017). *The fallacy of the fiscal theory of the price level – Once more*. CEPR Discussion Paper № 11941.
- Carstens, A. (2025). Monetary policy frameworks: Lessons learned and challenges ahead. Speech at the 2025 Homer Jones Memorial Lecture, St. Louis, 3 February 2025. Bank for International Settlements. <https://www.bis.org/speeches/sp250204.pdf> (accessed on March 2, 2025)
- Chung, H., Davig, T., Leeper, E. (2007). Monetary and fiscal policy switching. *Journal of Money, Credit and Banking* **39**(4), 809–842.
- Cochrane, J. (1998). A frictionless view of U.S. inflation. *NBER Macroeconomics Annual* **13**, 323–384.
- Cochrane, J. (2001). Long-term debt and optimal policy in the fiscal theory of the price level. *Econometrica* **69**(1), 69–116.
- Cochrane, J. (2023a). *Expectations and the neutrality of interest rates*. BIS Working Papers № 1136.
- Cochrane, J. (2023b). *The Fiscal Theory of the Price Level*. Princeton and Oxford: Princeton University Press.
- Davig, T., Leeper, E. (2006). Fluctuating macro policies and the fiscal theory. In: *NBER Macroeconomics Annual 2006* (pp. 247–298). Cambridge MA: MIT Press.
- Galí, J. (2015). Monetary policy, inflation, and the business cycle: An introduction to the new Keynesian framework and its applications. Princeton and Oxford: Princeton University Press.
- Gao, H., Nicolini, J. (2024). The recent rise in US inflation: Policy lessons from the quantity theory. *Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review* **44**(2). DOI: 10.21034/qr.4422
- Garín, J., Lester, R., Sims, E. (2018). Raise rates to raise inflation? Neo-Fisherianism in the New Keynesian model. *Journal of Money, Credit and Banking* **50**(1), 243–259.
- Leeper, E. (1991). Equilibria under “active” and “passive” monetary and fiscal policies. *Journal of Monetary Economics* **27**(1), 129–147.
- Leeper, E., Leith, C. (2016). Understanding inflation as a joint monetary-fiscal phenomenon. In: Taylor, J., Uhlig, H. (eds.) *Handbook of Macroeconomics* (Vol. 2, pp. 2305–2415). Amsterdam: Elsevier.
- Ljungqvist, L., Sargent, T. (2018). *Recursive Macroeconomic Theory*. Cambridge, MA: MIT Press.
- Lucas, R. (1976). Econometric policy evaluation: A critique. *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy* **1**(1), 19–46.
- Reis, R. (2022). *The burst of high inflation in 2021–22: How and why did we get here?* BIS Working Papers № 1060.
- Sargent, T., Wallace, N. (1981). Some unpleasant monetarist arithmetic. *Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review* (5), 1–17.
- Sargent, T., Wallace, N. (1982). The real-bills doctrine versus the quantity theory: A reconsideration. *Journal of Political Economy* **90**(6), 1212–1236.
- Sargent, T., Wallace, N. (1985). Interest on reserves. *Journal of Monetary Economics* **15**(3), 279–290.
- Sims, Ch. (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. DOI: 10.1007/bf01215378
- Walsh, C. (2010). *Monetary Theory and Policy*. MIT Press.
- Wicksell, K. (1898). *Geldzins und Güterpreise*. Jena, Germany: Gustav Fischer.
- Woodford, M. (1995). Price-level determinacy without control of a monetary aggregate. *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy* (43), 1–46.
- Woodford, M. (2003). *Interest and Prices. Foundations of a Theory of Monetary Policy*. Princeton University Press.