

С.А. Андрюшин

Институт экономики РАН, Москва

Процентная политика Банка России в условиях фискального доминирования: риски и перспективы

Аннотация. Рассматривается денежно-кредитная политика центрального банка в двух режимах: режиме монетарного и фискального доминирования. В статье показаны причины и условия перехода центральных банков к денежно-кредитной политике, следующей режиму фискального доминирования. Этот переход позволяет центральному банку включать в свою денежно-кредитную политику фискальные компоненты, воздействующие на темпы роста инфляции, динамику реальных процентных ставок, состояние первичного дефицита/профицита бюджета, стоимость обслуживания государственного и корпоративного долгов, а также рост/снижение доходности долгосрочных облигаций. В условиях режима фискального доминирования центральный банк должен сначала снизить реальные процентные ставки, способные уменьшить стоимость обслуживания государственного долга. Центральный банк должен удерживать долг (по отношению к ВВП) на таком уровне, при котором рост цен в экономике всегда соотносится с реальной стоимостью обслуживания государственного долга или текущей стоимостью собираемых налогов за вычетом всех бюджетных расходов. Центральный банк может снизить инфляцию за счет перераспределения реальных выплат по срокам погашения государственного долга. Риски фискального доминирования возникают в результате ошибочной денежно-кредитной политики, отсутствия в макроэкономическом прогнозе центрального банка необходимых фискальных компонентов.

Ключевые слова: государственный долг, денежно-кредитная политика, инфляция, процентная ставка, режим монетарного доминирования, режим фискального доминирования, фискальная политика, фискальные риски, центральный банк.

Для цитирования: Андрюшин С.А. (2024). Процентная политика Банка России в условиях фискального доминирования: риски и перспективы // *Журнал Новой экономической ассоциации*. № 1 (62). С. 211–219.

Классификация JEL: E31, E47, E58, E69.

DOI: 10.31737/22212264_2024_1_211-219

EDN: QLXKBV

Введение

Стремительный рост инфляции¹ и государственного долга² во многих странах был вызван антикризисными мерами правительств и центральных банков (ЦБ), спровоцированных торговыми и валютными войнами, пандемией COVID-19, военными конфликтами в различных регионах мира³. Фискальная (бюджетная) политика правительств в этот период оставалась экспансионистской, а денежно-кредитная политика (ДКП) ЦБ — относительно мягкой.

В ответ на всплеск инфляции все ЦБ подняли свои ключевые ставки (policy interest rate). Так, например, если в январе 2022 г. ключевые ставки ведущих ЦБ были низкими (например, в ФРС США — 0,0–0,25%, Банк Канады — 0,25%, ЕЦБ — 0,50% и Великобритании — 0,25%, то в январе 2024 г. эти ставки находились на высоком уровне (ФРС США — 5,25–5,50%; Банк Канады — 5,00%; ЕЦБ — 4,50% и Великобритании — 5,25%)⁴.

¹ По данным Trading Economics, в январе 2024 г. уровень годовой инфляции во многих странах был намного выше целевого уровня, установленного центральными банками (%): в Аргентине — 254; Турции — 64,86; России — 7,4; ЮАР — 5,3; Индии — 5,1; Бразилии — 4,51; Великобритании — 4; Франции — 3,1; США — 3,1; Канаде — 2,9; Германии — 2,9; Японии — 2,6 (<https://tradingeconomics.com/country-list/inflation-rate>).

² За период 2019–2022 гг. в странах с развитой экономикой уровень государственного долга вырос со 103,9 до 112,5% ВВП, а в странах с формирующимся рынком, соответственно — с 55,1 до 64,6% ВВП (Brandao-Marques et al., 2023, p. 2). В последующие годы уровень государственного долга, по мнению экспертов МВФ, будет расти более высокими темпами (IMF, 2022). Например, к началу 2024 г. размер государственного долга в США составил (трлн долл.): 34,249 (126,3% ВВП); Китае — 14,245 (81,1%); Японии — 13,265 (297,1%); Великобритании — 3,725 (108,1%); Германии — 3,303 (78,9%); Франции — 3,664 (95,5%); в Италии — 3,546 (171,2%); Индии — 3,240 (95,5%); Бразилии — 2,069 (105,4%); Австралии — 1,185 (66,2%); Южной Кореи — 1,047 (57,1%); России — 0,420 (19,3%) (<https://www.usdebtclock.org/world-debt-clock.html>).

³ How higher interest rates will squeeze government budgets (2022). *The Economist*. July 12.

⁴ 31 января 2024 г. глава ФРС США Джером Пауэлл, выступая на пресс-конференции после заседания Федерального комитета по операциям на открытом рынке ФРС США (Federal Open Market Committee, FOMC), заявил, что ФРС готова сохранять текущий целевой диапазон ставки по федеральным фондам и дальше, если это будет необходимо для возвращения инфляции к целевому уровню 2% (<https://www.federalreserve.gov/mediacenter/files/FOMCpresconf20240131.pdf>).

Быстрое накопление государственного долга в этот период было непосредственно связано с финансированием бюджетного дефицита. При этом рост государственного долга происходил на фоне роста процентных ставок и инфляции. Это привело к смене ДКП, действующей в режиме монетарного доминирования (monetary-dominant regime) на ДКП, функционирующей в режиме фискального доминирования (fiscally-dominant regime)⁵.

В современных условиях ДКП приобретает фискальные компоненты, которые влияют на реальную стоимость непогашенного государственного долга и связаны с реальными затратами на обслуживание этого долга. Иначе, агрессивная фискальная политика государства в текущих условиях имеет сильное воздействие на рост инфляции, поскольку фискальные шоки приобретают влияние на бюджетные ограничения частного сектора и, следовательно, — на динамику совокупного спроса (Schmidt, 2023, p. 5).

Режим монетарного доминирования

Постулаты режима монетарного доминирования окончательно сформировались в период «Великой умеренности» (Great Moderation) (1995–2007 гг.), когда казалось, что макроэкономическая политика решила проблему инфляции и делового цикла (Blinder, 1999; Lucas, 2003; Bernanke, 2004). В этих условиях ЦБ приняли новую стратегию взаимодействия с рынками, основанную на доверии к независимой от правительства монетарной политике ЦБ.

Главным операционным инструментом ЦБ стали краткосрочные процентные ставки межбанковского рынка, регулирующие инфляцию посредством управления совокупным спросом и инфляционными ожиданиями населения и бизнеса (Werning, 2022). При этом «политика процентных ставок», опираясь на траекторию рассчитываемой номинальной процентной ставки, обязательно должна функционировать в условиях «неизменной фискальной политики». Поэтому в условиях роста инфляции ЦБ старались быстро повысить ключевую процентную ставку, чтобы добиться положительного прироста реальной процентной ставки (Caramp, Silva, 2023).

При формировании своего макроэкономического прогноза ЦБ опирались на такие новокейнсианские модели, как на модели динамического стохастического общего равновесия (DSGE), так и на логарифмические линейные уравнения для описания динамики бюджетных ограничений. Используя различные модификации DSGE (ISLM, Phillips

curve, Taylor rule), ЦБ рассчитывали траекторию и диапазон колебания номинальной процентной ставки в соответствии с «ортодоксальным», или «модифицированным», правилом Тейлора.

В условиях режима монетарного доминирования кривая Филлипса стала базовым источником определения динамики инфляции, так как с ее помощью пытались объяснить влияние инфляции на объем выпуска и занятость. Но в настоящее время, как свидетельствуют ряд исследований, кривая Филлипса не способна объяснить современные инфляционные шоки, связанные с изменением относительных цен на рынке товарных запасов или конкретных секторов экономики (Lane, 2022). Цены более устойчивы внизу делового цикла, чем вверх, поэтому в условиях «шоков предложения» инфляция всегда растет. В связи с этим возникает повышенный интерес к описанию динамики инфляции в производственных сетях, рассмотренных в работах (Minton, Wheaton, 2022; Rubbo, 2022; La'O, Tahbaz-Salehi, 2023).

В новокейнсианских моделях фискальная политика через первичный дефицит увязывалась с государственным долгом. Т. Сарджент и Уоллес (Sargent, Wallace, 1981) впервые обратили на это внимание, показав, что если ЦБ будет финансировать дефицит государственного бюджета за счет эмиссии государственного долга, то он потеряет контроль над инфляцией. В нескольких последующих исследованиях эта особенность исследовалась в различных более развернутых вариациях между ДКП и фискальной политикой (например, (Davig, Leeper, 2006; Chung, Davig, Leeper, 2007; Bianchi, Melosi, 2017; Chen, Leeper, Leith, 2022)).

В ряде современных моделей по 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, p. 1). Иначе, режим монетарного доминирования снижает инфляцию, которая в среднем равна траектории номинальной процентной ставки, за счет бюджетного сокращения (для покрытия чистых процентных издержек) с целью обеспечения ценовой стабильности.

«Политика процентных ставок», реализуемая через призму новокейнсианских моделей (New Keynesian models), состоит в установлении целевой траектории номинальной процентной ставки, которая не зависит от происходящего с эндогенными переменными (включая траекторию госу-

⁵ Сарджент определяет «фискальное доминирование» как конфигурацию политики, при которой финансовый орган выбирает траекторию или политику в отношении государственных расходов и налоговых сборов, повышающие темпы роста государственной задолженности, к которым монетарный орган должен приспосабливаться (Sargent, 1982).

дарственного 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.

Режим фискального доминирования

Публикации, в которых фискальные компоненты, учитываемые в моделях DSGE, являются скорее всего исключением. К ним можно отнести лишь несколько (Морозов, Власов, 2016; Селезнев, Крепцев, 2016; Ravník, Bokan, 2018; Bianchi, Melosi, 2017, 2019; Орлов, 2021; Chen, Leeper, Leith, 2022; Банк России, 2023). В этих публикациях говорится о возможных формах монетарной и фискальной координации. Однако эта координация в этих исследованиях в основном сосредоточилась лишь на переключении между отдельными фискальными компонентами и режимом монетарного доминирования.

Напротив, в настоящее время ДКП в условиях режима фискального доминирования должна учитывать траекторию возможного реального первичного профицита бюджета с учетом меняющихся эндогенных переменных (включая траекторию государственного долга и сумму выплачиваемых процентов по этому долгу). Это означает, что ЦБ должен следовать периодически меняющемуся бюджетному правилу, которое удерживает уровень долга (по отношению к ВВП) ниже установленной правительством верхней границы в результате изменения политики процентных ставок. При этом ЦБ, обеспокоенный последствиями негативного влияния высоких процентных ставок на финансовую стабильность, может в этот период отклоняться от правила Тейлора, а именно удерживать ключевую ставку ниже установленной верхней границы процентного коридора (Aguilar, Cantú, Guerra, 2023; Barbera, Xia, Zhu, 2023; Cochrane, 2023a).

Таким образом, если в экономике растет государственный долг, то это требует от монетарных властей установления в расходной части бюджета обязательного лимита профицита, достаточного для обслуживания государственного долга. Но более высокий уровень долга при прочих равных условиях повышает риск перехода ДКП к режиму фискального доминирования. Чем выше риск перехода к режиму фискального доминирования, тем выше инфляционные ожидания. Высокие инфляционные ожидания требуют ужесточения ДКП, и в результате происходит рост реальной процентной ставки. Более высокая реальная процентная

ставка, в свою очередь, вызывает повышательное давление на уровень долга и еще большее закрепление ЦБ режима фискального доминирования в ДКП (Schmidt, 2023, p. 5).

Это свидетельствует о том, почему так сложно снизить инфляцию более высокими процентными ставками. Возникает правомерный вопрос, что могут сделать более высокие процентные ставки, чтобы снизить инфляцию без фискальной поддержки. Ответ очевиден: на данный момент более высокие процентные ставки могут вызвать экономическую рецессию, так как они повышают инфляцию. При отсутствии достаточного профицита более высокие процентные расходы по долгу просто переносятся в новый долг, увеличивая общий размер долга и размер процентных платежей для его обслуживания.

Риски фискального доминирования

Политика фискального доминирования свидетельствует о том, что только одна ДКП не всегда и не везде контролирует инфляцию. Поэтому переход ДКП ЦБ к режиму фискального доминирования связан с группой следующих рисков: высоких процентных ставок; первичного дефицита/профицита бюджета; обслуживания государственного и корпоративного долга и рисками роста доходности долгосрочных облигаций, в том числе привязанных к индексу инфляции, – а также модельными рисками, приводящими ЦБ к ошибочной ДКП (Jordan, 2022).

Для того чтобы снизить инфляцию, ЦБ должен сначала снизить реальные процентные ставки, которые способны снизить процентные расходы, обслуживающие государственный долг. И только после этого ЦБ может повысить реальные процентные ставки, снижая инфляцию, используя при этом накопленный первичный профицит бюджета для оплаты более высоких процентных ставок по государственному долгу. Главный механизм, с помощью которого ЦБ может временно снизить инфляцию, состоит в перераспределении реальных выплат по различным срокам погашения номинального государственного долга (Cochrane, 2023a, p. 39).

Риски фискального доминирования возникают и реализуются в результате ошибочной ДКП. Эти риски возникают внутри самого ЦБ, внутри его макроэкономического прогноза, но их трудно обнаружить. Они связаны с макроэкономической неопределенностью, которая возникает в результате отсутствия в макроэкономическом прогнозе фискальных компонентов ДКП. В результате ЦБ становится трудно рассчитать равновесную реальную процентную ставку, разрыв выпуска, отразить

структурные изменения в эконометрических моделях и оценить влияние немонетарных факторов на инфляцию.

В условиях отсутствия в макроэкономическом прогнозе фискальных компонентов ДКП всегда трудно становится определить, в какой степени инфляция является устойчивой, а в какой – временной, вызванной ожиданиями от фискальных стимулов прошлого, разгоняющих инфляцию и способных привести к недооценке временной инфляции⁶. Включение в макроэкономический прогноз фискальных компонентов позволит ЦБ меньше реагировать на временный рост инфляции, а значит – и не спешить ужесточать ДКП, чтобы избежать риска экономического спада, делая режим фискального доминирования в ДКП практически невыявляемым.

Для учета и купирования перечисленных выше рисков, связанных с переходом ДКП в режим фискального доминирования, американский ученый Дж. Кокрейн предложил фискальную теорию определения уровня цен (fiscal theory of the price level, FTPL). Она оказалась способной устранить теоретические недостатки доминирующей в ДКП ЦБ новокейнсианской модели (НКМ; new Keynesian model) (Cochrane, 2023b).

Фискальная теория определения уровня цен устраняет неопределенность в уровне цен в монетарных моделях, где инструментом ДКП является номинальная процентная ставка. Когда лимит профицита не является обязательным, политику процентных ставок регулирует стандартное правило Тейлора. Но когда бремя государственного долга настолько велико, что лимит профицита бюджета становится обязательным, ЦБ, обеспокоенный бюджетными последствиями высоких процентных ставок, удерживает ставку ниже некоторой верхней границы, поэтому цель стабильности цен отходит на второй план (Schmidt, 2023, p. 7).

Возникает правомерный вопрос, может ли ЦБ противодействовать инфляционному шоку, не ставя под угрозу финансовую стабильность. Да, может, если не будет устанавливаться верхней границы для своей ключевой ставки и не будет её повышать без соответствующей корректировки пер-

вичного профицита бюджета и государственного долга. Это снизит риск перехода к ДКП в режиме фискального доминирования, так как позволит ЦБ менее агрессивно реагировать на инфляцию, а больше реагировать на финансовую стабильность, чем это предполагает ДКП в режиме монетарного доминирования, соблюдающем принцип Тейлора (Barthelemy, Mengus, Plantin, 2021).

ДКП Банка России в условиях режима фискального доминирования

Банк России не видит большой угрозы ценовой стабильности в прямом финансировании бюджетных расходов правительства за счет роста государственного долга. Более того, он убежден, что в среднесрочном периоде решит проблему инфляции за счет нормализации бюджетной политики и ужесточения своей денежно-кредитной политики, позволяющих вернуть инфляцию к цели (4,0%) уже в 2024 г. и удерживать ее на этом уровне в дальнейшем. Об этом он заявил в своем пресс-релизе от 16 февраля 2024 г.⁷

Процентная политика Банка России в 2023 г. – февраль 2024 г. показала, что высокие процентные ставки в условиях жесткой ДКП не ведут к снижению инфляции: в январе 2024 г. она находилась на уровне 7,44% (в декабре 2023 г. – 7,42%). За полгода, июль–декабрь 2023 г., ключевая ставка выросла более чем в два раза – с 7,5 до 16%. 16 февраля Банк России на заседании Совета директоров принял решение не снижать ключевой ставки, оставив её на прежнем уровне – в 16%, ввиду того что за январь 2024 г., по данным Росстата, инфляционный рост составил 0,86% (в декабре – 0,73%), а за 12 дней февраля – еще на 0,32%, что указывает на плавное возвращение инфляции к осенним темпам роста⁸.

В период 2022–2024 гг. (февраль) в российской экономике активно продолжалась стимулирующая фискальная политика (за счет использования средств ФНБ⁹ и эмиссии государственных займов), что способствовало переходу ДКП Банка России в режим фискального доминирования. В результате произошел рост краткосрочных

⁶ Например, изменение ключевой ставки в полной мере влияет на динамику спроса и цен не сразу, а со временем. Как правило, для этого требуется от 3 до 6 кварталов, в течение которых возможно возвращение инфляции к цели в случае ее отклонения от таргета.

⁷ Банк России принял решение сохранить ключевую ставку на уровне 16,00% годовых (https://www.cbr.ru/press/pr/?file=16022024_133000key.htm).

⁸ https://pikabu.ru/story/bank_rossii_namekaet_na_problemyi_vo_vtoroy_pолоvine_2024_goda_11145905

⁹ По данным Минфин РФ, объем средств ФНБ по состоянию на 1 января 2024 г. составил 11,97 трлн руб., или 8% ВВП. Особенно большие траты Фонда национального благосостояния (ФНБ) произошли во второй половине 2023 г.: в декабре было потрачено около 371,6 млрд руб. (в ноябре – 39 млрд, октябре – 42 млрд, сентябре – 127 млрд руб.). Объем ликвидных активов Фонда (средства на банковских счетах в Банке России) составил 5 трлн руб., или 4,5% ВВП. Такое резкое сокращение Фонда произошло из-за дефицита бюджета, поэтому Банку России пришлось продать юани, золото и евро на 2,9 трлн руб. (https://minfin.gov.ru/ru/press-center/?id_4=38829-o_rezultatakh_razmeshcheniya_sredstv_fonda_natsionalnogo_blagosostoyaniya#_ftn1).

процентных ставок¹⁰, дефицита федерального бюджета¹¹, размера государственного долга (внешнего и внутреннего)¹², уровня обслуживания государственного и корпоративного долга¹³, а также доходности облигаций, размещенных Минфином РФ¹⁴ и корпорациями¹⁵.

Мы ставим вопрос, могут ли более высокие процентные ставки снизить инфляцию без изменения фискальной политики. И сами на него отвечаем: классическая новокейнсианская модель адаптивных ожиданий не может этого сделать (Cochrane, 2023a, p. 33). Модель адаптивных ожиданий не способна объяснить, почему более высокие процентные ставки сами по себе могут снизить инфляцию и почему могут возникнуть модельные риски, приводящие ЦБ к ошибочной ДКП. В 2007 г. Банк России разработал квартальную прогнозную модель, в рамках которой российский регулятор пытается объяснить, почему более высокие процентные ставки сами по себе могут снизить инфляцию.

Квартальная прогнозная модель Банка России является простой новокейнсианской DSGE-моделью, которая используется для среднесрочного прогнозирования, анализа и выработки рекомендаций по ДКП. Каркасом этой модели являются четыре поведенческих уравнения: кривая агрегированного спроса (уравнение Эйлера), кривая агрегированного предложения (кривая Филлипса), правило ДКП (правило Тейлора)

и условие отсутствия арбитража на финансовых рынках (непокрытого паритета между процентными ставками и валютными курсами) (Орлов, 2021, с. 4).

В 2016 г. в рамках квартальной прогнозной модели сотрудниками Банка России А. Морозовым и С. Власовым была дана оценка эластичности ключевой ставки Банка России по бюджетному дефициту, финансируемому как из средств ФНБ, так и в процессе государственных заимствований. Было установлено, что более активная политика государственных заимствований позволяет обойтись меньшим ужесточением ДКП, чем финансирование дефицита бюджета за счет средств ФНБ. Расчеты с использованием моделей BVAR и DSGE также показали: если увеличение бюджетного дефицита происходит в течение одного квартала, то это приводит к росту инфляции на 1,2 п.п. и требует разового повышения ключевой ставки на 1,45 п.п. Однако если рост бюджетного дефицита происходит в течение четырех кварталов, то это ведет к более плавному повышению инфляции в течение года, что требует меньшего прироста ключевой ставки – всего на 1,1 п.п. (Морозов, Власов, 2016, с. 3–4).

В 2019–2021 гг. в квартальную прогнозную модель был добавлен блок с бюджетным сектором, что позволило рассчитывать величину бюджетного импульса (как со стороны доходов, так и расходов) в экономике в зависимости от параметров бюджет-

¹⁰ В январе 2024 г. кривая ROIS-x незначительно сдвинулась вверх на сроках до 2 месяцев (от +4 до +6 б.п.), а на больших сроках, наоборот, сдвинулась вниз (от -7 до -55 б.п.): до 1 мес. – 16,00%; 2 мес. – 15,98%; 3 мес. – 15,96%; 6 мес. – 15,77%; 1 год – 14,65% (Банк России, 2024, с. 3).

¹¹ По предварительной оценке дефицит федерального бюджета за 2023 г. составил 3240,8 млрд руб.; в 2022 г. он находился на уровне 3294,6 млрд руб. Для сравнения: в 2021 г. федеральный бюджет был сведен с профицитом в 524,3 млрд руб. (https://minfin.gov.ru/ru/statistics/fedbud/execute?id_57=80039-kratкая_ezhekvaralnaya_informatsiya_ob_ispolnenii_federalnogo_byudzhetnogo_mlrd._rub._nakopleno_s_nachala_goda).

¹² По данным Минфина РФ, размер государственного внешнего долга за 2021 (январь) – 2024 (январь) гг. сократился на 3,4 млрд долл. – с 56,7 млрд до 53,3 млрд долл., или (по курсу на 23.02.2024 г. – 92,75 руб. за 1 долл. США) на 315,4 млрд руб. (https://minfin.gov.ru/common/upload/library/2024/01/main/Obem_gos.vnesh.dolga.xlsx); размер государственного внутреннего долга за 2021 (январь) – 2024 (январь) гг. увеличился на 6056,2 млрд руб., с 14056,2 до 20112,4 млрд руб. (https://minfin.gov.ru/common/upload/library/2024/01/main/Obem_gos_vnutr_dolga_s_93_goda_na_russk_01_01_2024.xlsx). Итого, совокупный государственный долг за три года, с 2021 (январь) – 2024 (январь) гг. увеличился на 6056,2 млрд руб., или (по курсу на 23.02.2024 г. – 92,75 руб. за 1 долл. США) на 61,9 млрд долл., что превосходит весь внешний государственный долг РФ в 1,2 раза.

¹³ Отношение среднегодовой величины расходов на обслуживание государственного (муниципального) долга в 2024–2026 гг., планируемого Минфином РФ, будет заметно возрастать против аналогичных расходов 2023 г.: 2024 г. – рост на 48,2%; 2025 г. – на 80,3%; 2026 г. – на 112,4% (Минфин РФ, 2023, с. 75).

¹⁴ В феврале 2024 г. Минфин РФ разместил семь облигаций с постоянным купоном и погашением от 2 до 3 лет: ЛСР 1P8 (стоимость облигации – 97,05%, доходность к погашению – 15,1%), Каршеринг Руссия 1P2 (стоимость облигации – 95,85%, доходность к погашению – 15,76%), Евротранс 3 (стоимость облигации – 98,46%, доходность к погашению – 15,27%), Интерлининг 1P06 (стоимость облигации – 96,78%, доходность к погашению – 16,44%), ВУШ 1P-2 (стоимость облигации – 93,49%, доходность к погашению – 16%), Самолет P13 (стоимость облигации – 100%, доходность к погашению – 15,78%), Аэрофьюэлс 2P02 (стоимость облигации – 101,54%, доходность к погашению – 16,1%) (<https://smart-lab.ru/mobile/topic/989716/>). При этом наибольший рост доходности наблюдается для облигаций с дюрацией от 7 до 30 лет, что свидетельствует о росте рисков и неопределенности в денежно-кредитной политике (ДКП) Банка России на долгосрочном горизонте (<https://smartlab.news/read/106986-mnenie-krivaya-dokhodnosti-of-ukazyvaet-na-izmeneniya-ozidanii-v-otnosenii-deistvii-cb-freedom-finance-global>).

¹⁵ К концу января 2024 г. доходность корпоративных облигаций, по данным индекса IFX-Cbonds, повысилась до 14,69% (в декабре 2023 г. она составляла 14,18%; ноябре 2023 г. – 13,93%) (Банк России, 2024, с. 4).

ного правила и отклонений от него¹⁶. При этом в модель было заложено, что негативный дискреционный шок расходов приводит к формированию отрицательного бюджетного стимула, эффекты которого симметричны аналогичному «шоку спроса» (Орлов, 2021, с. 13, 14, 21).

Однако в квартальную прогнозную модель не вошли фискальные компоненты, отражающие взаимосвязь между динамикой бюджетного импульса, процентной ставкой Банка России, уровнями государственного долга и стоимостью обслуживания этого долга. В квартальную прогнозную модель не вошло именно то, что было заложено Дж. Кокрейном в его фискальной теории определения уровня цен (*Fiscal theory of the price level*, FTPL). Базовым принципом FTPL является принцип, согласно которому рост цен в экономике, как правило, должен соотноситься с реальной стоимостью обслуживания государственного долга и соответствовать текущей стоимости собираемых налогов за вычетом всех осуществляемых бюджетных расходов (Cochrane, 2023b).

Как отмечено в пресс-релизе от 16 февраля 2024 г., Банк России исходит из уже принятых решений по среднесрочной траектории расходов федерального бюджета и бюджетной системы в целом. Возвращение инфляции к цели в 2024 г. и ее дальнейшая стабилизация вблизи 4% предполагают продолжительный период поддержания жестких денежно-кредитных условий в экономике, в том числе и за счет нормализации бюджетной политики¹⁷. В условиях высоких процентных ставок в макроэкономическом прогнозе Банка России отсутствует анализ возможных рисков, связанных с обслуживанием государственного и корпоративного долгов, а также с рисками роста доходности долгосрочных облигаций, привязанных к индексу инфляции. Это может привести к ошибочной ДКП, когда в условиях роста инфляции Банк России повышает номинальную процентную ставку, чтобы добиться положительного прироста реальной процентной ставки. Однако подобный сценарий развития ДКП может привести к долгосрочным негативным последствиям для стабильности цен, очередному пересмотру прогноза среднегодовой ключевой ставки в сторону повышения¹⁸.

Выводы

Политика фискального доминирования свидетельствует о том, что в современных условиях инфляция не всегда и не везде контролируется только одними монетарными инструментами и механизмами денежно-кредитной политики. Переход к режиму фискального доминирования позволяет центральному банку включить в свою денежно-кредитную политику фискальные компоненты, имеющие воздействие на темпы роста инфляции, динамику реальных процентных ставок, состояние первичного дефицита/профицита бюджета, стоимость обслуживания государственного и корпоративного долга, а также рост/снижение доходности долгосрочных облигаций, в том числе привязанных к индексу инфляции.

Денежно-кредитная политика в условиях режима фискального доминирования должна учитывать траекторию возможного реального первичного профицита бюджета с учетом меняющихся эндогенных переменных (включая траекторию государственного долга и сумму выплачиваемых процентов по этому долгу). Это означает, что центральный банк, следуя периодически меняющемуся бюджетному правилу, удерживает уровень долга (по отношению к ВВП) на уровне, при котором рост цен в экономике соотносится с реальной стоимостью обслуживания государственного долга и текущей стоимостью собираемых налогов за вычетом всех бюджетных расходов.

Для того чтобы снизить инфляцию, центральный банк должен сначала снизить реальные процентные ставки, которые способны снизить процентные расходы, обслуживающие государственный долг. И только после этого центральный банк может повысить реальные процентные ставки, снижая инфляцию, используя при этом накопленный первичный профицит бюджета для оплаты более высоких процентных ставок по государственному долгу. Главный механизм, с помощью которого центральный банк может временно снизить инфляцию, состоит в перераспределении реальных выплат по различным срокам погашения номинального государственного долга.

Риски фискального доминирования возникают и реализуются в результате ошибочной денежно-кредитной политики. Эти риски возник-

¹⁶ Драйвером финансовой нестабильности стало изменение правила для определения базовых нефтегазовых доходов (НГД). Вместо фиксированного уровня базовых НГД на уровне 8 трлн руб. их объем вновь предполагается определять с учетом базовой равновесной цены нефтегазовой продукции и фактического курса рубля. При этом базовая цена нефти в бюджетном правиле повышена до уровня 60 долл. США за баррель. На эти риски Банк России собирается также реагировать с помощью процентного канала трансмиссионного механизма (ТМ) (Банк России, 2023, с. 39).

¹⁷ https://www.cbr.ru/press/pr/?file=16022024_133000key.htm

¹⁸ В феврале 2024 г. Банк России очередной раз повысил прогноз среднегодовой ключевой ставки на 1 п.п. В текущем году средняя за год ставка будет находиться в диапазоне 13,5–15,5% годовых, в следующем году – 8,0–10,0% годовых (<https://www.cbr.ru/press/event/?id=18423>).

кают внутри самого центрального банка, внутри его макроэкономического прогноза. Их трудно обнаружить. Эти риски связаны с макроэкономической неопределенностью, которая возникает в результате отсутствия в макроэкономическом прогнозе фискальных компонентов денежно-кредитной политики. Данная проблема решается, если центральный банк внесет в свой макроэкономический прогноз эти фискальные компоненты, что позволит ему меньше реагировать на временный рост инфляции и не ужесточать денежно-кредитную политику в среднесрочной перспективе.

ЛИТЕРАТУРА / REFERENCES

- Банк России (2023). Доклад о денежно-кредитной политике. Информационно-аналитический сборник. № 4 (44). Октябрь. С. 1–69. Банк России. Режим доступа: http://www.cbr.ru/collection/collection/file/46552/2023_04_ddcp.pdf [Bank of Russia (2023). Monetary Policy Report. *Information and Analytical Collection*, 4 (44), October, 1–69. Available at: http://www.cbr.ru/collection/collection/file/46552/2023_04_ddcp.pdf (in Russian).]
- Банк России (2024). Денежно-кредитные условия и трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики. Информационно-аналитический сборник. № 1 (19). Январь. С. 1–14. Банк России. Режим доступа: https://cbr.ru/Collection/Collection/File/48857/DKU_2401-19.pdf [Bank of Russia (2024). Monetary conditions and monetary policy transmission mechanism. *Information and Analytical Collection*, 1 (19), January, 1–14. Available at: https://cbr.ru/Collection/Collection/File/48857/DKU_2401-19.pdf (in Russian).]
- Крепцев Д., Селезнев С.** (2016). DSGE-модели российской экономики с малым количеством уравнений. *Серия докладов об экономических исследованиях Банка России*. М.: Банк России. № 12. Май. С. 1–53. Режим доступа: https://cbr.ru/Content/Document/File/16728/wps_12.pdf [**Seleznev S., Kreptsev D.** (2016). DSGE models of the Russian economy with a small number of equations. In: *A series of reports on economic research by the Bank of Russia*. М.: Bank of Russia, 12, May, 1–53. Available at: https://cbr.ru/Content/Document/File/16728/wps_12.pdf (in Russian).]
- Минфин РФ (2023). Основные направления бюджетной, налоговой и таможенно-тарифной политики на 2024 год и на плановый период 2025 и 2026 годов. Режим доступа: https://minfin.gov.ru/ru/document?id_4=304155-osnovnye_napravleniya_byudzhethnoi_nalogovoi_i_tamozhenno-tarifnoi_politiki_na_2024_god_i_na_planovyi_period_2025_i_2026_godov&ysclid=Ita3vxkej432100824 М.: Минфин РФ. [*The Ministry of Finance of the Russian Federation* (2023). Main directions of budget, tax and customs tariff policies for 2024 and for the planning period of 2025 and 2026. Available at: https://minfin.gov.ru/ru/document?id_4=304155-osnovnye_napravleniya_byudzhethnoi_nalogovoi_i_tamozhenno-tarifnoi_politiki_na_2024_god_i_na_planovyi_period_2025_i_2026_godov&ysclid=Ita3vxkej432100824 Moscow: Ministry of Finance of the Russian Federation (in Russian).]
- Морозов А., Власов С.** (2016). О влиянии роста бюджетного дефицита на ключевую ставку Банка России. Аналитическая записка Департамента исследований и прогнозирования Банка России. № 4. Июль. С. 1–4. М.: Банк России. Режим доступа: https://cbr.ru/content/document/file/16755/analytic_note_4.pdf [**Morozov A., Vlasov S.** (2016). On the impact of the growth of the budget deficit on the policy rate of the Bank of Russia. *Analytical note by the Department of Research and Forecasting of the Bank of Russia*, 4, July, 1–4. Moscow: Bank of Russia. Available at: https://cbr.ru/content/document/file/16755/analytic_note_4.pdf (in Russian).]
- Орлов А.** (2021). Квартальная прогнозная модель России. Банк России, Департамент денежно-кредитной политики. Март. С. 1–28. Режим доступа: https://cbr.ru/Content/Document/File/118791/inf_note_feb_2521.pdf [**Orlov A.** (2021). *Quarterly forecast model of Russia*. March. Bank of Russia, Monetary Policy Department-March, 1–28. Available at: https://cbr.ru/Content/Document/File/118791/inf_note_feb_2521.pdf (in Russian).]
- Aguilar A., Cantú C., Guerra R.** (2023). Fiscal and monetary policy in emerging market economies: What are the risks and policy trade-offs? *BIS Bulletin*, 71, March, 1–6.
- Barbera A., Xia F.D., Zhu X.S.** (2023). The term structure of inflation forecasts disagreement and monetary policy transmission. *BIS Working Papers no. 1114*, August, 1–36.
- Barthelemy J., Mengus E., Plantin G.** (2021). The central bank, the treasury, or the market: Which one determines the price level? *CEPR Discussion Papers 16679*, October, 1–63.

- Bernanke B.S.** (2004). *The great moderation*. Remarks made at the meeting of the Eastern Economics Association. Washington, February 20. Available at: <https://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2004/20040220/>
- Bianchi F., Melosi L.** (2017). Escaping the Great Recession. *American Economic Review*, 107, 1030–1058.
- Bianchi F., Melosi L.** (2019). The dire effects of the lack of monetary and fiscal coordination. *Journal of Monetary Economics*, 104, 1–22.
- Blinder A.S.** (1999). *Central banking in theory and practice (Lionel Robbins Lectures)*. New York: MIT Press.
- Bokan N., Ravnik R.** (2018). *Quarterly projection model for Croatia*. Zagreb: The Croatian National Bank, Surveys S-34, September, 1–45. Available at: <https://www.hnb.hr/documents/20182/2569513/s-034.pdf>
- Brandao-Marques L., Casiraghi M., Gelos G., Harrison O., Kamber G.** (2023). Is high debt constraining monetary policy? Evidence from inflation expectations. *BIS Working Papers*, 1141, November, 1–31.
- Caramp N., Silva D.H.** (2023). Fiscal policy and the monetary transmission mechanism, August, 1–55. Available at: <https://www.nicolascaramp.com/files/fiscal-policy.pdf>
- Chen X., Leeper E.M., Leith C.** (2022). Strategic interactions in U.S. monetary and SCAL policies. *Quantitative Economics*, 13, 593–628.
- Chung H., Davig T., Leeper E.M.** (2007). Monetary and fiscal policy switching. *Journal of Money, Credit and Banking*, 39, 809–842.
- Cochrane J.** (2023a). Expectations and the neutrality of interest rates. *BIS Working Papers*, no. 1136. October. Available at: <https://www.bis.org/publ/work1136.pdf>
- Cochrane J.** (2023b). *The fiscal theory of the price level*. Princeton and Oxford: Princeton University Press. 558 p.
- Davig T., Leeper E.M.** (2006). Fluctuating macro policies and the fiscal theory. *NBER Macroeconomics Annual*, 21, 247–298.
- IMF (2022). *Fiscal monitor*. International Monetary Fund. Available at: <https://www.imf.org/en/Publications/FM>
- Jordan T.J.** (2022). Current challenges to central banks' independence. *Annual O. John Olcay Lecture on Ethics and Economics at the Peterson Institute*. Washington, 11 October, 1–8. Available at: <https://www.bis.org/review/r221017n.pdf>
- La'O J., Tahbaz-Salehi A.A.** (2023). Optimal monetary policy in production networks. *Econometrica*, 90, 295–1336.
- Lane P.R.** (2022). *Inflation diagnostics*. Available at: <https://www.ecb.europa.eu/press/blog/date/2022/html/ecb.blog221125-d34babdf3e.en.html>
- Lucas R. Jr.** (2003). Macroeconomic priorities. *American Economic Review*, 93, 1, 1–14. DOI: 10.1257/00028280321455133
- Minton R., Wheaton B.** (2022). *Hidden inflation in supply chains: Theory and evidence*. Harvard University and UCLA. 14 November, 1–104. Available at: <https://www.anderson.ucla.edu/sites/default/files/document/2022-11/Inflation.pdf>
- Rubbo E.** (2023). Networks, Phillips curves and monetary policy. *Econometrica*, 91, 4, July, 1417–1455.
- Sargent T., Wallace N.** (1981). Some unpleasant monetaristic arithmetic. *Quarterly Review-Federal Reserve Bank of Minneapolis Fall*, 1–17.
- Sargent T.J.** (1982). The ends of four big inflations. In: *Inflation: Causes and effects*. Edited by Robert E. Hall. Chicago: University of Chicago Press (for the NBER), 41–98.
- Schmidt S.** (2023). Monetary-fiscal policy interactions when price stability occasionally takes a back seat. *ECB Working Paper Series*, 2889.
- Werning I.** (2022). Expectations and the rate of inflation. National Bureau of Economic Research. *Working Paper 30260*. July.

Поступила в редакцию 25.02.2024

Received 25.02.2024

S.A. Andryushin

Institute of Economics, RAS, Moscow, Russia

Interest rate policy of the Bank of Russia in conditions of fiscally-dominant regime: Risks and prospects

Abstract. The monetary policy of the central bank is considered in two regimes: the monetary-dominant regime and the fiscally-dominant regime. The article shows the reasons and conditions for the transition of central banks to monetary policy following the dominant fiscal regime. This transition allows the central bank to include fiscal components in its monetary policy that affect the rate of inflation, the dynamics of real interest rates, the state of the primary budget deficit/surplus, the cost of servicing government and corporate debt, and the rise/decrease in long-term bond yields. Under the dominant fiscal regime, the central bank must first lower real interest rates, which can reduce the cost of servicing public debt. The central bank must keep the debt (relative to GDP) at a level at which price increases in the economy are always relative to the real cost of servicing the public debt or the present value of taxes collected minus all budget expenditures. The central bank can reduce inflation by redistributing real payments across the maturities of government debt. Risks of the fiscally-dominant regime arise as a result of erroneous monetary policy and the absence of the necessary fiscal components in the macroeconomic forecast of the central bank.

Keywords: *public debt, monetary policy, inflation, interest rate, monetary-dominant regime and fiscally-dominant regime, fiscal policy, fiscal risks, central bank.*

JEL Classification: E31, E47, E58, E69.

For reference: **Andryushin S.A.** (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 (62), 211–219 (in Russian).

DOI: 10.31737/22212264_2024_1_211-219

EDN: QLXKBV

Е. П. Добронравова

РАНХиГС, Москва; МГУ имени М. В. Ломоносова, Москва

П. В. Трунин

РАНХиГС, Москва; Институт Гайдара, Москва

Трансграничная трансмиссия денежно-кредитной политики в странах ЕАЭС¹

Аннотация. В статье проводится анализ каналов и возможного влияния проводимой в России денежно-кредитной политики (ДКП) на экономики стран Евразийского экономического союза. Теоретическая литература выделяет три основные группы каналов трансмиссии: международной торговли, трудовой миграции и финансовые. Проведенное авторами исследование показало, что наблюдается значимое воздействие монетарного шока в РФ на экономики ЕАЭС. Среди основных каналов трансмиссии выделяется канал международной торговли: ужесточение ДКП в России приводит к ограничению экономической активности в странах-партнерах вследствие сокращения экспорта, при этом теоретически ожидаемого ослабления валютных курсов не выявлено. Несмотря на высокую синхронность процентных ставок, свидетельств высокой мобильности капитала для эффективной работы финансовых каналов трансграничной трансмиссии в странах ЕАЭС не обнаружено. На основе этого можно сделать вывод, что поведение процентных ставок может быть вызвано общими инфляционными процессами, связанными с синхронизацией бизнес-циклов, вызванной усилением взаимной торговли и долгосрочными инвестициями.

Ключевые слова: *денежно-кредитная политика, трансграничные эффекты денежно-кредитной политики, трансграничный трансмиссионный механизм, экономическая интеграция, Евразийский экономический союз.*

Классификация JEL: E52, E58, F02, F15, F36.

Для цитирования: **Добронравова Е. П., Трунин П. В.** (2024). Трансграничная трансмиссия денежно-кредитной политики в странах ЕАЭС // *Журнал Новой экономической ассоциации*. № 1 (62). С. 219–228.

DOI: 10.31737/22212264_2024_1_219-228

EDN: QSBTYR

¹ Статья подготовлена в рамках выполнения научно-исследовательской работы по государственному заданию РАНХиГС (2024).