



# РАНХиГС

РОССИЙСКАЯ АКАДЕМИЯ НАРОДНОГО ХОЗЯЙСТВА  
И ГОСУДАРСТВЕННОЙ СЛУЖБЫ  
ПРИ ПРЕЗИДЕНТЕ РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ

Центр изучения проблем центральных банков

8-й Воркшоп по экономическим исследованиям

ОСОБЕННОСТИ ВЗАИМОДЕЙСТВИЯ ДЕНЕЖНО-  
КРЕДИТНОЙ И ФИСКАЛЬНОЙ ПОЛИТИКИ ПРИ  
РЕЖИМЕ ИНФЛЯЦИОННОГО ТАРГЕТИРОВАНИЯ

Докладчик: Перевышин Юрий Николаевич, к.э.н., с.н.с.

E-mail: [perevyshin-yn@ranepa.ru](mailto:perevyshin-yn@ranepa.ru)

Москва, Банк России  
1 марта 2023 г.

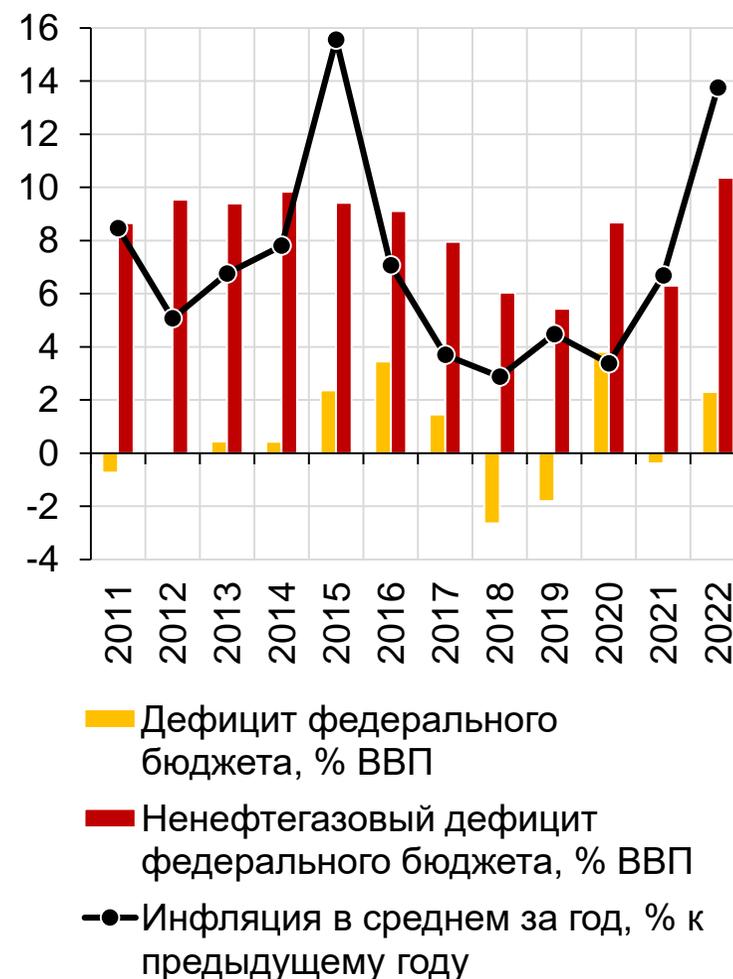


## СТРУКТУРА ДОКЛАДА

- Пару слов о мотивации и актуальности
- Обзор подходов к моделированию взаимодействия фискальных и монетарных властей
- Эмпирические методы исследования последствий применения фискальных правил (ФП) и режима инфляционного таргетирования (ИТ)
- Дескриптивный анализ последствий использования ФП и режима ИТ в российской экономике и в странах-экспортерах сырья

## АКТУАЛЬНОСТЬ И МОТИВАЦИЯ

- С 2015 г. Банк России использует ИТ в качестве режима денежно-кредитной политики (ДКП)
- В период 2015-2022 гг. существенно менялась бюджетно-налоговая политика (БНП) Правительства:
  - ✓ стимулирующая в 2014-15 гг.
  - ✓ бюджетная консолидация в 2017-19 гг. и 2021 г.
  - ✓ антикризисная в острую фазу COVID в 2020 г. и санкционного давления 2022 г.
  - ✓ в 2017-2021 гг. действовало бюджетное правило (в 2018-19 гг. расходы не превышали предельный уровень)
  - ✓ динамика расходов и доходов в начале 2023 г. указывает на риски превышения запланированного дефицита бюджета



## ПОДХОДЫ К МОДЕЛИРОВАНИЮ ВЗАИМОДЕЙСТВИЯ ДКП И БНП

### Взаимодействие ДКП и БНП

```
graph TD; A[Взаимодействие ДКП и БНП] --> B[Компромисс инфляция-безработица: Пекарский, Атаманчук, Мерзляков (2007); Nordhaus (1994); Dixit, Lambertini (2003)]; A --> C[Устойчивость гос. долга и инфляции]; C --> D[Устойчивость решения системы дифференциальных уравнений для уровня долга и цен: Sargent, Wallace (1981); Woodford (1994); Woodford (2001)]; C --> E[Сочетания активного и пассивного режимов ДКП и БНП: Leeper (1991); Leeper, Sims (1994); Woodford (1995); Leeper, Leith (2016)];
```

Компромисс инфляция-безработица:  
Пекарский, Атаманчук, Мерзляков (2007);  
Nordhaus (1994); Dixit, Lambertini (2003)

Устойчивость гос. долга и  
инфляции

Устойчивость решения системы  
дифференциальных уравнений  
для уровня долга и цен:  
Sargent, Wallace (1981); Woodford  
(1994); Woodford (2001)

Сочетания активного и  
пассивного режимов ДКП и БНП:  
Leeper (1991); Leeper, Sims (1994);  
Woodford (1995)  
Leeper, Leith (2016)

## АКТИВНЫЙ И ПАССИВНЫЙ РЕЖИМЫ ДКП И БНП: РАВНОВЕСНАЯ ТРАЕКТОРИЯ ЦЕН

Классификация ситуаций взаимодействия		Монетарная политика	
		<i>Активная</i>	<i>Пассивная</i>
<b>Фискальная политика</b>	<i>Активная</i>	Взрывной рост цен, высокая инфляция, неустойчивость	Фискальная теория цен Стабильная динамика цен
	<i>Пассивная</i>	Рикардианская эквивалентность Стабильная динамика цен	Неопределенность

Davig, Leeper (2011)

- Оптимальным для режима ИТ является сочетание активной монетарной и пассивной фискальной политики
- В случае фискальной теории цен: стимулирующая БНП, за счет роста гос. долга, окажет краткосрочный повышательный эффект на инфляцию. Если ЦБ в ответ не будет повышать ставку, то инфляция быстро вернется на прежний уровень.

## ФОРМАЛИЗАЦИЯ ВЗАИМОДЕЙСТВИЯ ФИСКАЛЬНЫХ И МОНЕТАРНЫХ ВЛАСТЕЙ

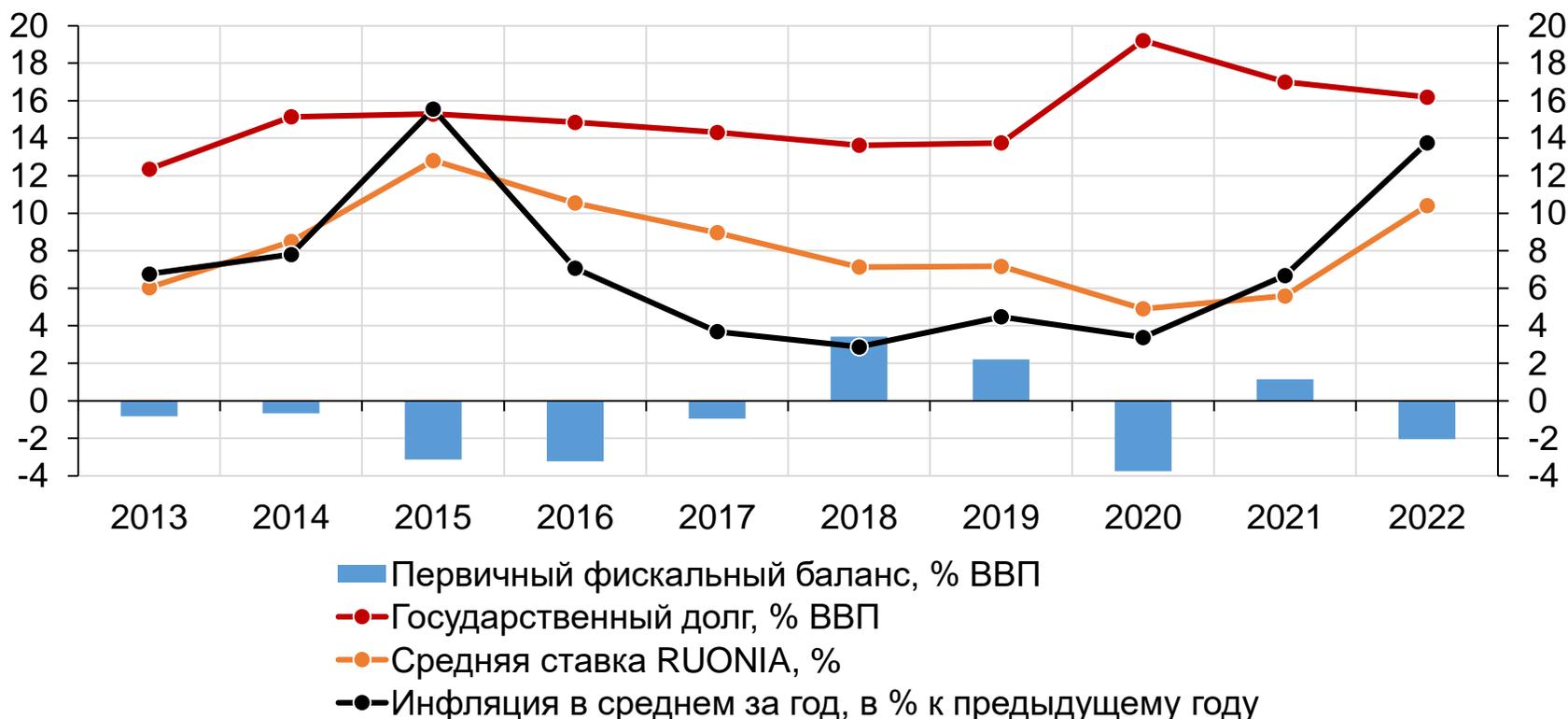
- БНП на практике зачастую следует фискальному(-ым) правилу(-ам) (ФП): по состоянию на конец 2021 г. хотя бы одно фискальное правило использовалось более, чем в 100 странах (Davoodi et al., 2022)
- Действия ЦБ при проведении ДКП определяются правилом Тейлора
- Считается, что монетарная политика в активном режиме, если выполняется принцип Тейлора
- Фискальная политика в активном режиме, если изменение первичного фискального баланса не зависит от изменения долга
- На практике разделить режимы сложно, т.к. ситуация рикардианской эквивалентности и фискальной теории цен порождают идентичную динамику цен см. Leeper, Leith (2016)

## ГИПОТЕЗЫ О ВЗАИМОДЕЙСТВИИ ДКП И БНП ПРИ ИТ (TAPSOBA, 2012)

- Переход к ИТ приводит к снижению бюджетного дефицита и повышению фискальной дисциплины (особенно в развитых странах)  
Kadria, Aissa (2016); Abo-Zaid, Tuzemen (2012)
- Внедрение ФП приводит к стабилизации темпа инфляции и более быстрому достижению целевого ориентира при режиме ИТ  
Asi (2015); Lin, Chu (2013)
- Одновременное использование ФП и режима ИТ приводит к снижению инфляции и дефицита государственного бюджета  
Tapsoba (2012)

## ДЕСКРИПТИВНЫЙ АНАЛИЗ ВЗАИМОДЕЙСТВИЯ ДКП И БНП В РОССИИ В ПЕРИОД ИТ

- Фискальная политика в активном режиме, если после увеличения гос. долга не происходит бюджетной консолидации
- Монетарная политика в активном режиме, если номинальная ставка меняется сильнее, чем инфляция



## АКТИВНАЯ БНП В ПЕРИОД 2014-22 ГГ.

- Активная БНП: первичный фискальный баланс в год, следующий после роста государственного долга, не улучшается (2-3 квадранты)



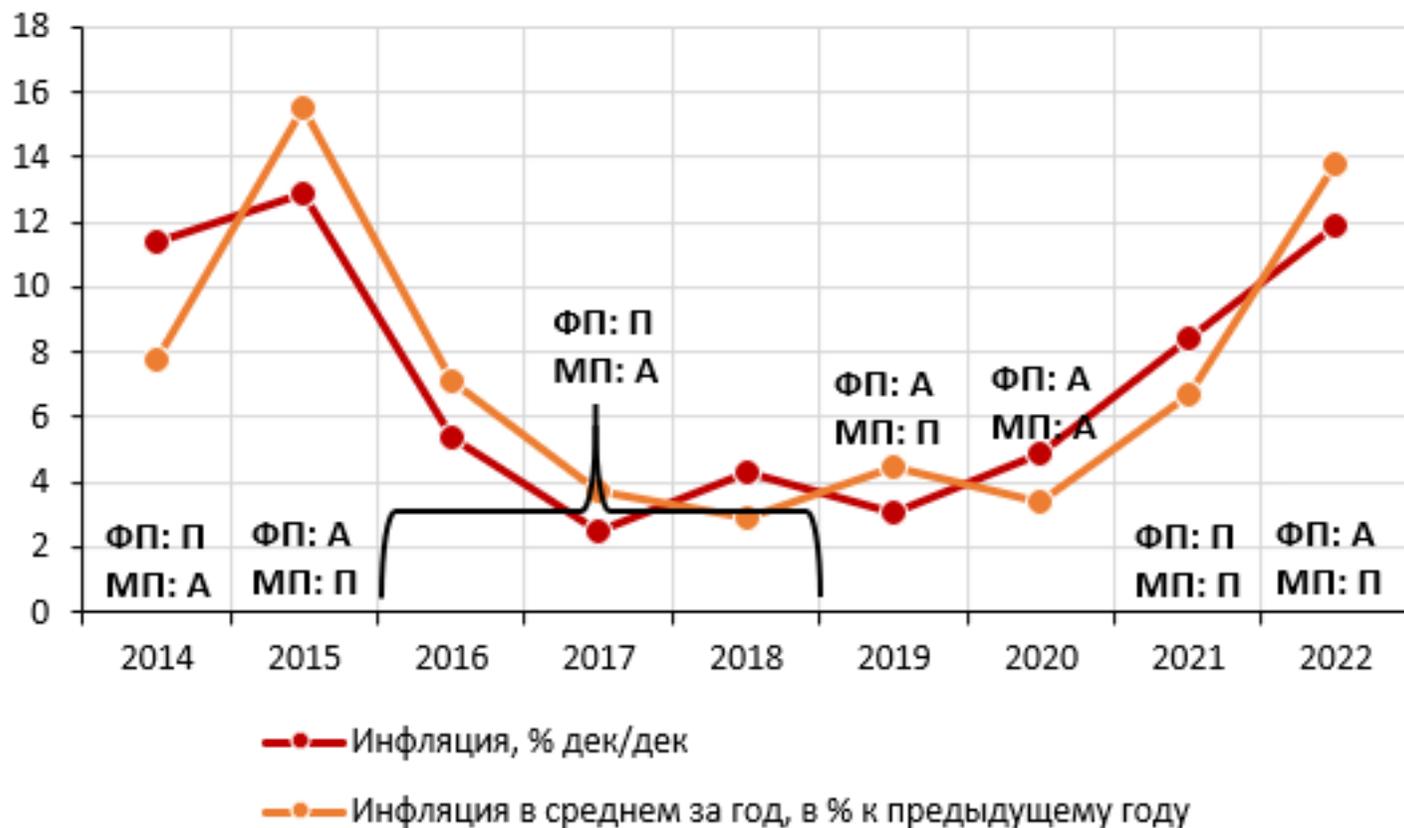
## АКТИВНАЯ ДКП В ПЕРИОД 2014-22 ГГ.

- Активная ДКП: выполняется принцип Тейлора (1 и 3 квадранты)



## ВЗАИМОДЕЙСТВИЕ БНП и ДКП и ТРАЕКТОРИЯ ИНФЛЯЦИИ

Политика	Монетарная		
	Режим	Активная	Пассивная
Фискальная	Активная	2020	2015, 2019, 2022
	Пассивная	2014, 2016, 2017, 2018	2021



➤ Режим активной БНП и пассивной ДКП соответствует периодам более высокой инфляции, чем режим активной монетарной и пассивной фискальной политики

## ЗАКЛЮЧЕНИЕ

- В теории стабильная динамика цен обеспечивается, когда, БНП/ДКП находится в активном режиме, а ДКП/БНП в пассивном
- Эмпирические исследования указывают на то, что переход к режиму ИТ и внедрение ФП улучшает фискальную дисциплину, позволяет быстрее достигать целевого ориентира инфляции
- Особенностью стран-экспортеров сырья, перешедших к режиму инфляционного таргетирования, является применение фискальных правил
- В период ИТ в России ДКП находилась в активном режиме, а БНП – в пассивном в 2016-2018 гг., что соответствует периоду дезинфляции, фискальной консолидации и внедрению бюджетного правила на расходы федерального бюджета. В противоположных режимах (фискальное доминирование) монетарная и фискальная политики находились в кризисные периоды 2015 и 2022 гг., этому периоду соответствуют темпы роста цен, существенно превышающие целевой ориентир Банка России

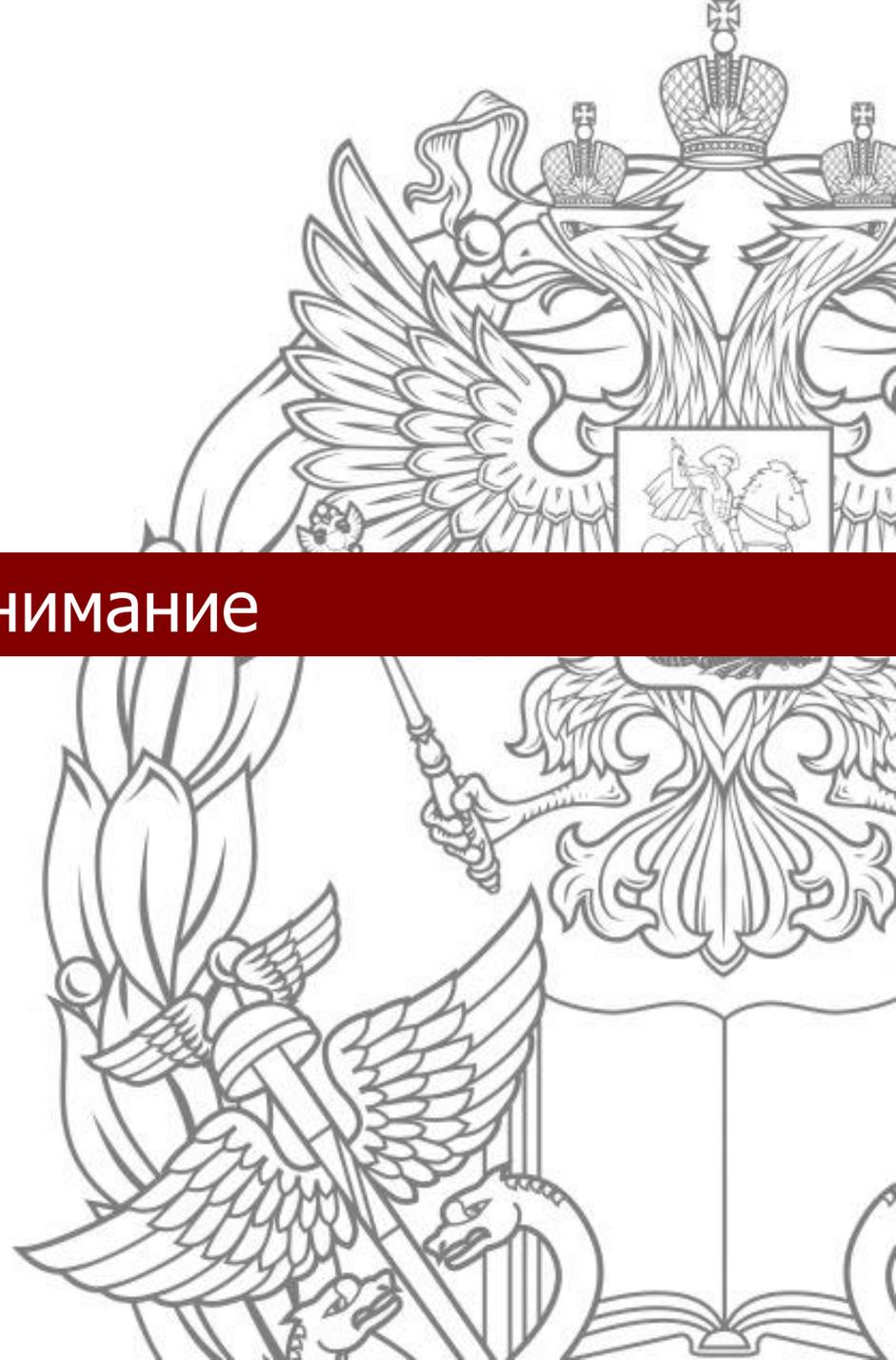


# РАНХиГС

РОССИЙСКАЯ АКАДЕМИЯ НАРОДНОГО ХОЗЯЙСТВА  
И ГОСУДАРСТВЕННОЙ СЛУЖБЫ  
ПРИ ПРЕЗИДЕНТЕ РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ

Спасибо за внимание

Центр изучения проблем  
центральных банков



## ЛИТЕРАТУРА

- Abo-Zaid S и Tuzemen D** Inflation Targeting: A three-decade perspective [Статья] // Journal of Policy Modeling. - 2012 г.. - 5 : Т. 34. - стр. 621-645.
- Asi N.** Effects of fiscal deficit and money M2 supply on inflation: evidence from selected economies of Asia [Статья] // Journal of Economics, Finance and Administrative Science. - 2015 г.. - Т. 20. - стр. 49-53.
- Cottarelli C., Griffiths M. and Moghadam R.** The nonmonetary determinants of inflation: A panel data study [Report] : Working Paper / IMF. - 1998. - WP/98/23.
- Davig T., Leeper E.M.** Monetary–fiscal policy interactions and fiscal stimulus // European Economic Review. 2011. Vol. 55. No. 2. pp. 211-227
- Davoodi and al. et** Fiscal rules and fiscal councils: Recent trends and performance during the COVID-19 pandemic [Journal] // IMF. - 2022.
- Dixit A., Lambertini L.** Interactions of commitment and discretion in monetary and fiscal policies // The American Economic Review. 2003. Vol. 93. No. 5. pp. 1522-1542.
- Kadria M. и Aissa M.** Inflation targeting and public deficit in emerging countries: A time varying treatment effect approach [Статья] // Economic Modelling. - 2016 г.. - Т. 52. - стр. 108-114.
- Kumar M. и et.al** Fiscal rules–anchoring expectations for sustainable public finances [Статья] // IMF staff paper, Washington DC. - 2009 г..
- Leeper E и Leith C** Understanding inflation as a joint monetary-fiscal phenomeno [Отчет] : Working Paper / National Bureau of Economic Research. - 2016. - w21867.
- Leeper E. M., Sims C. A.** Toward a modern macroeconomic model usable for policy analysis //NBER macroeconomics annual. – 1994. – Т. 9. – С. 81-118.
- Leeper E. M.** Equilibria under ‘active’and ‘passive’monetary and fiscal policies [Статья] // Journal of monetary Economics. - 1991 г.. - 1 : Т. 27. - стр. 129-147.
- Lin H., Y. и Chu H., P.** Are fiscal deficits inflationary? [Статья] // Journal of International Money and Finance. - 2013 г.. - Т. 32. - стр. 214-233.
- Nordhaus W. D., Schultze C. L., Fischer S.** Policy games: Coordination and independence in monetary and fiscal policies //Brookings papers on economic activity. – 1994. – Т. 1994. – №. 2. – С. 139-216.
- Sargent T. и Wallace N.** Some unpleasant monetarist arithmetic [Статья] // Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review. - 1981 г.. - 5. - стр. 1-17.
- Tapsoba R.** Inflation targeting and fiscal rules in developing countries: interactions and macroeconomic consequences [Статья] // Université d’Auvergne. - 2012 г..
- Woodford M** Monetary policy and price level determinacy in a cash-in-advance economy [Journal]. - 1994. - 3 : Vol. 4. - pp. 345-380.
- Woodford M.** Fiscal Requirements for Price Stability [Статья] // Journal of Money, Credit, and Banking. - 2001 г.. - 3 : Т. 33. - стр. 669-728.
- Woodford** Price-level determinacy without control of a monetary aggregate [Journal]. - 1995. - Vol. 43. - pp. 1-46.
- Пекарский С.Э., Атаманчук М. А. и Мерзляков С. А.** Стратегическое взаимодействие фискальной и монетарной политики в экспортно ориентированной экономике [Статья] // Деньги и кредит. - 2010 г.. - Т. 2.

# ПЕРВИЧНЫЙ ПРОФИЦИТ ДО И ПОСЛЕ ПЕРЕХОДА К РЕЖИМУ ИТ: ЭКСПОРТЕРЫ СЫРЬЯ

Развивающиеся страны-экспортеры сырья, таргетирующие инфляцию									
Чили		Бразилия		Мексика		Перу		Россия	
1980-1998	1999-2021	1980-1998	1999-2021	1980-2000	2001-2021	1980-2001	2002-2021	1999-2014	2015-2021
3,75	-0,1	2,80	0,8	4,2	0,4	-0,3	0,6	2,8	-0,6
Развивающиеся страны-экспортеры сырья, не таргетирующие инфляцию									
Аргентина		Венесуэла		Коста-Рика*		Нигерия		С. Аравия	
1980-1999	2000-2021	1980-1999	2000-2021	1980-1999	2000-2021	2000-2021		1980-1999	2000-2021
1,51	-0,7	2,1	-4,1	0,7	-0,7	0,5		-4,7	2,2

\* С 2018 г. перешла к режиму ИТ

Источник: составлено авторами на основе IMF [Fiscal Monitor](#)

- Переход к режиму ИТ оказывает положительное влияние на размер первичного профицита государственного бюджета и приводит к улучшению фискальной дисциплины в стране

# ИНФЛЯЦИЯ И ЕЕ ВОЛАТИЛЬНОСТЬ ДО И ПОСЛЕ ПЕРЕХОДА К ИТ И ИСПОЛЬЗОВАНИЮ ФП

Страна	Инфляция				Стандартное отклонение			
	До ИТ	После ИТ	После БП	После ИТ+БП	До ИТ	После ИТ	После БП	После ИТ+БП
Новая Зеландия 1980/1990/1994	11,9	2,3	2,3	2,3	4,8	1,5	1,4	1,4
Канада 1980/1991/1998	6,3	2,1	2,1	2,1	3,2	1,3	1,2	1,2
Австралия 1980/1993/1998	8,4	2,7	2,6	2,6	2,1	1,6	1,4	1,4
Норвегия 1980/2001/2001	5,3	2,2	2,2	2,2	3,6	1,2	1,2	1,2
Бразилия 1981/1999/1998	645,5	6,4	6,2	6,4	873,0	2,6	2,6	2,6
Чили 1980/1999/2001	17,3	3,6	3,6	3,6	8,5	2,3	2,5	2,5
Мексика 1980/2001/2006	43,0	4,5	4,4	4,4	37,0	1,2	1,3	1,3
Перу 1980/2002/2000	586,3	3,0	3,0	3,0	1699,6	1,7	1,6	1,7
Россия 1993/2015/2013	78,6	7,2	7,2	7,2	192,1	4,9	4,3	4,9
Коста-Рика 1980/2018/2001	15,2	3,0	6,4	3,0	14,9	3,0	4,5	3,0