

# ЭКОНОМИЧЕСКАЯ ТЕОРИЯ

---

Научная статья

УДК 338.2

DOI: 10.18384/2949-5024-2025-4-6-16

## ТЕОРЕТИЧЕСКИЙ АНАЛИЗ МОНЕТАРНОЙ ПОЛИТИКИ В УСЛОВИЯХ ОДНОВРЕМЕННЫХ ШОКОВ СПРОСА И ПРЕДЛОЖЕНИЯ

**Матюхин В. Н., Тетюк Д. В.\***

Государственный университет просвещения, г. Москва, Российская Федерация

\*Корреспондирующий автор, e-mail: dtetyuk@nes.ru

Поступила в редакцию 22.03.2025

После доработки 15.04.2025

Принята к публикации 26.04.2025

### **Аннотация**

**Цель.** Анализ эффективности денежно-кредитной политики в борьбе с инфляцией в условиях одновременных шоков со стороны спроса и предложения.

**Процедура и методы.** Используются наиболее распространённые линейные представления макроэкономических новокейнсианских моделей (AD-AS и IS-LM-PC), библиографические и качественные методы анализа.

**Результаты.** В условиях одновременных шоков спроса и предложения эффективная монетарная политика, направленная на борьбу с инфляцией, достигается единоразовым своевременным повышением ключевой ставки, а также путём установления достижимого таргета, макро- и микро- пруденциальных ограничений, ужесточения обязательных нормативов ликвидности и капитала, увеличения нормы обязательного резервирования. При этом рост ключевой ставки должен иметь ограничение сверху и не приводить к накапливанию кредитного риска в системе.

**Теоретическая и/или практическая значимость.** Данная работа вносит вклад в научную литературу по анализу монетарной политики центральных банков. Практическая значимость исследования состоит в разработанных рекомендациях, направленных на повышение эффективности монетарной политики в борьбе с инфляцией и инфляционными ожиданиями.

**Ключевые слова:** денежно-кредитная политика, ключевая ставка, инфляция, шоки предложения и спроса, бюджетный импульс, само-исполняющаяся инфляция

### **Для цитирования:**

Матюхин В. Н., Тетюк Д. В. Теоретический анализ монетарной политики в условиях одновременных шоков спроса и предложения // Вестник Государственного университета просвещения. Серия: Экономика. 2025. № 4. С. 6–16. <https://doi.org/10.18384/2949-5024-2025-4-6-16>

Original research article

## THEORETICAL ANALYSIS OF THE MONETARY POLICY UNDER SIMULTANEOUS DEMAND AND SUPPLY SHOCKS

**V. Matyukhin, D. Tetyuk\***

*Federal State University of Education, Moscow, Russian Federation*

\*Corresponding author, e-mail: dtetyuk@nes.ru

*Received by the editorial office 22.03.2025*

*Revised by the author 15.04.2025*

*Accepted for publication 26.04.2025*

### **Abstract**

**Aim.** Analysis of the effectiveness of monetary policy controlling inflation under conditions of simultaneous demand and supply shocks.

**Methodology.** The most conventional linear representations of New Keynesian models (AD-AS and IS-LM-PC), bibliographic and qualitative methods of analysis are used.

**Results.** Under conditions of simultaneous demand and supply shocks, an effective monetary policy aimed at controlling inflation is achieved by a one-time, timely increase in the key rate, as well as by establishing an achievable inflation target, macro and micro prudential restrictions, tightening mandatory liquidity and capital ratios, and increasing the mandatory reserve ratio. At the same time, the key rate raise should have an upper limit and not lead to the accumulation of credit risk in the system.

**Research implications.** This paper contributes to the scientific literature on the analysis of monetary policy implemented by central banks. The practical significance of the paper is expressed in recommendations addressing to increase the effectiveness of monetary policy in controlling inflation and inflation expectations.

**Keywords:** monetary policy, key rate, inflation, supply and demand shocks, fiscal impulse, self-fulfilling inflation

### **For citation:**

Matyukhin, V. N. & Tetyuk, D. V. (2025). Theoretical analysis of the monetary policy under simultaneous demand and supply shocks. In: *Bulletin of Federal State University of Education. Series: Economics*, 4, 6–16. <https://doi.org/10.18384/2949-5024-2025-4-6-16>

### **Введение**

В данной работе проводится анализ эффективности политики таргетирования инфляции в условиях одновременных экзогенных шоков спроса и предложения. В частности, исследуется вопрос оптимальной реакции центрального банка в ответ на шоки, аналогичные тем, что реализовались в экономике России в период 2022–2024 гг. Для описания контекста, в котором центральный банк принимает решение о выборе инструментов и уровня жёсткости денежно-кредитной политики, используются кейнсианская модель совокупного спроса и совокупного предложения AD-AS<sup>1</sup> и модель IS-LM-PC в версии, предложенной О. Бланчардом [1].

<sup>1</sup> Матвеева Т. Ю. Введение в макроэкономику: учеб. пособие. 7-е изд. М.: ИД ВШЭ, 2010. С. 123–160.

Цель исследования – проанализировать факторы, определяющие эффективность денежно-кредитной политики таргетирования инфляции, привести практические рекомендации по повышению эффективности данной политики.

В работе используются следующие методы: анализ теоретических моделей, изучение научных статей и их интерпретация. Для описания стилизованных фактов, необходимых для анализа моделей, приводятся открытые статистические данные Росстата<sup>1</sup> и Банка России<sup>2</sup>.

### Обзор литературы

Вопросы эффективности и механизмов воздействия денежно-кредитной политики центральных банков на уровень инфляции широко представлены в научной литературе. Так как в данной работе анализируется эффективность монетарной политики на примере денежно-кредитной политики Банка России периода 2022–2024 гг. приведём наиболее актуальные для данного периода научные публикации.

В статье Ж. Ромазанова и др. [2], посвящённой особенностям стратегии инфляционного таргетирования в Казахстане, делаются выводы о негативных последствиях снижения денежной массы и установления центральным банком жёстких денежно-кредитных условий в борьбе с инфляцией. Среди прочих негативных последствий особенно отмечены: недостаточный уровень кредитования реального сектора, рост рисков стагфляции, снижение темпов экономического роста, рост инфляции и безработицы. В работе экономистов ставится под сомнение эффективность политики инфляционного таргетирования с целью достижения диверсификации экономики страны и ухода от сырьевой зависимости.

Напротив, в своём исследовании А. Авакян и О. Кузнецова [3] рекомендуют центральным банкам не отказываться от политики таргетирования инфляции, несмотря на снижение её эффективности в борьбе с инфляцией в условиях доминирования шоков спроса со стороны бюджетной политики. Используя продвинутую новокейнсианскую DSGE-модель, учёные делают вывод о необходимости модифицировать мандат мегарегулятора и включить в него цели по регулированию уровня реального государственного долга. При этом отмечается, что оптимальная денежно-кредитная политика должна зависеть от режима активности бюджетной политики. Так, например, при активной бюджетной политике центральный банк должен автоматически отходить от правила Тейлора. Другой вариант изменения мандата центрального банка был предложен в работе Г. Аскари и др. [4]: в условиях бюджетного доминирования и отрицательных шоков со стороны спроса, стратегия таргетирования уровня цен является более выигрышной с точки зрения общественного благосостояния, чем стратегия таргетирования инфляции.

В исследовании С. Андрюшина [5] также продемонстрирована низкая эффективность режима таргетирования инфляции в условиях бюджетного доминирования. В работе предложены меры по корректировке денежно-кредитной политики Банка России, проводимой в 2022–2024 гг. Среди основных мер по стабилизации экономики предлагается снижение реального государственного долга путём увеличения инфляции, что согласуется с предложением об изменении мандата центрального банка, приведённом в статье А. Авакяна и О. Кузнецовой [3].

Анализ, продемонстрированный в данной работе, развивает идеи, представленные в классических работах об оптимальном взаимодействии бюджетной и моне-

<sup>1</sup>Федеральная служба государственной статистики. Росстат: [сайт]. URL: <https://rosstat.gov.ru> (дата обращения: 01.11.2024).

<sup>2</sup>Банк России: [сайт]. URL: <https://www.cbr.ru/statistics> (дата обращения: 01.11.2024).

тарной политики (Т. Сарджент и Н. Уоллес [6], Т. Дэвид и Э. Липер [7], Э. Липер [8]), а также идеи о необходимости адаптивных целей и гибких мандатов центральных банков при проведении денежно-кредитной политики в условиях одновременных шоков спроса и предложения.

### **Анализ денежно-кредитной политики Банка России 2022–2024 гг.**

Приведём основные теоретические модели, которые используются в данной работе для анализа действий центрального банка в условиях одновременных шоков. В качестве базовой модели мы используем новокейнсианскую модель совокупного спроса и предложения AD-AS в закрытой экономике в краткосрочном периоде. Анализ открытой экономики оставляется за рамками данного исследования, т. к. мы делаем фокус на анализе экономики РФ периода 2022–2024 гг. В этот период международная торговля и движение капитала в РФ перестаёт регулироваться рыночными механизмами валютных курсов и процентных ставок, и экономика становится полуоткрытой в связи с беспрецедентным масштабом международных санкций, ограничивающих импорт товаров и приток иностранного капитала в экономику РФ и в меньшей степени ограничивающими экспорт товаров и отток капитала<sup>1</sup>.

Рассмотрим следующий набор линейных уравнений модели AD-AS:

$$(1) \quad M_t - P_t = Y(r_t)$$

*Совокупный спрос (AD);*

$$(2) \quad Y^* = A^* + \alpha K^* + (1 - \alpha)L^*$$

*Долгосрочное предложение (LRAS);*

$$(3) \quad P_t = \bar{P}(v_t)$$

*Жёсткие цены (SRAS).*

Первое уравнение, более известное как уравнение обмена с предположением о скорости обращения денег равной единице, показывает связь между совокупным спросом  $Y_t$  и процентной ставкой  $r_t$ . Более подробно эту связь мы проанализируем при рассмотрении модели IS-LM. Денежная масса  $M_t$  задаётся эндогенно и является результатом монетарной политики центрального банка и кредитной активности банковской системы. Второе уравнение является линейным представлением функции производства Кобба-Дугласа и описывает потенциальный долгосрочный выпуск экономики в зависимости от общей факторной производительности  $A^*$ , от доступного объёма капитальных мощностей  $K^*$  и от объёма рабочей силы  $L^*$ . Данное уравнение предполагает нейтральность денежной массы и гибкость цен, что в долгосрочной перспективе приведёт текущий выпуск  $Y_t$  к потенциальному уровню ВВП при нормальном использовании всех факторов производства и не зависит от уровня номинальных цен,

<sup>1</sup> Чистая международная инвестиционная позиция РФ в период 01.01.2022–01.07.2024 выросла почти на 81.4% с 486.6 по 882.9 млрд долларов США: Платёжный баланс, международная инвестиционная позиция и внешний долг Российской Федерации [Электронный ресурс] // Банка России: [сайт]. URL: [https://www.cbr.ru/statistics/macro\\_itm/external\\_sector/pb/p\\_balance/](https://www.cbr.ru/statistics/macro_itm/external_sector/pb/p_balance/) (дата обращения: 01.11.2024).

<sup>2</sup> Долгосрочный уровень выпуска  $Y^*$  также можно задать эндогенно с помощью неоклассической модели реальных деловых циклов (RBC), однако данное усложнение не требуется для анализа монетарной политики.

т. к. на выпуск в долгосрочной перспективе влияют только реальные переменные. Наконец, третье уравнение отражает текущий уровень жёстких в краткосрочной перспективе цен, резкое изменение которых может случиться из-за экзогенных шоков издержек производства  $v_t$  ( себестоимости конечной продукции).

Изобразим все три кривые на одном графике (рис. 1). Экономика находится в равновесном состоянии с уровнем выпуска, совпадающим с потенциальным уровнем  $Y^*$ , и естественной инфляцией. Это упрощение модели означает, что при отсутствии каких-либо шоков переменные  $Y$ ,  $P$ ,  $Y^*$  двигаются одновременно по равновесной траектории.

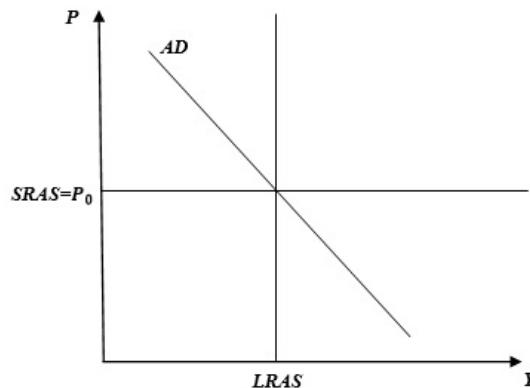


Рис. 1 / Fig 1. График совокупного спроса и предложения / Aggregate demand and supply graph

Источник: составлено авторами

Сначала рассмотрим два одновременных шока предложения и один шок совокупного спроса, которые согласуются со стилизованными фактами шоков 2022–2024 гг. в экономике РФ.

**Стилизованный факт № 1 о шоке долгосрочного предложения.** Отрицательный шок долгосрочного предложения LRAS (уравнение 2) обуславливается следующим набором факторов. Во-первых, в период 2022–2024 гг. наблюдалось сокращение населения<sup>1</sup> (источника рабочей силы  $L^*$  в долгосрочной перспективе), связанное с демографической ямой 1990-х гг. Текущий объём рабочей силы также находится под риском снижения по ряду причин: использование человеческих ресурсов в целях обеспечения обороноспособности страны, отток высококвалифицированных специалистов, ужесточение миграционной политики<sup>2</sup>. Во-вторых, санкции спровоцировали уход иностранных фирм вместе со стандартами корпоративного управления и технологиями, замещение которых потребует дополнительных инвестиций и времени. Данный факт можно интерпретировать как снижение общей факторной производительности  $A^*$ . Наконец, есть вероятность снижения капитальных мощностей за счёт нанесения прямого поражения производственным объектам РФ. Все эти факторы сдвигают кривую LRAS влево (рис. 2).

**Стилизованный факт № 2 о шоке издержек.** Рост SRAS спровоцирован удлинением логистических маршрутов, увеличением издержек по совершению операций в связи с ограничениями трансграничных платежей, а также увеличением тариф-

<sup>1</sup> Федеральная служба государственной статистики // Росстат: [сайт]. URL: [https://rosstat.gov.ru/storage/mediabank/Rab\\_sila\\_2024.htm](https://rosstat.gov.ru/storage/mediabank/Rab_sila_2024.htm) (дата обращения: 01.11.2024).

<sup>2</sup> Госдума рассмотрит пять проектов об ужесточении миграционной политики [Электронный ресурс] // РБК: [сайт]. 29.09.2024. URL: <https://www.rbc.ru/rbcfreenews/66f8f2049a7947499383743b> (дата обращения: 01.11.2024).

ных и налоговых сборов. Причём для текущего шока краткосрочной кривой предложения достаточно иметь ожидания роста инфляции в будущем. В отдельных работах экономистов Дж. Тэйлора [9] и Г. Кальво [10] демонстрируется, что фирмы, устанавливая цены на какое-то время вперёд (следование жёсткости цен в краткосрочном периоде), начнут повышать цены уже сейчас, если ожидают средний рост цен в будущем. Под действием упомянутых факторов кривая SRAS сдвигается вверх (рис. 2).

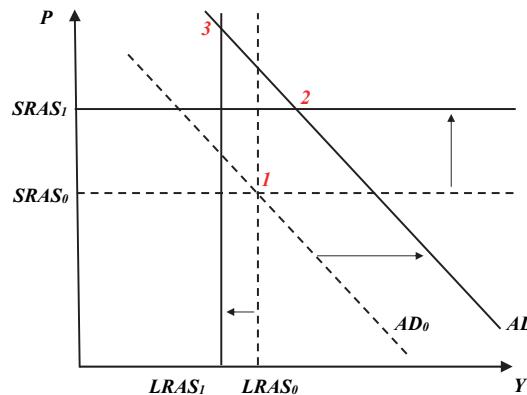


Рис. 2 / Fig. 2. Одновременные шоки предложения и спроса / Simultaneous supply and demand shocks

Источник: составлено авторами

**Стилизованный факт № 3 о шоке совокупного спроса.** Падение выпуска в 2022 г., вызванное в большей степени снижением потребления<sup>1</sup>, сменился последующим бурным ростом совокупного спроса в 2023–2024 гг., обусловленным несколькими факторами. Во-первых, наблюдается активный рост бюджетных расходов, т. е. совокупного спроса со стороны государства. Бюджетный импульс профинансирован средствами Фонда национального благосостояния и новыми привлечениями Министерства финансов на рынке облигаций. Во-вторых, наблюдается рост потребления частного сектора экономики РФ, который может быть вызван как недостаточным потреблением в 2022 г., так и самоисполняющимися инфляционными ожиданиями. Свою роль в росте совокупного спроса сыграл и Банк России, снизив ключевую ставку до 7,5% в III квартале 2022 г. и оставив её неизменной до конца II квартала 2023 г. Однако для анализа модели при прочих равных остановимся на первостепенной причине увеличения совокупного спроса – экзогенном росте государственных расходов. Кривая AD сдвигается вправо (рис. 2).

Таким образом, при отсутствии активных действий со стороны центрального банка в экономике будут наблюдаться следующие эффекты:

- шоки предложения SRAS и LRAS должны привести к немедленной стагфляции, т. е. снижению выпуска при росте инфляции;
- при этом шок совокупного спроса за счёт бюджетного импульса поддерживает выпуск на уровне выше потенциального (точка 2 на рис. 2), дополнительно увеличив положительный разрыв выпуска и, как результат, инфляцию.

Все эффекты от шоков предложения и спроса на выпуск и уровень инфляции, рассмотренные в модели AD-AS, согласуются со стилизованными фактами, а

<sup>1</sup> Раздел «Использованный ВВП» // Федеральная служба государственной статистики. Росстат: [сайт]. URL: <https://rosstat.gov.ru/statistics/accounts> (дата обращения: 01.11.2024).

также с алгебраическим представлением новокейнсианской кривой Филлипса со встроенными инфляционными ожиданиями:

$$(4) \Pi_t = \Pi_t^e + \lambda(Y_t - Y^*) + \nu_t$$

*Кривая Филлипса.*

Уровень инфляции  $\Pi_t$  определяется разрывом между текущим выпуском  $Y_t$  и потенциалом  $Y^*$ , а также уровнем инфляционных ожиданий  $\Pi_t^e$  и экзогенными шоками издержек  $\nu_t$ . Если целевой уровень инфляции (таргет) до шоков составлял 4%, то после шоков, согласно кривой Филлипса, едва ли его возможно достичнуть, не сократив выпуск существенно ниже потенциала путём обрушения денежной массы и, как результат, совокупного спроса. Таким образом, в случае реализации одновременных шоков, описанных выше, центральному банку требуется проводить более жёсткую политику в борьбе с проинфляционными факторами. При этом он должен не допустить процесс самоисполняющейся инфляции.

Анализ одновременных шоков кривых предложения и спроса, упомянутых выше, позволяют описать условия, в которых центральному банку приходится принимать решения, определяя уровень жёсткости денежно-кредитной политики. Однако перед тем, как приступить непосредственно к выводам об эффективности денежно-кредитной политики центрального банка в заданных условиях, нам необходимо описать равновесия на товарном и денежном рынках с помощью широко распространённой модели IS-LM. Данная модель описывается следующими уравнениями:

$$(5) Y_t = C_0 + b(Y_t - T_t) + I_0 + hY_t - dR_t + G_t$$

*Кривая равновесия на товарном рынке;*

$$(6) M_t - P_t = L(Y_t, R_t + \Pi_t^e) + \varepsilon_t$$

*Кривая равновесия на денежном рынке.*

Уравнение (5) определяет равновесный в краткосрочном периоде уровень выпуска  $Y_t$  при каждом уровне процентных ставок  $R_t$ . Равновесие на товарном рынке складывается из объёма потребления, заданного автономным потреблением  $C^0$  и текущим потреблением долей  $b$  от располагаемого дохода ( $Y_t - T_t$ ), из объёма инвестиций, заданного зависимостью ( $I_0 + hY_t - dR_t$ ), и из объёма государственных расходов  $G_t$ .

Левая часть уравнения (6) отражает реальное предложение денежной ликвидности  $M_t - P_t$ , которое, с одной стороны, определяется размером денежной массы  $M_t$ , регулируемой действиями центрального банка (например, ФРС путём проведения операций на открытом рынке) и банками через денежный мультиплексор, и, с другой стороны, динамикой номинальных цен  $P_t$ . Правая часть уравнения (6) отражает спрос экономики на ликвидность, которая отрицательно зависит от процентной ставки  $R_t$  (т. е. альтернативной цене ликвидности) и положительно от уровня выпуска  $Y_t$ .

Теперь повторно рассмотрим шоки предложения и совокупного спроса. Для модели IS-LM эти шоки означают экзогенный рост  $P_t$  и рост государственного потребления  $G_t$ . Изобразим одновременные сдвиги кривых (5)–(6) на одном графике IS-LM (рис. 3).

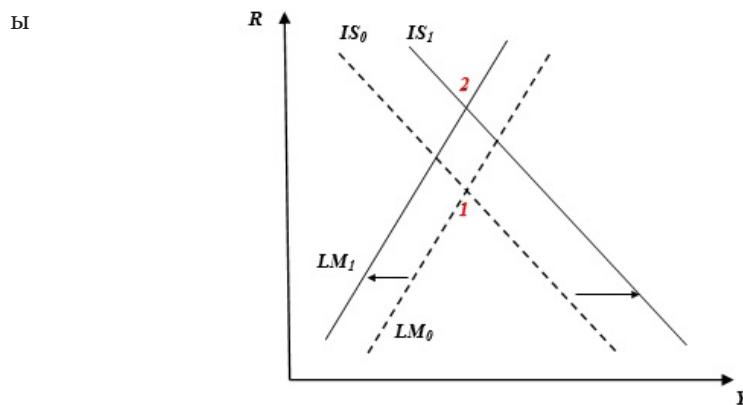


Рис. 3 / Fig. 3. Шоки издержек и государственных расходов / Costs and government expenditures shocks

Источник: составлено авторами

Анализ сдвигов кривых IS-LM позволяет сделать следующие выводы. В отсутствии предположений о действиях центрального банка, направленных на прямое регулирование денежной массы  $M_t$ , одновременные шоки предложения и спроса, рассмотренные в данной работе, должны привести к увеличению реальной процентной ставки сами по себе. Таким образом, в случае, если центральный банк поэтапно поднимает процентную ставку в размере, согласованном с ожиданиями рынка, в ответ на уже реализовавшиеся шоки издержек и спроса, то он только отражает текущую альтернативную стоимость ликвидности и никак не влияет на уровень выпуска и инфляцию. Есть ещё два аспекта, снижающие эффективность процентной ставки центрального банка как инструмента в борьбе с инфляцией. Во-первых, рациональные ожидания о дальнейшем повышении ставки в ответ на увеличении инфляции должны уже сейчас привести к росту цен, т. е. фирмам и домохозяйствам становится выгодней брать кредит сегодня, если они не верят центральному банку и его способности снизить инфляцию. Во-вторых, при низкой эластичности потребления и инвестиций по отношению к процентной ставке ужесточение денежно-кредитной политики не приведёт к необходимому снижению совокупного спроса. В данных по динамике инфляции в России есть признаки того, что именно неэластичные компоненты совокупного спроса объясняют высокий уровень инфляции при высокой ключевой ставке в 2024 г.<sup>1</sup>

В заключительном разделе мы резюмируем полученные результаты анализа применительно к денежно-кредитной политике, проводимой Банком России в 2022–2024 гг.

<sup>1</sup> Банк России: ежемесячные отчёты по динамике цен [Электронный ресурс] // Банк России: [сайт]. URL: <https://www.cbr.ru/analytic/dkp/dinamic/> (дата обращения 01.11.2024). В период 06.2024–09.2024 рост цен в продовольственных товарах обгоняет рост цен в непродовольственных. Об этом см.: Динамика потребительских цен: информационно-аналитический комментарий. 2024. № 9 (105) С. 7 [Электронный ресурс] // Банк России: [сайт]. URL: [https://www.cbr.ru/Collection/Collection/File/50729/CPD\\_2024-9.pdf](https://www.cbr.ru/Collection/Collection/File/50729/CPD_2024-9.pdf) (дата обращения 01.11.2024).

## Заключение

В 2022–2024 гг. Банк России столкнулся с рядом масштабных вызовов в области обеспечения ценовой и финансовой стабильности системы. С целью предотвращения оттока средств из банковской системы регулятор сперва поднял ставку до 20%, затем за короткий период снизил ставку до 7,5%, передав экономике монетарный импульс. Опираясь только на фактические данные по инфляции и выпуску, регулятор не сумел распознать будущие проинфляционные риски (т. е. экзогенные шоки предложения и спроса, рассмотренные в данной работе) и совершил следующие, на наш взгляд, неточные действия:

– Банк России своевременно не отменил послабления в области банковского регулирования (нормативов ликвидности и макропруденциальных надбавок). Банки пользовались послаблениями, активно наращивая кредитный портфель: увеличение денежного мультипликатора приводит к росту совокупного спроса (уравнения 1 и 6);

– ключевая ставка сохранялась на уровне 7,5% в течение девяти месяцев в условиях доминирования проинфляционных факторов. Таким образом, при низкой процентной ставке со стороны денежного рынка дополнительно формировался спрос (уравнение 6);

– Банк России не стал увеличивать таргет по инфляции, оставив его на уровне 4% до 2022 г. Длительное отклонение от таргета могло отрицательно сказаться на его репутации и, как следствие, привести к росту инфляционных ожиданий (уравнения 4 и 6).

Начиная со второй половины 2023 г., Банк России начал поэтапно ужесточать денежно-кредитную политику, что, на наш взгляд, также повлияло на низкую эффективность предпринимаемых мер. В работах Ф. Кидланда и Э. Прескотта [11], Р. Барро и Д. Гордона [12] исследуется проблема динамической непоследовательности, когда центральному банку выгодно пообещать политику низкой инфляции, при этом не предпринимать меры, которые смогли бы её обеспечить ценой сокращения денежной массы и выпуска. Рациональные агенты предвидят такие действия центрального банка, поэтому формируют инфляционные ожидания выше обещанного таргета. Для возвращения инфляции на уровень таргета необходимо восстановить доверие к политике регулятора.

Предлагаем рассмотреть следующий набор мер по повышению эффективности монетарной политики.

1. Решения о повышении ключевой ставки должны иметь не поэтапный характер, а характер шоковой терапии, например единоразовый рост ставки с 7,5% до 15%. Так как ключевая ставка однозначно определяет только короткий конец кривой срочной структуры процентных ставок, регулятору необходимо оставаться непредсказуемым, чтобы кривая процентных ставок обрела восходящую форму: больше срок, выше риск, выше ставка. В противном случае, с учётом ожиданий о снижении ключевой ставки<sup>1</sup> кривая процентных ставок примет инвертированную форму, слабо ограничивающую долгосрочное кредитование.

2. При определении таргета по инфляции Центральный банк должен учитывать набор экзогенных шоков предложения и спроса. Применительно к периоду 2022–2024 гг. оптимальный уровень инфляции при шоках издержек и спроса со стороны государства, на наш взгляд, не должен оставаться в пределах 4%. Необходимо определить новый уровень таргета, который бы учитывал сохранение ключевой ставки

<sup>1</sup> Ожидания по снижению процентной ставки сохраняются, начиная с III квартала 2023 г., что демонстрирует кривая ОФЗ. См.: ПАО Московская Биржа: [сайт]. URL: <https://www.moex.com/ru/marketdata/indices/state/g-curve/> (дата обращения 01.11.2024).

на достаточно высоком уровне в среднесрочной перспективе. Если такой уровень таргета окажется не достижим, то необходимо повторно рассмотреть вариант шоковой терапии с пересмотром таргета вверх. Напротив, поэтапное увеличение ключевой ставки, как было показано выше, не приведёт к снижению инфляции, только к отражению новой альтернативной стоимости ликвидности.

3. Рост ключевой ставки должен иметь ограничения сверху и не приводить к накоплению кредитного риска в системе, реализация которого также станет сильнейшим проинфляционным фактором со стороны предложения. В связи с тем, что в России существенная доля корпоративных кредитов и субсидируемых государством ипотечных кредитов привязана к ключевой ставке, её увеличение не только снижает спрос на новый кредит, но и увеличивает издержки по обслуживанию уже имеющегося долга. Таким образом, в борьбе с инфляцией мы предлагаем использовать дополнительные инструменты по ограничению роста кредитного портфеля: макро- и микропруденциальные ограничения, ужесточения обязательных нормативов ликвидности и капитала, увеличение нормы обязательного резервирования.

## ЛИТЕРАТУРА

1. Blanchard O. *Macroeconomics*. Pearson, 2021. 577 p.
2. Особенности стратегии инфляционного таргетирования в Казахстане / Ж. К. Ромазанов, Т. Ж. Ниязов, Т. А. Карипов, Н. П. Ыскак, А. А. Кажмухаметова // Вестник Карагандинского университета. 2024. Т. 11629. № 4. С. 170–178.
3. Авакян А. Р., Кузнецова О. С. Бюджетное доминирование: конец эпохи таргетирования инфляции? // Экономическая политика. 2024. Т. 19. № 6. С. 54–81. DOI: 10.18288/1994-5124-2024-6-54-81
4. Ascoli G., Florio A., Gobbi A. Price Level Targeting under Fiscal Dominance // *Journal of International Money and Finance*. 2023. Vol. 137. Publication No. 102876.
5. Андрюшин С. А. Таргетирование инфляции в условиях фискального стимулирования // *Russian Journal of Economics and Law*. 2025. Т. 19. № 1. С. 21–36. DOI: 10.21202/2782-2923.2025.1.21-36
6. Sargent T. J., Wallace N. Some Unpleasant Monetarist Arithmetic // *Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review*. 1981. Vol. 5. № 3. P. 1–17.
7. Davig T., Leeper E. M. Monetary-fiscal Policy Interactions and Fiscal Stimulus // *European Economic Review*. 2011. Vol. 55. № 2. P. 211–227.
8. Leeper E. M. Equilibria under ‘Active’ And ‘Passive’ Monetary and Fiscal Policies // *Journal of Monetary Economics*. 1991. Vol. 27. № 1. P. 129–147.
9. Taylor J. B. Aggregate Dynamics and Staggered Contracts // *Journal of Political Economy*. 1980. Vol. 88. № 1. P. 1–23.
10. Calvo G. A. Staggered Prices in a Utility-maximizing Framework // *Journal of Monetary Economics*. 1983. Vol. 12. № 3. P. 383–398.
11. Kydland F. E., Prescott E. C. Rules Rather Than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans // *Journal of Political Economy*. 1977. Vol. 85. № 3. P. 473–491.
12. Barro R. J., Gordon D. B. Rules, Discretion and Reputation in a Model of Monetary Policy // *Journal of Monetary Economics*. 1983. Vol. 12. № 1. P. 101–121.

## REFERENCES

1. Blanchard, O. (2021). *Macroeconomics*. Pearson, 2021.
2. Romazanov, Zh. K., Niyazov, T. J., Karipov, T. A., Yskak, N. P. & Kazhmukhametova A. A. (2024). Features of the Inflation Targeting Strategy in Kazakhstan. In: *Bulletin of the Karaganda University*, 11629, 4, 170–178 (in Russ.).

3. Avakyan, A. A. & Kuznetsova, O. S. (2024). Fiscal Dominance: The End of Inflation Targeting? In: *Economic Policy*, 19, 6, 54–81. DOI: 10.18288/1994-5124-2024-6-54-81 (in Russ.).
4. Ascari, G., Florio, A. & Gobbi, A. (2023). Price Level Targeting under Fiscal Dominance. In: *Journal of International Money and Finance*, 137, 102876.
5. Andryushin, S. A. (2025). Inflation targeting in the context of fiscal stimulation. In: *Russian Journal of Economics and Law*, 19, 1, 21–36. DOI: 10.21202/2782-2923.2025.1.21-36 (in Russ.).
6. Sargent, T. J. & Wallace, N. (1981). Some Unpleasant Monetarist Arithmetic. In: *Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review*, 5, 3, 1–17.
7. Davig, T. & Leeper, E. M. (2011). Monetary-fiscal Policy Interactions and Fiscal Stimulus. In: *European Economic Review*, 55, 2, 211–227.
8. Leeper, E. M. (1991). Equilibria under 'Active' And 'Passive' Monetary and Fiscal Policies. In: *Journal of Monetary Economics*, 27, 1, 129–147.
9. Taylor, J. B. (1980). Aggregate Dynamics and Staggered Contracts. In: *Journal of Political Economy*, 88, 1, 1–23.
10. Calvo, G. A. (1983). Staggered Prices in a Utility-maximizing Framework. In: *Journal of Monetary Economics*, 12, 3, 383–398.
11. Kydland, F. E. & Prescott, E. C. (1977). Rules Rather Than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans. In: *Journal of Political Economy*, 85, 3, 473–491.
12. Barro, R. J. & Gordon, D. B. (1983). Rules, Discretion and Reputation in a Model of Monetary Policy. In: *Journal of Monetary Economics*, 12, 1, 101–121.

---

## ИНФОРМАЦИЯ ОБ АВТОРАХ

Валерий Николаевич Матюхин (г. Москва) – кандидат экономических наук, доцент кафедры финансово-экономического и бизнес-образования Государственного университета просвещения;  
<https://orcid.org/0000-0002-1061-7923>; e-mail: mwn@yandex.ru

Денис Викторович Тетюк (г. Москва) – аспирант кафедры финансово-экономического и бизнес-образования Государственного университета просвещения;  
<https://orcid.org/0009-0008-8308-5914>; e-mail: dtetyuk@nes.ru

## INFORMATION ABOUT THE AUTHORS

Valery N. Matyukhin (Moscow) – Cand. Sci. (Economics), Assoc. Prof., Financial, Economic and Business Education Department, Federal State University of Education;  
<https://orcid.org/0000-0002-1061-7923>; e-mail: mwn@yandex.ru

Denis V. Tetyuk (Moscow) – Postgraduate Student, Financial, Economic and Business Education Department, Federal State University of Education;  
<https://orcid.org/0009-0008-8308-5914>; e-mail: dtetyuk@nes.ru