

ВОПРОСЫ ТЕОРИИ И ПРАКТИКИ ФИНАНСОВ И КРЕДИТА

УДК 336.1

DOI: 10.26456/2219-1453/2024.4.017–029

АНАЛИЗ ВЛИЯНИЯ ДЕФИЦИТА БЮДЖЕТА РОССИИ НА ПРОЦЕНТНУЮ СТАВКУ И ИНФЛЯЦИЮ

С.А. Переход¹, А.А. Рыбина², А.Ф. Ибрагимов¹

¹ФГОБУ ВО «Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации», г. Москва

²ХК «Актив Динамо», г. Москва

Целью исследования является влияния дефицита бюджета и государственного долга на величину ключевой ставки. На основе данных Банка России и Минфина рассчитан бюджетный импульс и его влияние на инфляцию, дефицит бюджета, на изменение ключевой ставки и объем государственного долга. Сделан вывод о прямой зависимости между изменением бюджетного баланса и колебаниями ключевой ставки. Научная новизна полученных результатов заключается в оценке влияния государственного долга на дефицит бюджета и ключевую процентную ставку (1 трлн бюджетного импульса ведет к увеличению ключевой ставки на 0,5%), а также в выявлении специфических факторов, способствующих изменению этих показателей в условиях высокой инфляции и ограниченного доступа к внешнему финансированию.

Ключевые слова: *ключевая ставка, государственный бюджет, ОФЗ, облигационный рынок.*

Введение

Новые вызовы перед Россией требуют значительных государственных заимствований на долговом рынке. В период 2024–2026 гг. Министерство финансов планирует занять 8,912 трлн руб. на цели стимулирования экономического роста и импортозамещения, модернизации промышленности и ВПК, развития новых присоединенных территорий, реализации стабилизационных мер на случай новых шоков. В условиях санкций источники внешнего капитала ограничены, но реализация стратегических целей требуют дополнительного финансирования, позволяющего государству оставаться конкурентоспособным на мировой арене и обеспечивать устойчивое развитие.

В этих условиях важным источником привлечения капитала является внутренний долговой рынок, однако финансовые условия значительно ужесточились и возникает вопрос, сможет ли государство изыскать капитал на рынке? Номинальный дефицит федерального бюджета остается относительно высоким: в 2024 г. составит 1 трлн 595,4 млрд руб. (0,9 % ВВП), в 2025 г. - 830,5 млрд руб. (0,4 % ВВП), в 2026 г. - 1 трлн 536,4 млрд руб. (0,8 % ВВП) [3]. Такой объем дефицита и исторически высокая ключевая ставка

Банка России обостряют конкуренцию за капитал. Данная работа вносит вклад в дискуссию относительно влияния ключевой ставки на величину доходов бюджета.

Анализ состояния государственного долга России

Государственный долг многих стран увеличивается по мере роста инфляции и необходимости финансировать антикризисные меры после событий вроде пандемии Covid-19 или военного конфликта на Украине. Уровень соотношения госдолга к ВВП является важной характеристикой платежеспособности и финансового развития, но, с одной стороны, высокая закредитованность свидетельствует о доверии инвесторов и ожидании стабильного роста ВВП, с другой, – долг может быть обусловлен экономическим спадом или ошибочными политическими реформами. Рассмотрим детально динамику российского государственного внешнего и внутреннего долга (рис. 1).

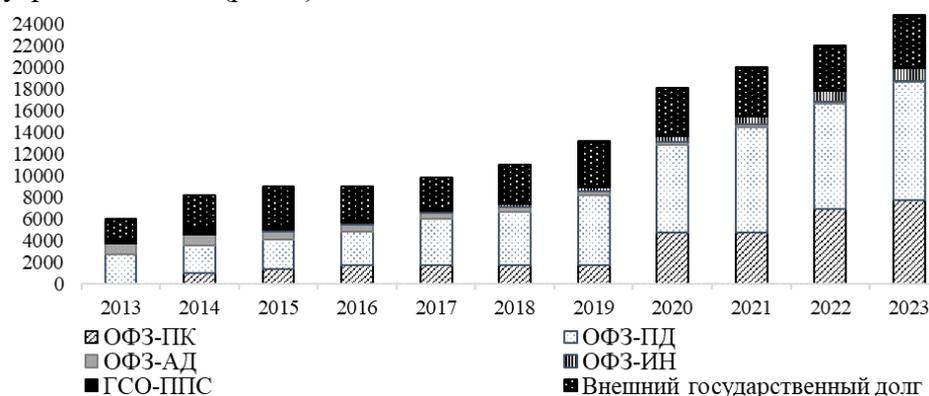


Рис. 1. Государственный внешний и внутренний долг РФ, млрд руб.
 Источник: составлено авторами по данным Минфина [19]

Международные антироссийские санкции деформировали долговой рынок гособлигаций, в результате чего объем внешнего госдолга на протяжении 10 лет снижался: доля инвестиций нерезидентов в облигации федерального займа (ОФЗ) опустилась до минимума с 2012 г. – 7,9 %, или 1,522 трлн руб., а объем внутреннего – только возрастает. Переориентация на внутренние источники финансирования привела к росту его объема на апрель 2024 г. до 20,5 трлн руб. и внешнего долга – 53,3 млрд долл. (номинированы в иностранной валюте). Что касается типов, то основной объем составляют ОФЗ-ПД – 10,9 трлн руб., а ОФЗ-ПК – 7,7 трлн руб. С 2019 г. номинальный объем долга удвоился, однако его уровень относительно ВВП составляет 12,3 %, что является одним из самых низких в сравнении с сопоставимыми странами (рис. 2). В период с 2024 по 2026 гг. будут увеличены расходы федерального бюджета на обслуживание государственного долга, как сообщает Минфин РФ в Основных направлениях бюджетной, налоговой и таможенно-тарифной политики на 2024 г. и плановый период 2025–2026 гг. [11]. В 2026 г. размер данной статьи бюджета будет увеличен более чем в 2 раза по сравнению с 2023 г. и составит около 1,7 % ВВП. Ранее этот показатель не достигал и 1 %. Увеличение расходов на обслуживание

государственного долга негативно сказывается на доступность ресурсов для других бюджетных статей.

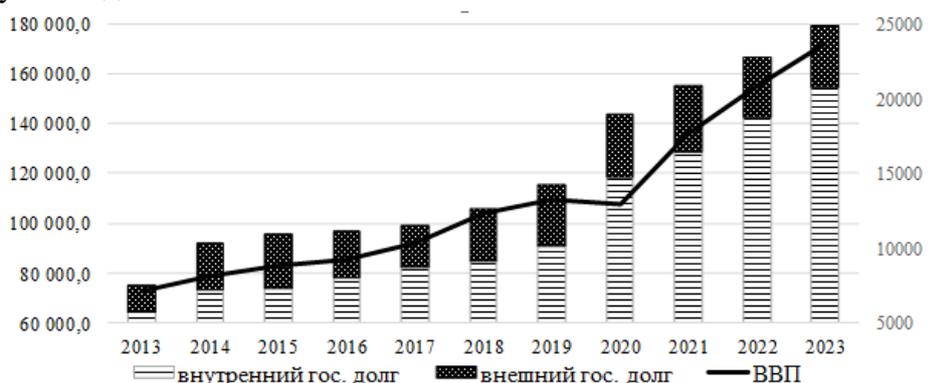


Рис. 2. Соотношение внутреннего валового продукта (левая шкала) к государственному внутреннему (правая шкала) и внешнему долгу (правая шкала), млрд руб.

Источник: составлено авторами по данным Минфина и Росстата [19, 13]

Согласно принятому бюджету, основным источником финансирования дефицита бюджета будут выступать внутренние займы, с акцентом на привлечение необходимого объема заемных средств путем приоритетного выпуска облигаций с фиксированным доходом. Параллельно будет проводиться диверсификация долговых инструментов по их видам и срокам погашения с целью максимального удовлетворения потребностей инвесторов и увеличения ликвидности долгового рынка.

Эмитируемые Минфином ОФЗ, представляющие большую часть внутреннего государственного долга, позволяют покрывать возникающий дефицит: так, в 2020 г. дефицит был равен 4,1 трлн рублей [6], в то время как объем размещений ОФЗ – 5,3 трлн руб. [12], в 2022 г. дефицит составил 3,3 трлн руб. [7], на эту же сумму были размещены ОФЗ. Нынешняя политика Министерства финансов предполагает, что тенденция погашения дефицита бюджета за счет государственного долга продолжится в ближайшие годы – в ближайшие 3 года планируется занять более 8,912 трлн руб. Это объясняется рядом преимуществ, которые предоставляет использование ОФЗ: во-первых, оказывается меньшее влияние на рост инфляции, чем денежная эмиссия. Во-вторых, увеличивая ставку налога, государство не может быть полностью уверенным в росте налоговых поступлений в бюджет, поскольку высокие ставки могут привести к уходу от налогообложения. В-третьих, финансировать дефицит бюджета за счет приватизации затруднительно, т.к. большая часть таких активов имеет стратегическую важность. Более того, долговая нагрузка относительно ВВП значительно меньше, чем в других странах.

Высокая частота макроэкономических шоков в виде Covid-19 и геополитической напряженности между Россией и странами НАТО привела к осложнению прогнозирования доходов бюджета, инфляции, ключевой ставки, и в последнее время реальные значения макроэкономических показателей сильно отличаются от запланированных [14, с. 348]. Так,

например, в законе о федеральном бюджете на 2022 г. закладывался профицит федерального бюджета в размере 1,3 трлн руб., а по итогам 2022 г. образовался дефицит в рекордном объеме 3,3 трлн руб. Примечательно, что в начале 2022 г. резко возросла и ключевая ставка: с 9,5 % до рекордных 20 %, но несмотря на ее постепенное снижение до 7,5 % к сентябрю 2022 г., она была вновь повышена в 2024 г. до 18 %, что значительно увеличит расходы бюджета на обслуживание нового долга.

Стоит отметить, что введение международных санкций привело к ограничению возможностей иностранных инвесторов в приобретении государственного долга: доля нерезидентов в ОФЗ снизилась с максимума 34,9 % до 6,8 % на 1 мая 2024 г., и возможности финансирования расходов бюджета зависят от нормы внутренних сбережений и денежно-кредитной политики центрального банка. В табл.1 приведено изменение процентных ставок и показателей бюджета.

Таблица 1
Динамика показателей бюджета и процентной ставки за 2019–2024 гг.

Год	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Дефицит (-) /профицит (+) бюджета – план, млрд руб./в % к ВВП	1480,8/ 1,4%	927,6/ 0,82%	-2754,5/ 2,38%	1327,7/ 1,0 %	-2925,3/ 1,95 %	-1595,4/ 0,9% (прогноз)
Ключевая ставка на начало года, %	7,75	6,25	4,25	8,5	7,5	18
Дефицит (-) /профицит (+) бюджета – факт, млрд руб./в % к ВВП	1957,9/ 1,8%	- 4099,4/ 3,8%	524,3/ 0,4 %	- 3294,5/ 2,1 %	-3000,7 1,8 %	-1595,4/ 0,9 % (проект бюджета)
Ключевая ставка на конец года, %	6,25	4,25	8,5	7,5	16	21
Изменение бюджетного сальдо, млрд руб.	x	-6057,3	+4623,7	-3818,8	+293,8	x
Изменение среднегодовой ключевой ставки, %	-1,5	-2,0	+4,25	-1,0	+8,5	+3

Источник: составлено авторами по данным Банка России [17]

В сравнении с другими странами (рис. 3), государственный долг России находится на уровне, который можно охарактеризовать как умеренный (22,3 % к ВВП) и ниже, чем во многих развитых странах (США – 118,6 %, Япония – 239,4 %, Великобритания – 89,1%) и дружественных странах-партнерах по БРИКС (Китай – 80,2 %, Индия – 84,3 %, Бразилия 86 %, ЮАР – 74,4 %). Однако, стоит отметить зависимость уровня госдолга от стабильного долгосрочного роста ВВП, уровня ставок и процентных платежей, кредитного рейтинга, притока иностранного капитала – санкции существенно снизили привлекательность инвестирования (даже для резидентов – с 2022 г. среднемесячный оборот ОФЗ составляет 277 млрд руб., тогда как в 2019–2021 гг. он был на уровне 533 млрд руб.) [16] в правительственные облигации.

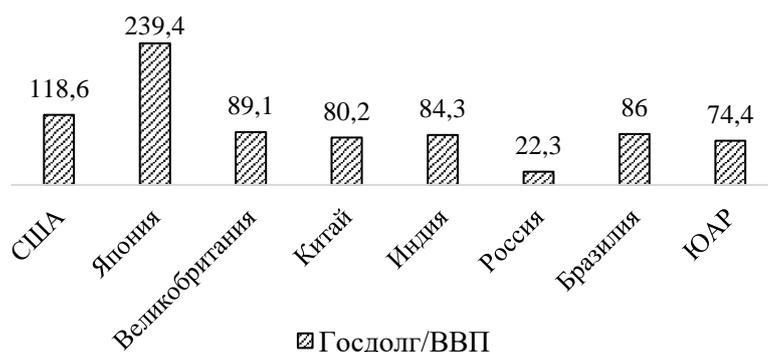


Рис. 3. Соотношение ВВП и государственного долга некоторых стран мира, %
Источник: по данным Institute of International Finance [25]

Обзор литературы

Российская экономика функционирует в уникальных финансовых условиях: высокого дефицита государственного бюджета, высоких процентных ставок центрального банка и закрытых рынков капитала. Это может привести к негативным эффектам на внутреннем облигационном рынке.

Поскольку государству требуется привлечь больше капитала для покрытия дефицита бюджета, процентные ставки могут значительно повыситься. Это может привлечь инвесторов, но также может увеличить затраты на обслуживание государственного долга.

Высокий дефицит бюджета может привести к увеличению объема государственного долга и его уровня относительно ВВП, поскольку правительство будет вынуждено занимать дополнительные средства для покрытия дефицита.

Закрытые санкциями рынки капитала ограничили доступ к финансированию для российских заемщиков, что может привести к увеличению конкуренции за доступные источники финансирования и к более высоким процентным ставкам на рынке. В конечном итоге правительство будет вынуждено сократить расходы или искать альтернативные источники финансирования, такие как международные кредиты или продажа государственных активов.

Повышается риск дефолта, что приводит к высокой требуемой инвесторами доходности по облигациям.

Закрытые рынки капитала могут привести к уменьшению ликвидности на облигационном рынке.

Стоит отметить, что в истории существуют несколько примеров стран, которые сталкивались с подобными проблемами, а ещё несколько стран испытали подобные трудности ещё и в условиях увеличенных расходов на военные нужды, разрушений инфраструктуры и производства (табл. 2).

Таблица 2

Исторические периоды ужесточения финансовых условий в некоторых странах

Страна	Исторический момент
<i>Высокие процентные ставки + дефицит бюджета + ограничения потоков капитала</i>	
Аргентина	В разные периоды своей истории сталкивалась с высоким дефицитом бюджета, что приводило к увеличению государственного долга. Например, кризис 2001 г. стал следствием неплатежеспособности правительства и высоких процентных ставок, вызванных нестабильностью финансовой системы. В 2001 г. государственный долг составлял около 53 % ВВП, а к 2002 г. этот показатель вырос до более чем 150 % ВВП. В 2001 г. ставки по облигациям превысили 40 %, что стало одним из факторов дефолта.
Италия	В 1992 г. долг составлял около 90 % ВВП, который привел к увеличению ставок по государственным облигациям и финансовым трудностям – в период кризиса 1992-1994 гг. ставки возросли с 10 % до более чем 15 %.
Греция	Кризис долга (составлял около 127 % ВВП), начавшийся в 2009 г., вызвал высокий дефицит бюджета, что привело в 2011 г. к повышению процентных ставок на 10-летние государственные облигации до 30 %.
Венесуэла	Столкнулась с высоким дефицитом бюджета и высокими процентными ставками. Снижение цен на нефть и высокий уровень государственного долга Венесуэлы (более 150 % ВВП в 2019 г.) привело к гиперинфляции 7374 %.
<i>Высокие процентные ставки + дефицит бюджета + ограничения потоков капитала + последствия военных конфликтов</i>	
США во время Вьетнамской войны	В период с 1965 по 1975 гг. расходы на войну составили около 111 млрд. долл., а дефицит бюджета вырос с 1,3 % от ВВП в 1965 г. до 2,6 % от ВВП в 1975 г. Для финансирования военных операций правительство эмитировало большое количество облигаций, что привело к росту процентных ставок – ставки достигли пика в 1974 г., когда по 10-летним облигациям она превысила 8 %.
Ирак во время войны с Ираном (1980-1988 гг.)	Страна столкнулась с огромными военными расходами и разрушениями инфраструктуры. Государственный долг увеличился с 4 млрд долл. до более чем 80 млрд долл. Процентные ставки на государственные облигации Ирака выросли до уровней более 15 % в период войны.
Сирия в 2011-2013 г.	Из-за гражданской войны столкнулась с ростом государственного долга с 8,5 млрд долл. в 2011 г. до более чем 50 млрд долл. в 2020 г. Инфляция достигла пика в 2013 г. и превысила 120%.

Источник: расчеты авторов по данным Всемирного банка [27]

При имеющемся дефиците бюджета растет инфляция, соответственно, реальные налоговые поступления снижаются, в результате чего возникает необходимость повышения дефицита бюджета [20, с. 55]. В работах Brown [22] доказывается, что оценка бюджетной позиции страны должна проводиться отвлеченно от действия бизнес-циклов, а рассматривать бюджетную политику следует разделяя и различая влияние встроенных стабилизаторов (которым и является уровень дефицита бюджета, устанавливаемый государством) и «дискреционную» политику государства. Исследователем не было предложено методов корректировки бюджетных показателей с учетом установленного им факта. В работе Бланшара [21] была развита мысль Брауна и предложено использование циклически скорректированного бюджета, оценив преимущества его внедрения и ограничения, связанные с этим показателем. Авторы пришли к выводу: рост экономической активности, означающий в свою очередь рост налоговых

поступлений в бюджет и снижение выплат по безработице, поскольку все больше населения вовлекается в экономику, ведет к росту профицита бюджета или снижению дефицита. При использовании только встроенного стабилизатора бюджета и игнорировании дискреционной политики государственные расходы не будут реагировать на изменения экономической активности населения, соответственно, чистый эффект роста доходов будет достигаться за счет изменения уровня профицита/дефицита бюджета.

При построении циклически скорректированного бюджета государство получает возможность эффективно управлять краткосрочным и среднесрочным бюджетом, планируя его с учетом выявления циклических нарушений и корректировки автоматических стабилизаторов [26].

Согласно докладу Международного валютного фонда [24], в странах с развитой экономикой демонстрируется связь между государственными расходами и инфляцией. В докладе отмечается, что инфляция в развитых странах устойчиво превышает ожидания. Такая тенденция объясняется тем, что многие страны после пандемии коронавируса осуществили бюджетные интервенции. По оценке МВФ, каждые 10 % ВВП, выделяемые в виде бюджетной поддержки, способствуют отклонению уровня инфляции, соответствующего базовому сценарию, на 0,8 %. Еще одной работой, подтверждающей положительную связь между инфляцией и бюджетным дефицитом, является исследование [23], в котором авторы построили нелинейную модель, отражающую связь между данными двумя макроэкономическими показателями, взяв бюджетные данные по 107 странам за 1960–2001 гг.

В российском научном сообществе также исследовали циклический скорректированный баланс. Одним из таких авторов является К.Е. Платонов [15], исследующий структурный баланс РФ и бюджетные импульсы в период с 2004 по 2010 гг. Он использует три метода расчета потенциального ВВП, структурного баланса и бюджетных импульсов. Рассматриваемая проблема была затронута и А.Л. Кудриным [10], им было проанализировано влияние нефтегазовых доходов на денежно-кредитную политику: в 2000-е гг. бюджет получил высокие доходы от экспорта, а курс рубля укрепился из-за притока большого объема иностранной валюты. Банк России в этот период вынужденно сократил свое участие в формировании курса национальной валюты, смирившись с ее реальным укреплением. Банк России и Правительство предпринимали попытки сдержать укрепление рубля путем покупки валюты на рынке, однако предпринятые ими меры, не позволяли снижать инфляцию. Ввиду того, что Банк России не мог совсем не вмешиваться в предложение валюты, поскольку существовала необходимость сдерживать укрепление рубля, допускалась значительная денежная эмиссия, что привело к росту монетарной инфляции.

В подтверждение вышеизложенному была написана и работа Е. Гурвича, Е. Вакуленко и П. Кривенко [2], в которой заключено, что в странах-экспортерах углеводородных продуктов наблюдаются так называемые «квази-бизнес-циклы», которые возникают в связи с нестабильностью цен на нефть и газ. Возникновение подобного рода

колебаний сопряжено с трудностями анализа экономик стран-экспортеров нефти и газа.

А. Мясников, В. Тарасов, А. Аверьянова и М. Ткаченко в серии докладов об экономических исследованиях Банка России [9] провели оценку бюджетного импульса и его влияния на инфляцию. Бюджетным импульсом признается возникшая в результате непредвиденных изменений на рынке существенная разница между поступлениями доходов и расходами, оказывающая влияние на макроэкономические показатели и экономику страны в целом.

В целом, сочетание высокого дефицита бюджета, высоких процентных ставок центрального банка и закрытых рынков капитала может создать непредсказуемую финансовую нестабильность на облигационном рынке, что ставит задачу анализа возможных последствий для российского долгового рынка.

Расчет влияния бюджетного импульса на процентную ставку

Влияние бюджета на изменение ключевой ставки происходит через канал инфляции, причем связь между дефицитом и профицитом и инфляцией является двусторонней: как дефицит бюджета провоцирует инфляционное давление в связи с его влиянием на прогнозные модели Минфина и денежные агрегаты, так и инфляция стимулирует рост дефицита бюджета. Нами была предпринята попытка построения мультипликативной модели для расчета оценки влияния госдолга на дефицит бюджета по методологии Банка России [9].

$$\lim_{n \rightarrow \infty} \frac{\Gamma Д + n}{ВВП + n + e} = 1 \quad (1)$$

где $\Gamma Д$ – объем государственного долга в рассматриваемом периоде,
 n – приращение государственного долга,
 e – эффект от роста государственного долга, оказываемый на ВВП ($e > 0$ или $e < 0$).

Таким образом, мы оцениваем корреляции изменений госдолга с ВВП через оценку показателя, который представляет сумму:

$$e = e_C + e_I + e_G + e_X - e_M \quad (2)$$

где e_C – эффект наращивания госдолга на объем потребления,
 e_I – эффект наращивания госдолга на объем инвестиций,
 e_G – эффект наращивания госдолга на объем государственных расходов
 e_X – эффект наращивания госдолга на объем экспорта,
 e_M – эффект наращивания госдолга на объем импорта.

Анализ бюджетного импульса и его влияния на повышение ставки важен для оценки того, достаточно ли государству внутренних заимствований для покрытия дефицита в дальнейшем, поскольку Минфин прогнозирует бюджет на 2024–2026 гг. как дефицитный. Бюджетный импульс рассчитывается по формуле:

$$FI = -\Delta CAB \quad (3)$$

где FI – бюджетный импульс, $-\Delta CAB$ – циклически скорректированный баланс.

В свою очередь циклически скорректированный баланс бюджета рассчитывается следующим образом:

$$CAB = R_{ca} - G_{ca} \quad (4)$$

$$R_{ca} = R * \left(\frac{Y_p}{Y}\right)^e \quad (5)$$

$$G_{ca} = G * \left(\frac{Y_p}{Y}\right)^e \quad (6)$$

где R_{ca} – циклически скорректированные доходы;
 G_{ca} – циклически скорректированные расходы;
 Y_p – потенциальный выпуск;
 Y – фактический выпуск;
 e – коэффициент эластичности доходов/расходов;
 R – доходы бюджета;
 G – расходы бюджета.

Рассмотрим ситуацию, при которой эластичность расходов равна 0. Тогда циклически скорректированные расходы бюджета равны фактическим расходам, и деловой цикл не влияет на объем расходов. Тогда циклически скорректированный баланс будет рассчитываться по формуле:

$$CAB = R_{ca} - G \quad (7)$$

Поскольку, как нами было заключено выше, дефицит бюджета ведет к росту ключевой ставки, а она, в свою очередь, - по спирали ведет к росту расходов на обслуживание долга, что в конечном итоге приведет к дополнительной денежной эмиссии и росту монетарной инфляции. Эластичность доходов федерального бюджета от разрыва выпуска была оценена исследователями в 1,64. Рассчитаем бюджетные импульсы для 2019–2023 гг. на основе данных табл. 1 и 2. Поскольку потенциальный и фактический выпуск довольно сложно оценить, за потенциальный выпуск примем плановый объем ВВП, а за фактический – реальный ВВП.

Таблица 2

Расчетные показатели бюджетного импульса за 2019–2022 гг.

Год	2019	2020	2021	2022
Дефицит (-) /профицит (+) бюджета, млрд руб.	1957,9/1,8%	-4099,4/3,8%	524,3/0,4 %	-3294,5/2,1 %
ВВП план, млрд руб.	108414,0	113631,0	115533,0	133328,0
ВВП факт, млрд руб.	109361,5	106606,6	130795,3	151455,6
Доходы бюджета, млрд руб.	20188	18719	25286	27824
Расходы бюджета, млрд руб.	18214	22821	24762	31119
R_{ca}	17955,92	25338,65	20202,80	25248,10
CAB	-2232,08	6619,65	-5083,15	-2575,90
FI	-	-8851,73	11702,8	-2507,25

Источник: составлено авторами по данным Банка России [17, 18].

Рассчитанный суммарный бюджетный импульс за 4 года составил 342,82 млрд руб. Теперь оценим, насколько влияет найденный совокупный бюджетный импульс на изменение ключевой ставки в 2023 г. по сравнению с 2019 г. Среднегодовая ключевая ставка за 4 года возросла на 6,75 % (к уровню 16 % на апрель 2024 г.). Итого коэффициент влияния суммарного бюджетного импульса на изменение ключевой ставки составляет с учетом цикличности: 0,343 трлн

руб./6,75=0,05. Соответственно, увеличение ключевой ставки на 1 % означает увеличение бюджетного импульса на 50 млрд руб.

Применим другой подход к оценке влияния бюджетного импульса на процентную ставку. Если рассматривать его как сумму циклически скорректированных балансов с 2019 по 2022 г. по модулю, то получим сумму 16,5 трлн рублей. Изменение ключевой ставки суммарно с 2019 по 2022 гг. составляет 8,25–8,75 % (если рассматривать разницу между верхней и нижней границами ключевой ставки, устанавливаемой Банком России). В этом случае получим, что при росте бюджетного импульса на 1 трлн, ставка возрастает примерно на 0,5 %.

Согласно оценкам Банка России, бюджетный импульс за 2024–2026 гг. составит 5 трлн рублей (2024 г. – 2,65 трлн рублей, 2025 г. – 1,25 трлн рублей, 2026 г. – 1,25 трлн рублей), а средняя ключевая ставка увеличится суммарно на 2,5 %, соответственно, предварительно каждый дополнительный 1 трлн бюджетного импульса будет вести к увеличению ключевой ставки на 0,5 %, что подтверждает наши предположения.

Заключение

На данный момент имеет место тенденция повышения ключевой ставки с целью снижения инфляции – на ноябрь 2024 года она составила 21 %. Как следует из проведенного исследования, подобные изменения не могут не оказать влияния на основные макроэкономические показатели, в том числе и на уровень бюджетного дефицита, который в свою очередь тесно связан с объемом государственного долга. Однако наличие государственного долга и бюджетного дефицита не является показателем заведомо негативной экономической ситуации в стране, они являются неотъемлемыми факторами нормального циклического развития экономики. Несмотря на возможное повышение, государственный долг России остается на безопасном для экономики уровне, что дает возможность увеличить заимствования для финансирования расходов без ущерба для экономики.

Санкции и необходимость поддержания высокого уровня оборонных расходов усложняет прогнозирование ключевой ставки. Инфляция, вызванная немонетарными факторами, привела к повышению процентных ставок, которые создали «навес ликвидности» 10-15 трлн руб в виде доходов от банковских вкладов, что может стать причиной повышения цен. Фактически абсорбировать такой объем капитала может рынок госдолга. Ожидается, что совместные меры Правительства и Банка России приведут к ослаблению инфляции и росту бюджетного дефицита, а значит, повышению государственного долга. Тем не менее, по нашим оценкам, имеющих внутренних резервов и иных источников капитала достаточно для покрытия растущего госдолга.

Список литературы

1. Бюджетный кодекс Российской Федерации от 31.07.1998 N 145-ФЗ (ред. от 13.07.2024). URL: [https://www.consultant.ru/document /cons_doc_LAW_19702](https://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_19702) (Дата обращения: 13.08.2024).

2. Гурвич Е., Вакуленко Е., Кривенко П. Циклические свойства бюджетной политики в нефтедобывающих странах. Вопросы экономики. 2009. №2. С. 51-70 <https://doi.org/10.32609/0042-8736-2009-2-51-70>
3. Бюджет для граждан 2024–2026 г. Министерство Российской Федерации. URL: https://minfin.gov.ru/common/upload/library/2023/10/main/0749_Budget_2024-2026_corr.pdf (Дата обращения: 13.08.2024).
4. Государственный внешний долг Российской Федерации (2011–2024 гг.). Минфин России. URL: https://minfin.gov.ru/document?id_4=69444-gosudarstvennyi_vneshnii_dolg_rossiiskoi_federatsii_2011-2024_gg (Дата обращения: 13.08.2024).
5. Доклад о денежно-кредитной политике (декабрь 2019 г.). Банк России. URL: http://www.cbr.ru/collection/collection_file/25679/2019_04_ddcp.pdf (Дата обращения: 13.08.2024).
6. Исполнение федерального бюджета и бюджетов бюджетной системы Российской Федерации за 2020 год. Расширенная коллегия Министерства финансов Российской Федерации. URL: https://minfin.gov.ru/common/upload/library/2021/03/main/Ispolnenie_2020_god.pdf (Дата обращения: 13.08.2024).
7. Исполнение федерального бюджета и бюджетов бюджетной системы Российской Федерации за 2022 год: - Расширенная коллегия Министерства финансов Российской Федерации. URL: https://minfin.gov.ru/common/upload/library/2023/04/main/ispolnenie_federalnogo_budzheta_predvaritelnye_itogi.pdf (Дата обращения: 13.08.2024).
8. Методологический комментарий «О включении прогнозной траектории ключевой ставки в прогноз Банка России 22.04.2021 г.». Банк России. URL: https://cbr.ru/Content/Document/File/120322/comment_20210422.pdf (Дата обращения: 13.08.2024).
9. Мясников А., Тарасов В., Аверьянова А., Ткаченко М. Оценка бюджетного импульса и его неоднородное влияние на инфляционные процессы в регионах России // Банк России: Серия докладов об экономических исследованиях. 2023. № 118. 38 с.
10. Кудрин А. Л. Влияние доходов от экспорта нефтегазовых ресурсов на денежно-кредитную политику России // Вопросы экономики. 2013. №3. С. 4–19. – DOI 10.32609/0042-8736-2013-3.
11. Основные направления бюджетной, налоговой и таможенно-тарифной политики на 2024 г. и на плановый период 2025, 2026 гг. Минфин России. URL: https://minfin.gov.ru/common/upload/library/2023/09/main/ONBNiTP_2024-2026.pdf (Дата обращения: 13.08.2024).
12. Отчет о результатах экспертно-аналитического мероприятия «Мониторинг выполнения программ государственных внутренних и внешних заимствований Российской Федерации в контексте мер, принимаемых в Российской Федерации по борьбе с коронавирусной инфекцией» (с утверждением промежуточного отчета в феврале 2021 года): Утвержден Коллегией Счетной палаты Российской Федерации 7 сентября 2021 г. URL: <https://ach.gov.ru/upload/iblock/06e/06e990b02b0b3b3236e7977abaecscfe.pdf> (Дата обращения: 13.08.2024).
13. Официальный сайт Федеральной службы государственной статистики. URL: <https://rosstat.gov.ru/statistics/accounts> (Дата обращения: 13.08.2024).
14. Переход С.А., Мехедова Е.С. Анализ прогнозов Банка России и фактических значений ключевой ставки, ВВП и инфляции // Финансовые рынки и банки. 2024. №6. С. 341–349.

15. Платонов К.Е. Структурный баланс бюджета и индикаторы фискальной политики. XIII Международная научная конференция по проблемам развития экономики и общества, Кн. М.: Издательский дом НИУ ВШЭ. 2012. С.157–169.
16. Портал Cbonds: Биржевой оборот ОФЗ на Московской бирже (Т+ и РПС). URL: <https://cbonds.ru/indexes/4723> (Дата обращения: 13.08.2024).
17. Среднесрочный прогноз Банка России по итогам заседания Совета директоров по ключевой ставке. URL: https://cbr.ru/dkp/cal_mp (Дата обращения: 13.08.2024).
18. Статистика внешнего сектора. Банк России. URL: https://cbr.ru/statistics/macro_itm/svs (Дата обращения: 13.08.2024).
19. Таблицы ежемесячных значений объема государственного внутреннего долга Российской Федерации. Минфин России. URL: https://minfin.gov.ru/ru/performance/public_debt/internal/structure?id_4=93479-tablitsy_ezhemesyachnykh_znachenii_obema_gosudarstvennogo_vnutrennego_dolga_rossiiskoi_federatsii (Дата обращения: 13.08.2024).
20. Bazaaroui, L.; Nagayasu, J. Is Inflation Fiscally Determined? *Sustainability*. 2021. №13. P.1–26. <https://doi.org/10.3390/su132011306>
21. Blanchard O. Suggestions for a New Set of Fiscal Indicators, OECD Economics Department Working Paper. 1990. №79. 34 p.
22. Brown E.C. Fiscal Policy in the Thirties: A Reappraisal, *American Economic Review*, 1956. №46(5). P. 857–879.
23. Catao L., Terrones M. Fiscal deficits and inflation // *Journal of Monetary Economics*, Elsevier. 2005. vol. 52(3). P.529–554
24. Fiscal Monitor International Monetary Fund. URL: <https://www.imf.org/en/Publications/FM> (Дата обращения: 13.08.2024).
25. Institute of International Finance: In Search of Sustainability. *Global Debt Monitor*, IIF, 2023. – 7 p.
26. Helgadottir T., Chamberlin G., Dhani P., Farrington S., Robins J., Cyclically adjusting the public finances. United Kingdom: Office for Budget Responsibility, Working paper. 2012. №3. 86 p.
27. World Bank Open Data. URL: <https://data.worldbank.org> (Дата обращения: 13.08.2024).

Об авторах:

ПЕРЕХОД Сергей Александрович – заведующий лабораторией «Фининвест» Кафедры финансовых рынков и финансового инжиниринга Финансового университета при Правительстве Российской Федерации г. Москва, Россия, e-mail: saperekhod@fa.ru, ORCID: 0000-0002-4606-1226, SPIN-code 7686-6040.

РЫБИНА Александра Алексеевна – специалист по внутреннему аудиту ООО «Рыбаков холдинг», e-mail: rybina_alex@mail.ru, ORCID: 0009-0007-0474-660X.

ИБРАГИМОВА Аида Фикретовна – главный консультант Департамента финансового аудита, Счетная палата Российской Федерации, e-mail: aida.st85@gmail.com, ORCID: 0009-0009-5649-2546.

ANALYZING THE IMPACT OF RUSSIA'S BUDGET DEFICIT ON INTEREST RATE AND INFLATION

S.A. Perehod¹, A.A. Rybina², A.F. Ibragimova¹

¹FGOBU VO «Financial University under the Government of the Russian Federation», Moscow

² HC «Active Dynamo», Moscow

The purpose of the study is the impact of the budget deficit and public debt on the value of the key rate. Based on data from the Bank of Russia and the Ministry of Finance, the budget impulse and its impact on inflation, budget deficit, key rate changes and the amount of public debt were calculated. It is concluded that there is a direct relationship between changes in the budget balance and fluctuations in the key rate. The scientific novelty of the results obtained lies in assessing the impact of public debt on the budget deficit and the key interest rate (1 trillion budget impulse leads to an increase in the key rate by 0.5 %), as well as in identifying specific factors contributing to changes in these indicators in conditions of high inflation and limited access to external financing.

Keywords: *key rate, state budget, OFZ, bond market.*

About the authors:

PEREHOD Sergej Aleksandrovich – Head of the Fininvest Laboratory of the Department of Financial Markets and Financial Engineering of the Financial University under the Government of the Russian Federation, Moscow, Russia, e-mail: saperekhod@fa.ru.

RYBINA Aleksandra Alekseevna – Internal Audit Specialist, Rybakov Holding LLC, e-mail: rybina_alex@mail.ru.

IBRAGIMOVA Aida Fikretovna – Chief Consultant, Financial Audit Department, Accounts Chamber of the Russian Federation, Moscow, e-mail: aida.st85@gmail.com.

Статья поступила в редакцию 30.10.2024 г.

Статья подписана в печать 16.12.2024 г.