

научная статья / research article

УДК: 329

EDN: [KQDFGC](#)

DOI: [10.48612/rg/RGW.29.1.3](#)

Научная специальность ВАК:

5.5.4. Международные отношения, глобальные, региональные исследования



Контент доступен под лицензией [Creative Commons Attribution-Noncommercial 4.0 International License \(Cc By-Nc 4.0\)](#)
This work is licensed under [Creative Commons Attribution-Noncommercial 4.0 International License \(Cc By-Nc 4.0\)](#)

Взаимодействие эффекта ноцебо и финансовой уязвимости: теоретическая и эмпирическая переоценка трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики

Гок Омер 

Университет Думлупинар, г. Кютахья, Турецкая Республика
 omer.gok1@ogr.dpu.edu.tr

Унал Сейфеттин 

Университет Думлупинар, г. Кютахья, Турецкая Республика
seyfettin.unal@dpu.edu.tr

Аннотация

Введение. Исследование направлено на характеристику устойчивого общественного пессимизма и финансовой уязвимости, которые совместно ослабляют механизм трансмиссии денежно-кредитной политики в посткризисной макроэкономической среде, сложившейся после глобального финансового кризиса 2008 г. и пандемии COVID-19. Особое внимание уделяется так называемому ноцебо-эффекту, под которым понимается систематически пессимистичный взгляд экономических агентов на будущее. Он трактуется как ключевой поведенческий фактор, формирующий ожидания, доверие к институтам и восприятие рисков для экономической и финансовой безопасности. Путём сравнительного анализа четырёх стран – Японии, Финляндии, России и Турции – показывается, что взаимодействие ноцебо-эффекта с различными формами финансовой уязвимости (ловушка ликвидности, чрезмерная задолженность домашних хозяйств, валютная задолженность корпоративного сектора, дефицит доверия к Центральному банку) многомерно нарушает функционирование процентного, кредитного и валютного каналов трансмиссии.

Методы и материалы. В теоретическом плане работа объединяет ориентированную новую кейнсианскую модель денежно-кредитной политики с подходом stock–flow-consistent, что позволяет в единой рамке анализировать как канал ожиданий, так и балансовый канал. В этой конструкции ноцебо-эффект моделируется как систематическое отклонение оператора ожиданий, понижающее субъективные оценки будущих доходов, инфляции и финансовых условий. Показано, что при сочетании ноцебо-эффекта с высокой финансовой уязвимостью формируется своего рода «занавес ожиданий», ограничивающий влияние решений по процентной ставке и других инструментов денежно-кредитной политики на динамику реального выпуска и цен. Тем самым создаются дополнительные риски для макроэкономической и финансовой стабильности. На эмпирическом уровне для каждой страны строится текстовый индекс ноцебо, основанный на анализе тональности коммуникации Центрального банка, официальных отчётов и ключевых финансовых и экономических новостей. Эти страновые индексы общественного пессимизма, совместно с

показателями финансовой уязвимости, включаются в модели TVP-VAR (векторная авторегрессия с параметрами, меняющимися во времени) и в модели локальных проекций.

Результаты. Установлено, что в периоды, когда значения индекса ноцебо и показателей уязвимости одновременно высоки, воздействие шоков денежно-кредитной политики на выпуск и инфляцию значительно ослабевает и в отдельных эпизодах практически исчезает, что свидетельствует о систематических сбоях традиционного механизма трансмиссии.

Обсуждение и заключение. Исследование подчёркивает, что для обеспечения экономической и финансовой безопасности необходим совместный мониторинг индикаторов финансовой уязвимости и поведенческих показателей ожиданий, что должно учитываться при выборе параметров денежно-кредитной политики. Коммуникация Центрального банка в этой связи рассматривается как не менее значимый инструмент, чем собственно процентные решения и структура баланса Центрального банка, поскольку именно через неё возможно целенаправленно воздействовать на уровень общественного пессимизма и тем самым частично снимать «занавес ожиданий».

Ключевые слова: ноцебо-эффект; механизм трансмиссии денежно-кредитной политики; финансовая уязвимость; экономическая и финансовая безопасность; валютная задолженность; TVP-VAR; локальные проекции

Для цитирования: Гок О., Унал С. Взаимодействие эффекта ноцебо и финансовой уязвимости: теоретическая и эмпирическая переоценка трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики // Россия в глобальном мире. 2026. Т. 29. Вып. 1. С. 48–75. <https://doi.org/10.48612/rg/RGW.29.1.3>. EDN: KQDFGC.

© Гок О., Унал С. 2026. Издатель: Санкт-Петербургский политехнический университет Петра Великого.

The Interaction of the Nocebo Effect and Financial Vulnerability: A Theoretical and Empirical Reassessment of the Monetary Policy Transmission Mechanism

Omer Gok 

Dumlupinar University, Kütahya, Republic of Türkiye
 omer.gok1@ogr.dpu.edu.tr

Seyfettin Unal 

Dumlupinar University, Kütahya, Republic of Türkiye
seyfettin.unal@dpu.edu.tr

Abstract

Introduction. This study examines how persistent public pessimism (the nocebo effect) and financial vulnerability jointly weaken the monetary policy transmission mechanism in the post-crisis environment that emerged after the 2008 global financial crisis and the COVID-19 shock, using a comparative perspective for Japan, Finland, Russia, and Turkey. To address this question, we integrate an expectations-based New Keynesian framework with stock–flow-consistent (SFC) balance-sheet logic so that the expectations channel and the balance-sheet channel can be analyzed within a single framework. We model the nocebo effect as a time-varying pessimistic bias in expectations.

Methods and materials. Empirically, we construct a country-specific textual nocebo index based on central bank communications, official reports, and major economic and financial news, and we estimate its interaction with financial vulnerability indicators using TVP-VAR (time-varying parameter vector autoregression) models and local projections.

Results. The results show that when both the nocebo index and vulnerability indicators are simultaneously high, the responses of output and inflation to monetary policy shocks are substantially

dampened and, in some episodes, become statistically indistinguishable from zero, indicating systematic breakdowns in the standard interest-rate, credit, and exchange-rate channels of transmission.

Discussion and Conclusion. These findings imply that ensuring economic and financial security requires joint monitoring of financial vulnerability indicators and behavioral measures of expectations when setting monetary policy parameters. In this context, central bank communication should be treated as a policy instrument comparable to interest-rate decisions and balance-sheet policies, because it can reduce public pessimism and thereby partially lift the “curtain of expectations”.

Keywords: nocebo effect; monetary policy transmission mechanism; financial vulnerability; economic and financial security; foreign currency debt; TVP-VAR; local projections

For citation: Gok, O., Ünal, S. The Interaction of the Nocebo Effect and Financial Vulnerability: A Theoretical and Empirical Reassessment of the Monetary Policy Transmission Mechanism. *Russia in the Global World*. 2026. Vol. 29. Iss. 1. P. 48–75. <https://doi.org/10.48612/rg/RGW.29.1.3>. EDN: [KQDFGC](https://doi.org/10.48612/rg/RGW.29.1.3).

© Gok, O., Ünal, S. 2026. Published by Peter the Great St. Petersburg Polytechnic University.

1. Введение

Глобальный финансовый кризис 2008 и последовавшая пандемия COVID-19 радикально изменили контекст, в котором проводится денежно-кредитная политика. Период чрезвычайно низких процентных ставок, переход к нетрадиционным инструментам и масштабные программы количественного смягчения привели к тому, что ключевые решения Центральных банков стали осуществляться в условиях одновременно нарастающей финансовой уязвимости и усиливающейся неопределённости. В такой среде особенно возрастает значение управления ожиданиями и поддержания доверия к экономической политике и институтам [1]. При этом именно качество ожиданий и степень общественного оптимизма или пессимизма всё более явно выступают в качестве факторов, определяющих пределы эффективности денежно-кредитной политики и её последствия для экономической и финансовой безопасности.

Опыт последнего десятилетия показал, что успех антикризисных и стабилизационных мер зависит не только от величины снижения процентной ставки или объёма вливаний ликвидности, но и от того, как домохозяйства, фирмы и финансовые институты воспринимают будущие доходы, инфляцию, риски и устойчивость финансовой системы. В ряде стран сформировался устойчивый общественный пессимизм, при котором экономические агенты склонны завышать вероятность неблагоприятных исходов и занижать ожидаемые выгоды от официальных мер поддержки. Такое состояние можно интерпретировать как ноцебо-эффект в экономике – систематически пессимистичный сдвиг в ожиданиях, подрывающий доверие и усиливающий склонность к защитному поведению. В сочетании с высокой финансовой уязвимостью этот эффект образует политико-экономический тупик, который напрямую затрагивает экономическую и финансовую безопасность.

В настоящей работе этот тупик рассматривается в сравнительной перспективе на примере четырёх стран – Японии, Финляндии, России и Турции, – каждая из которых иллюстрирует особую форму сочетания ноцебо-эффекта и финансовой уязвимости.

Япония представляет собой пример хронической дефляции, длительного пребывания у нулевой нижней границы процентной ставки и ловушки ликвидности, где даже агрессивные меры денежно-кредитной политики лишь частично восстанавливают совокупный спрос и инфляционные ожидания [2; 3]. В Финляндии ключевым источником уязвимости стала чрезмерная задолженность домохозяйств и сильная зависимость от цен на недвижимость в условиях длительного периода низких ставок; это усиливает чувствительность экономики к ужесточению денежно-кредитной политики и внешним шокам [4; 5; 6].

В России денежно-кредитная политика проводится на фоне санкций, геополитической напряжённости и структурных ограничений, формирующих высокий премиальный риск и нестабильные инфляционные ожидания. Здесь ноцебо-эффект проявляется через дефицит доверия к институтам, повышенные инфляционные ожидания и склонность экономических агентов ожидать дальнейшего ухудшения условий, что ослабляет канал ожиданий и ограничивает эффект процентных решений [7; 8]. Турция, в свою очередь, характеризуется высокой и волатильной инфляцией, значительной валютной задолженностью корпоративного сектора и частыми эпизодами потерь доверия к национальной валюте и к денежно-кредитной политике. В таких условиях процентный, кредитный и валютный каналы трансмиссии работают нестабильно и часто искажаются, а решения по ставке не всегда приводят к ожидаемым изменениям в поведении домохозяйств и фирм [9].

Существующая литература, как правило, анализирует перечисленные проблемы раздельно: либо в фокусе оказывается ловушка ликвидности и ограничения нулевой нижней границы [2; 3], либо финансовая уязвимость и циклы долговой перегрузки в духе финансовой нестабильности Мински [10; 11], либо влияние балансовых ограничений и валютной задолженности на эффективность политики [12]. Отдельно развивается литература по управлению ожиданиями и «нарративной экономике», подчёркивающая роль коллективных историй и доминирующих нарративов в формировании экономического поведения [13; 14]. Наконец, в медико-психологической литературе активно изучается ноцебо-эффект как пессимистичный настрой, снижающий результативность терапии [15; 16], но его потенциал для объяснения макроэкономических явлений пока используется эпизодически [17, с. 2–3].

Настоящая статья предлагает объединяющую рамку, в которой взаимодействие ноцебо-эффекта и финансовой уязвимости рассматривается как единый механизм, систематически ослабляющий действие денежно-кредитной политики. Центральная идея состоит в том, что устойчивый общественный пессимизм, проявляющийся в заниженных ожиданиях будущего роста, доходов и инфляции, накладывается на уже существующие балансовые и институциональные слабости – высокую задолженность домохозяйств, валютную задолженность корпоративного сектора, уязвимость финансовых посредников и дефицит доверия к Центральному банку. В результате формируется «занавес ожиданий», который ограничивает прохождение импульсов денежно-кредитной политики по традиционным каналам и усиливает риски для экономической и финансовой безопасности.

С концептуальной точки зрения предлагаемый подход продолжает линию «нарративной экономики» и поведенческих исследований, подчёркивающих, что решения о потреблении, инвестировании, заимствовании и сбережении зависят не только

от текущих доходов и ставок, но и от доминирующих нарративов и эмоциональных ожиданий [18; 19]. Вводя ноцебо-эффект как систематическую пессимистичную поправку к оператору ожиданий, статья соединяет ожидательно ориентированную новую кейнсианскую модель денежно-кредитной политики с подходом Stock–Flow–Consistent (SFC), в котором во главу угла поставлены взаимодействие потоков и запасов и балансы ключевых секторов экономики [10; 12].

Основной тезис работы можно сформулировать следующим образом: сочетание ноцебо-эффекта и финансовой уязвимости создаёт специфический режим, в котором даже формально «правильные» решения по процентной ставке и объёму ликвидности приводят к значительно более слабому воздействию на реальный выпуск и инфляцию, чем предполагают стандартные модели. В такой среде денежно-кредитная политика сталкивается с «потерей рычага», а устойчивость экономической и финансовой системы оказывается в большей степени зависимой от поведенческих и институциональных факторов, чем от традиционных инструментов.

Структурно статья организована следующим образом. Сначала формулируется цель исследования и обсуждается место работы в существующей литературе с акцентом на пробелы, связанные с интеграцией поведенческих и финансовых аспектов. Затем излагается теоретическая рамка, в которой ноцебо-эффект трактуется как отклонение оператора ожиданий, и описывается интеграция новой кейнсианской рамки DSGE (Dynamic Stochastic General Equilibrium, или динамическая стохастическая модель общего равновесия) и модель IS–LM (Investment–Saving / Liquidity Preference–Money Supply), описывающей канал ожиданий, роль процентной ставки и феномен ловушки ликвидности ZLB (Zero Lower Bound – нулевая нижняя граница) -модели с SFC-подходом. После этого представлены данные, методология и процедуры построения страновых индексов ноцебо и показателей финансовой уязвимости. Далее анализируются результаты оценивания моделей TVP-VAR (Time-Varying Parameter Vector Autoregression; векторная авторегрессия с параметрами, меняющимися во времени), используемых для оценки динамики реакции макроэкономических показателей на шоки, когда предполагается, что сила и направление взаимосвязей между переменными не являются постоянными, а эволюционируют во времени. В отличие от стандартных VAR-моделей с фиксированными коэффициентами, TVP-VAR позволяет выявлять структурные сдвиги и изменение чувствительности выпуска и инфляции к монетарным импульсам в различных режимах (например, в периоды кризисов, нестабильности или изменения доверия к институтам). В контексте данного исследования TVP-VAR даёт возможность проследить, как трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики ослабевает или усиливается в зависимости от сочетания общественного пессимизма (ноцебо-эффекта) и индикаторов финансовой уязвимости, фиксируя временную неоднородность и режимную зависимость оценок, а также локальных проекций для четырёх стран. В заключительных разделах обсуждаются их интерпретация, последствия для экономической и финансовой безопасности и выводы для денежно-кредитной политики.

2. Цель исследования и научная проблема (степень изученности)

Основная цель исследования заключается в теоретическом и эмпирическом переосмыслении эффективности денежно-кредитной политики через призму

взаимодействия устойчивого общественного пессимизма и финансовой уязвимости. Эти два явления рассматриваются как взаимосвязанные факторы, формирующие границы политики и создающие дополнительные угрозы для экономической и финансовой безопасности. В частности, показывается, что ноцебо-эффект – устойчивый пессимистичный настрой экономических агентов – способен существенно изменять реакцию домохозяйств, фирм и финансовых посредников на денежно-кредитные импульсы, тогда как различные формы финансовой уязвимости усиливают эту реакцию или, напротив, блокируют её.

В классическом описании механизма трансмиссии изменение ключевой ставки влияет на потребление, инвестиции и инфляцию посредством процентного, кредитного, валютного и других каналов. При этом предполагается, что если ставки, доступ к кредиту и ожидания инфляции реагируют «как положено», то денежно-кредитная политика способна стабилизировать выпуск и цены. Однако опыт последних лет показывает, что эти технические каналы оказываются недостаточными, если не учитывать устойчивые сдвиги в ожиданиях и состоянии балансов домашних хозяйств, фирм и финансовых институтов. Высокий уровень задолженности, валютные несоответствия, слабый банковский сектор и дефицит доверия к Центральному банку могут в буквальном смысле «перечеркнуть» стандартные предсказания моделей, даже при формально правильных решениях по ставке.

В соответствии с поставленной целью работа вносит вклад в экономику, политику и социологию в трёх основных, взаимосвязанных направлениях. Каждое из них отвечает определённому блоку теоретических и эмпирических исследований и вместе они формируют единые подходы анализа взаимодействия ноцебо-эффекта и финансовой уязвимости.

Во-первых, статья объединяет две крупные теоретические линии, которые, как правило, отдельно анализируют канал ожиданий и балансовый канал. Новая кейнсианская DSGE-литература, опираясь на рациональные ожидания, исследует вперёд-смотрящие связи между разрывом выпуска, инфляцией и процентной ставкой и особое внимание уделяет проблеме нулевой нижней границы и режимам низких ставок [20; 21; 22]. Подход Мински и SFC-модели подчёркивают роль задолженности и структуры балансов в формировании финансовой нестабильности, описывая потоки и запасы в единой бухгалтерской матрице [10; 11; 12;]. В данной работе предлагается интегрированная модельная рамка, сочетающая новый кейнсианский блок ожиданий с SFC-подходом, что позволяет рассматривать ожидания, балансовые ограничения и риски для финансовой безопасности в составе одного семейства моделей.

Во-вторых, заполняется пробел в формализации систематических отклонений ожиданий. Начиная с «революции рациональных ожиданий», стандартные макроэкономические модели исходят из того, что в среднем агенты знают истинную структуру экономики и не совершают устойчивых ошибок – ни чрезмерного оптимизма, ни чрезмерного пессимизма [20; 21]. Отсюда следует классический вывод о слабых реальных эффектах предсказуемой политики. Между тем японский опыт показывает, что долгосрочные дефляционные ожидания могут сохраняться, несмотря на максимально низкие ставки и масштабные программы стимулирования [23], тогда как российский пример демонстрирует, что доверие к Центральному банку и восприятие его независимости критически важны для эффективности политики [7; 8].

Переноса понятие ноцебо-эффекта из медицины [24] в макрофинансовый контекст, статья определяет устойчивый пессимизм как явное отклонение оператора ожиданий, обозначаемое $\psi(t)$, и непосредственно внедряет его в новое кейнсианское IS-уравнение и динамику инфляции. Тем самым влияние экономических нарративов и «историй», на котором акцентирует внимание Shiller, формализуется в виде корректировки ожиданий, а не остаётся лишь качественным объяснением.

В-третьих, формулируется чёткий поведенческий канал, объясняющий ослабление трансмиссии. В существующей литературе слабость денежно-кредитной политики чаще связывают с ужесточением финансовых условий, ростом рисков премий или ловушкой ликвидности; микрофундаментальные механизмы перестройки структуры расходов остаются на втором плане. Предлагаемая публикация выдвигает гипотезу «гедонистического ухода», согласно которой при сочетании негативного аффекта и долгового давления экономические агенты уходят от процентно чувствительных расходов на жильё и долговечные товары и смещают спрос в сторону опытных и цифровых форм потребления с низкой чувствительностью к ставке [18; 25]. Этот механизм позволяет связать ноцебо-эффект с изменением структуры спроса и показать, каким образом даже значительное снижение ставки может сопровождаться лишь ограниченным ростом совокупного спроса.

В совокупности эти три вклада нацелены на заполнение теоретического и эмпирического разрыва. На теоретическом уровне создаётся интегрированная конструкция, объединяющая канал ожиданий и балансовый канал вокруг ноцебо-эффекта и чётко описывающая поведенческий механизм «гедонистического ухода». На эмпирическом уровне для Японии, Финляндии, России и Турции строятся текстовые индексы $\psi(t)$ и показатели финансовой уязвимости, что позволяет сопоставить, как меняется влияние денежно-кредитных шоков на выпуск и инфляцию в различных режимах. Это, в свою очередь, даёт возможность количественно оценить, насколько сочетание ноцебо-эффекта и финансовой уязвимости ограничивает традиционный механизм трансмиссии и усиливает риски для экономической и финансовой безопасности.

3. Теоретическая основа и интеграция моделей

Интеграция четырёх страновых примеров в единую объяснительную конструкцию опирается на три взаимодополняющих теоретических блока:

- новая кейнсианская рамка DSGE и IS–LM (Investment–Saving / Liquidity Preference–Money Supply), описывающая канал ожиданий, роль процентной ставки и феномен ловушки ликвидности ZLB (Zero Lower Bound);
- подход Stock–Flow–Consistent (SFC), позволяющий отслеживать балансовую уязвимость и накопление долга между секторами экономики;
- поведенческая гипотеза гедонистического ухода, объясняющая конкретный микромеханизм сбоя трансмиссии денежно-кредитной политики.

В совокупности эти элементы формируют структуру, позволяющую анализировать влияние ноцебо-эффекта и финансовой уязвимости на эффективность денежно-кредитной политики одновременно через канал ожиданий и через балансовые ограничения. Теоретическая рамка специально построена так, чтобы её можно было применить к разным институциональным контекстам – хронической

дефляции и ZLB в Японии, долговой нагрузке домашних хозяйств в Финляндии, валютной уязвимости корпоративного сектора в Турции и дефициту доверия к Центральному банку в России.

3.1. Интеграция моделей

Ключевое для работы понятие «ноцебо-эффект» заимствовано из клинической медицины и психологии, где оно обозначает ситуацию, когда негативные ожидания пациента сами по себе вызывают неблагоприятные субъективные ощущения и даже физиологические изменения [24]. В отличие от плацебо, где позитивные ожидания усиливают действие терапии, ноцебо фиксирует систематический пессимистичный сдвиг в восприятии рисков и будущих исходов.

При переносе этого понятия в макроэкономику опорой служит подход Shiller'a к «нарративной экономике», согласно которому массовые экономические нарративы – истории о кризисах, дефляции, инфляции, валютных обесценениях – формируют устойчивые схемы интерпретации событий и определяют, как домохозяйства и фирмы воспринимают новости, решения Центрального банка и сигналы с финансовых рынков [26]. В условиях устойчивого негативного нарратива даже формально благоприятные сообщения (например, снижение ставки или запуск программы поддержки) могут быть переработаны в пессимистическом ключе – как признак нарастающих проблем, а не как сигнал укрепления доверия.

Для формализации этого механизма вводится переменная $\psi(t)$, обозначающая кумулятивный общественный пессимизм, возникающий через медиадискурс, коммуникацию Центрального банка и доминирующие экономические нарративы. Показатель $\psi(t)$ можно рассматривать как агрегированный индекс тональности, получаемый в результате текстового анализа коммуникации Центрального банка, ключевых финансовых новостей и макроэкономических комментариев. Высокие значения $\psi(t)$ означают, что общество склонно интерпретировать новую информацию – даже формально позитивную – в негативной рамке, завышая вероятность неблагоприятных сценариев и занижая ожидаемые выгоды от политики.

Такое понимание близко к переменным, измеряющим доверие к Центральному банку, ожидания инфляции и воспринимаемый риск, которые анализируются в литературе по коммуникации Централных банков [27; 28]. Высокое $\psi(t)$ в этом смысле отражает низкий уровень доверия, повышенную неопределённость и ощущение, что экономическая и финансовая среда остаётся нестабильной и рискованной для финансовой безопасности домохозяйств и фирм.

В настоящей работе эта концептуальная рамка служит основанием для интеграции DSGE- и SFC-блоков: $\psi(t)$ трактуется как переменная, одновременно влияющая на ожидания (через изменение восприятия будущих доходов, инфляции и рисков) и на балансовое поведение (через решения о потреблении, сбережении, заимствовании и обслуживании долга).

3.2. Модель 1: разрыв канала ожиданий (DSGE) – японский и российский случаи

Классический результат Sargent ve Wallace о «политике без влияния» формулируется в условиях рациональных ожиданий, когда агенты в среднем не совершают систематических ошибок и не допускают устойчивого чрезмерного

оптимизма или пессимизма. При выполнении условий Бланшара–Кана равновесие определяется политикой Центрального банка, и структура экономики считается известной [20]. В такой рамке предсказуемые изменения политики имеют ограниченные реальные эффекты.

В настоящей работе это допущение смягчается: предполагается, что структура экономики по-прежнему известна, но в операторе ожиданий $E(t)$ появляется систематически пессимистичная поправка $\psi(t)$. Иначе говоря, агенты понимают модель, но устойчиво занижают ожидаемый выпуск, доходы и эффективность политики. Такая ситуация выглядит реалистично в условиях японской долговременной дефляции и ZLB [3; 23; 29;] и в условиях российского дефицита доверия к Центральному банку и повышенного геополитического риска [7; 8].

Теоретическая основа канала ожиданий опирается на стандартную двухуровневую систему новой кейнсианской литературы:

IS-уравнение, связывающее выпуск $Y(t)$ с ожидаемым будущим выпуском $E(t)[Y(t+1)]$, реальной процентной ставкой $i(t) - E(t)[\pi(t+1)]$ и шоком совокупного спроса $u(t)$;

Новая кейнсианская кривая Филлипса, описывающая зависимость инфляции от ожидаемой будущей инфляции и разрыва выпуска [30].

С учётом $\psi(t)$ IS-уравнение записывается следующим образом:

$$Y(t) = (E(t)[Y(t+1)] - \psi(t)) - \sigma \cdot (i(t) - E(t)[\pi(t+1)]) + u(t),$$

где $\psi(t)$ интерпретируется как автономный сжимающий фактор, уменьшающий ожидаемый будущий выпуск независимо от текущей ставки и шока спроса. Даже при неизменной реальной ставке и отсутствии новых шоков совокупный спрос сокращается именно из-за пессимистичного смещения ожиданий. В японском случае, когда номинальная ставка практически достигла нуля, высокое $\psi_{JP}(t)$ закрепляет дефляционные ожидания и делает реальные ставки положительными, даже при околонулевой номинальной ставке. Это означает, что даже агрессивная экспансия (QE, длительное удержание ставки на нуле) лишь частично восстанавливает совокупный спрос и инфляционные ожидания [3]. Другими словами, ZLB и ноцебо-эффект действуют совместно, ограничивая стимулирующую силу политики.

В российском случае высокое $\psi_{RU}(t)$ отражает низкий уровень доверия к институтам и высокий субъективный риск. В такой среде ужесточение политики (повышение ставки для борьбы с инфляцией) воспринимается не столько как сигнал о будущей стабилизации, сколько как подтверждение глубины проблем. В результате повышение $i(t)$ снижает $Y(t)$ значительно сильнее, чем предполагает стандартная модель, тогда как влияние на ожидаемую инфляцию оказывается ослабленным [7; 8].

Совместное рассмотрение уравнений для $Y(t)$ и $\pi(t)$ даёт двухмерную линейную систему с вперёдсмотрящими ожиданиями. В традиционном подходе условия детерминированности (Blanchard–Kahn) накладывают ограничения на параметры правила денежно-кредитной политики (реакция ставки на инфляцию и разрыв выпуска). В настоящей рамке добавляется ещё одно измерение: уровень $\psi(t)$. При высоких значениях $\psi(t)$ область параметров, обеспечивающих устойчивое и

единственное равновесие, сужается, а вероятность того, что политика окажется в зоне «слабого рычага», возрастает. Таким образом, ноцебо-эффект прямо ограничивает эффективность денежно-кредитной политики через канал ожиданий.

3.3. Модель 2: разрыв балансового канала (SFC) – финский и турецкий случаи

Хотя новый кейнсианский каркас наглядно показывает роль ожиданий, сам по себе он недостаточен для объяснения того, почему в условиях высокой долговой нагрузки и валютной уязвимости реакция экономических агентов на процентный сигнал радикально отличается от стандартных предсказаний. В Финляндии уязвимость связана прежде всего с высокой задолженностью домашних хозяйств и зависимостью от динамики цен на недвижимость, тогда как в Турции ключевую роль играет валютная задолженность корпоративного сектора и внешняя уязвимость банковской системы.

Для анализа этих аспектов используется подход stock–flow-consistent (SFC), в котором во взаимосвязанной бухгалтерской матрице прослеживаются потоки доходов, расходов, заимствований и накопленные запасы активов и пассивов по секторам [10; 11; 12]. Такой подход особенно удобен для анализа того, как долговые ограничения и требования к финансовой устойчивости ограничивают реакцию домохозяйств и фирм на изменения процентной ставки. В работе для Финляндии и Турции предполагается упрощённая, но информативная структура экономики, включающая домохозяйства, фирмы, банковский сектор, государственный сектор и внешний мир, а также различие между долгом в национальной и иностранной валюте. Домохозяйства держат портфель активов (депозиты, наличные, недвижимость), фирмы финансируют инвестиции за счёт заёмных средств и собственных фондов, банки управляют соотношением кредитов и обязательств перед внешним миром, а государство определяет фискальные параметры и участвует в формировании совокупного спроса.

В этой структуре $\psi(t)$ влияет не только на ожидания будущих доходов, но и на решения о распределении дохода между потреблением, сбережением и погашением долга. При росте $\psi(t)$ домохозяйства становятся более осторожными, увеличивают сбережения в ликвидной форме и стремятся сократить долговую нагрузку; фирмы откладывают инвестиционные проекты; банки ужесточают условия кредитования, реагируя как на ухудшение макроэкономического фона, так и на ухудшение балансов клиентов.

В SFC-рамке ноцебо-эффект воздействует одновременно на потоки (сокращение расходов, перенос потребления, рост сбережений) и на запасы (замедление накопления долга, иногда – форсированная де-левериджация). При этом любое смягчение денежно-кредитной политики – снижение ставки, улучшение условий фондирования – используется в первую очередь для восстановления балансов и укрепления финансовой позиции, а не для расширения реального спроса. Это особенно заметно в странах, где структура долгов и валютные несоответствия делают сектора экономики чувствительными к колебаниям курсов и процентных ставок [5; 6; 9].

Таким образом, совместный анализ разрыва канала ожиданий и балансового канала показывает, что сочетание высокого $\psi(t)$ и высокой финансовой уязвимости формирует специфический режим, в котором традиционные мультипликаторы

денежно-кредитной политики становятся малыми и нестабильными, а попытки стимулирования неизбежно сталкиваются с приоритетом восстановления балансов и снижением долговой нагрузки. Это непосредственно затрудняет обеспечение экономической и финансовой безопасности.

3.4. Поведенческий механизм: сбой трансмиссии и гедонистический уход

В режимах, где одновременно высоки $\psi(t)$ и показатели уязвимости, домохозяйства и фирмы стремятся минимизировать долговые обязательства и избегать решений, требующих крупных, необратимых инвестиций, особенно если они финансируются за счёт кредита. Процентно чувствительные расходы – инвестиции в жильё, покупка долговечных товаров, расширение производственных мощностей – оказываются под наибольшим давлением.

При устойчивом пессимизме и долговом стрессе картина меняется следующим образом. Во-первых, домохозяйства и фирмы пессимистично смотрят в будущее (ноцебо / низкое доверие); во-вторых, они находятся под заметным стрессом из-за уже существующих долговых обязательств (уязвимость / ограниченные ликвидные буферы или, в условиях ZLB, отсутствие пространства для реакции через дальнейшее снижение ставки).

Когда эти две характеристики совпадают, крупные, необратимые и кредитоёмкие решения – покупка жилья, запуск нового инвестиционного проекта, расширение производства – воспринимаются как чрезмерно рискованные и либо откладываются на неопределённый срок, либо вовсе отменяются. Любое смягчение финансовых условий – снижение ставки, улучшение доступа к кредиту – используется не для наращивания новых обязательств, а прежде всего для реструктуризации существующего долга, продления сроков, накопления «подушки безопасности». Структура баланса смещается в сторону большей устойчивости и ликвидности, а не в сторону расширения риска.

Литература по гедонистическому потреблению показывает, что в условиях стресса и негативного аффекта люди склонны использовать потребление как средство эмоциональной регуляции, отдавая предпочтение символическому и опытному потреблению (развлечения, медиа, цифровые сервисы), дающему немедленный психологический эффект [18; 25]. Эти виды потребления в гораздо меньшей степени зависят от ставок по кредитам и долгосрочных ожиданий дохода, чем крупные покупки и инвестиции.

В совокупности ноцебо-эффект и финансовая уязвимость ведут к структурному смещению спроса: от процентно чувствительных, ориентированных на будущее расходов – к гедонистическому и опытному потреблению, относительно нечувствительному к процентной ставке. Именно это смещение объясняет, почему снижение ставки и формальное улучшение финансовых условий в режиме высокого $\psi(t)$ и высокой уязвимости приводят к ограниченному росту совокупного спроса и практически не запускают традиционные каналы трансмиссии.

Гедонистический уход в таком понимании можно рассматривать как микрофундаментальный механизм сбоев трансмиссии: он связывает устойчивый пессимизм, долговую нагрузку и структуру спроса и тем самым имеет прямое

значение для анализа рисков и разработки политики, направленной на обеспечение устойчивого роста и финансовой безопасности

4. Методы и материалы: эмпирическая методология и данные

Гипотезы, выдвинутые в теоретическом разделе, а именно о том, что взаимодействие шоко-эффекта и финансовой уязвимости систематически ослабляет влияние денежно-кредитной политики на выпуск и инфляцию, проверяются с помощью эмпирической стратегии, специально ориентированной на сравнительный анализ четырёх стран – Японии, Финляндии, России и Турции. В этих экономиках сочетаются различные формы уязвимости – ловушка ликвидности при нулевой ставке, высокая долговая нагрузка домашних хозяйств, валютная задолженность корпоративного сектора, санкционные и структурные шоки, дефицит доверия к Центральному банку – и тем самым формируются разные конфигурации рисков для экономической и финансовой безопасности.

Эмпирическая стратегия включает два ключевых шага. На первом этапе строятся текстовые индексы общественного пессимизма $\psi(t)$ для каждой страны, а также набор количественных индикаторов финансовой уязвимости, отражающих долговую нагрузку, валютные несоответствия и внешнюю уязвимость. Полученные индексы трактуются как прокси-переменные для шоко-эффекта и используются совместно с традиционными макроэкономическими показателями (выпуск, инфляция, ключевая ставка, кредитные агрегаты, индикаторы внешней среды). На втором этапе эти ряды включаются в модели TVP-VAR (Time-Varying Parameter Vector Autoregression – векторная авторегрессия с параметрами, меняющимися во времени) и в спецификации локальных проекций, позволяющие проследить, как меняется реакция выпуска и инфляции на денежно-кредитные шоки во времени и в различных режимах $\psi(t)$ и финансовой уязвимости.

Таким образом, раздел «Методы и материалы» объединяет: (i) описание набора данных, критерии выбора стран и используемые переменные; (ii) процедуру построения текстовых индексов шоко; (iii) эконометрические инструменты, применяемые для идентификации шоков денежно-кредитной политики и оценки асимметричных откликов.

4.1. Набор данных, выбор стран и переменные

Анализ базируется на данных по четырём экономикам – Турции, Японии, Финляндии и России, – которые представляют разные типы сочетания шоко-эффекта и финансовой уязвимости и, соответственно, разные конфигурации рисков для экономической и финансовой безопасности. В Японии центральной проблемой остаются затяжная дефляция и ловушка ликвидности при нулевой ставке, что делает экономику особенно чувствительной к изменениям ожиданий и к формированию устойчивого общественного пессимизма [2; 23]. В Финляндии ключевую роль играет высокая долговая нагрузка домашних хозяйств в условиях длительного периода низких ставок, что усиливает зависимость внутреннего спроса от динамики цен на недвижимость и взаимосвязь между денежно-кредитной политикой и банковской устойчивостью [4; 5; 6; 14].

В России на первый план выходят санкции и структурные шоки, влияющие на внешние условия, курс национальной валюты, инфляционные ожидания и доверие к

институтам. Это формирует особый профиль уязвимости, в котором взаимодействуют внешнеполитические риски, валютная и банковская уязвимость и дефицит доверия к денежно-кредитной политике [3; 7; 8]. В Турции главными факторами выступают высокая и волатильная инфляция, значительная валютная задолженность корпоративного сектора и внешняя уязвимость финансовой системы, что делает экономику чувствительной к изменениям глобальной ликвидности и к колебаниям доверия к национальной валюте [9].

Используются квартальные данные за период с первого квартала 2000 года по последний доступный квартал 2024 года (в зависимости от доступности для конкретных показателей и стран). В базовый набор макроэкономических переменных для каждой экономики входят:

- реальный выпуск (реальный ВВП или индекс промышленного производства);
- инфляция (индекс потребительских цен или дефлятор ВВП);
- ключевая (политическая) процентная ставка Центрального банка;
- кредитные агрегаты (объём кредитов частному сектору, кредитование домашних хозяйств и нефинансовых корпораций);
- индикаторы внешней среды (курс национальной валюты, условия внешней торговли, показатели глобальной неопределённости, где это возможно).

Для измерения финансовой уязвимости используются показатели, отражающие:

- долговую нагрузку домашних хозяйств (отношение долга к располагаемому доходу, доля обслуживания долга в доходе);
- валютную задолженность корпоративного сектора и банков (доля обязательств в иностранной валюте, показатели валютных несоответствий в балансах);
- внешнюю уязвимость (краткосрочный внешний долг, отношение резервов к краткосрочным обязательствам, индикаторы зависимости от внешнего финансирования);
- показатели доверия к денежно-кредитной политике и к финансовым институтам (если доступны соответствующие опросные или рыночные данные).

Эти переменные объединяются в единую базу, позволяющую сопоставлять динамику $\psi(t)$, финансовой уязвимости и реакцию ключевых макроэкономических показателей на денежно-кредитные шоки, а также делать выводы о рисках для экономической и финансовой безопасности в разных институциональных контекстах.

4.2. Построение индекса ноцебо

Измерение уровня $\psi(t)$ осуществляется с помощью текстовых индексов, основанных на методах обработки естественного языка и анализа тональности, широко применяемых в финансовой литературе и исследованиях по коммуникации Центральных банков. Цель состояла в том, чтобы получить для каждой страны временной ряд, отражающий кумулятивный уровень общественного пессимизма и негативных ожиданий, связанных с экономической и финансовой ситуацией.

Первый шаг заключается в формировании корпуса текстов. Для каждой страны отбираются:

- официальные заявления и пресс-релизы Центрального банка, стенограммы пресс-конференций и отчёты о денежно-кредитной политике;
- ключевые макроэкономические и финансовые отчёты государственных

органов (министерств финансов, статистических ведомств, органов финансового надзора);

– материалы ведущих деловых и финансовых СМИ, отражающие медийные нарративы о рисках, уязвимости, кризисах, инфляции, дефляции, валютных колебаниях.

Корпус формируется таким образом, чтобы для каждого квартала t иметь репрезентативный набор текстов, позволяющий оценить доминирующий тон и преобладающие нарративы.

Второй шаг состоит в идентификации лексики, связанной с пессимизмом и рисками. На основе существующих словарей тональности и тематических словарей по экономике и финансам формируются списки слов и устойчивых выражений, ассоциированных с:

– негативной оценкой текущей и будущей экономической ситуации (кризис, спад, дефляция, нестабильность);

– финансовыми и валютными рисками (невозврат, дефолт, обесценение, валютный риск, отток капитала, банковский кризис);

– сомнениями и недоверием к политике и институтам (неуверенность, недоверие, сомнение, политическая нестабильность).

При необходимости словари адаптируются к языковым особенностям каждой страны (японский, финский, русский, турецкий), а также дополняются синонимами и контекстно-специфическими выражениями, выявленными в корпусе. Для повышения устойчивости результатов используются как общие лексические индикаторы тональности, так и специально настроенные словари, ориентированные на фиксацию ноцебо-эффекта и связанных с ним рисков.

Третий шаг – расчёт индекса. Для каждой страны и каждого квартала t вычисляется взвешенная доля негативных и пессимистичных выражений в общем объёме текстов с учётом их контекста и источника (официальные сообщения, аналитические отчёты, медийные материалы). Полученные величины нормируются (например, с использованием z -оценок или мин–макс–преобразования) и сглаживаются для снижения влияния разовых медийных «всплесков». В результате строятся четыре временных ряда $\psi_{JP}(t)$, $\psi_{FI}(t)$, $\psi_{RU}(t)$ и $\psi_{TR}(t)$, характеризующие уровень общественного пессимизма в Японии, Финляндии, России и Турции соответственно.

Полученные индексы интерпретируются как прокси-переменные общественного ноцебо-эффекта и служат входами в дальнейший анализ. На предварительном этапе проводится проверка их статистических свойств (стационарность, автокорреляция, связь с макропеременными) и сопоставление с известными эпизодами кризисов и периодами усиления неопределённости, что позволяет оценить пригодность индексов для включения в макроэкономические модели.

4.3. Эконометрический метод

Для оценки последствий $\psi(t)$ и проверки гипотезы о том, что взаимодействие ноцебо-эффекта и финансовой уязвимости ослабляет влияние денежно-кредитных шоков, используются два взаимодополняющих подхода:

– TVP-VAR – векторная авторегрессия с параметрами, меняющимися во времени;

– локальные проекции (Local Projections, LP) – метод прямого моделирования импульсных откликов с учётом режимной асимметрии.

TVP-VAR позволяет отслеживать плавные изменения коэффициентов и ковариационной структуры шоков во времени, а значит – фиксировать эволюцию влияния денежно-кредитной политики в разных исторических эпизодах и в условиях меняющейся уязвимости. Локальные проекции, в свою очередь, дают возможность непосредственно оценивать импульсные отклики на разных горизонтах и явно учитывать различие между режимами «высокий ноцебо / высокая уязвимость» и «остаточные» периоды. Совместное применение этих двух методов обеспечивает как динамическую, так и режимную перспективу анализа.

4.3.1. TVP-VAR: параметры, меняющиеся во времени

Классическая VAR-модель [32] описывает динамику нескольких взаимосвязанных временных рядов как линейную функцию их собственных лагов и лагов других переменных при постоянных коэффициентах и ковариационной матрице ошибок. Такой подход хорошо подходит для стационарных режимов, но плохо отражает ситуации, когда структура экономики и поведение агентов существенно меняются во времени, а риски для финансовой безопасности носят ярко выраженный режимный характер.

Поэтому используется TVP-VAR-спецификация в духе Primiceri, где коэффициенты при лаговых переменных и элементы ковариационной матрицы шоков считаются стохастически изменяющимися во времени. Вектор переменных включает, в зависимости от страны: выпуск, инфляцию, ключевую ставку, кредитные агрегаты, показатели внешней среды и индекс $\psi(t)$. Изменение $\psi(t)$ и индикаторов уязвимости отражается в динамике коэффициентов, что позволяет проследить, как меняется сила и форма реакции выпуска и инфляции на денежно-кредитные шоки по мере перехода экономики из «нормальных» периодов в режимы высокой уязвимости и повышенного общественного пессимизма.

Идентификация шоков денежно-кредитной политики осуществляется с использованием структурных ограничений (например, рекурсивного порядка Чолески или ограничений знаков), согласованных с теоретическими моделями из раздела 3. Для оценки TVP-VAR применяется байесовская процедура с использованием алгоритмов MCMC, что позволяет получать апостериорные распределения коэффициентов и импульсных откликов, а также строить доверительные интервалы для оценки значимости изменений во времени.

4.3.2. Локальные проекции (LP) и асимметрия режимов

Для проверки устойчивости результатов и прямого тестирования асимметрии режимов используется метод локальных проекций Jordà. Для каждого горизонта h оценивается регрессия вида:

$$Y_{t+h} = \alpha(h) + \beta(h) \text{MPShock}_{t+h} + \gamma(h) Z_{t+h} + \varepsilon_{t+h},$$

где Y_{t+h} – выпуск или инфляция на горизонте h , MPShock_{t+h} – идентифицированный шок денежно-кредитной политики в момент t , Z_{t+h} – набор контролируемых переменных (лаговые значения

зависимых переменных, индикаторы внешней среды, фиксированные эффекты, при необходимости), ε_{t+h} – случайный остаток.

Ключевой элемент – введение режимной переменной $Rej_{it}(t)$, отражающей совместное состояние $\psi(t)$ и финансовой уязвимости:

– режим $(t) = 1$ – периоды «высокого ноцебо / высокой уязвимости», когда индекс $\psi(t)$ и соответствующий индикатор уязвимости (например, долговая нагрузка, валютная задолженность, показатель внешней уязвимости) превышают заданные пороги;

– режим $(t) = 0$ – все остальные периоды.

В регрессии учитываются взаимодействия $MPS_{i,t}$ с $Rej_{it}(t)$, что позволяет получить отдельные оценки импульсных откликов в «стрессовых» режимах и в «нормальных» условиях, а также непосредственно сравнить их между собой. Для корректного учёта автокорреляции и гетероскедастичности ошибок используются HAC-оценки дисперсий [33].

Совместное использование TVP-VAR и LP позволяет ответить на три ключевых вопроса:

1. Ослабевает ли влияние денежно-кредитных шоков на выпуск и инфляцию во времени и как это связано с динамикой $\psi(t)$ и финансовой уязвимости?

2. Более ли выражено это ослабление именно в периоды высокого $\psi(t)$ и высокой уязвимости, когда риски для экономической и финансовой безопасности максимальны?

3. Производит ли взаимодействие «ноцебо–уязвимость» схожий эффект в странах с различной структурой финансовых рисков (дефляция и ZLB в Японии, задолженность домашних хозяйств в Финляндии, санкции и доверие в России, валютная уязвимость в Турции) или же наблюдаются принципиальные различия по странам?

5. Результаты и их интерпретация

Теоретические гипотезы, сформулированные в разделе 3, проверяются для четырёх стран – Японии, Финляндии, России и Турции – с использованием описанной в разделе 4 эмпирической стратегии. Сочетание текстовых индексов ноцебо $\psi(t)$, показателей финансовой уязвимости и макроэкономических переменных позволяет оценить, уменьшает ли взаимодействие общественного пессимизма и уязвимости силу воздействия денежно-кредитных шоков на выпуск и инфляцию.

– В этом разделе последовательно представлены результаты:

– предварительный описательный анализ свойств индексов $\psi_{JP}(t)$, $\psi_{FI}(t)$, $\psi_{RU}(t)$ и $\psi_{TR}(t)$;

– выводы из TVP-VAR-моделей с параметрами, меняющимися во времени;

– результаты локальных проекций, учитывающих режимы «высокий ноцебо–высокая уязвимость»;

– проверка поведенческого механизма гедонистического ухода.

Полученные результаты свидетельствуют, что во всех четырёх экономиках, хотя и с разной структурой уязвимости, наблюдаются систематические сбои трансмиссии в режимах высоких значений $\psi(t)$ и финансовой уязвимости.

5.1. Основные свойства ноцебо-индексов (предварительный анализ)

На первом этапе анализируются свойства $\psi_{JP}(t)$, $\psi_{FI}(t)$, $\psi_{RU}(t)$ и $\psi_{TR}(t)$, построенных по методике раздела 4.2. Для каждой страны рассматривается динамика индекса, его связь с известными эпизодами кризисов и периодами усиления неопределённости, а также взаимосвязь с показателями финансовой уязвимости и макроэкономической нестабильности. Выясняется, что во всех четырёх случаях $\psi(t)$ фиксирует ключевые поворотные моменты экономической истории и отражает усиление угроз для экономической и финансовой безопасности.

$JP(t)$ (Япония). Индекс заметно повышается в конце 1990-х годов и в начале 2000-х, когда дефляция и стагнация закрепляются как «новая норма» японской экономики. Высокие значения $\psi_{JP}(t)$ наблюдаются в годы глобального финансового кризиса 2008–2009 гг., а также после землетрясения и аварии на Фукусиме в 2011 г. В эти периоды усиливаются нарративы о хронической слабости внутреннего спроса, долговом бремени и ограниченной эффективности денежно-кредитной политики при ZLB [3; 23].

$FI(t)$ (Финляндия). Индекс повышается в 2008 г., во время мирового финансового кризиса, и остаётся на относительно высоком уровне в период европейского долгового кризиса и второй рецессии в еврозоне. Дополнительные всплески наблюдаются в эпизоды резкой коррекции на жилищном рынке, когда усиливаются опасения по поводу чрезмерной задолженности домашних хозяйств и устойчивости банковского сектора. Нарративы о «уязвимости через долг» и о рисках для финансовой стабильности находят отражение и в исследовательской, и в официальной риторике [4; 5; 6; 14].

$RU(t)$ (Россия). Индекс резко возрастает после 2014 г. (события в Крыму и введение санкций), а затем вновь достигает пика после 2022 г. Периоды высоких значений $\psi_{RU}(t)$ совпадают с усилением геополитической напряжённости, волатильностью курса рубля, эпизодами ускорения инфляции и обсуждениями жёстких санкций, что сопровождается ростом неопределённости и снижением доверия к экономической политике [7; 8; 31].

$TR(t)$ (Турция). Индекс достигает высоких значений в периоды эпизодических валютных и инфляционных всплесков: кризис 2001 г., глобальный кризис 2008–2009 гг., валютные эпизоды 2013–2014 гг., 2018 г. и последующие волны девальвации и ускорения инфляции в 2021–2022 гг. В эти периоды медийные и профессиональные дискуссии концентрируются вокруг устойчивости лиры, внешней уязвимости и рисков для экономической и финансовой безопасности [9].

Для всех стран индекс $\psi(t)$ демонстрирует тесную и статистически значимую корреляцию с индикаторами финансовой уязвимости (долговая нагрузка, валютные несоответствия, внешняя уязвимость), а также с показателями макроэкономической неопределённости. Это подтверждает, что $\psi(t)$ адекватно отражает не только уровень общих негативных настроений, но и восприятие рисков, связанных с финансовой стабильностью, и может рассматриваться как прокси-переменная ноцебо-эффекта.

5.2. Результаты TVP-VAR: сравнительная динамика и изменяющаяся эффективность политики

На втором этапе, в рамках TVP-VAR-моделей Primiceri, анализируются динамические эффекты денежно-кредитных шоков и ноцебо-шоков на выпуск и

инфляцию, а также вклад $\psi(t)$ и уязвимости в изменение структуры взаимосвязей между переменными во времени. Вектор переменных включает выпуск, инфляцию, ключевую ставку, кредитные агрегаты, индикаторы внешней среды и индекс $\psi(t)$ для каждой страны.

Полученные результаты можно суммировать в двух ключевых пунктах.

1. Независимый эффект шоко-шоков. Во всех четырёх странах $\psi(t)$ ведёт себя как самостоятельный макрошок: положительный шоко-шок (рост пессимизма и негативных нарративов) сопровождается статистически значимым снижением выпуска и, как правило, повышением премий за риск и усилением финансовой волатильности. Реакция инфляции в этом случае неоднозначна: в Японии и частично в Финляндии преобладает дефляционное давление, тогда как в России и Турции, напротив, рост $\psi(t)$ чаще сочетается с ускорением инфляции через канал обесценения валюты и инфляционных ожиданий. Таким образом, $\psi(t)$ проявляет себя как автономный сжимающий фактор в канале ожиданий, усиливающий риски для экономической и финансовой безопасности.

2. Изменяющаяся эффективность политики. Коэффициенты TVP-VAR показывают, что мультипликатор денежно-кредитной политики во времени неоднороден и существенно зависит от уровня $\psi(t)$ и финансовой уязвимости. В периоды низкого $\psi(t)$ и умеренной уязвимости реакция выпуска и инфляции на шоки ставки и другие инструменты денежно-кредитной политики в целом соответствует ожиданиям стандартных моделей: смягчение политики стимулирует выпуск и (с задержкой) повышает инфляцию, ужесточение – напротив, охлаждает экономику.

В Японии после закрепления ZLB и периода масштабных программ количественного смягчения реакция выпуска на отрицательные шоки ставки и расширение баланса Центрального банка становится слабой и краткосрочной, тогда как в «ранние» периоды до ZLB эффект был более выражен и устойчив. При высоких значениях $\psi_{JP}(t)$ и устойчивых дефляционных ожиданиях влияние денежно-кредитных шоков на инфляцию практически исчезает: инфляционные отклики оказываются статистически неотличимыми от нуля или крайне малыми [23; 29]. Это согласуется с идеей о том, что сочетание ZLB и шоко-эффекта создаёт состояние, в котором традиционные инструменты политики теряют значительную часть своей силы.

В Финляндии после глобального кризиса и европейского долгового кризиса, на фоне роста задолженности домашних хозяйств и уязвимости банковского сектора, мультипликатор денежно-кредитной политики также снижается. В периоды, когда индикаторы долговой нагрузки домохозяйств и $\psi_{FI}(t)$ одновременно высоки, снижение ставки оказывает меньший эффект на потребление и инвестиции, чем в более «спокойные» годы. Реакция усиливается по линии перераспределения потоков: домохозяйства и фирмы используют улучшение условий кредитования скорее для реструктуризации долгов и укрепления балансов, чем для наращивания новых обязательств. На передний план выходит балансовый канал ограничений, описанный в SFC-традиции.

В России и Турции периоды высоких $\psi_{RU}(t)$ и $\psi_{TR}(t)$, усиленные санкционными и внешними шоками, характеризуются резким сокращением откликов выпуска и инфляции на денежно-кредитные шоки. В ряде эпизодов ужесточение политики (повышение ставки) приводит к заметному сокращению выпуска и

кредитной активности, но почти не оказывает ожидаемого сдерживающего влияния на инфляцию из-за доминирования валютного канала и инфляционных ожиданий. В другие периоды ослабление политики (снижение ставки) сопровождается лишь ограниченным восстановлением внутреннего спроса, так как высокое $\psi(t)$ и уязвимость побуждают экономических агентов к предосторожительным сбережениям и сокращению долгов, а не к расширению инвестиций [9; 31].

Совокупно результаты TVP-VAR подтверждают, что взаимодействие ноцебо-эффекта и финансовой уязвимости приводит к систематическому ослаблению традиционного действия денежно-кредитной политики: в режимах высоких $\psi(t)$ и уязвимости мультипликаторы сокращаются, а часть эффектов политики «рассеивается» через каналы риска и доверия.

5.3. Результаты локальных проекций: влияние режимов «высокий ноцебо–высокая уязвимость»

Для проверки устойчивости выводов и более наглядного сопоставления режимов используется метод локальных проекций [34]. Для каждого горизонта h оцениваются уравнения, в которых выпуск и инфляция зависят от идентифицированного денежно-кредитного шока в момент t , набора контролируемых переменных и режимной переменной $Rej_{im}(t)$, отражающей состояние $\psi(t)$ и уязвимости.

Режим определяется следующим образом:

- низкая уязвимость / умеренный ноцебо – значения $\psi(t)$ и соответствующего индикатора уязвимости ниже заданных порогов;
- высокая уязвимость / высокий ноцебо – значения $\psi(t)$ и показателей уязвимости выше порогов.

Результаты показывают, что:

- в режимах низкой уязвимости и умеренного $\psi(t)$ импульсные отклики на денежно-кредитные шоки имеют ожидаемую форму: смягчение политики приводит к положительному и статистически значимому отклику выпуска и инфляции на нескольких горизонтах, ужесточение – к отрицательному;
- в режимах высокой $\psi(t)$ и уязвимости отклики существенно ослаблены и в ряде случаев становятся статистически неотличимыми от нуля. В некоторых эпизодах знаки откликов становятся неоднозначными, а доверительные интервалы включают широкий диапазон значений, что указывает на нестабильность и фрагментацию механизма трансмиссии.

Этот паттерн наблюдается во всех четырёх странах, хотя конфигурация каналов различается: в Японии ключевую роль играет дефляционный канал и реальная процентная ставка; в Финляндии – долговая нагрузка домовладельцев и связь с жилищным рынком; в России и Турции – валютный канал, премии за риск и доверие к политике. Тем не менее, общая картина одинакова: в «стрессовых» режимах сочетание высокого $\psi(t)$ и сильной уязвимости систематически уменьшает чувствительность выпуска и цен к денежно-кредитным импульсам, что подтверждает универсальность механизма «ноцебо–уязвимость».

Таким образом, результаты локальных проекций показывают, что эффективность денежно-кредитной политики существенно зависит от режима, в котором находится экономика: в периоды высокой уязвимости и пессимизма даже значительные

изменения процентной ставки и другие меры политики имеют более слабый эффект, чем в «нормальных» условиях.

5.4. Тестирование механизма: проверка гипотезы гедонистического ухода

На заключительном этапе анализируется роль поведенческого механизма «гедонистического ухода», предложенного в теоретическом разделе. Для этого конструируются показатели:

– расходов на долговечные товары и жилищные инвестиции (процентно-чувствительные статьи, требующие крупных и часто кредитно финансируемых решений);

– расходов на услуги, цифровые развлечения и другие опытные виды потребления с низкой чувствительностью к ставке и более тесной связью с эмоциональным состоянием и стрессом.

Далее исследуется связь между динамикой этих статей, $\psi(t)$, показателями уязвимости и денежно-кредитными шоками.

Результаты показывают, что в периоды, когда $\psi(t)$ и уязвимость одновременно высоки, реакция расходов на долговечные товары и жилищные инвестиции на смягчение денежно-кредитной политики существенно слабее, чем в «нормальные» периоды. В ряде эпизодов, особенно в Финляндии и Турции, эти расходы вообще не демонстрируют заметного роста после снижения ставки: домохозяйства и фирмы используют улучшение финансовых условий прежде всего для погашения долга, продления сроков и формирования «подушки безопасности», а не для наращивания новых обязательств. Это согласуется с идеей о приоритете восстановления балансов над расширением рискованных инвестиций. В то же время расходы на услуги и цифровые/гедонистические товары оказываются более устойчивыми и в некоторых случаях даже увеличиваются на фоне высокого $\psi(t)$. Это особенно заметно в сегментах, связанных с развлечениями, медиапотреблением и цифровыми сервисами, которые в литературе рассматриваются как формы «эмоционального бегства» от стресса и выгорания [18; 25; 35]. Их чувствительность к ставке невелика; главное значение имеют психологические и поведенческие факторы.

Этот анализ эмпирически поддерживает гипотезу о том, что структура спроса в режимах высокого $\psi(t)$ и уязвимости смещается от процентно-чувствительных, ориентированных на будущее и капиталоемких статей (жильё, долговечные товары, инвестиции) в сторону гедонистического и опытного потребления, относительно нечувствительного к изменению процентной ставки. Именно это структурное смещение и есть операциональный механизм, через который взаимодействие $\psi(t)$ и уязвимости ослабляет традиционные каналы трансмиссии денежно-кредитной политики.

5.5. Интерпретация результатов

Обобщая, результаты подтверждают, что разработанная в разделе 3 интегрированная теоретическая рамка, объединяющая канал ожиданий, балансовый канал и поведенческий механизм гедонистического ухода, адекватно описывает наблюдаемые закономерности в четырёх странах.

Во всех кейсах, несмотря на различия в структуре уязвимости (дефляция и ZLB в Японии, долг домашних хозяйств в Финляндии, санкции и доверие в России, валютная

задолженность и внешняя уязвимость в Турции), сочетание высокого $\psi(t)$ и неблагоприятного профиля уязвимости ведёт к схожему результату: интервенции денежно-кредитной политики оказывают существенно меньший эффект на выпуск и инфляцию, чем в «спокойных» периодах.

Это означает, что границы эффективности денежно-кредитной политики определяются не только техническими параметрами (уровень ставки, набор инструментов, масштаб программ), но и состоянием ожиданий и баланс-листов ключевых секторов. В режимах «высокий ноцебо–высокая уязвимость» политика сталкивается с «занавесом ожиданий» и с балансовыми ограничениями, что повышает риски для экономической и финансовой безопасности и требует переосмысления роли денежно-кредитной политики в посткризисной эпохе.

6. Обсуждение и заключение

В настоящей работе была поставлена цель теоретически и эмпирически переосмыслить эффективность денежно-кредитной политики через призму взаимодействия устойчивого общественного пессимизма и финансовой уязвимости. Для этого был заимствован из медицины и психологии концепт ноцебо-эффекта и интерпретирован как кумулятивный показатель общественного пессимизма $\psi(t)$, влияющий на ожидания, доверие и восприятие рисков для экономической и финансовой безопасности. На этой основе была предложена интегрированная рамка, сочетающая новый кейнсианский DSGE-блок (канал ожиданий), SFC-блок (балансовый канал) и поведенческий механизм гедонистического ухода, и проведён сравнительный анализ четырёх экономик – Японии, Финляндии, России и Турции – представляющих различные типы уязвимости. Обсуждение полученных результатов и их последствий для политики можно структурировать по трём основным направлениям: (i) теоретическое значение и вклад в литературу, (ii) импликации для денежно-кредитной и макропруденциальной политики, (iii) ограничения исследования и возможные направления дальнейших работ.

6.1. Теоретические выводы

Во-первых, результаты подтверждают, что канал ожиданий и баланс-канал нельзя рассматривать изолированно. В традиционной новой кейнсианской парадигме основное внимание уделяется рациональным ожиданиям и правилам реакции Центрального банка, тогда как долговые ограничения и структура балансов остаются на периферии анализа. Напротив, SFC-подход и традиция Мински сосредоточены на долговой динамике и финансовой нестабильности, но в явном виде не моделируют систематические отклонения ожиданий.

Предложенная интеграция показывает, что устойчивый общественный пессимизм, формализованный через $\psi(t)$, одновременно:

- сдвигает оператор ожиданий (через IS-уравнение и кривую Филлипса), ослабляя прямое влияние процентной ставки на выпуск и инфляцию;
- усиливает значение балансовых ограничений, поскольку при высоком $\psi(t)$ и высокой долговой нагрузке сниженный дисконтный фактор побуждает экономических агентов отдавать приоритет сокращению долга и укреплению балансов перед расширением расходов.

Таким образом, теоретический вывод заключается в том, что ноцебо-эффект не является «психологическим шумом» вокруг базовой модели, а представляет собой структурный фактор, сужающий область параметров, при которых денежно-кредитная политика остаётся эффективной и детерминирующей динамику выпуска и цен.

Во-вторых, результаты по четырём странам показывают, что универсальный механизм «ноцебо–уязвимость» может реализовываться через разные наборы каналов:

– в Японии – через дефляционные ожидания, ZLB и хроническую ловушку ликвидности;

– в Финляндии – через высокую задолженность домашних хозяйств и связь потребления с рынком жилья;

– в России – через доверие к Центральному банку, санкционные шоки и валютную волатильность;

– в Турции – через валютную задолженность корпоративного сектора, внешнюю уязвимость и инфляционные ожидания.

Несмотря на различия, общий вывод одинаков: в режимах высокого $\psi(t)$ и уязвимости политические мультипликаторы систематически снижаются, а эффективность прогнозируемой денежно-кредитной политики ослабевает. Это позволяет трактовать ноцебо-эффект как важный элемент макроэкономической динамики, сопоставимый по значимости с традиционными шоками спроса, предложения и финансовых условий. В-третьих, гипотеза гедонистического ухода, введённая в теоретической части, находит эмпирическое подтверждение. Структура расходов смещается от процентно чувствительных, капиталоемких и ориентированных на будущее статей (жильё, долговечные товары, инвестиции) к опытным и цифровым видам потребления, менее чувствительным к процентной ставке, но более тесно связанным с эмоциональным состоянием и стрессом. Это даёт микрофундаментальное объяснение того, почему снижение ставки в режимах высокого $\psi(t)$ и уязвимости не приводит к ожидаемому росту совокупного спроса, а значительная часть воздействия политики «теряется» в перестройке структуры расходов.

6.2. Импликации для денежно-кредитной и макропруденциальной политики

С практической точки зрения результаты исследования имеют несколько важных последствий для формирования денежно-кредитной политики и обеспечения экономической и финансовой безопасности. Во-первых, мониторинг индексов типа $\psi(t)$ должен стать регулярной частью аналитического инструментария Центральных банков и органов, отвечающих за финансовую стабильность. Текстовые индексы ноцебо, строящиеся на основе коммуникации Центрального банка, медийных нарративов и аналитических отчётов, позволяют количественно оценивать уровень общественного пессимизма и вовремя фиксировать переход экономики в режим, где эффективность политики снижается.

Во-вторых, в режимах высоких $\psi(t)$ и уязвимости традиционная реакция через процентную ставку может оказаться явно недостаточной. В таких ситуациях требуется:

– более тесная координация денежно-кредитной и макропруденциальной политики (ограничения по LTV/LTI, контрциклические буферы, меры по управлению валютной задолженностью);

– использование целенаправленных инструментов баланс-листовой поддержки, позволяющих уменьшить долговое давление и ускорить восстановление балансов без стимулирования чрезмерного риска;

– особый акцент на коммуникационной политике, направленной на снижение $\psi(t)$ через прозрачное объяснение целей, инструментов и ограничений политики, а также через повышение доверия к институциональной рамке.

В-третьих, результаты указывают, что в условиях хронической дефляции (как в Японии) или высокой инфляционной и валютной волатильности (как в Турции и частично в России) простое продолжение существующей политики (дальнейшее снижение ставки, механическое расширение программ покупки активов) может приводить к убывающей отдаче. При высоком $\psi(t)$ и уязвимости дополнительные меры без изменения нарратива и без адресной работы с балансовыми ограничениями лишь частично стабилизируют финансовую систему, но не восстанавливают устойчивый рост и не снижают риски для экономической и финансовой безопасности. Наконец, для малых открытых экономик с высокой внешней уязвимостью особое значение приобретает доверие к национальной валюте и к институциональной рамке денежно-кредитной политики. Переключение $\psi(t)$ в более благоприятный режим требует не только успешного проведения политики в узком техническом смысле, но и долгосрочной работы по укреплению институциональной репутации Центрального банка, предсказуемости правил и снижению воспринимаемой политической и геополитической неопределённости.

6.3. Ограничения исследования и направления дальнейших работ

Как и любое эмпирическое исследование, данная работа имеет ряд ограничений, которые необходимо учитывать при интерпретации результатов и которые открывают пространство для дальнейших исследований. Во-первых, измерение $\psi(t)$ с помощью текстовых индексов неизбежно зависит от качества корпуса, выбора словарей и методологии анализа тональности. Даже при тщательной адаптации словарей к национальному контексту существует риск недоучёта некоторых аспектов нарратива или, напротив, избыточной чувствительности к отдельным медийным «шумам». В дальнейшем возможно использование более продвинутых методов машинного обучения, контекстуальных языковых моделей и мультифакторных индексов, различающих, например, пессимизм, связанный с внутренними и внешними факторами, или краткосрочную нервозность и долгосрочный ноцебо-компонент.

Во-вторых, агрегация на макроуровне скрывает важные распределительные эффекты. Ноцебо-эффект и уязвимость могут существенно различаться по группам домохозяйств (по доходу, возрасту, доступу к кредиту), по типам фирм (экспортёры / ориентированные на внутренний рынок, крупные / малые, с различной структурой долга) и по регионам внутри стран. В дальнейшем целесообразно комбинировать макроуровневый подход с микроданными опросов, панельных выборок домохозяйств и предприятий, что позволит более точно идентифицировать, какие группы вносят наибольший вклад в $\psi(t)$ и как они по-разному реагируют на денежно-кредитные шоки. В-третьих, анализ ограничен четырьмя странами, выбранными как контрастные примеры. Расширение выборки за счёт других экономик – как развитых, так и развивающихся, – позволило бы проверить, насколько универсален выявленный

механизм «ноцебо–уязвимость» и существуют ли типы уязвимости, в которых влияние $\psi(t)$ на эффективность политики менее выражено или, напротив, ещё более резко проявляется.

Наконец, в данной работе коммуникация Центрального банка рассматривается преимущественно как источник данных для построения $\psi(t)$ и как важный, но в целом внешний по отношению к моделям фактор. Отдельным направлением дальнейших исследований может стать явное включение коммуникации в модельный блок – например, через эндогенную реакцию $\psi(t)$ на различающиеся по содержанию и структуре коммуникационные стратегии, или через моделирование «оптимальной» коммуникации, минимизирующей вероятность попадания экономики в режим высокого $\psi(t)$ и уязвимости.

6.4. Заключение

Подводя итог, можно сказать, что взаимодействие ноцебо-эффекта и финансовой уязвимости формирует специфический режим, в котором традиционные инструменты денежно-кредитной политики сталкиваются с жёсткими ограничениями, а риски для экономической и финансовой безопасности возрастают. Предложенная в статье интеграция ожиданий, балансовых ограничений и поведенческих механизмов показывает, что устойчивый общественный пессимизм $\psi(t)$ и профиль уязвимости экономики необходимо рассматривать как столь же важные элементы анализа, как инфляция, разрыв выпуска или динамика кредитных агрегатов.

Для успешного проведения политики в посткризисной макроэкономической среде недостаточно лишь корректировать процентную ставку и масштаб программ. Необходимо одновременно управлять ожиданиями, укреплять баланс-листы ключевых секторов и снижать $\psi(t)$ через продуманную коммуникацию и институциональное укрепление. Только в этом случае денежно-кредитная политика способна восстановить свою роль центрального инструмента обеспечения устойчивого роста и финансовой безопасности.

СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ

1. Blinder, A.S. Through a Crystal Ball Darkly: The Future of Monetary Policy // AEA Papers and Proceedings. 2018. Vol. 108. P. 567–571. <https://doi.org/10.1257/pandp.20181080>.
2. Svensson, L.E.O. Escaping from a Liquidity Trap and Deflation: The Foolproof Way and Others // Journal of Economic Perspectives. 2003. Vol. 17. No. 4. P. 145–166. <https://doi.org/10.1257/089533003772034934>.
3. Iwamura, M., Kudo, T., Watanabe, T. Monetary and Fiscal Policy in a Liquidity Trap: The Japanese Experience 1999–2004 // Research Institute of Economy, Trade and Industry (RIETI). Discussion Paper Series 05-E-009. 2005. [эл. доступ]. URL: <https://ideas.repec.org/p/eti/dpaper/05009.html> (дата обращения: 10.07.2025).
4. Salo, J. The Impact of Euribor Interest Rates on Finnish Residential Housing Market. Analysing the Correlation Between Long-Term Euribor Rates and Finnish Apartment Price Dynamics. Bachelor's thesis. Espoo: Aalto University, 2024. 30 p.
5. Kärkkäinen, S., Silvo, A. Household Debt, Liquidity Constraints and the Interest Rate Elasticity of Private Consumption // Bank of Finland (BoF) Economics Review. 2/2023. [эл. доступ]. URL: https://publications.bof.fi/bitstream/handle/10024/52736/BoFER_2_2023.pdf (дата обращения: 12.07.2025).
6. Nakamura, F. Household Debt and Borrower-Based Measures in Finland: Insights from a Heterogeneous Agent Model // International Monetary Fund (IMF) Working Paper. 2023. Vol. 2023. Iss. 262. 22 p. <https://doi.org/10.5089/9798400263132.001>.
7. Matevosova, A.M. Modelling Trust in the Central Bank Using Sentiment Analysis // Russian

Journal of Money and Finance. 2025. Vol. 84. No. 1. P. 3–25. EDN: [UDFBSG](#).

8. Полехина А.А., Гусева А.Д. Как Банк России воспринимают в Telegram-каналах: построение индекса с использованием методов машинного обучения // Деньги и кредит. 2025. Т. 84. № 3. С. 28–62. EDN: [KURLWW](#).
9. Soylu, Ö.B. Türkiye Ekonomisi için Stok Akım Tutarlılığı Modellemesi, Hacettepe University, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İktisat A.B.D., 2017. 218 p.
10. Minsky, H.P. Stabilizing an Unstable Economy. New Haven, CT: Yale University Press, 1986. XXXV, 384 p.
11. Bezemer, D.J. Understanding Financial Crisis Through Accounting Models // Accounting, Organizations and Society. 2010. Vol. 35. Iss. 7. P. 676–688. <https://doi.org/10.1016/j.aos.2010.07.002>.
12. Godley, W., Lavoie, M. Monetary Economics: An Integrated Approach to Credit, Money, Income, Production and Wealth. London: Palgrave Macmillan, 2007. XLIII, 530 p. <https://doi.org/10.1057/9780230626546>.
13. Shiller, R.J. Narrative Economics: How Stories Go Viral and Drive Major Economic Events. Princeton University Press. 2019. 400 p.
14. Guerrieri, V., Lorenzoni, G., Straub, L., Werning, I. Monetary Policy in Times of Structural Reallocation // Working Paper No. 2021–111. University of Chicago, Becker Friedman Institute for Economics Working Paper 2021. 28 p. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3924566>.
15. Colloca, L., Grillon, C. Understanding Placebo and Nocebo Responses for Pain Management // Current Pain and Headache Report. 2014. Vol. 18. Iss. 6. Article number 419. <https://doi.org/10.1007/s11916-014-0419-2>.
16. Barsky, A.J., Saintfort, R., Rogers, M.P., Borus, J.F. Nonspecific Medication Side Effects and the Nocebo Phenomenon // The Journal of the American Medical Association (JAMA). 2002. Vol. 287. No. 5. P. 622–627. <https://doi.org/10.1001/jama.287.5.622>.
17. Meijers, H., Muysken, J., Piccillo, G. Expectations and the Stability of Stock-Flow Consistent Models // CESifo Working Papers. 2023. No. 10696. [эл. доступ]. URL: <https://www.ifo.de/en/cesifo/publications/2023/working-paper/expectations-and-stability-stock-flow-consistent-models> (дата обращения: 14.07.2025).
18. Hirschman, E.C., Holbrook, M.B. Hedonic Consumption: Emerging Concepts, Methods and Propositions // Journal of Marketing. 1982. Vol. 46. Iss. 3. P. 92–101. <https://doi.org/10.1177/002224298204600314>.
19. Holbrook, M.B. A Subjective Personal Introspective Essay on the Evolution of Business Schools, the Fate of Marketing Education, and Aspirations toward a Great Society // Australasian Marketing Journal. 2018. Vol. 26. Iss. 2. P. 70–78. <https://doi.org/10.1016/j.ausmj.2018.05.010>.
20. Lucas, R.E. Econometric Policy Evaluation: A Critique // Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy. 1976. Vol. 1. P. 19–46. [https://doi.org/10.1016/S0167-2231\(76\)80003-6](https://doi.org/10.1016/S0167-2231(76)80003-6).
21. Sargent, T.J., Wallace, N. “Rational” Expectations, the Optimal Monetary Instrument, and the Optimal Money Supply Rule // Journal of Political Economy. 1975. Vol. 83. No. 2. P. 241–254.
22. García-Schmidt, M., Woodford, M. Are Low Interest Rates Deflationary? A Paradox of Perfect-Foresight Analysis // American Economic Review. 2019. Vol. 109. No. 1. P. 86–120. <https://doi.org/10.1257/aer.20170110>.
23. Krugman, P.R. It’s Baack: Japan’s Slump and the Return of the Liquidity Trap // Brookings Papers on Economic Activity. 1998. No. 1. P. 137–205. <https://doi.org/10.2307/2534694>.
24. Colloca, L., Barsky, A.J. Placebo and Nocebo Effects // The New England Journal of Medicine. 2020. Vol. 382. No. 6. P. 554–561. <https://doi.org/10.1056/NEJMra1907805>.
25. Reinecke, L. The Use of Video and Computer Games to Recuperate from Stress and Strain // Journal of Media Psychology. 2009. Vol. 21. No. 3. P. 126–142. <https://doi.org/10.1027/1864-1105.21.3.126>.
26. Shiller, R.J. Narrative Economics // American Economic Review. 2017. Vol. 107. No. 4. P. 967–1004. <https://doi.org/10.1257/aer.107.4.967>.
27. Gürkaynaka, R.S., Sack, B., Swanson, E.T. Do Actions Speak Louder Than Words? The Response of Asset Prices to Monetary Policy Actions and Statements // International Journal of Central Banking (IJCB). 2005. Vol. 1. Iss. 1. P. 55–93.
28. Schmeling, M., Wagner, Ch. Does Central Bank Tone Move Asset Prices? // Journal of Financial and Quantitative Analysis. 2025. Vol. 60. Iss. 1. P. 36–67. <https://doi.org/10.1017/S0022109024000073>.
29. Svensson, L.E.O. Monetary Policy and Japan's Liquidity Trap // Centre for European Policy

Studies (CEPS). Working Paper No. 126. 2006. [эл. доступ]. URL: <https://gceps.princeton.edu/wp-content/uploads/2017/01/126svensson.pdf> (дата обращения: 19.06.2025).

30. Woodford, M. *Interest and Prices: Foundations of a Theory of Monetary Policy*. Princeton: Princeton University Press, 2003. 808 p.

31. Asriyev, M., Miroshnichenko, D. *Monetary Policy and Financial Stability*. Research Paper. The Central Bank of the Russian Federation. Moscow: Bank of Russia, 2023. 61 p. [эл. доступ]. URL: https://www.cbr.ru/statichitml/file/149677/eng_research_policy_notes_b_5_1.pdf (дата обращения: 14.01.2026).

32. Sims, C.A. *Macroeconomics and Reality* // *Econometrica*. 1980. Vol. 48. No. 1. P. 1–48. <https://doi.org/10.2307/1912017>.

33. Newey, W.K., West, K.D. *A Simple, Positive Semi-Definite, Heteroskedasticity and Autocorrelation Consistent Covariance Matrix* // *Econometrica*. 1987. Vol. 55. No. 3. P. 703–708. <https://doi.org/10.2307/1913610>.

34. Jordà, Ò. *Estimation and Inference of Impulse Responses by Local Projections* // *American Economic Review*. 2005. Vol. 95. No. 1. P.161–182. <https://doi.org/10.1257/0002828053828518>.

35. Aydın, S. Hedonik alışverişin cinsiyet, gelir ve yerleşim büyüklüğüne göre farklılaşması üzerine bir araştırma // *Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*. 2010. Cilt 15. Sayı 3. S. 435–452. <https://izlik.org/JA97FN22XX>.

REFERENCES

1. Blinder, A.S. *Through a Crystal Ball Darkly: The Future of Monetary Policy*. *AEA Papers and Proceedings*. 2018. Vol. 108. P. 567–571. <https://doi.org/10.1257/pandp.20181080>.

2. Svensson, L.E.O. *Escaping from a Liquidity Trap and Deflation: The Foolproof Way and Others*. *Journal of Economic Perspectives*. 2003. Vol. 17. No. 4. P. 145–166. <https://doi.org/10.1257/089533003772034934>.

3. Iwamura, M., Kudo, T., Watanabe, T. *Monetary and Fiscal Policy in a Liquidity Trap: The Japanese Experience 1999–2004*. *Research Institute of Economy, Trade and Industry (RIETI). Discussion Paper Series 05-E-009*. 2005. Available at <https://ideas.repec.org/p/eti/dpaper/05009.html> (accessed: 10.07.2025).

4. Salo, J. *The Impact of Euribor Interest Rates on Finnish Residential Housing Market. Analysing the Correlation Between Long-Term Euribor Rates and Finnish Apartment Price Dynamics*. Bachelor's thesis. Espoo: Aalto University, 2024. 30 p.

5. Kärkkäinen, S., Silvo, A. *Household Debt, Liquidity Constraints and the Interest Rate Elasticity of Private Consumption*. *Bank of Finland (BoF) Economics Review*. 2/2023. Available at https://publications.bof.fi/bitstream/handle/10024/52736/BoFER_2_2023.pdf (accessed: 12.07.2025).

6. Nakamura, F. *Household Debt and Borrower-Based Measures in Finland: Insights from a Heterogeneous Agent Model*. *International Monetary Fund (IMF) Working Paper*. 2023. Vol. 2023. Iss. 262. 22 p. <https://doi.org/10.5089/9798400263132.001>.

7. Matevosova, A.M. *Modelling Trust in the Central Bank Using Sentiment Analysis*. *Russian Journal of Money and Finance*. 2025. Vol. 84. No. 1. P. 3–25. EDN: UDFBSG.

8. Polekhina, A.A., Guseva, A.D. *How the Bank of Russia Is Perceived on Telegram Channels: Building an Index Using Machine Learning Methods*. *Russian Journal of Money and Finance*. 2025. Vol. 84. No. 3. P. 28–62. (In Russian). EDN: KURLWW.

9. Soylu, Ö.B. *Türkiye Ekonomisi için Stok Akım Tutarlılığı Modellemesi [Stock Flow Consistent Modelling for Turkish Economy]*. Doctoral Dissertation. Hacettepe University, Institute of Social Sciences, Department of Economics, 2017. 218 p. (In Turkish).

10. Minsky, H.P. *Stabilizing an Unstable Economy*. New Haven, CT: Yale University Press, 1986. XXXV, 384 p.

11. Bezemer, D.J. *Understanding Financial Crisis Through Accounting Models*. *Accounting, Organizations and Society*. 2010. Vol. 35. Iss. 7. P. 676–688. <https://doi.org/10.1016/j.aos.2010.07.002>.

12. Godley, W., Lavoie, M. *Monetary Economics: An Integrated Approach to Credit, Money, Income, Production and Wealth*. London: Palgrave Macmillan, 2007. XLIII, 530 p. <https://doi.org/10.1057/9780230626546>.

13. Shiller, R.J. Narrative Economics: How Stories Go Viral and Drive Major Economic Events. Princeton University Press. 2019. 400 p.
14. Guerrieri, V., Lorenzoni, G., Straub, L., Werning, I. Monetary Policy in Times of Structural Reallocation. *Working Paper No. 2021–111*. University of Chicago, Becker Friedman Institute for Economics Working Paper 2021. 28 p. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3924566>.
15. Colloca, L., Grillon, C. Understanding Placebo and Nocebo Responses for Pain Management. *Current Pain and Headache Report*. 2014. Vol. 18. Iss. 6. Article number 419. <https://doi.org/10.1007/s11916-014-0419-2>.
16. Barsky, A.J., Saintfort, R., Rogers, M.P., Borus, J.F. Nonspecific Medication Side Effects and the Nocebo Phenomenon. *The Journal of the American Medical Association (JAMA)*. 2002. Vol. 287. No. 5. P. 622–627. <https://doi.org/10.1001/jama.287.5.622>.
17. Meijers, H., Muysken, J., Piccillo, G. Expectations and the Stability of Stock-Flow Consistent Models. *CESifo Working Papers*. 2023. No. 10696. Available at <https://www.ifo.de/en/cesifo/publications/2023/working-paper/expectations-and-stability-stock-flow-consistent-models> (accessed: 14.07.2025).
18. Hirschman, E.C., Holbrook, M.B. Hedonic Consumption: Emerging Concepts, Methods and Propositions. *Journal of Marketing*. 1982. Vol. 46. Iss. 3. P. 92–101. <https://doi.org/10.1177/002224298204600314>.
19. Holbrook, M.B. A Subjective Personal Introspective Essay on the Evolution of Business Schools, the Fate of Marketing Education, and Aspirations toward a Great Society. *Australasian Marketing Journal*. 2018. Vol. 26. Iss. 2. P. 70–78. <https://doi.org/10.1016/j.ausmj.2018.05.010>.
20. Lucas, R.E. Econometric Policy Evaluation: A Critique. *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*. 1976. Vol. 1. P. 19–46. [https://doi.org/10.1016/S0167-2231\(76\)80003-6](https://doi.org/10.1016/S0167-2231(76)80003-6).
21. Sargent, T.J., Wallace, N. “Rational” Expectations, the Optimal Monetary Instrument, and the Optimal Money Supply Rule. *Journal of Political Economy*. 1975. Vol. 83. No. 2. P. 241–254.
22. García-Schmidt, M., Woodford, M. Are Low Interest Rates Deflationary? A Paradox of Perfect-Foresight Analysis. *American Economic Review*. 2019. Vol. 109. No. 1. P. 86–120. <https://doi.org/10.1257/aer.20170110>.
23. Krugman, P.R. It’s Baaack: Japan’s Slump and the Return of the Liquidity Trap. *Brookings Papers on Economic Activity*. 1998. No. 1. P. 137–205. <https://doi.org/10.2307/2534694>.
24. Colloca, L., Barsky, A.J. Placebo and Nocebo Effects. *The New England Journal of Medicine*. 2020. Vol. 382. No. 6. P. 554–561. <https://doi.org/10.1056/NEJMra1907805>.
25. Reinecke, L. The Use of Video and Computer Games to Recuperate from Stress and Strain. *Journal of Media Psychology*. 2009. Vol. 21. No. 3. P. 126–142. <https://doi.org/10.1027/1864-1105.21.3.126>.
26. Shiller, R.J. Narrative Economics. *American Economic Review*. 2017. Vol. 107. No. 4. P. 967–1004. <https://doi.org/10.1257/aer.107.4.967>.
27. Gürkaynak, R.S., Sack, B., Swanson, E.T. Do Actions Speak Louder Than Words? The Response of Asset Prices to Monetary Policy Actions and Statements. *International Journal of Central Banking (IJCB)*. 2005. Vol. 1. Iss. 1. P. 55–93.
28. Schmeling, M., Wagner, Ch. Does Central Bank Tone Move Asset Prices? *Journal of Financial and Quantitative Analysis*. 2025. Vol. 60. Iss. 1. P. 36–67. <https://doi.org/10.1017/S0022109024000073>.
29. Svensson, L.E.O. Monetary Policy and Japan's Liquidity Trap. *Centre for European Policy Studies (CEPS)*. Working Paper No. 126. 2006. Available at <https://gceps.princeton.edu/wp-content/uploads/2017/01/126svensson.pdf> (accessed: 19.06.2025).
30. Woodford, M. Interest and Prices: Foundations of a Theory of Monetary Policy. Princeton: Princeton University Press, 2003. 808 p.
31. Asriyev, M., Miroshnichenko, D. Monetary Policy and Financial Stability. Research Paper. *The Central Bank of the Russian Federation*. Moscow: Bank of Russia, 2023. 61 p. Available at URL: https://www.cbr.ru/statichitml/file/149677/eng_research_policy_notes_b_5_1.pdf (accessed: 14.01.2026).
32. Sims, C.A. Macroeconomics and Reality. *Econometrica*. 1980. Vol. 48. No. 1. P. 1–48. <https://doi.org/10.2307/1912017>.

33. Newey, W.K., West, K.D. A Simple, Positive Semi-Definite, Heteroskedasticity and Autocorrelation Consistent Covariance Matrix. *Econometrica*. 1987. Vol. 55. No. 3. P. 703–708. <https://doi.org/10.2307/1913610>.
34. Jordà, Ò. Estimation and Inference of Impulse Responses by Local Projections. *American Economic Review*. 2005. Vol. 95. No. 1. P.161–182. <https://doi.org/10.1257/0002828053828518>.
35. Aydın, S. A Study on Differentiation of Hedonic Shopping in Respect of Gender, Income and Size of Settlement. *Suleyman Demirel University The Journal of Faculty of Economics and Administrative Sciences*. 2010. Vol. 15. No. 3. P. 435–452. (In Turkish). <https://izlik.org/JA97FN22XX>.

Сведения об авторах / Information about authors

Гок Омер – аспирант института бакалаврского образования кафедры делового администрирования; Университет Думлупинар.

E-mail: omer.gok1@ogr.dpu.edu.tr

ORCID: 0000-0003-1135-7470

Унал Сейфеттин – доктор наук, профессор факультета делового администрирования; Университет Думлупинар.

E-mail: seyfettin.unal@dpu.edu.tr

ORCID: 0000-0002-6248-4317

Авторы заявляют об отсутствии конфликта интересов.

Gok Omer – PhD student, Undergraduate education institute, Department of Business Administration; Dumlupinar University.

E-mail: omer.gok1@ogr.dpu.edu.tr

ORCID: 0000-0003-1135-7470

Unal Seyfettin – Doctor of Science, Professor, Department of Business Administration; Dumlupinar University.

E-mail: seyfettin.unal@dpu.edu.tr

ORCID: 0000-0002-6248-4317

The authors declare that there is no conflict of interest.

Статья поступила в редакцию 01.12.2025.

Одобрена после рецензирования 28.12.2025.

Принята 04.01.2026.

Received 01.12.2025.

Approved after reviewing 28.12.2025.

Accepted 04.01.2026.