

# МАКРОЭКОНОМИКА

---

УДК: 336.74: 338.23

JEL: E52, E61, E63

*Татьяна Кричевская*

## КОРРЕКЦИЯ МОНЕТАРНОЙ ПОЛИТИКИ ПОД ВЛИЯНИЕМ КОРОНАКРИЗИСА И ДОЛГОСРОЧНЫХ ФАКТОРОВ

В статье показаны модификация монетарной политики и модификация её взаимодействия с фискальной политикой в ответ на вызовы глобального финансового кризиса и коронакризиса, а также раскрыты потенциальные коррекции макроэкономической политики в ответ на долгосрочные структурные изменения в глобальной экономике. Специфика глобального финансово-экономического кризиса, виновниками которой стали именно финансовые посредники, и уверенность в большей эффективности рынков, чем государства, обусловили доминирование монетарных инструментов в борьбе с этим кризисом. Впрочем, исключительно монетарное стимулирование не решает структурных проблем и, действуя с очень низкой степенью адресности, но в огромных масштабах, приводит к накоплению долгов и финансовых кризисов. Коронакризис заставил прибегнуть к бюджетному стимулированию с целью обеспечения адресности стимулов и стал толчком для обсуждения возможности более эффективно использования потенциала фискальной политики с целью повышения потенциального ВВП и снижения неравенства. Раскрыты такие потенциальные долгосрочные коррекции макроэкономической политики: 1) увеличение акцента на поддержке интересов наёмных работников; 2) увеличение инклюзивности монетарной и фискальной политики; 3) возрастание роли фискальной политики как инструмента макроэкономической стабилизации; 4) переоценка теории взаимодействия монетарной и фискальной политики; 5) переоценка превентивного подхода к антиинфляционной политике, который предусматривает реакцию монетарной политики на отклонение прогноза инфляции от целевого ориентира, и появление альтернатив: реакция на фактическое достижение и сохранение в течение определённого времени целевого уровня инфляции и компенсация предыдущих отклонений от инфляционного таргета; 6) модификация оптимальной антиинфляционной политики в ответ на инфляцию спроса и инфляцию предложения; 7) коррекция монетарной политики ведущих экономик в ответ на рост инфляции вследствие исчерпания длительных глобальных дезинфляционных факторов, действовавших с 1980-х; 8) более ак-

---

*Кричевская Татьяна Александровна* (tetyanakrychevska75@gmail.com), д-р экон. наук, старш. науч. сотруд.; ведущий научный сотрудник Института экономики и прогнозирования НАН Украины. OrCID: 0000-0003-1940-6820

Цитирование: Кричевская Татьяна Александровна. Коррекция монетарной политики под влиянием коронакризиса и долгосрочных факторов. *Экономическая теория*. 2021. № 2. С. 65–92.

© Т. Кричевская, 2021

ISSN 1811-3133. *Экономическая теория*. 2021. № 2: 65–92

тивное монетарное и фискальное стимулирование в экономиках с формирующимися рынками.

**Ключевые слова:** глобальный финансово-экономический кризис, коронакризис, монетарная политика, фискальная политика, структурные изменения, инклюзивность.

## MONETARY POLICY CORRECTION UNDER THE INFLUENCE OF CORONA CRISIS AND LONG-TERM FACTORS

**Krychevska Tetiana** ([tetyanakrychevska75@gmail.com](mailto:tetyanakrychevska75@gmail.com)), Doctor of Economics, Leading Researcher, Institute for Economics and Forecasting, National Academy of Science of Ukraine, Kyiv, Ukraine. OrcID: 0000-0003-1940-6820

*The article shows the modification of monetary policy and modification of its interaction with fiscal policy in response to the challenges of the global financial crisis and the corona crisis, and reveals potential adjustments of macroeconomic policy in response to long-term structural changes in the global economy. The specificity of the global financial and economic crisis, which was caused by financial intermediaries, and the belief in markets efficiency led to the dominance of monetary instruments in combating this crisis. However, purely monetary stimulus does not solve structural problems, and, acting with a very low degree of targeting, but on a huge scale, leads to the debt accumulation and financial crises. The corona crisis forced the governments to resort to budget incentives to ensure targeted support for people and businesses and provided an impetus to discuss the ways to make better use of fiscal policy capacity to increase potential GDP and reduce inequality. The following potential long-term adjustments of macroeconomic policy are revealed: 1) increasing the emphasis on the interests of employees; 2) increasing the inclusiveness of monetary and fiscal policy; 3) the growing role of fiscal policy as an instrument of macroeconomic stabilization; 4) revision of the theory of monetary and fiscal policy interaction; 5) revision of the preemptive approach to anti-inflation policy, which involves the reaction of monetary policy to deviations of the inflation forecast from the target, and the emergence of the following alternatives: response to actual achievement and maintenance, for a certain time, of the inflation target and compensation for previous deviations from the inflation target; 6) modification of the optimal anti-inflationary policy in response to demand-pull inflation and cost-push inflation; 7) adjustment of the monetary policy in response to rising inflation due to the exhaustion of long-standing global disinflationary forces that were in effect since the 1980s; and 8) a more active monetary and fiscal stimulus in emerging market economies.*

**Key words:** global financial and economic crisis, corona crisis, monetary policy, fiscal policy, structural changes, inclusiveness.

Во время кризисов могут приниматься не только временные стабилизационные решения, но и корректироваться общественные договоры, происходить более долгосрочные институциональные изменения, назревшие ещё раньше под влиянием длительных структурных процессов. Такие изменения могли считаться недопустимыми в пределах предыдущих ментальных и политических моделей, но в кризисных условиях приобретают более широкую общественную поддержку (например, в связи с тем, что больше групп интересов становятся уязвимыми). В этой статье мы рассмотрим потенциальные направления коррекции монетарной политики с учётом современного состояния и тенденций глобальной экономики, распределения политических сил и общественных запросов.

**Инструменты макроэкономической стабилизации в условиях глобального финансового кризиса.** Анализируя монетарную политику в условиях коронакризиса, следует учитывать, каким модификациям она подверглась в условиях глобального финансово-экономического кризиса (ГФК) и насколько были преодолены последствия этого кризиса. Ведь, *во-первых*, арсенал монетарной политики по борьбе с экономическими последствиями пандемии состоит преимущественно из инструментов, разработанных или возрождённых в условиях ГФК. *Во-вторых*, масштабы и продолжительность политики в условиях коронакризиса в определённой степени формировались с учётом ошибок, допущенных во время свёртывания монетарного и фискального стимулирования после ГФК.

Когда речь идёт об инструментах макроэкономической стабилизации в условиях ГФК, то прежде всего приходит на ум монетарная политика. После достижения краткосрочными ставками по операциям центральных банков ведущих экономик нулевой границы в ход пошла политика более непосредственного вмешательства в работу отдельных сегментов финансового рынка, поддержки ликвидности финансового рынка в целом и восстановления либо создания новых каналов поступления финансовых ресурсов в реальный сектор экономики.

Впрочем, в ответ на глобальный финансовый кризис развитые экономики применяли и бюджетные инструменты. В целом по этой группе стран дефицит государственного бюджета вырос с 1,2% ВВП в 2007 г. до 3,5% в 2008 г., 8,8% в 2009 г. и 7,7% в 2010 г. В экономиках с формирующимися рынками в 2008 г. ещё наблюдался профицит государственного бюджета в размере 0,8% ВВП, а в соответствующей подгруппе европейских экономик – 0,6%, а в 2009 г. бюджетные дефициты составили соответственно 3,65% и 5,77% ВВП. Фискальная реакция на ГФК в экономиках с формирующимися рынками оказалась не только более чем вдвое слабее, чем в развитых экономиках, но и менее продолжительной – уже в 2011 г. дефицит по группе сократился до 0,97%, тогда как в группе развитых экономик значительное сокращение дефицита произошло лишь в 2013 г. В группе развивающихся экономик с низкими доходами в 2008 г. ещё наблюдался профицит общего государственного бюджета, в 2009 и 2010 годах произошёл незначительный рост дефицита (соответственно, до 4,1 и 3%), а уже в 2011 г. дефицит был сокращён до 1,2%<sup>1</sup>.

По данным *IMF Fiscal Monitor*, государственный долг в среднем по группе развитых экономик составлял накануне ГФК 71,7%, достиг максимального значения 106,6% в 2012 г. и далее до 2019 г. медленно снижался. В экономиках с формирующимися рынками государственный долг во время ГФК вырос незначительно – с 35,2% в 2007 г. до 39,1% в ВВП в 2009 г., но начал расти с 2014 г. и накануне коронакризиса, на конец 2019, достиг 54,7% ВВП. В европейских экономиках с формирующимися рынка-

<sup>1</sup> По данным: *Fiscal Monitor. International Monetary Fund. Different issues.*  
<https://www.imf.org/en/Publications/FM>

ми государственный долг в среднем составлял 23% ВВП в 2007 г., 28,4% в 2010 г. и 29,2% ВВП в 2019 г.

Инструменты нетрадиционной монетарной политики центральных банков ведущих экономик в ответ на ГФК можно объединить в следующие группы:

**1. Политика количественного смягчения (*Quantitative Easing, QE*)** – выкуп центральными банками финансовых активов сначала с целью восстановления работы отдельных сегментов финансового рынка и поддержки ликвидности финансового рынка, а впоследствии для широких целей: стимулирования экономического роста, борьбы либо предотвращения дефляции, снижения долгосрочных ставок в экономике, необходимого для финансирования реального сектора. Впервые политика QE в её современном виде была применена в Японии в 2001 г. для борьбы с дефляцией, начавшейся после азиатского кризиса 1998 года. Федеральная резервная система США во время ГФК с ноября 2008 г. реализовала три программы QE, в рамках которых выкупала ипотечные долговые и долгосрочные казначейские ценные бумаги. Двойной мандат ФРС обеспечивает ей широкие возможности для действий в кризисных условиях. В частности, часть 13(3) Закона о ФРС (внесена в закон в 1932 г.) предоставляет федеральным резервным банкам право в чрезвычайных ситуациях по решению Совета управляющих кредитовать не только банки, но и других субъектов экономики под широкий перечень залогов. С 1936 по 2008 г. эта статья не применялась. Во время глобального финансового кризиса она снова была использована для реализации программ поддержки ликвидности определённых сегментов финансового рынка и специальной поддержки отдельных компаний, имевших системное значение для экономики. В 2010 г. статьёй 1101 Закона Додда-Франка в статью 13(3) Закона о ФРС были внесены изменения относительно её направления исключительно на макроэкономические цели, а не на спасение отдельных учреждений, и также требование об утверждении соответствующих программ министром финансов<sup>2</sup>.

Европейский центральный банк (ЕЦБ) начал масштабную программу выкупа активов только в октябре 2014 г., после второй фазы кризиса (кризиса суверенного долга некоторых членов еврозоны) и трёх лет экономического спада. Эта программа – *Asset Purchase Programme (APP)* – включала программы выкупа: а) государственных ценных бумаг; б) бумаг корпоративного сектора; в) обеспеченных активами ценных бумаг и г) облигаций с покрытием. Они продолжались до декабря 2018 г., но в ноябре 2019 г. были возобновлены в связи с падением темпов экономического роста почти до нуля из-за ослабления международной торговли в условиях усиления нестабильности международных экономических отношений. Великобритания в ответ на ГФК реализовала две программы выкупа госу-

<sup>2</sup> Federal Reserve Act. Section 13. Powers of Federal Reserve Banks. *Board of Governors of the Federal Reserve System*. URL: <https://www.federalreserve.gov/default.htm>

дарственных облигаций, а в 2016 г. после референдума о выходе из ЕС вместе с третьей такой программой запустила программу выкупа корпоративных облигаций.

**2. Долгосрочное и целевое рефинансирование банков.** Наиболее активно этот инструмент использовал именно Европейский центральный банк, учитывая банковско-ориентированную финансовую систему большинства стран еврозоны. В ответ на финансово-экономический кризис ЕЦБ начал увеличивать сроки операций рефинансирования: с трёхмесячных до шестимесячных, годовых, трёхлетних и, наконец, четырёхлетних. Программы долгосрочного рефинансирования ЕЦБ можно разделить на две группы: долгосрочные операции рефинансирования и целевые долгосрочные операции рефинансирования. Особенность вторых заключалась в том, что сначала их объём, а затем объём и стоимость зависели от портфеля и динамики кредитования нефинансового сектора и населения (кроме жилых кредитов).

Банк Англии пытался стимулировать кредитование банками бизнеса и населения и, в частности, малых и средних предприятий, которые не могут воспользоваться падением стоимости корпоративных заимствований для крупных компаний, что происходит в условиях количественного смягчения.

**3. Политика опережающей индикации намерений** (forward guidance) – предоставление ориентиров рынку относительно будущей монетарной политики с целью уменьшения влияния рыночных факторов на формирование ожиданий экономических агентов относительно долгосрочных процентных ставок.

**4. Контроль кривой доходности** – поддержка установленных целевых значений доходностей кратко- и долгосрочных государственных ценных бумаг (Банк Японии с 2016 г.).

**5. Отрицательные процентные ставки по операциям центральных банков** (Швеция, Дания, Швейцария, Еврозона, Япония). Среди причин их введения мы бы выделили следующие: а) следование за рынком – реакция на дефляцию и нежелание банков кредитовать экономику (еврозона, Япония); б) реакция на ухудшение экономической ситуации в еврозоне и политику расширенного выкупа активов ЕЦБ, которая укрепляла относительно евровалюты стран – "тихий гаваней" для капиталов, подрывая конкурентоспособность их внешней торговли (Швеция, Швейцария, Дания) (Krychevska, 2020).

Как показали эмпирические исследования ЕЦБ, отрицательным процентным ставкам по операциям центрального банка присущи такие особенности трансмиссионного механизма. *Во-первых*, меняется характер ожиданий: нулевая граница краткосрочных ставок определяет ожидания только их дальнейшего повышения, что препятствует снижению долгосрочных ставок. Нарушение же этой границы делает распределение ожиданий более симметричным и позволяет снизить долгосрочные ставки. *Во-вторых*, отрицательные ставки заставляют банки сокращать избыточ-

ные резервы, хранение которых становится убыточным, и, как следствие, увеличивать кредитование. *В-третьих*, они стимулируют корпоративные инвестиции фирм с большими объёмами ликвидных активов (*Altavilla et al.*, 2019). *В-четвёртых*, изменение ставок ЕЦБ в положительной зоне больше всего влияет на шестимесячные процентные ставки, тогда как отрицательные ставки ЕЦБ наибольший эффект оказывают на доходность операций с двухлетними сроками, достаточно мощное влияние наблюдается даже на пятилетние ставки (*Lane*, 2020).

*Если сравнивать фискально-бюджетное и монетарное стимулирование в ответ на ГФК в развитых экономиках, сразу бросается в глаза отличие в их продолжительности и подходах к сворачиванию.* Бюджетные дефициты достигли максимального значения в 2009 г., а с тех пор сокращались. Относительно монетарного стимулирования, то в США QE завершилось в октябре 2015 г., но сумма активов на балансе ФРС не уменьшалась; в еврозоне программа выкупа активов продолжалась до 2018 г. и была возобновлена в конце 2019 г.; в Великобритании её возобновили в 2016 г. в связи с брекзитом. Продолжение монетарного стимулирования или отсутствие "нормализации" монетарной политики – возвращения к докризисным уровням процентных ставок и размерам балансов центральных банков – были обусловлены: а) значительно более низкими темпами экономического роста, чем до ГФК; б) снижением инфляции в ведущих экономиках; 3) снижением реальной равновесной процентной ставки в ведущих экономиках (в частности, в США с 2008 г. этот показатель не превышал 1%, а со второй половины 2010 г. – 0,5%<sup>3</sup>).

Среда низкой инфляции и процентных ставок получила название "новой монетарной нормальности", которую начали связывать не с последствиями ГФК, а с более длительными структурными факторами. Формирование новой монетарной нормальности частично стало следствием мягкой политики ведущих монетарных регуляторов, недостаточно учитывавшей финансовые дисбалансы и оказывавшей чрезмерное влияние на обменные курсы, что заставляло другие центральные банки, экономики которых страдали от укрепления их валют, также проводить слишком мягкую монетарную политику (*Borio*, 2015).

Однако в основе "новой нормальности" лежат длительные структурные тренды. *Во-первых*, это интеграция Китая и реинтеграция Восточной Европы в мировую торговую систему, что стремительно увеличило глобальное предложение труда, а следовательно, снизило расходы на оплату труда и инфляцию. *Во-вторых*, это избыток плановых сбережений над плановыми инвестициями. Факторами роста сбережений стали: 1) высокая склонность к сбережениям в экономиках с формирующимися рынками, обусловленная стремлением этих стран нарастить международные резервы после азиатского кризиса; 2) демографические процессы – рост доли воз-

<sup>3</sup> Federal Reserve Bank of New York. Laubach, Williams current estimates of  $r^*$ . URL: [https://www.newyorkfed.org/medialibrary/media/research/economists/williams/data/Laubach\\_Williams\\_current\\_estimates.xlsx](https://www.newyorkfed.org/medialibrary/media/research/economists/williams/data/Laubach_Williams_current_estimates.xlsx)

растных групп населения с более высокой склонностью к сбережениям (достижение зрелого возраста поколением бэби-бумеров) 3) рост внутригосударственного неравенства под действием глобализации, развития технологий, институциональных изменений, влиявших на распределение рыночной власти труда и капитала, благодаря чему росла часть доходов, полученных состоятельными людьми с более высокой склонностью к сбережениям. Факторами снижения инвестиционного спроса стали снижение капиталоемкости ведущих отраслей (сравним для примера капиталоемкость Facebook и металлургического предприятия), а также падение цен капитальных товаров и потребительских товаров длительного пользования по сравнению с общей динамикой цен, которую отражает дефлятор ВВП, что означает меньшие суммы инвестиций (*Rachel, Smith, 2015*).

Предпочтение ведущими экономистами монетарному стимулированию перед фискальным в борьбе с глобальным финансовым кризисом 2008–2009 гг., с одной стороны, объяснялось тем, что в помощи нуждались, прежде всего, сами виновники этого кризиса – финансовые учреждения, слишком большие, чтобы обанкротиться. С другой стороны, в этом отображались господствующие взгляды на относительную эффективность государства и рынков. Современный мейнстрим – кейнсианско-неоклассический синтез – исходит из гипотезы эффективности рынков и их способности транслировать монетарные импульсы в виде изменения краткосрочной ставки центрального банка на весь временной спектр процентных ставок и на всё пространство экономики. Фискальную же политику в течение нескольких последних десятилетий ведущие экономисты, прежде всего европейские, ограничивали жесткими фискальными правилами, считая выборных политиков, которые её формируют, неспособными "переиграть" рынки и склонными к злоупотреблениям.

Впрочем, исключительно монетарное стимулирование не решает структурных проблем, при этом приводя к накоплению долгов и финансовым кризисам. Неспособность активного монетарного стимулирования придать экономистам достаточное ускорение вместе с накоплением структурных диспропорций на финансовых рынках вследствие интервенций центральных банков заставляли руководителей ведущих центральных банков призывать к более активному использованию фискальной политики как инструмента макроэкономической стабилизации.

### **Особенности фискальной политики в условиях коронакризиса.**

Глобальная пандемия коронавируса COVID-19 поставила новые вызовы перед макрорегуляторами. Принятые правительствами меры по ограничению распространения заболевания: социальное дистанцирование, ограничение движения транспорта, локдауны – повлияли как на совокупный спрос (на отдельные товары и услуги, наиболее связанные с мобильностью и социальными контактами, и на совокупный спрос в целом вследствие неопределённости перспектив для бизнеса, что особенно вредит инвестициям, а также ограничивает потребление из-за увеличения предупреди-

тельных сбережений населением в условиях ухудшения перспектив занятости), так и на *совокупное предложение* – из-за разрушения части логистических цепочек.

Коронакризис, требуя целевого характера государственной поддержки, который способна обеспечить фискальная политика, преодолел фискальный консерватизм ведущих экономик. По данным *IMF Fiscal Monitor*, дефицит государственного бюджета в этой группе стран составил 11,7% ВВП в 2020 г. и прогнозируется МВФ на уровне 10,4% в 2021 г.

В экономиках с формирующимися рынками дефицит государственного бюджета составил в целом по группе 9,8% в 2020 г. и ожидается на уровне 7,7% в 2021 г. Такие высокие показатели обязаны прежде всего соответствующим показателям Китая (11,4 и 9,6) и Индии (12,3 и 10% ВВП). В подгруппе европейских экономик с формирующимися рынками эти показатели уже значительно ниже – 5,9 и 3,5% ВВП, а в развивающихся экономиках с низкими доходами – 5,5 и 4,9% ВВП.

По оценкам *IMF Fiscal Monitor*, совокупный общий государственный долг развитых экономик возрос с 105,3% ВВП в конце 2019 г. до 120,1% в конце 2020 г., или на 14,8 п.п. Государственный долг экономик с формирующимися рынками возрос на 9,7 п.п. – с 54,7 до 74,4% ВВП, а европейских экономик с формирующимися рынками – на 8,4 п.п. (с 29,2 до 37,6% ВВП).

В США с марта 2020 г. были приняты такие законы о пакетах фискального стимулирования:

1) Закон о дополнительных ассигнованиях на обеспечение готовности к коронавирусу и реагирование на него (*Coronavirus Preparedness and Response Supplemental Appropriations Act*) (6 марта 2020 г.);

2) Закон о первоочередной помощи семьям в условиях коронакризиса (*Families First Coronavirus Response Act*) (18 марта 2020);

3) Закон о помощи, чрезвычайной помощи и экономической безопасности (*The Coronavirus Aid, Relief, and Economic Security (CARES Act)*) (27 марта 2020 г.). Это пакет мер на общую сумму около 2 трлн долл.: а) финансовая помощь крупным компаниям и местным правительствам – 500 млрд долл.; б) экономическая поддержка малого бизнеса (380 млрд долл.); в) выплаты по 1200 долл. индивидуальным налогоплательщикам с доходом до 75 тыс. долл. в год и по 500 долл. на ребенка; г) расширение пособий по безработице (270 млрд долл.); д) федеральная помощь медицинским учреждениям (150 млрд долл.); е) различные налоговые стимулы;

4) Программа защиты зарплаты и улучшения медицинского обслуживания (*Paycheck Protection Program and Health Care Enhancement Act*) (24 апреля 2020 г.)

5) Закон о консолидированных ассигнованиях (*Consolidated Appropriations Act*) (27 декабря 2020 г.).

Вскоре после инаугурации Президент США Дж. Байден обнародовал стратегию спасения (от пандемии и её экономических последствий),



восстановления и перестройки экономики. По его мнению, восстановление экономики после пандемии не должно стать возвращением к её прежнему виду – со структурными слабостями и высоким неравенством<sup>4</sup>. Эта стратегия получила название "Построить лучше, чем было" (Build Back Better). Она включает три плана: 1) Американский план спасения (The American Rescue Plan); 2) Американский план создания рабочих мест (The American Jobs Plan); и 3) Американский план поддержки семей (The American Families Plan).

Американский план спасения от кризиса, вызванного пандемией COVID-19 (11 марта 2021), предусматривает выделение 1,844 трлн долл. из федерального бюджета (8,8% ВВП 2020 г.) на следующие расходы<sup>5</sup>: 411 млрд долл. – прямые выплаты по 1400 долл. физическим лицам – налогоплательщикам, получающим до 75 000 долл. в год, плюс по 1400 долл. на ребенка; 362 млрд долл. – прямая помощь местным органам власти для борьбы с пандемией; 176 млрд долл. – налоговые стимулы; 174 млрд долл. – мероприятия, связанные с охраной здоровья: вакцинацией, тестированием, отслеживанием контактов и т.п.; 170 млрд долл. – поддержка учебных заведений; 301 млрд долл. – другие мероприятия, включая поддержку малого бизнеса, помощь на оплату аренды жилья и ипотеки.

Кроме антикризисного фискального пакета, нацеленного на борьбу с пандемией, администрация Дж. Байдена разработала ещё два долгосрочных пакета фискально-бюджетного стимулирования экономики. Как отметила министр финансов США Дж. Йеллен во время выступления в Торговой палате США, "в течение десятилетий основное внимание в США уделялось необходимости снизить и ограничить размер государства как части экономики. Этот подход к фискальной политике, основанный на недоверии к мотивам и эффективности правительства, в сочетании с неприятием высоких налогов, оказал значительное влияние на экономику и людей. Мы не сохранили нашу инфраструктуру и не модернизировали её. Мы недостаточно поддерживали исследования. Мы не совершали достаточных инвестиций в образование и повышение квалификации, мы не построили систему поддержки семей. ... Запланированные Администрацией действия ... не имеют целью достичь определённого размера государства. Это скорее предложения по разумным инвестициям – чтобы сделать нашу экономику более конкурентной и устойчивой, обеспечить возможности для всех семей и работников, сделать налоговую систему более справедливой" (*Remarks by Secretary*, 2021).

*Американский план создания рабочих мест* предусматривает государственные инвестиции в объёме 2,7 трлн долл. в течение следующего десятилетия в создание миллионов качественных рабочих мест, восста-

<sup>4</sup> Build Back Better. The White House. <https://www.whitehouse.gov/build-back-better/>

<sup>5</sup> Here's Everything the Federal Government Has Done to Respond to the Coronavirus So Far. Peter G. Peterson Foundation. URL: <https://www.pgpf.org/blog/2021/03/heres-everything-congress-has-done-to-respond-to-the-coronavirus-so-far>

новление инфраструктуры страны и получение конкурентных преимуществ перед Китаем. В частности, план предусматривает: 1) ремонт дорог, восстановление мостов, модернизацию портов, аэропортов и транспортной системы; 2) обеспечение всех американцев чистой питьевой водой, обновлённой электросетью и высокоскоростным широкополосным Интернетом; 3) модернизацию жилых и коммерческих зданий, национальных школ, детских учреждений и других федеральных учреждений; 4) развитие экономики ухода за больными и пожилыми людьми за счёт создания рабочих мест в этой сфере и повышения заработной платы и льгот для её работников; 5) возрождение отечественной промышленности во всех регионах страны с целью обеспечить всем гражданам доступ к рабочим местам, дающим статус среднего класса; усиление безопасности логистических цепочек; инвестирование в инновации; 6) создание хорошо оплачиваемых охваченных профсоюзами рабочих мест, подготовку американцев к профессиям будущего<sup>6</sup>.

Вместе с Американским планом создания рабочих мест Президент Байден обнародовал Налоговый план "Сделано в Америке", чтобы обеспечить уплату корпорациями справедливой ставки налогов и поощрить создание рабочих мест внутри страны.

*Американский план поддержки семей* предусматривает 1,8 трлн долл. государственных инвестиций и налоговых льгот на расширение возможностей вхождения американских семей в средний класс за счёт увеличения доступности образования и ухода за детьми, особенно для семей с низкими и средними доходами.

**Европейская комиссия** в марте 2020 г. приняла Коммюнике "Временная структура мер государственной помощи экономике в условиях распространения COVID-19"<sup>7</sup>, которое определяет особенности применения для противодействия экономическим последствиям пандемии статьи 107 (о государственной помощи в чрезвычайных ситуациях) Соглашения о функционировании Европейского Союза. Документ регулирует условия предоставления государствами-членами помощи субъектам хозяйствования в виде прямых грантов, налоговых льгот, гарантий по кредитам, субсидируемых процентных ставок по кредитам, гарантий и кредитов, предоставляемых через финансовые институты, страхование экспортных кредитов. В мае 2020 г. этот арсенал государственной помощи был дополнен государственной рекапитализацией нефинансовых компаний<sup>8</sup>.

<sup>6</sup> American Jobs Plan. The White House. URL: <https://www.whitehouse.gov/american-jobs-plan/>

<sup>7</sup> Temporary Framework for State aid measures to support the economy in the current COVID-19 outbreak. Communication From The Commission. (2020/C 91 I/01). *Eur-Lex*. URL: [https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=OJ%3AJOC\\_2020\\_091\\_I\\_0001](https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=OJ%3AJOC_2020_091_I_0001)

<sup>8</sup> State aid: Commission expands Temporary Framework to recapitalisation and subordinated debt measures to further support the economy in the context of the coronavirus outbreak. Press Release. May 8. 2020. *European Commission*. URL: [https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/ip\\_20\\_838](https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/ip_20_838)

В июле 2020 г. ЕС создала временный фонд NextGenerationEU для восстановления стран-членов после коронакризиса в размере 750 млрд евро, из которых 390 млрд евро будет предоставлено в форме грантов и 360 млрд евро в форме займов с погашением в 2028–2050 гг. Впервые для создания этого фонда выпущены совместные облигации 19 стран еврозоны. Северные члены еврозоны раньше всегда выступали против такого объединения суверенных рисков, так что это важный шаг в направлении укрепления валютного союза и ЕС. Для получения средств этого фонда страны-члены подают планы реформ и государственных инвестиций до 2026 г., причём по меньшей мере 37% расходов должны приходиться на климатические проекты и не менее 20% – на проекты цифровых преобразований.

**Монетарная политика ведущих центральных банков в условиях коронакризиса: оперативные реакции.** Коронакризис центральные банки развитых экономик встретили с очень незначительным пространством для традиционной стимулирующей монетарной политики. ФРС уже несколько повысила целевую ставку по федеральным резервным фондам, но накануне коронакризиса она составляла всего 1,25–1,5%. Выкуп активов ФРС хоть и прекратился, но их сумма на балансе монетарного регулятора так и осталась на максимуме. Банк Англии тоже сохранял сумму выкупа активов на максимальном уровне, а его официальная процентная ставка возросла очень незначительно – всего с 0,5 до 0,75%. ЕЦБ и Банк Японии вообще продолжали программу выкупа активов и не повышали ставки.

Среди особенностей политики центральных банков ведущих экономик в условиях коронакризиса можно выделить: 1) использование инструментов монетарной политики для поддержки финансирования бизнеса и населения; 2) регуляторные послабления для финансовых посредников; 3) в некоторых странах выкуп активов за год пандемии в объёмах, сопоставимых с общими суммами QE за весь период после ГФК; 4) более широкий перечень приемлемых для выкупа активов и участников программ QE, чем во время ГФК; 5) использование бюджетно-монетарных механизмов поддержки кредитования.

**Федеральная резервная система** в начале марта 2020 г. приняла решение о выкупе в течение следующих месяцев казначейских бумаг минимум на 500 млрд долл. и ипотечных бумаг минимум на 200 млрд долл. С декабря 2020 г. ФРС ежемесячно увеличивает свои вложения в казначейские ценные бумаги минимум на 80 млрд долл. и в обеспеченные ипотека ценные бумаги федеральных ипотечных агентств – на 40 млрд долл.

ФРС также ввела программы поддержки финансирования бизнеса и населения путём выкупа активов, в том числе в соответствии со статьей 13(3) Закона о ФРС, в некоторых случаях при финансовой поддержке Казначейства, предусмотренной Актом CARES:

1) *Программу финансирования коммерческих бумаг (Commercial Paper Funding Facility)* – выкуп ФРС необеспеченных и обеспеченных ак-

тивами коммерческих бумаг у эмитентов через компанию специального назначения под кредитные гарантии из Фонда валютной стабилизации Казначейства;

2) Программу кредитования первичных дилеров (*Primary Dealer Credit Facility*) для финансирования 24 первичных дилеров, с которыми работает ФРС, под залог широкого круга ценных бумаг инвестиционного класса, включая коммерческие бумаги, муниципальные облигации, акции;

3) Программу поддержки ликвидности взаимных фондов денежного рынка (*Money Market Mutual Fund Liquidity Facility (MMLF)*) – предоставление федеральным резервным банком Бостона под кредитные гарантии из Фонда валютной стабилизации Казначейства кредитов депозитным институтам для покупки активов у взаимных фондов денежного рынка. Бумаги фондов денежного рынка – типичный инструмент инвестирования для семей и бизнеса. Эта программа помогла таким фондам осуществлять бесперебойное погашение бумаг в условиях роста спроса на ликвидность со стороны фирм и домохозяйств;

4) Программу первичного рынка корпоративного кредита (*Primary Market Corporate Credit Facility (PMCCF)*) – выкуп ФРС у эмитентов новых корпоративных облигаций через компанию специального назначения, часть капитала которой предоставило Казначейство из Фонда валютной стабилизации;

5) Программу вторичного рынка корпоративного кредита (*Secondary Market Corporate Credit Facility (SMCCF)*) – выкуп ФРС корпоративных облигаций на вторичном рынке через компанию специального назначения, часть капитала которой предоставило Казначейство из Фонда валютной стабилизации;

6) Программу срочного кредитования под залог обеспеченных активами ценных бумаг (*Term Asset-Backed Securities Loan Facility (TALF)*) для поддержки кредитования потребителей и бизнеса. Этот механизм предусматривал предоставление кредитов специально созданным учреждением ФРС, часть капитала которого внесло Казначейство из Фонда валютной стабилизации, под залог ценных бумаг, обеспеченных студенческими займами, автокредитами, карточными кредитами, кредитами, гарантированными Администрацией малого бизнеса, и некоторыми другими активами;

7) Программу предоставления ликвидности для Программы защиты зарплаты (*Paycheck Protection Program Liquidity Facility (PPPLF)*) – поддержка ликвидности финансовых институтов, предоставляющих кредиты на сохранение заработной платы работников малого бизнеса в рамках программы Управления по делам малого бизнеса;

8) Программу кредитования Мейн Стрит (*Main Street Lending Program*) – выкуп специально созданным учреждением ФРС, часть капитала которого предоставило Казначейство США, у включённых в программу финансовых институтов новых либо пролонгированных кредитов малому и среднему бизнесу;

9) Программу поддержки ликвидности муниципалитетов (*Municipal Liquidity Facility*) – выкуп специально созданным учреждением ФРС, часть капитала которого предоставило Казначейство США, краткосрочных обязательств непосредственно у правительств штатов и местных органов власти.

В условиях коронакризиса **Европейский центральный банк** принял следующие меры:

1. Смягчил условия проведения *целевых операций долгосрочного рефинансирования III*: а) в апреле 2020 г. ставка по ним снижена до ставки ЕЦБ по основным операциям рефинансирования минус 50 б.п. (то есть до 0,5% на момент введения), а для финансовых учреждений, которые будут сохранять объёмы кредитования нефинансового сектора – до ставки по депозитным операциям ЕЦБ минус 50 б.п. (т.е. до 1% на момент введения); б) расширен перечень допустимых залогов по этой программе; в) увеличен максимально допустимый размер таких кредитов; г) действие программы в декабре 2020 продлено до июня 2022 г.

2. В марте 2020 г. ЕЦБ начал *Программу выкупа активов в условиях пандемии (Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP))*<sup>9</sup>. Её объектом являются все ценные бумаги программы *APP*, а также государственные долговые обязательства Греции и коммерческие бумаги нефинансовых компаний. Сначала её объем составил 750 млрд евро, а к концу 2020 г. она была расширена до 1850 млрд евро и её действие продлено до конца марта 2022 г. В целом программа *PEPP* более гибкая и дискреционная, чем *APP*: ЕЦБ не устанавливает целевых показателей по ежемесячному выкупу бумаг, а также придерживается "гибкости покупок во времени, распределении между активами и юрисдикциями"<sup>10</sup>.

3. В апреле 2020 г. ЕЦБ ввел *нецелевые операции долгосрочного рефинансирования в связи с пандемией (Non-targeted pandemic emergency longer-term refinancing operations (PELTROs))* на срок около одного года по ставке, равной ставке ЕЦБ по основным операциям рефинансирования минус 25 б.п.

**Банк Англии** в борьбе с коронакризисом использует следующие инструменты: 1) выкуп государственных ценных бумаг; 2) выкуп корпоративных облигаций; 3) *механизм корпоративного финансирования в условиях пандемии (Covid Corporate Financing Facility (CCFF))*, в рамках которого специальный фонд под управлением Банка Англии от имени Казначейства выкупает с минимальным спрэдом около ставки Банка Англии на первичном и вторичном рынке выпущенные компаниями нефинансового сектора коммерческие бумаги сроком до одного года; 4) программу срочного финансирования с дополнительными стимулами для малого и сред-

<sup>9</sup> Press release. ECB announces €750 billion Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP). 18 March 2020. European central bank. URL: [https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2020/html/ecb.pr200318\\_1~3949d6f266.en.html](https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2020/html/ecb.pr200318_1~3949d6f266.en.html)

<sup>10</sup> Pandemic emergency purchase programme (PEPP). European Central Bank. URL: <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/pepp/html/index.en.html>

него бизнеса (*Term Funding Scheme with additional incentives for SMEs (TFSME)*), в рамках которой банки и строительные общества могут получить кредиты Банка Англии по ставке, близкой к официальной ставке, сроком на четыре года в размере не менее 10% от объёма кредитов финансового учреждения нефинансовому сектору; 4) овердрафт для правительства – прямое финансирование расходов бюджета на срочные программы, связанные с предоставлением субсидий фирмам на сохранение рабочих мест и т.п., чтобы избежать излишнего давления на денежный рынок и рынок капитала.

Во время реализации программ QE для борьбы с ГФК высказывалось немало предостережений относительно их инфляционных последствий. Учитывая масштабность стимулирующих фискальных и монетарных пакетов, реализованных ведущими экономиками за короткое время, такие предостережения звучат и сегодня. Более того, в отличие от периода после ГФК, когда широкие денежные агрегаты слабо реагировали на рост денежной базы, на современном этапе динамика широких денег в ведущих экономиках достигла рекордных значений.

В частности, в США с мая 2020 г. месячные темпы роста денежного агрегата M2 в годовом измерении превышают 20%, тогда как во время ГФК они не превышали 10%, а с 2010 г. – 4%. При этом монетарная база в США во время ГФК росла более высокими темпами, чем во время коронакризиса. Ещё одним весомым потенциальным инфляционным фактором в США считают так называемый "навес" частных сбережений: валовые частные сбережения за 2020 год выросли на 1,6 трлн долл.<sup>11</sup>. В еврозоне не наблюдается такой рекордной динамики широких денег. Если агрегат M1 в январе 2021 г. действительно возрос рекордными темпами за весь период наблюдений – 16,5% в годовом измерении, то пиковые темпы прироста M3 в этом же месяце не превысили предыдущего рекорда ноября 2007 г.<sup>12</sup>. Угроза обострения проблемы инфляции в еврозоне кажется незначительной также с учётом невысокой вероятности формирования спирали "зарплата-цены". Еженедельник *The Economist* одной из причин "потерянного десятилетия" в еврозоне после ГФК называет несимметричность макроэкономических коррекций в странах-членах. В начале 2000-х, вскоре после введения евро, Германия ограничила заработные платы, что привело к потере конкурентоспособности юго-европейскими экономиками. Восстанавливаясь после долгового кризиса, эти экономики снизили собственные затраты на оплату труда, тогда как Германия мало что сделала для коррекции. Это поставило еврозону в условия недостаточного спроса и дефляции. Кроме того, хотя ВВП в еврозоне вследствие пандемии упал

<sup>11</sup> По данным Federal Reserve Economic Data. *Federal Reserve Bank of St. Louis*. URL: <https://fred.stlouisfed.org/series/>

<sup>12</sup> По данным ECB Statistical Data Warehouse. URL: <https://sdw.ecb.europa.eu/>

больше, чем в США, фискальные стимулы там значительно скромнее по масштабам<sup>13</sup>.

**Потенциальные долгосрочные коррекции макроэкономической политики.** На наш взгляд, на современном этапе, учитывая влияние коронакризиса и более длительные структурные тенденции, реализуются или становятся возможными такие векторы коррекции монетарной политики и её соотношения с фискальной политикой в арсенале инструментов макроэкономического регулирования.

**1. Увеличение акцента макроэкономической политики на поддержке интересов наёмных работников.** Можно выделить два общих подхода к решению этой задачи: путём активизации фискально-бюджетных механизмов и соответственно механизмов перераспределения и с помощью мейнстримной с 1980-х годов политики "проникания" стимулирующих эффектов (политики "прокачки экономики") от богатых до бедных в налогообложении, от поддержания уверенности финансовых рынков и бизнеса до благосостояния наёмных работников и групп с низкими доходами в монетарной политике.

Как отмечается в исследовании еженедельника *"The economist"*, и раньше после эпидемий, когда массово страдали люди, акцент государств смещался к интересам наёмных работников<sup>14</sup>. По мнению Д. Родрика, в современном мире по ряду причин, связанных с технологическими изменениями и глобализацией, существует хроническая нехватка хороших рабочих мест, что обостряет политические противостояния даже в богатых странах. Он отмечает, что в проведении экономической политики следует нацеливаться именно на создание хороших рабочих мест и, в частности, в проблемных районах, инвестировать в технологии, дополняющие, а не заменяющие труд (Sandbu, 2021).

Социально-экономические последствия коронакризиса только ускорили и обострили тенденции, которые ещё раньше требовали реакции со стороны государственной политики: рост неравенства, размывание среднего класса, усложнения выхода на высшие социальные ступени для всё большей части населения.

Конечно, учитывая современный мейнстрим, глубинные основы которого не были затронуты ГФК, более эффективным инструментом для решения этих проблем оказывается монетарная политика, стимулирующая рост экономики в целом. Р. Лукас когда-то сказал: "Из всех тенденций, вредных для здоровой экономики, наиболее соблазнительной и, по моему мнению, наиболее ядовитой является сосредоточение внима-

<sup>13</sup> Germany must learn to live with a little inflation. *The economist*. May 29 2021. URL: <https://www.economist.com/leaders/2021/05/27/germany-must-learn-to-live-with-a-little-inflation>

<sup>14</sup> Money, machines and mayhem. What history tells you about post-pandemic booms. *The Economist*. April 29th 2021. URL: <https://www.economist.com/finance-and-economics/2021/04/29/what-history-tells-you-about-post-pandemic-booms>

ния на вопросах распределения" (Lucas, 2004). Когда же в условиях коронакризиса возникла необходимость адресной помощи, в ход пошла фискальная политика. В США монетарная политика также приобрела определённую адресность, поскольку выкуп активов охватывал и активы финансовых посредников, связанные с кредитованием малого бизнеса и населения.

Впрочем, ФРС обнаружила, что в монетарном стимулировании в пользу маргинализированных групп срабатывает и политика "проникновения" – длительное поддержание мягкой монетарной среды накануне коронакризиса. Учитывая также и возможности, которые открывает для монетарного стимулирования среда "новой нормальности", в США в августе 2020 г. были внесены изменения в Стратегию монетарной политики ФРС, принятую 25 января 2012 г. (когда, кстати, впервые официально была объявлена количественная цель американского монетарного регулятора по инфляции).

Председатель ФРС Дж. Пауэлл выделил четыре тенденции, ставшие причиной переоценки монетарной стратегии ФРС:

- 1) снижение оценок потенциальных или долгосрочных темпов роста экономики США, замедление роста производительности труда;
- 2) падение равновесной процентной ставки в США и мире;
- 3) рекордный по продолжительности экономический рост, который закончился с введением карантина, породил наилучшее состояние рынка труда в США за весь период наблюдения. Уровень безработицы колебался вокруг 50-летнего минимума около 2 лет, с февраля 2019 г. до начала коронакризиса этот показатель не достигал уровня 4%. Безработица среди чернокожих и латиноамериканцев и её разница с соответствующим показателем для белого населения достигли минимальных значений за весь период наблюдений. Коэффициент участия в рабочей силе людей в расцвете сил (25–64 года) с 2008 по 2015 г. постоянно падал, несмотря на возобновление экономического роста после ГФК, и в сентябре 2015 г. достиг самого низкого уровня за 30 лет – 80,6%, в конце 2015 г. начал расти и к началу 2020 г. полностью восстановил утраченные с 2008 по 2015 г. позиции<sup>15</sup>. При этом прирост преимущественно пришёлся на людей, не оканчивавших колледж (Powell, 2021). Как показали обсуждения в рамках проекта *Fed Listens*, сильный рынок труда значительно улучшил положение многих лиц, семей и сообществ с низкими доходами, а значительная часть людей, надолго выпавших из рабочей силы, нашли работу. С 2015 г. в США наблюдался ещё один благоприятный тренд на рынке труда: темпы роста заработной платы работников с низкими доходами значительно превышали соответствующий показатель других работников. Зато пандемия COVID-19 привела не только к рекордному по меньшей мере с 1948 г. 12-месячному падению коэффициента участия в рабочей силе, но и наи-

<sup>15</sup> По данным: Federal Reserve Economic Data. *Federal Reserve Bank of St. Louis*. URL: <https://fred.stlouisfed.org/series/>



большому росту безработицы среди людей из нижнего квартиля в распределении по уровню доходов (Powell, 2021)

4) рекордно сильный рынок труда в США накануне коронакризиса не привёл к существенному росту инфляции.

Учитывая рассмотренные выше тенденции, были внесены изменения в понимание ФРС США обеих составляющих её двойного мандата.

Обновлённая стратегия монетарной политики *трактует максимальную занятость как более широкую и инклюзивную цель*<sup>16</sup>. Иными словами, занятость теперь рассматривается не только как индикатор общего состояния использования производственных мощностей, но и как *независимая цель, характеризующая ситуацию в группах населения с самыми низкими доходами* (Hetzel, 2021).

Изменения произошли и в трактовке цели ценовой стабильности. ФРС отмечает, что надёжно заякоренные на уровне 2% долгосрочные инфляционные ожидания необходимы для достижения обеих составляющих двойного мандата. Однако если инфляция опускается ниже 2% в условиях экономических спадов, но никогда не поднимается выше 2%, даже когда экономика на подъёме, тогда со временем она в среднем составит менее 2%. Домохозяйства и бизнес будут ожидать этого, следовательно, инфляционные ожидания опустятся ниже инфляционной цели и будут толкать инфляцию вниз (Powell, 2020). Чтобы предотвратить такой результат и его последствия, согласно новой стратегии монетарной политики *ФРС будет стремиться достичь уровня инфляции в размере 2% в среднем за определённый промежуток времени*<sup>17</sup>. Следовательно, после периодов, когда инфляция опускалась ниже 2%, монетарная политика будет нацеливаться на достижение инфляции, умеренно превышающей 2% в течение определённого времени.

Представляя новую стратегию монетарной политики в Джексон Хоуле, председатель ФРС Дж. Пауэлл подчеркнул: "Стремясь достичь инфляции в размере 2% в среднем за определённое время, мы не привязываем себя к определённой математической формуле определения среднего. Таким образом, наш подход может рассматриваться как *гибкая форма таргетирования инфляции в среднем за период*. Конечно, если возникнет избыточное инфляционное давление или инфляционные ожидания возрастут сверх уровней, соответствующих нашей цели, мы будем действовать без колебаний" (Powell, 2020).

**2. Второй вероятной долгосрочной коррекцией в макроэкономической политике является увеличение акцента на её инклюзивности.** Её проявлениями являются не только акцент на инклюзивности в Плане создания рабочих мест и Плане поддержки семей Админист-

<sup>16</sup> Statement on Longer-Run Goals and Monetary Policy Strategy. As amended effective August 27, 2020. Board of Governors of the Federal Reserve System. URL: <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/review-of-monetary-policy-strategy-tools-and-communications-statement-on-longer-run-goals-monetary-policy-strategy.htm>

<sup>17</sup> Ibid.

рации Байдена и новая формулировка цели максимальной занятости ФРС США, но и начатое ещё в период борьбы с ГФК стимулирование кредитования малого и среднего бизнеса с помощью инструментов монетарной политики (например, в Великобритании и еврозоне).

**3. Третьей долгосрочной коррекцией является рост роли фискальной политики как инструмента макроэкономической стабилизации.** Как и в случае двух первых коррекций, необходимость в этом назрела раньше. *Во-первых*, слишком быстрый возврат к режиму бюджетной экономии после ГФК, особенно в странах еврозоны, обусловил значительное замедление экономического роста. *Во-вторых*, монетарная политика, на которую были переложены все тяготы макроэкономической стабилизации, действуя "широким фронтом", с очень низкой степенью адресности, но в огромных масштабах, начала создавать всё больше негативных побочных эффектов на финансовых рынках: от пузырей в различных сегментах, стремительного подорожания жилья, как это произошло в Новой Зеландии, и до поддержки жизнеспособности компаний-зомби, ценные бумаги которых пользовались спросом на фондовых рынках. Коронакризис, как уже отмечалось выше, заставил прибегнуть к бюджетному стимулированию из-за необходимости обеспечения адресности стимулов и открыл путь к открытому обсуждению проблемы более эффективного использования потенциала фискальной политики: для увеличения потенциального ВВП за счёт государственных инвестиций в инфраструктуру, научно-исследовательские разработки; для уменьшения неравенства и т.п.

Р. Скидельски, британский экономист-историк, биограф Дж. Кейнса, член Палаты лордов отмечает: "Любое признание, что монетарная политика сама по себе практически не может стабилизировать экономику, разрушило бы интеллектуальное здание, поддерживающее современную теорию макроэкономической политики". Фундаментом этого здания, по его мнению, является количественная теория денег, исходящая из предположения о стабильном спросе на денежные средства. Но М. Фридман не учитывал наличия спекулятивного мотива спроса на деньги и мотива предосторожности, растущих в условиях рецессии. Это означает, что состояние экономики определяет количество денег в обращении, а не наоборот. Неопределённость относительно будущего уровня цен является лишь одним из многих факторов, влияющих на решение бизнеса. Поэтому, делает вывод Р. Скидельски, *способность центрального банка контролировать уровень цен и уровень экономической активности путём чисто монетарных операций очень ограничена. "Для того чтобы деньги влияли на экономику предполагаемым образом, они должны расходоваться предполагаемым образом. И это может произойти только если субъектом расходования выступает правительство ...* Но никто не может этого признать, потому как правительство исполнено недостатков, а центральный банк – добродетелей. Поэтому официальным языком макроэкономической политики остаётся монетарная политика. Любая корреляция с

фискальной политикой, конечно, чисто случайна" (*Skidelsky, 2021*) (курсив наш – К. Т.).

На необходимости усиления роли фискальной политики акцентирует внимание и Организация экономического сотрудничества и развития (ОЭСР), выступавшая за политику фискальной экономии после финансового кризиса. Главный экономист ОЭСР Л. Бун в интервью *Financial Times* отметила: "Сейчас фискальная политика лучше приспособлена для решения современных проблем. Монетарная политика имеет мощные распределительные эффекты, хотя не предназначена для этого. Фискальная же политика предназначена именно для этого, поэтому ей должна принадлежать ключевая роль в макроэкономической стабилизации". По её мнению, нужно отказаться от идеи о существовании универсальных фискальных правил и "рассматривать устойчивость государственного долга более дискреционно, в долгосрочном периоде" (*Giles, 2021*).

Не последнюю роль в изменении взглядов на макроэкономическое стимулирование в США играет рост влияния Современной теории денег (Modern Monetary Theory, ММТ). Нормативная часть ММТ в стимулировании экономики отдаёт предпочтение программам прямых государственных расходов (программам гарантированной занятости и работодателя последней инстанции) перед так называемой "прокачкой", общим стимулированием совокупного спроса. Протест ММТ с этической точки зрения вызывает то, что "безработица превратилась в инструмент достижения ценовой стабильности", что, когда приоритетной целью центральных банков стало достижение ценовой стабильности, фискальная политика деградировала (*Wray, 2017. P. 431*). ММТ доказывает, что традиционная накачка внутреннего спроса приводит к преимущественному получению её выгод самыми богатыми, о чём свидетельствует рост неравенства после каждого экономического подъёма. Такой подход к политике Р. Рэй называет "сказочками о доверии" (*Wray, 2017. P. 455*) – о том, что создание уверенности для бизнеса должно решить все проблемы. Вместо этого, по его убеждению, частный сектор как двигатель экономической активности, как и предсказывала теория Х. Мински, порождает нарастание долгов, что нередко завершается финансовыми кризисами (*Wray, 2017*). Украинские учёные А. Вальчишен, И. Волошин и Ю. Прозоров указывают на вынесение ключевых для экономики Украины на современном этапе проблем занятости, трудовой миграции за пределы макроэкономического дискурса и даже за пределы экономического дискурса в целом, когда приоритетными они остаются лишь для экспертов по социальным вопросам (*Valchyshen et al., 2019a; 2019b*).

Впрочем, активное фискальное стимулирование, даже учитывая современные проблемы, вызывает немало критики и предостережений. Масштабность фискальных пакетов Дж. Байдена – Плана создания рабочих мест и Плана поддержки семей – считают неприемлемой не только представители республиканской партии и либеральные экономисты, но и некоторые эксперты, экономические взгляды которых скорее можно оха-

рактизовать более левыми от центра, такие как Л. Саммерс. Известный американский учёный, возродивший старую концепцию долгосрочной стагнации (secular stagnation) Э. Хансена, бывший министр финансов считает масштабы этих программ слишком большими, в несколько раз превышающими разрыв ВВП. И даже если учитывать, что на самом деле потенциальный ВВП США может оказаться выше существующих оценок, масштабы стимулов слишком высоки, учитывая количество потерянных рабочих мест во время коронакризиса. По его мнению, угрозу инфляции несёт как непосредственно сам масштаб стимулирующих пакетов, так и риск роста инфляционных ожиданий, потому что, когда речь идёт о принципиально новых подходах к роли государства в экономике, трудно утверждать, что ожидания останутся заякоренными (Wolf, 2021a).

Новую стратегию монетарной политики ФРС часто критикуют не саму по себе, а с точки зрения её последствий в сочетании с пакетами фискального стимулирования администрации Дж. Байдена, поскольку она была принята до появления соответствующих проектов.

**4. Четвёртой вероятной коррекцией является пересмотр теории взаимодействия монетарной и фискальной политики как в научном, так и в широком общественном дискурсе, её реалистичное техническое описание и соответствующая оценка эффективности.** После периода фискального доминирования, продолжавшегося до Великой инфляции 1970-х годов, монетарная и фискальная политика рассматриваются как абсолютно обособленные, несмотря на то, что основным объектом операций центрального банка остаются государственные ценные бумаги. Задачей фискальной политики является финансирование определённого набора общественных благ, при этом оставаясь в пределах более или менее жёстких фискальных правил. Радикальное изменение набора этих благ и вообще роли государства в таких пределах невозможно. Монетарная политика способствует удешевлению финансирования государственных расходов, поддерживая низкую инфляцию, что позволяет снизить стоимость заимствований, впрочем, те же фискальные правила не дают воспользоваться таким снижением для финансирования дополнительных государственных программ. Обоснование программ масштабного выкупа центральными банками государственных ценных бумаг трудно описывается в терминах кейнсианского-неоклассического синтеза. И. Шнабель (ЕЦБ) доказывает, что политику в странах еврозоны в условиях коронакризиса нельзя называть фискальным доминированием, потому что активное фискальное стимулирование увеличит потенциальные темпы роста ВВП и вернёт монетарную среду, позволяющую вновь эффективно использовать монетарную политику. Поэтому она делает вывод, что фискальное доминирование в современных условиях на самом деле только усиливает независимость центрального банка и монетарное доминирование (Schnabel, 2020).

Важную роль в привлечении внимания академической мысли и широкой общественности к проблеме взаимодействия фискальной и монетарной политики опять же сыграла ММТ. Одной из составляющих теоре-

тического конструкта ММТ является замена теоретической модели IS-LM, используемой мейнстримом, анализом взаимосвязей между финансовыми балансами частного, государственного и внешнего секторов, а также анализом технических процедур расходования средств правительством. На основе анализа взаимосвязи секторальных финансовых балансов разработчики ММТ приходят к выводу о незаменимости фискальной политики как средства стимулирования экономики, поскольку государство способно создавать чистое финансовое богатство частного сектора. Отождествление же сути государственных расходов и технических процедур их осуществления приводит к выводу, что создание резервов предшествует увеличению государственного долга, и бюджетные дефициты приводят к снижению процентных ставок, ведь средства государственных расходов зачисляются на банковские счета их получателей и одновременно в резервы банков в центральном банке, что увеличивает монетарную базу. Современное построение рынка государственного долга, отмечают адепты ММТ, является не чем иным, как собственноручно установленными ограничениями, которые на самом деле ограничениями не являются (Wray, 2017. P. 183–185).

В условиях монетарного суверенитета единственным ограничением для фискального стимулирования, по мнению представителей ММТ, является угроза инфляции. Профессор университета Денисона Ф. Кабуб (США) доказывает, что инфляция со своей стороны обусловлена прежде всего, *во-первых*, отсутствием производственных мощностей и, *во-вторых*, злоупотреблениями рыночной властью. Поэтому он рекомендует концентрировать внимание на фактических источниках инфляции в реальной экономике и на рыночной концентрации. Учёный призывает разделить цели налогообложения и государственных расходов: реализовывать государственные расходы на национальные приоритеты, увеличение устойчивости к внешним шокам, а облагать налогами ради коррекций изъянов рыночной экономики, а не ради финансирования государственных расходов, поскольку у государства с монетарным суверенитетом не будет проблем с государственным долгом, если придерживаться приведённых выше принципов по ограничению инфляции (Kaboub, 2021).

**5. Пятая возможная коррекция – пересмотр превентивного подхода к антиинфляционной политике, предусматривающего реакцию монетарной политики на отклонение прогноза инфляции от целевого ориентира, и появление альтернатив в документах центральных банков ведущих экономик о стратегии и решениях по монетарной политике: а) реакция политики на фактическое достижение и сохранение в течение определённого времени целевого уровня инфляции; б) компенсация предыдущих отклонений от инфляционного таргета.** Новую формулировку цели ценовой стабильности в стратегии монетарной политики ФРС некоторые эксперты трактуют как отказ от превентивной политики, основы которой были разработаны ещё под председательством в ФРС В. Мартина. Американский

экономист, ученик М. Фридмана, автор исследования по истории ФРС Р. Хетцел считает, что политика гибкого таргетирования средней за период инфляции несколько напоминает монетарную политику эпохи Бернса-Миллера. Учёный характеризовал её как политику "go-stop": центральный банк не должен повышать процентные ставки, пока не исчезнут избыточные мощности (разрыв ВВП с отрицательного не станет почти нулевым). На современном этапе одним из критериев для окончания QE в США и повышения процентных ставок является не прогноз инфляции, а устойчивое превышение инфляцией уровня 2%. По его мнению, ФРС сегодня в чём-то идёт даже дальше, чем в эпоху Артура Бернса, потому что цель относительно занятости перестаёт быть индикатором использования производственных мощностей и ограничением для излишне мягкой политики, а превращается в независимую цель, поскольку в новой стратегии ФРС говорится об инклюзивной максимальной занятости (Hetzel, 2021).

Соредактор и экономический обозреватель *Financial Times* М. Вульф считает, что угроза инфляции на современном этапе связана не с текущими тенденциями, такими как рост цен на перевозки после длительных локдаунов, повышение цен на некоторые товары в связи с нарушением логистических цепочек, и даже не с отложенным спросом, а именно с теми обязательствами, которые взяла на себя ФРС. Он пишет: "ФРС заблокировала себя слишком медленной реакцией, особенно в условиях фискальной экспансии. ... ФРС будет сохранять сверхмягкую монетарную политику до тех пор, пока занятость не достигнет неизвестного нам максимума. Учитывая существование лагов в трансмиссии монетарной политики, это гарантирует перегрев" (Wolf, 2021b). И если ФРС придётся стремительно повышать ставки, это не только может привести к рецессии в самих США, но и ударить по глобальной экономике с её огромными долгами, деноминированными в долларах США. Вспомним: шок от политики Пола Волкера привёл к долговому кризису в Латинской Америке. По нашему мнению, всё же новую стратегию монетарной политики нельзя в чистом виде считать отказом от превентивного подхода к борьбе с инфляцией, потому что в отличие от политики 1970-х ФРС постоянно отслеживает долгосрочные инфляционные ожидания и принимает их во внимание. Собственно, именно их снижение стало одним из оснований для коррекции монетарной стратегии ФРС.

**6. Шестой коррекцией может стать модификация оптимальной антиинфляционной политики в ответ на инфляцию спроса и инфляцию предложения,** что связано с формированием отложенного спроса и нарушением логистических цепочек.

**7. Если рассматривать все возможные коррекции в монетарной политике в современных условиях, не следует отбрасывать и вероятность реакции на рост инфляции в ведущих экономиках путём глобальных структурных изменений, о которых говорят некоторые учёные.** Речь идёт о необходимости отслеживания актуальности глобальных и локальных дезинфляционных факторов, которые когда-то привели к формированию "новой нормальности", и об учёте появ-

ления новых структурных проинфляционных трендов. Британские учёные Ч. Гударт и М. Прадан в книге "Большой демографический перелом: старение населения, уменьшение неравенства и возрождение инфляции" доказывают, что экономический режим, который начал действовать в 1980-х, подходит к концу – с ростом протекционизма и быстрым старением населения в крупнейших экономиках, включая Китай. По мере сокращения рабочей силы количество потребителей будет расти по сравнению с количеством производителей, что приведёт к повышению цен. Фискальное давление будет усиливаться вместе со старением населения. Если правительствам придётся выбирать между инфляцией и фискальным сжатием, они могут выбрать первое (Goodhart, Pradhan, 2020).

**8. Восьмой возможной коррекцией является более активное монетарное и фискальное стимулирование в экономиках с формирующимися рынками.** Потенциал макроэкономического стимулирования в них ограничивается из-за более мощного воздействия на обменные курсы – из-за значительной зависимости этих стран от потребительского импорта, слабее заякоренных инфляционных ожиданий, зависимости их финансовых рынков от внешних портфельных инвесторов, низкого доверия инвесторов к институциональной способности этих государств, что ведёт к стремительному оттоку капитала из них в ответ на шоки различного происхождения. *Несмотря на разную природу глобального финансово-экономического кризиса 2008–2009 гг. и коронакризиса, общей особенностью нетрадиционной монетарной политики ведущих экономик в ответ на эти кризисы является целенаправленное восстановление либо создание новых каналов трансмиссии монетарных импульсов в реальный сектор.* Это обеспечивает более благоприятные условия для проведения подобной политики и в экономиках с формирующимися рынками (в том числе, политика которых зависит от антикризисных программ МВФ, а следовательно, от конвенционального видения оптимальной макроэкономической политики).

### **Выводы**

1. Обобщение условий коррекции и модернизации научных положений, ставших мейнстримом на глобальном уровне и определяющих внутреннюю политику, свидетельствует о том, что для таких изменений недостаточно накопленных диспропорций и несоответствий – нужен кризис, который делает уязвимыми достаточно широкие слои общества и угрожает политическими потрясениями. Следовательно, такие кризисы, чем бы они ни были вызваны, сопровождаются более плюралистическими академическими дискуссиями, становятся возможностями для изменения подходов к экономической политике и шансами для качественных изменений в жизни общества. В условиях коронакризиса проявились такие векторы долгосрочной коррекции монетарных и фискальных механизмов макроэкономической стабилизации:

- увеличение акцента макроэкономической политики на поддержке интересов наёмных работников;

- усиление инклюзивности макроэкономической политики;
- возрастание роли фискальной политики как инструмента макроэкономической стабилизации;
- пересмотр теории взаимодействия монетарной и фискальной политики как в научном, так и в широком общественном дискурсе;
- пересмотр превентивного подхода к антиинфляционной политике, предусматривающего реакцию монетарной политики на отклонение прогноза инфляции от целевого ориентира и появление альтернатив в документах центральных банков ведущих экономик о стратегии и решениях по монетарной политике: а) реакция политики на фактическое достижение и сохранение в течение определённого времени целевого уровня инфляции; б) компенсация предыдущих отклонений от инфляционного таргета;
- модификация оптимальной антиинфляционной политики в ответ на инфляцию спроса и инфляцию предложения;
- коррекция монетарной политики ведущих экономик в ответ на рост инфляции вследствие исчерпания длительных глобальных дезинфляционных факторов, действовавших с 1980-х;
- более активное монетарное и фискальное стимулирование в экономиках с формирующимися рынками. Условием предотвращения бегства капиталов в ответ на применение стимулирующей политики является доверие к институциональной способности государства довести эти стимулы до реальной экономики.

2. Эффективность внутренних целевых ориентиров макроэкономической политики и политики по их достижению следует оценивать с точки зрения их связи с процессами в национальной экономике и с внутренней политикой, а также не забывать о действии закона Гударта, согласно которому ни один монетарный режим не может всегда оставаться оптимальным, потому как он сам меняет поведение экономических агентов.

3. Смещение в процессах макроэкономической стабилизации в сторону монетарной политики предполагает идеальную работу механизма прохождения стимулирующих импульсов через все звенья экономики сверху вниз, в чём убеждены политические и академические силы правого толка. К сожалению, практика показывает, что он не работает идеально – импульсы задерживаются на поверхности и приводят к появлению пузырей на рынках активов, финансовым кризисам, деформации экономических стимулов и росту неравенства. Как показывает опыт США, применение стимулирующей политики в течение длительного периода может повлиять и на группы населения с низкими доходами, но привлечение фискальных инструментов даёт возможность достичь этого с меньшими побочными эффектами. Макроэкономическая политика в условиях рецессии или в ходе реформ, нацеленных на рост потенциальных темпов роста, должна сочетать монетарные и фискальные стимулы. Среди ключевых



оснований для дополнения монетарных стимулов фискальными можно выделить следующие:

- нестабильность спроса на деньги и, в частности, рост спекулятивного и предупредительного спроса на деньги в условиях рецессии ограничивает эффективность и предсказуемость монетарного стимулирования. Для того чтобы достичь предполагаемых эффектов от монетарного стимулирования, деньги должны расходоваться в предполагаемый способ, и это происходит, когда субъектом расходов становится правительство. Не случайно в Украине самыми заметными эффектами применения долгосрочного (до 5 лет) рефинансирования НБУ в условиях коронакризиса стал рост портфеля ОВГЗ в украинских банках, тогда как на кредитование пошло лишь около 30% от суммы этого инструмента (*Chorny, 2021*), и две трети этой суммы составляет кредит Укрэксимбанка Укравтодору (*Shevchuk, 2021*);

- государство и рынок не соревнуются в эффективности, каждый из этих институтов выполняет свои уникальные функции (*Hrytsenko, 2012. P. 497*), и только их сочетание позволяет максимизировать общественное благосостояние;

- какими бы рыночными по своей природе не казались инструменты монетарной политики, они дают мощные распределительные эффекты, возникающие как побочные и которые трудно предусмотреть, тогда как фискальная политика предназначена именно для получения таких эффектов и даёт возможность их спланировать.

4. В разработке экономической стратегии и стратегии реформирования отдельных секторов экономики следует отказаться от ориентиров или целей относительно "оптимального размера государства" или оптимальной доли государства в определённых секторах и очень осторожно относиться к ориентации прежде всего на статистически полученные глобально-универсальные макроэкономические коэффициенты.

5. Украине следует воспользоваться опытом США по целенаправленному обеспечению инклюзивности макроэкономического стимулирования. Это требует соответствующего государственного вмешательства в соответствующие экосистемы и более устойчивых институтов для реализации такой политики. Скажем, жёсткая монетарная политика, способствовавшая снижению инфляции, в сочетании с внешними факторами, обусловившими укрепление обменного курса гривни, позволили достичь существенного снижения процентных ставок по банковским депозитам и кредитам. Впрочем, соотношение стоимости жилья и среднего уровня доходов в Украине не дают возможности воспользоваться программой доступной ипотеки большинству населения, зато потери в связи с понижением процентных ставок по депозитам до отрицательных реальных уровней почувствовали все, и больше всего те, у кого слишком малые доходы для их рискованного и более доходного инвестирования. Относительно необходимости более ус-

тойчивых институтов для реализации таких программ, то речь идёт прежде всего о создании в Украине полноценного банка развития. Его преимущество заключается в том, что реализованные им проекты не будут зависеть от ежегодного бюджета, в котором закладываются средства на определённые программы, из-за чего их участники не могут осуществлять планирование на период более одного года. Впрочем, даже такое институциональное решение будет иметь незначительную степень инклюзивности, поскольку остаётся проблема слишком низкого соотношения реальных доходов большинства населения и стоимости жилья. Её решение требует не только экономического роста как такового, но и повышения реальных доходов менее состоятельных групп населения – усиления инклюзивности всех инструментов экономической политики. Вторым направлением решения этой проблемы является выявление и устранение регуляторных провалов, порождающих деформации на рынке жилья.

6. Стратегические документы макрорегулятора должны подробно раскрывать взаимодействие фискальной и монетарной политики в достижении макроэкономических целей. Все её технические моменты и процедуры должны быть доступны для изучения и понимания. Это откроет новые возможности для целенаправленного повышения эффективности такого взаимодействия, уменьшит пространство для информационных манипуляций вокруг этой темы и увеличит доверие к макрорегуляторам.

### References

1. Valchyshen, O., Prozorov, Yu., Voloshyn, I. (2019a, September 21-27). Search for an economic alternative: the main illusions and obstacles. *Dzerkalo tyzhnia. Ukraine – Mirror of the week. Ukraine*, 35. Retrieved from [https://dt.ua/macrolevel/poshuk-ekonomichnoyi-alternativi-golovni-ilyuziyi-ta-pereponi-324143\\_.html](https://dt.ua/macrolevel/poshuk-ekonomichnoyi-alternativi-golovni-ilyuziyi-ta-pereponi-324143_.html) [in Ukrainian].
2. Valchyshen, O., Prozorov, Yu., Voloshyn, I. (2019b, October 5-11). Search for an economic alternative: what to do. *Dzerkalo tyzhnia. Ukraine – Mirror of the week. Ukraine*, 37. Retrieved from [https://dt.ua/macrolevel/poshuk-ekonomichnoyi-alternativi-scho-robiti-325397\\_.html](https://dt.ua/macrolevel/poshuk-ekonomichnoyi-alternativi-scho-robiti-325397_.html) [in Ukrainian].
3. Hrytsenko, A. (2012). Methodological foundations of studying the interrelation of contradictions and complementarity in social and economic development of a society. *Yevropeyskyi vektor ekonomichnoho rozvytku – European vector of economic development*, 2 (13), 494-498. Retrieved from <https://eurodev.duan.edu.ua/images/PDF/2012/2/99.pdf> [in Russian].
4. Krychevska, T.O. (2020). The logical-historical development of trust institution in monetary sphere. Institute for economics and forecasting, NAS of Ukraine. Kyiv. Retrieved from [http://ief.org.ua/?attachment\\_id=8768](http://ief.org.ua/?attachment_id=8768) [in Ukrainian].
5. Wray, R. *Modern Monetary Theory* (2017). Kyiv: Nash Format [in Ukrainian].
6. Chorny, R. (2021, May 17). Yuriy Geletiy: "Ukraine is a very attractive jurisdiction for the banking business". *FinclubTalk*. Retrieved from <https://finclub.net/ua/projects/finclubtalk/yurii-heletii-ukraina-duzhe-pryvablyva-iurydyktsiia-dlia-bankivskoho-biznesu.html> [in Ukrainian].

7. Shevchuk, S. (2021, June 3). NBU wants to turn off the "printing press" What will happen to the budget and the large construction sites? Investigation. *Liga. Finansy – League. Finance*. Retrieved from <https://finance.liga.net/ekonomika/article/nbu-hochet-vyklyuchit-pechatnyy-standart-budet-s-byudjetom-i-bolshimi-stroykami-razbor> [in Ukrainian].

8. Altavilla, C., Burlon, L., Giannetti, M., and Holton, S. (2019). Is there a zero lower bound? The effects of negative policy rates on banks and firms. *ECB Working Paper Series*, 2289. <https://doi.org/10.2866/23378>; <https://doi.org/10.2139/ssrn.3460947>

9. Borio, C. (2015) *Revisiting three intellectual pillars of monetary policy received wisdom*. Cato Institute, Washington, DC. Retrieved from <http://www.bis.org/speeches/sp151112.htm>

10. Giles Ch. (2021, January 4). OECD warns governments to rethink constraints on public spending. *Financial Times*. Retrieved from <https://www.ft.com/content/7c721361-37a4-4a44-9117-6043afee0f6b>

11. Goodhart, Ch., Pradhan, M. (2020). *The Great Demographic Reversal: Ageing Societies, Waning Inequality, and an Inflation Revival*. 1st ed. Cham: Springer International Publishing; Palgrave Macmillan. <https://doi.org/10.1007/978-3-030-42657-6>

12. Hetzel, R. (2021). Will the Pandemic Bulge in Money Cause High Inflation? *Studies in Applied Economics*, 180. Retrieved from <https://sites.krieger.jhu.edu/iae/files/2021/05/Will-the-Pandemic-Bulge-in-Money-Cause-High-Inflation-5-3-21.pdf>

13. Kaboub, F. (April 16, 2021). *Modern Monetary Theory: Insights for the Ukrainian Economy*. Ukrainian Society of Financial Analysts.

14. Lane, Ph. (February 21, 2020). *The monetary policy toolbox: evidence from the euro area*. Keynote speech. 2020 US Monetary Policy Forum. New York. European central bank. Retrieved from <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2020/html/ecb.sp200221~d147a71a37.en.html>

15. Lucas, R.E. (2004). *The Industrial Revolution: Past and Future*. 2003 Annual Report Essay. Federal Reserve Bank of Minneapolis. Retrieved from <https://www.minneapolisfed.org/article/2004/the-industrial-revolution-past-and-future>

16. Powell, J.H. (2020, August 27). *New Economic Challenges and the Fed's Monetary Policy Review*. *Navigating the Decade Ahead: Implications for Monetary Policy*, an economic policy symposium, Jackson Hole, Wyoming. Retrieved from <https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/powell20200827a.htm>

17. Powell, J.H. (2021, February 10). *Getting Back to a Strong Labor Market*. Economic Club of New York. Retrieved from <https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/powell20210210a.htm>

18. Rachel, L., Smith, T. D. (2015). Secular drivers of the global real interest rate. *Bank of England Staff Working Paper*, 571. Retrieved from <https://www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/working-paper/2015/secular-drivers-of-the-global-real-interest-rate.pdf?la=en&hash=AC63431DCC1F424EE322014DF858C860C148817D>

19. Remarks by Secretary of the Treasury Janet L. Yellen on A Better Deal for Americans to the U.S. Chamber of Commerce (2021, May 18). U.S. Department of the Treasury. Retrieved from <https://home.treasury.gov/news/press-releases/jy0182>

20. Sandbu, M. (2021, February 15). Dani Rodrik: We are in a chronic state of shortage of good jobs. *Financial Times*. Retrieved from <https://www.ft.com/content/bf760159-4933-4fa1-bedd-d8f77accb858>

21. Schnabel, I. (2020, September 11). The shadow of fiscal dominance: Misconceptions, perceptions and perspectives. Centre for European Reform and the Eurofi. Retrieved from <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2020/html/ecb.sp200911~ea32bd8bb3.en.html>

22. Skidelsky, R. (2021, May 18). The Central Banker's New Clothes. *Project Syndicate*. Retrieved from <https://www.project-syndicate.org/commentary/uk-fiscal-policy-is-now-driving-monetary-policy-by-robert-skidelsky-2021-05?barrier=accesspaylog>

23. Wolf, M. (2021a, April 12). Larry Summers: 'I'm concerned that what is being done is substantially excessive'. *Financial Times*. Retrieved from <https://www.ft.com/content/380ea811-e927-4fe1-aa5b-d213816e9073>

24. Wolf, M. (2021b, June 8). The Fed risks reacting too slowly if inflation keeps rising. *Financial Times*. Retrieved from <https://www.ft.com/content/6f23cf87-0e66-4b6b-bf36-8c73f1bfbd9d>

*Received June 11, 2021*

*Reviewed June 20, 2021*

*Signed for printing June 22, 2021*