МАКРОЕКОНОМІКА

DOI: 10.15407/etet2021.02.065
УДК: 336.74:338.23
JEL: E52, E61, E63

Тетяна Кричевська

КОРЕКЦІЯ МОНЕТАРНОЇ ПОЛІТИКИ ПІД ВПЛИВОМ КОРОНАКРИЗИ ТА ДОВГОСТРОКОВИХ ЧИННИКІВ

У статті показано модифікацію монетарної політики та модифікацію її взаємодії з фіскальною політикою у відповідь на виклики глобальної фінансової кризи та коронакризи, а також розкрито потенційні корекції макроекономічної політики у відповідь на довгострокові структурні зміни у глобальній економіці. Специфіка глобальної фінансово-економічної кризи, винуватцями якої стали саме фінансові посередники, та переконання у більшій ефективності ринків, аніж держави, зумовили домінування монетарних інструментів у боротьбі з цією кризою. Втім, виключно монетарне стимулювання не вирішує структурні проблеми і, діючи з дуже низьким ступенем адресності, але у величезних масштабах, призводить до накопичення боргів і фінансових криз. Коронакриза змусила вдатися до бюджетного стимулювання з метою забезпечення адресності стимулів і стала поштовхом для обговорення можливостей більш ефективного використання потенціалу фіскальної політики з метою підвищення потенційного ВВП і зниження нерівності. Розкрито такі потенційні довгострокові корекції макроекономічної політики: 1) збільшення акценту на підтримці інтересів найманих працівників; 2) збільшення інклюзивності монетарної і фіскальної політики; 3) зростання ролі фіскальної політики як інструменту макроекономічної стабілізації; 4) перегляд теорії взаємодії монетарної і фіскальної політики; 5) перегляд превентивного підходу до антиінфляційної політики, який передбачає реакцію монетарної політики на відхилення прогнозу інфляції від цільового орієнтиру, і поява альтернатив: реакція на фактичне досягнення і збереження протягом певного часу цільового рівня інфляції та компенсація попередніх відхилень від інфляційного таргету; 6) модифікація оптимальної антиінфляційної політики у відповідь на інфляцію попиту й інфляцію пропозиції; 7) корекція монетарної політики провідних економік у відповідь на зростання інфляції

Кричевська Тетяна Олександрівна (tetyanakrychevska75@gmail.com), д-р екон. наук, старш. наук. співр.; провідний науковий співробітник ДУ "Інститут економіки та прогнозування НАН України". OrcID: 0000-0003-1940-6820

Цитування: Кричевська Т. О. Корекція монетарної політики під впливом коронакризи та довгострокових чинників. *Економічна теорія*. № 2. С. 65–92. DOI: 10.15407/etet2021.02.065

© Т. Кричевська, 2021

унаслідок вичерпання тривалих глобальних дезінфляційних чинників, що діяли з 1980-х; 8) більш активне монетарне і фіскальне стимулювання в економіках з ринками, що формуються.

Ключові слова: глобальна фінансово-економічна криза, коронакриза, монетарна політика, фіскальна політика, структурні зміни, інклюзивність.

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

Krychevska Tetiana (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, as well as reveals potential macroeconomic policy adjustments 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 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 pre-emptive approach to anti-inflation policy, which means the reaction of monetary policy to deviations of the inflation forecast from the target, and the emergence of alternatives: response to the actual achievement and maintenance the inflation target for some time and compensation for the 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 have been in effect since the 1980s; 8) 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.

Під час криз можуть ухвалюватися не тільки тимчасові стабілізаційні рішення, а й коригуватися суспільні договори, відбуватися більш довгострокові інституційні зміни, які назріли ще раніше під дією тривалих структурних процесів. Такі зміни могли вважатися неприпустимими в межах попередніх ментальних і політичних моделей, але в кризових умовах здобувають більш широку суспільну підтримку (скажімо, у зв'язку з тим, що більше груп інтересів стають вразливими). У цій статті ми розглянемо потенційні напрями

корекції монетарної політики з огляду на сучасний стан та тенденції глобальної економіки, розподіл політичних сил і суспільних запитів.

Інструменти макроекономічної стабілізації в умовах глобальної фінансової кризи. Аналізуючи монетарну політику в умовах коронакризи, слід ураховувати, яких модифікацій вона зазнала в умовах глобальної фінансово-економічної кризи (ГФК) і наскільки було подолано наслідки цієї кризи. Адже, *по-перше*, арсенал монетарної політики у боротьбі з економічними наслідками пандемії складається переважно з інструментів, розроблених або відроджених в умовах ГФК. *По-друге*, масштаби і тривалість політики в умовах коронакризи певною мірою формувалися з урахуванням помилок, допущених під час згортання монетарного і фіскального стимулювання після ГФК.

Коли йдеться про інструменти макроекономічної стабілізації в умовах ГФК, то передусім спадає на думку монетарна політика. Після досягнення короткостроковими ставками за операціями центральних банків провідних економік нульової межі в хід пішла політика більш безпосереднього втручання в роботу окремих сегментів фінансового ринку, підтримки ліквідності фінансового ринку в цілому і відбудови або створення нових каналів надходження фінансових ресурсів до реального сектора економіки.

Втім, у відповідь на глобальну фінансову кризу розвинуті економіки застосовували і бюджетні інструменти. Загалом по цій групі країн дефіцит державного бюджету зріс із 1,2% ВВП у 2007 р. до 3,5% у 2008 р., 8,8% у 2009 р. і 7,7% у 2010 р. В економіках з ринками, що формуються, у 2008 р. ще спостерігався профіцит державного бюджету у розмірі 0,8% ВВП, а у відповідній підгрупі європейських економік – 0,6%, а у 2009 р. бюджетні дефіцити становили відповідно 3,65% і 5,77% ВВП. Фіскальна реакція на ГФК в економіках з ринками, що формуються, виявилася не лише більш ніж удвічі слабшою, ніж у розвинутих економіках, але й менш тривалою – вже в 2011 р. дефіцит по групі скоротився до 0,97%, тоді як у групі розвинутих економік значне скорочення дефіциту відбулося лише в 2013 р. В групі економік, що розвиваються, з низькими доходами у 2008 р. ще спостерігався профіцит загального державного бюджету, у 2009 і 2010 роках відбулося незначне зростання дефіциту (відповідно, до 4,1 та 3%), а вже в 2011 р. дефіцит було скорочено до 1,2%[1].

За даними *IMF Fiscal Monitor*, державний борг в середньому по групі розвинутих економік становив напередодні ГФК 71,7%, досяг максимального значення 106,6% у 2012 р. і далі до 2019 р. повільно знижувався. В економіках з ринками, що формуються, державний борг під час ГФК зріс незнач-

[1] За даними: Fiscal Monitor. *International Monetary Fund*. Different issues. https://www.imf.org/en/Publications/FM

но – з 35,2% у 2007 р. до 39,1% у ВВП у 2009 р., але почав зростати з 2014 р. і напередодні коронакризи, на кінець 2019 р., досяг 54,7% ВВП. У європейських економіках з ринками, що формуються, державний борг у середньому становив 23% ВВП у 2007 р., 28,4% у 2010 р. і 29,2% ВВП у 2019 р.

Інструменти нетрадиційної монетарної політики центральних банків провідних економік у відповідь на ГФК можна об'єднати у такі групи:

1. Політика кількісного пом'якшення (Quantitative Easing, QE) – викуп центральними банками фінансових активів спочатку з метою відновлення роботи окремих сегментів фінансового ринку та підтримки ліквідності фінансового ринку, а згодом для ширших цілей: стимулювання економічного зростання, боротьби чи запобігання дефляції,зниження довгострокових ставок в економіці, необхідного для фінансування реального сектора. Вперше політика QE в її сучасному вигляді було застосовано в Японії у 2001 р. для боротьби з дефляцією, що почалася після азійської кризи 1998 року. Федеральна резервна система США (ФРС) під час ГФК з листопада 2008 р. реалізувала три програми QE, під час яких викуповувала іпотечні боргові і довгострокові казначейські цінні папери. Подвійний мандат ФРС забезпечує їй широкі можливості для дій в кризових умовах. Зокрема, частина 13(3) Закону про ФРС (внесена до закону у 1932 р.) надає федеральним резервним банкам право у надзвичайних ситуаціях за рішенням Ради керуючих кредитувати не лише банки, але й інших суб'єктів економіки під широкий перелік застав. З 1936 по 2008 р. ця стаття не застосовувалася. Під час глобальної фінансової кризи її знову було використано для реалізації програм підтримки ліквідності певних сегментів фінансового ринку та спеціальної підтримки окремих компаній, що мали системне значення для економіки. У 2010 р. статтею 1101 Закону Додда-Франка до статті 13(3) Закону про ФРС було внесено зміни щодо її спрямування виключно на макроекономічні цілі, а не на порятунок окремих установ, і також вимогу щодо затвердження відповідних програм міністром фінансів[2].

Європейський центральний банк (ЄЦБ) почав масштабну програму викупу активів лише в жовтні 2014 р., після другої фази кризи (кризи суверенного боргу деяких членів єврозони) і трьох років економічного спаду. Ця програма – *Asset Purchase Programme (APP)* – включала програми викупу: а) державних цінних паперів; б) паперів корпоративного сектора; в) забезпечених активами цінних паперів і г) облігацій з покриттям. Вони тривали до грудня 2018 р., але у листопаді 2019 р. були відновлені у зв'язку із падінням темпів економічного зростання майже до нуля через ослаб-

[2] 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

лення міжнародної торгівлі в умовах посилення нестабільності міжнародних економічних відносин. Велика Британія у відповідь на ГФК реалізувала дві програми викупу державних облігацій, а у 2016 р. після референдуму про вихід з Європейського Союзу разом з третьою такою програмою запустила програму викупу корпоративних облігацій.

2. Довгострокове і цільове рефінансування банків. Найбільш активно цей інструмент застосовував саме Європейський центральний банк, з огляду на банківсько-орієнтовану фінансову систему більшості країн єврозони. У відповідь на фінансово-економічну кризу ЄЦБ почав збільшувати строки операцій рефінансування: з тримісячних до шестимісячних, річних, трирічних і, зрештою, чотирирічних. Програми довгострокового рефінансування ЄЦБ можна розділити на дві групи: довгострокові операції рефінансування і цільові довгострокові операції рефінансування. Особливість других полягала в тому, що спочатку їхній обсяг, а потім обсяг і вартість залежали від портфеля і динаміки кредитування нефінансового сектора і населення (крім житлових кредитів).

Банк Англії намагався стимулювати кредитування банками бізнесу і населення і, зокрема, малих та середніх підприємств, які не можуть скористатися падінням вартості корпоративних запозичень для великих компаній, що відбувається в умовах кількісного пом'якшення.

3. Політика випереджальної індикації намірів (forward guidance) – надання орієнтирів ринку щодо майбутньої монетарної політики з метою зменшення впливу ринкових факторів на формування очікувань економічних агентів щодо довгострокових відсоткових ставок.

4. Контроль за кривою дохідності – підтримка встановлених цільових значень дохідностей коротко- і довгострокових державних цінних паперів (Банк Японії з 2016 р.).

5. Від'ємні відсоткові ставки за операціями центральних банків (Швеція, Данія, Швейцарія, Єврозона. Японія). Серед причин їхнього запровадження ми б виділили такі: а) слідування за ринком – реакція на дефляцію і небажання банків кредитувати економіку (єврозона, Японія); б) реакція на погіршення економічної ситуації в єврозоні і політику розширеного викупу активів ЄЦБ, яка зміцнювала відносно євро валюти країн – "тихих гаваней" для капіталів, підриваючи конкурентоспроможність їхньої зовнішньої торгівлі (Швеція, Швейцарія, Данія) (*Krychevska*, 2020).

Як показали емпіричні дослідження ЄЦБ, від'ємним відсотковим ставкам за операціями центрального банку властиві такі особливості трансмісійного механізму. *По-перше*, змінюється характер очікувань: нульова межа короткострокових ставок зумовлює очікування лише їхнього подальшого підвищення, що перешкоджає зниженню довгострокових ставок. Порушення ж цієї межі робить розподіл очікувань більш симетричним і дозво-

ляє знизити довгострокові ставки. *По-друге*, від'ємні ставки змушують банки скорочувати надлишкові резерви, зберігання яких стає збитковим, і, як наслідок, збільшувати кредитування. *По-третє,* вони стимулюють корпоративні інвестиції фірм з великими обсягами ліквідних активів (*Altavilla et al*., 2019). *По-четверте*, зміна ставок ЄЦБ у додатній зоні найбільше впливає на шестимісячні відсоткові ставки, тоді як від'ємні ставки ЄЦБ найбільший ефект чинять на дохідність операцій із дворічною строковістю, досить потужним є вплив навіть на п'ятирічні ставки (*Lane*, 2020).

Якщо порівнювати фіскально-бюджетне і монетарне стимулювання у відповідь на ГФК у розвинутих економіках, відразу впадає в око відмінність в їхній тривалості і підходах до згортання. Бюджетні дефіцити досягли максимального значення у 2009 р., а відтоді скорочувалися. Щодо монетарного стимулювання, то у США QE завершилося у жовтні 2015 р., але сума активів на балансі ФРС не зменшувалася; у єврозоні програма викупу активів тривала до 2018 р. і була відновлена в кінці 2019 р.; у Великій Британії її було відновлено у 2016 р. у зв'язку з брекзитом. Продовження монетарного стимулювання або відсутність "нормалізації" монетарної політики – повернення до докризових рівнів відсоткових ставок та розмірів балансів центральних банків зумовлювалися: а) значно нижчими темпами економічного зростання, ніж до ГФК; б) зниженням інфляції у провідних економіках; 3) зниженням реальної рівноважної відсоткової ставки у провідних економіках (зокрема, у США з 2008 р. цей показник не перевищував 1%, а з другої половини 2010 р. – 0,5%[3]).

Середовище низької інфляції і відсоткових ставок дістало назву "нової монетарної нормальності", яку почали пов'язувати не з наслідками ГФК, а з більш тривалими структурними чинниками. Формування нової монетарної нормальності частково стало наслідком м'якої політики провідних монетарних регуляторів, яка недостатньо враховувала фінансові дисбаланси і чинила надмірний вплив на обмінні курси, що змушувало інші центральні банки, економіки яких страждали від зміцнення їхніх валют, також проводити занадто м'яку монетарну політику (*Borio*, 2015).

Проте в основі "нової нормальності" лежать тривалі структурні тренди. *По-перше*, це інтеграція Китаю і реінтеграція Східної Європи у світову торговельну систему, що стрімко збільшило глобальну пропозицію праці, а отже, знизило витрати на оплату праці й інфляцію. *По-друге*, це надлишок планових заощаджень над плановими інвестиціями. Факторами зростання заощаджень стали: 1) висока схильність до заощаджень в економіках з ринками, що формуються, обумовлена прагненням цих країн наростити міжнародні резерви після азійської кризи; 2) демографічні процеси –

[3]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

зростання частки вікових груп населення з вищою схильністю до заощаджень (досягнення зрілого віку поколінням бебі-бумерів); 3) зростання внутрішньодержавної нерівності під дією глобалізації, розвитку технологій, інституційних змін, що впливали на розподіл ринкової влади праці і капіталу, завдяки чому зростала частка доходів, отриманих заможними людьми з вищою схильністю до заощаджень. Факторами зниження інвестиційного попиту стали зниження капіталомісткості провідних галузей (порівняємо для прикладу капіталомісткість Facebook і металургійного підприємства), а також падіння цін капітальних товарів та споживчих товарів тривалого вжитку порівняно із загальною динамікою цін, яку відображає дефлятор ВВП, що означає менші суми інвестицій (*Rachel, Smith*, 2015).

Надання провідними економіками переваги монетарному стимулюванню перед фіскальним у боротьбі з глобальною фінансовою кризою 2008–2009 рр., з одного боку, пояснювалося тим, що допомоги потребували, передусім, самі винуватці цієї кризи – фінансові установи, надто великі, щоб збанкрутувати. З іншого боку, у цьому відображалися панівні погляди на відносну ефективність держави і ринків. Сучасний мейнстрим – кейнсіансько-неокласичний синтез – виходить із гіпотези ефективності ринків і їх здатності транслювати монетарні імпульси у вигляді зміни короткострокової ставки центрального банку на весь часовий спектр процентних ставок і на весь простір економіки. Фіскальну ж політику протягом декількох останніх десятиліть провідні економіки, передусім європейські, обмежували жорсткими фіскальними правилами, вважаючи виборних політиків, що її формують, нездатними "переграти" ринки і схильними до зловживань.

Втім, виключно монетарне стимулювання не вирішує структурних проблем, при цьому приводячи до накопичення боргів і фінансових криз. Неспроможність активного монетарного стимулювання надати економікам достатнього прискорення разом із накопиченням структурних диспропорцій на фінансових ринках унаслідок інтервенцій центральних банків змушували керівників провідних центральних банків закликати до більш активного використання фіскальної політики як інструменту макроекономічної стабілізації.

Особливості фіскальної політики в умовах коронакризи. Глобальна пандемія коронавірусу COVID-19 поставила нові виклики перед макрорегуляторами. Вжиті урядами заходи для обмеження поширення захворювання: соціальне дистанціювання, обмеження руху транспорту, локдауни – *вплинули як на сукупний попит* (на окремі товари і послуги, найбільш пов'язані із мобільністю і соціальними контактами, та на сукупний попит загалом з огляду на невизначеність перспектив для бізнесу, що особливо шкодить інвестиціям, а також обмежує споживання через збільшення за-

стережних заощаджень населенням в умовах погіршення перспектив щодо зайнятості), так і *на сукупну пропозицію* – через руйнування частини логістичних ланцюжків.

Коронакриза, вимагаючи цільового характеру державної підтримки, який здатна забезпечити фіскальна політика, подолала фіскальний консерватизм провідних економік. За даними *IMF Fiscal Monitor*, дефіцит державного бюджету у цій групі країн становив 11,7% ВВП у 2020 р. і прогнозується МВФ на рівні 10,4% у 2021 р.

В економіках з ринками, що формуються, дефіцит державного бюджету становив в цілому по групі 9,8% у 2020 р. і очікується на рівні 7,7% у 2021 р. Такі високі показники завдячують передусім відповідним показникам Китаю (11,4 та 9,6) та Індії (12,3 і 10 % ВВП). У підгрупі європейських економік з ринками, що формуються, ці показники вже значно нижчі – 5,9 та 3,5 % ВВП, а в економіках, що розвиваються, з низькими доходами – 5,5 та 4,9% ВВП.

За оцінками *IMF Fiscal Monitor*, сукупний загальний державний борг розвинених економік зріс зі 105,3% ВВП в кінці 2019 р. до 120,1% в кінці 2020 р., або ж на 14,8 в.п. Державний борг економік з ринками, що формуються, зріс на 9,7 в.п. – з 54,7 до 74,4% ВВП, а європейських економік з ринками, що формуються, – на 8,4 в.п. (з 29,2 до 37,6 % ВВП).

У **США** з березня 2020 р. було ухвалено такі закони про пакети фіскального стимулювання:

1) Закон про додаткові асигнування на забезпечення готовності до коронавірусу та реагування на нього (Coronavirus Preparedness and Response Supplemental Appropriations Act) (6 березня 2020 р);

2) Закон про першочергову допомогу сім'ям в умовах коронакризи (Families First Coronavirus Response Act) (18 березня 2020 р.);

3) Закон про допомогу, надзвичайну допомогу і економічну безпеку (The Coronavirus Aid, Relief, and Economic Security (CARES Act) (27 березня 2020 р.)**.** Це пакет заходів на загальну суму близько 2 трлн дол.: а) фінансова допомога великим компаніям і місцевим урядам – 500 млрд дол.; б) економічна підтримка малого бізнесу (380 млрд дол.); в) виплати по 1200 дол. індивідуальним платникам податків з доходом до 75 тис. дол. на рік і по 500 дол. на дитину; г) розширення виплат по безробіттю (270 млрд дол.); д) федеральна допомога медичним закладам (150 млрд дол.); е) різні податкові стимули;

4) Програма захисту зарплати і покращення медичного обслуговування (Paycheck Protection Program and Health Care Enhancement Act) (24 квітня 2020 р.);

5) Закон про консолідовані асигнування (Consolidated Appropriations Act) (27 грудня 2020 р.).

Невдовзі після інавгурації Президент США Дж. Байден оприлюднив стратегію щодо порятунку (від пандемії та її економічних наслідків), відновлення та перебудови економіки. На його думку, відновлення економіки після пандемії не повинно стати поверненням до її колишнього вигляду – зі структурними слабкостями і високою нерівністю[4]. Ця стратегія дістала назву "Відбудувати краще, ніж було" *(Build Back Better*). Вона включає три плани: 1) Американський план порятунку (The American Rescue Plan); 2) Американський план створення робочих місць (The American Jobs Plan) та 3) Американський план підтримки сімей (The American Families Plan).

Американський план порятунку від кризи, спричиненої пандемією COVID-19 (11 березня 2021 р.), передбачає виділення 1,844 трлн дол. з федерального бюджету (8,8% ВВП 2020 р.) на такі витрати[5]: 411 млрд дол. – прямі виплати по 1400 дол. фізичним особам – платникам податків, що отримують до 75 000 дол. на рік, плюс по 1400 дол. на дитину; 362 млрд дол. – пряма допомога місцевим органам влади для боротьби з пандемією; 176 млрд дол. – податкові стимули; 174 млрд дол. – заходи, пов'язані з охороною здоров'я: вакцинацію, тестування, відслідковування контактів і т.п.; 170 млрд дол. – підтримка закладів освіти; 301 млрд дол. – інші заходи, включно з підтримкою малого бізнесу, допомогою на оплату оренди житла й іпотеки.

Окрім антикризового фіскального пакету, націленого на боротьбу з пандемією, адміністрація Дж. Байдена розробила ще два довгострокових пакети фіскально-бюджетного стимулювання економіки. Як зазначила міністр фінансів США Дж. Йеллен під час виступу у Торговельній палаті США, "протягом десятиліть основна увага у США приділялася потребі знизити і обмежити розмір держави як частки економіки. Цей підхід до фіскальної політики, заснований на недовірі до мотивів і ефективності уряду, у поєднанні з несприйняттям високих податків, мав значний вплив на економіку і людей. Ми не зберегли нашу інфраструктуру і не модернізували її. Ми недостатньо підтримували дослідження. Ми не здійснювали достатніх інвестицій в освіту і підвищення кваліфікації, ми не збудували систему підтримки сімей. … Заплановані Адміністрацією дії … не мають на меті досягти певного розміру держави. Це радше пропозиції щодо розумних інвестицій – щоб зробити нашу економіку більш конкурентною і стійкою, забезпечити можливості для всіх родин і працівників, зробити податкову систему більш справедливою" (*Remarks by Secretary*, 2021).

Американський план створення робочих місць передбачає державні інвестиції в обсязі 2,7 трлн дол. протягом наступного десятиліття у ство-

[4] Build Back Better. The White House. https://www.whitehouse.gov/build-back-better/

[5] 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

рення мільйонів якісних робочих місць, відбудову інфраструктури країни і отримання конкурентних переваг перед Китаєм. Зокрема, план передбачає: 1) ремонт доріг, відновлення мостів, модернізацію портів, аеропортів і транспортної системи; 2) забезпечення усіх американців чистою питною водою, оновленою електромережею і високошвидкісним широкосмуговим Інтернетом; 3) модернізацію житлових і комерційних будівель, національних шкіл, дитячих закладів та інших федеральних установ; 4) розвиток економіки домашнього догляду за хворими та людьми похилого віку за рахунок створення робочих місць у цій сфері і підвищення заробітної плати та пільг для її працівників; 5) відродження вітчизняної промисловості у всіх регіонах країни, щоб забезпечити всім громадянам доступ до робочих місць, що дають статус середнього класу; посилення безпеки логістичних ланцюжків; інвестування в інновації; 6) створення добре оплачуваних охоплених профспілками робочих місць, підготовку американців до професій майбутнього[6].

Разом із Американським планом створення робочих місць Президент Байден оприлюднив Податковий план "Зроблено в Америці", щоб забезпечити сплату корпораціями справедливої ставки податків і заохотити створення робочих місць всередині країни.

Американський план підтримки сімей передбачає 1,8 трлн дол. державних інвестицій і податкових пільг на розширення можливостей входження американських сімей до середнього класу за рахунок збільшення доступності освіти та догляду за дітьми, особливо для родин з низькими і середніми доходами.

Європейська комісія у березні 2020 р. ухвалила Комюніке "Тимчасовий устрій для заходів державної допомоги економіці в умовах поширення COVID-19"[7], яке визначає особливості застосування для протидії економічним наслідкам пандемії статті 107 (про державну допомогу у надзвичайних ситуаціях) Угоди про функціонування Європейського Союзу. Документ регулює умови надання державами-членами ЄС допомоги суб'єктам господарювання у вигляді прямих грантів, податкових пільг, гарантій за кредитами, субсидованих відсоткових ставок за кредитами, гарантій і кредитів, що надаються через фінансові інституції, страхування експортних кредитів. У травні 2020 р. цей арсенал державної допомоги було доповнено державною рекапіталізацією нефінансових компаній[8].

[6] American Jobs Plan. The White House. URL: https://www.whitehouse.gov/american-jobs-plan/

[7] 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

[8] State aid: Commission expands Temporary Framework to recapitalisation and subordinated debt measures to further support the economy in the context of the coronavirus

У липні 2020 р. ЄС створила тимчасовий фонд NextGenerationEU для відновлення країн-членів після коронакризи у розмірі 750 млрд євро, з яких 390 млрд євро буде надано у формі грантів і 360 млрд євро у формі позик з погашенням у 2028–2050 рр. Вперше для створення цього фонду випущено спільні облігації 19 країн єврозони. Північні члени єврозони раніше завжди виступали проти такого об'єднання суверенних ризиків, тож це вагомий крок у напрямі зміцнення монетарного союзу і ЄС. Для отримання коштів цього фонду країни-члени подають плани реформ і державних інвестицій до 2026 р., причому щонайменше 37% витрат мають припадати на кліматичні проєкти і щонайменше 20% – на проєкти цифрових трансформацій.

Монетарна політика провідних центральних банків в умовах коронакризи: оперативні реакції. Коронакризу центральні банки розвинутих економік зустріли з дуже незначним простором для традиційної стимулюючої монетарної політики. ФРС вже дещо підвищила цільову ставку за федеральними резервними фондами, але напередодні коронакризи вона становила лише 1,25–1,5%. Викуп активів ФРС хоч і припинився, але їх сума на балансі монетарного регулятора так і залишилася на максимумі. Банк Англії теж зберігав суму викупу активів на максимальному рівні, а його офіційна відсоткова ставка зросла дуже незначно – лише з 0,5 до 0,75%. ЄЦБ і Банк Японії взагалі продовжували програму викупу активів і не підвищували ставки.

Серед особливостей політики центральних банків провідних економік в умовах коронакризи можна виділити: 1) використання інструментів монетарної політики для підтримки фінансування бізнесу і населення; 2) регуляторні послаблення для фінансових посередників; 3) у деяких країнах викуп активів за рік пандемії в обсягах, зіставних із загальними сумами QE за весь період після ГФК; 4) ширший перелік прийнятних для викупу активів і учасників програм QE, ніж під час ГФК; 5) використання бюджетно-монетарних механізмів підтримки кредитування.

Федеральна резервна система на початку березня 2020 р. ухвалила рішення щодо викупу протягом наступних місяців казначейських паперів щонайменше на 500 млрд дол. та іпотечних паперів щонайменше на 200 млрд дол. З грудня 2020 р. ФРС щомісяця збільшує свої вкладення у казначейські цінні папери щонайменше на 80 млрд дол. і у забезпечені іпотеками цінні папери федеральних іпотечних агентств – на 40 млрд дол.

ФРС також запровадила програми підтримки фінансування бізнесу і населення шляхом викупу активів, в тому числі відповідно до статті 13(3)

outbreak. Press Release. May 8. 2020. *European Comission*. URL: https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/ip_20_838

закону про ФРС, у деяких випадках за фінансової підтримки Казначейства, передбаченої Актом CARES:

1) Програму фінансування комерційних паперів (Commercial Paper Funding Facility) – викуп ФРС незабезпечених і забезпечених активами комерційних паперів в емітентів через компанію спеціального призначення під кредитні гарантії з Фонду валютної стабілізації Казначейства;

2) Програму кредитування первинних дилерів (Primary Dealer Credit Facility) для фінансування 24 первинних дилерів, з якими працює ФРС, під заставу широкого кола цінних паперів інвестиційного класу, включаючи комерційні папери, муніципальні облігації, акції;

3) Програму підтримки ліквідності взаємних фондів грошового ринку (*Money Market Mutual Fund Liquidity Facility (MMLF))* – надання федеральним резервним банком Бостона під кредитні гарантії з Фонду валютної стабілізації Казначейства кредитів депозитним інституціям для купівлі активів у взаємних фондів грошового ринку. Папери фондів грошового ринку є типовим інструментом інвестування для сімей та бізнесу. Ця програма допомогла таким фондам здійснювати безперебійне погашення паперів в умовах зростання попиту на ліквідність з боку фірм і домогосподарств;

4) Програму первинного ринку корпоративного кредиту (Primary Market Corporate Credit Facility (PMCCF)) – викуп ФРС в емітентів нових корпоративних облігацій через компанію спеціального призначення, частину капіталу якої надало Казначейство з Фонду валютної стабілізації;

5) Програму вторинного ринку корпоративного кредиту (Secondary Market Corporate Credit Facility (SMCCF) – викуп ФРС корпоративних облігацій на вторинному ринку через компанію спеціального призначення, частину капіталу якої надало Казначейство з Фонду валютної стабілізації;

6) Програму строкового кредитування під заставу забезпечених активами цінних паперів (Term Asset-Backed Securities Loan Facility (TALF)) для підтримки кредитування споживачів і бізнесу. Цей механізм передбачав надання кредитів спеціально створеною установою ФРС, частину капіталу якої внесло Казначейство з Фонду валютної стабілізації, під заставу цінних паперів, забезпечених студентськими позиками, автокредитами, картковими кредитами, кредитами, гарантованими Адміністрацією малого бізнесу, та деякими іншими активами;

7) *Програму надання ліквідності для Програми захисту зарплати* (*Paycheck Protection Program Liquidity Facility (PPPLF)) – підтримка ліквідності фінансових інституцій, що надають кредити на збереження заробітної плати працівників малого бізнесу за програмою Управління у справах малого бізнесу;*

8) Програму кредитування Мейн Стріт (Main Street Lending Program) – викуп спеціально створеною установою ФРС, частину капіта-

лу якій надало Казначейство США, у включених до програми фінансових інституцій нових чи пролонгованих кредитів малому і середньому бізнесу;

9) Програму підтримки ліквідності муніципалітетів (Municipal Liquidity Facility) – викуп спеціально створеною установою ФРС, частину капіталу якій надало Казначейство США, короткострокових зобов'язань безпосередньо в урядів штатів і місцевих органів влади.

В умовах коронакризи **Європейський центральний банк** ужив таких заходів:

1. Пом'якшив умови проведення *цільових операцій довгострокового рефінансування III*: а) у квітні 2020 р. ставку за ними знижено до ставки ЄЦБ за основними операціями рефінансування мінус 50 б.п. (тобто до -0,5% на момент запровадження), а для фінансових установ, які зберігатимуть обсяги кредитування нефінансового сектора, – до ставки за депозитними операціями ЄЦБ мінус 50 б.п. (тобто до -1% на момент запровадження); б) розширено перелік допустимих застав за цією програмою; в) збільшено максимально допустимий розмір таких кредитів; г) дію програми у грудні 2020 р. продовжено до червня 2022 р.

2. У березні 2020 р. ЄЦБ розпочав *Програму викупу активів в умовах пандемії (Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP))*[9]. Її об'єктом є всі цінні папери програми *APP*, а також державні боргові зобов'язання Греції і комерційні папери нефінансових компаній. Спочатку її обсяг становив 750 млрд євро, а до кінця 2020 р. її було розширено до 1850 млрд євро і продовжено дію до кінця березня 2022 р. Загалом програма *PEPP* є більш гнучкою і дискреційною, ніж *APP*: ЄЦБ не встановлює цільових показників щодо щомісячного викупу паперів, а також дотримується "гнучкості купівель у часі, розподілі між активами і юрисдикціями"[10].

3. У квітні 2020 р. ЄЦБ запровадив *нецільові операції довгострокового рефінансування у зв'язку із пандемією (Non-targeted pandemic emergency longer-term refinancing operations (PELTROs))* на строк близько одного року за ставкою, що дорівнює ставці ЄЦБ за основними операціями рефінансування мінус 25 б.п.

Банк Англії у боротьбі з коронакризою використовує такі інструменти: 1) викуп державних цінних паперів; 2) викуп корпоративних облігацій; 3) *механізм корпоративного фінансування в умовах пандемії (Covid Corporate Financing Facility (CCFF))*, в межах якого спеціальний фонд під управлінням Банку Англії від імені Казначейства викуповує з мінімальним спредом близько ставки Банку Англії на первинному і вторинному ринку випуще-

[9]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

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

ні компаніями нефінансового сектора комерційні папери строком до одного року; 4) програму строкового фінансування з додатковими стимулами для малого і середнього бізнесу *(Term Funding Scheme with additional incentives for SMEs (TFSME))*, в межах якої банки і будівельні товариства можуть отримати кредити Банку Англії за ставкою, близькою до офіційної ставки, строком на чотири роки на суму щонайменше 10% від обсягу кредитів фінансової установи нефінансовому сектору; 4) овердрафт для уряду – пряме фінансування видатків бюджету на термінові програми, пов'язані із наданням субсидій фірмам на збереження робочих місць і т.п., аби уникнути зайвого тиску на грошовий ринок та ринок капіталу.

Під час реалізації програм QE для боротьби з ГФК не бракувало застережень щодо їхніх інфляційних наслідків. Враховуючи масштабність стимулюючих фіскальних і монетарних пакетів, реалізованих провідними економіками за короткий час, такі застереження лунають і сьогодні. Ба більше, на відміну від періоду після ГФК, коли широкі грошові агрегати слабо реагували на зростання грошової бази, на сучасному етапі динаміка широких грошей у провідних економіках набуває рекордних значень.

Зокрема, у США з травня 2020 р. місячні темпи зростання грошового агрегату М2 у річному вимірі перевищують 20%, тоді як під час ГФК вони не перевищували 10%, а з 2010 р. – 4%. При цьому монетарна база у США під час ГФК зростала значно вищими темпами, ніж під час коронакризи. Ще одним вагомим потенційним інфляційним чинником у США вважають так званий "навіс" приватних заощаджень: валові приватні заощадження за 2020 рік зросли на 1,6 трлн дол.[11].

В єврозоні не спостерігається такої рекордної динаміки широких грошей. Якщо агрегат М1 у січні 2021 р. справді зріс рекордними темпами за весь період спостережень – 16,5% у річному вимірі, то пікові темпи приросту М3 у цьому ж місяці не перевищили попереднього рекорду листопада 2007 р.[12]. Загроза загострення проблеми інфляції у єврозоні видається незначною і з огляду на невисоку ймовірність формування спіралі "зарплати-ціни". Тижневик *The Economist* однією з причин "втраченого десятиліття" у єврозоні після ГФК називає несиметричність макроекономічних корекцій у країнах-членах. На початку 2000-х, невдовзі після запровадження євро, Німеччина обмежила заробітні плати, що призвело до втрати конкурентоспроможності південно-європейськими економіками. Відновлюючись після боргової кризи, ці економіки знизили власні витрати на оплату праці, тоді як Німеччина мало що зробила для корекції. Це поставило єврозону в умови недостатнього попиту і дефляції. Крім того, хоча ВВП у єврозоні

[11] За даними Federal Reserve Economic Data. *Federal Reserve Bank of St. Louis*. URL: https://fred.stlouisfed.org/series/
[12] За даними ECB Statistical Data Warehouse. URL: https://sdw.ecb.europa.eu/

унаслідок пандемії впав більше, ніж у США, фіскальні стимули там значно скромніші за масштабами[13].

Потенційні довгострокові корекції макроекономічної політики. На нашу думку, на сучасному етапі, з огляду на вплив коронакризи і більш тривалі структурні тенденції, реалізуються або стають можливими такі вектори корекції монетарної політики і її співвідношення з фіскальною політикою в арсеналі інструментів макроекономічного регулювання.

1. ***Збільшення акценту макроекономічної політики на підтримці інтересів найманих працівників.*** Можна виділити два найзагальніші підходи до вирішення цього завдання: через активізацію фіскально-бюджетних механізмів і відповідно механізмів перерозподілу та за допомогою мейнстримної з 1980-х років політики "просочування" стимулюючих ефектів (політики "прокачування економіки"): від багатих до бідних в оподаткуванні, від підтримки впевненості фінансових ринків і бізнесу до добробуту найманих працівників і груп з найнижчими доходами в монетарній політиці.

Як зазначається в дослідженні тижневика "*The economist*", і раніше після епідемій, коли масово страждали люди, акцент держав зміщувався до інтересів найманих працівників[14]. На думку Д. Родріка, в сучасному світі з ряду причин, пов'язаних з технологічними змінами і глобалізацією, існує хронічний брак хороших робочих місць, що загострює політичні протистояння навіть у багатих країнах. Він наголошує, що у проведенні економічної політики слід націлюватися саме на створення хороших робочих місць, і, зокрема, у проблемних районах, інвестувати в технології, які доповнюють, а не замінюють працю (*Sandbu*, 2021).

Соціально-економічні наслідки коронакризи лише прискорили і загострили тенденції, які ще раніше вимагали реакції з боку державної політики: зростання нерівності, розмивання середнього класу, ускладнення виходу на вищі соціальні щаблі для дедалі більшої частини населення.

Звичайно, з огляду на сучасний мейнстрим, глибинні основи якого не похитнула ГФК, більш ефективним інструментом для вирішення цих проблем виявляється монетарна політика, що стимулює загальне зростання економіки Р. Лукас колись сказав: "З усіх тенденцій, що є шкідливими для здорової економіки, найбільш спокусливою і, на мою думку, найбільш отруйною є зосередження уваги на питаннях розподілу" (*Lucas*,

[13]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

[14]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

2004). Коли ж в умовах коронакризи виникла необхідність адресної допомоги, в хід пішла фіскальна політика. У США монетарна політика також набула певної адресності, оскільки викуп активів охоплював і активи фінансових посередників, пов'язані з кредитуванням малого бізнесу і населення.

Втім, ФРС виявила, що у монетарному стимулюванні на користь маргіналізованих груп спрацьовує і політика "просочування" – тривала підтримка м'якого монетарного середовища напередодні коронакризи. Враховуючи також і можливості, які відкриває для монетарного стимулювання середовище "нової нормальності", у США у серпні 2020 р. було внесено зміни до Стратегії монетарної політики ФРС, ухваленої 25 січня 2012 р. (коли, до речі, вперше офіційно було проголошено кількісну ціль американського монетарного регулятора щодо інфляції).

Голова ФРС Дж. Павелл виділив чотири тенденції, що спричинили перегляд монетарної стратегії ФРС:

1) зниження оцінок потенційних чи довгострокових темпів зростання економіки США, сповільнення зростання продуктивності праці;

2) падіння рівноважної відсоткової ставки у США і світі;

3) рекордне за тривалістю економічне зростання, що закінчилося із запровадженням карантинних обмежень, породило найкращий стан ринку праці у США за весь період спостереження. Рівень безробіття коливався навколо 50-річного мінімуму близько 2 років, з лютого 2019 р. до початку коронакризи цей показник не досягав рівня 4%. Безробіття серед чорношкірих і латиноамериканців і його різниця з відповідним показником для білого населення досягли мінімальних значень за весь період спостережень. Коефіцієнт участі в робочій силі людей у розквіті сил (25–64 роки) з 2008 по 2015 р. постійно падав, попри відновлення економічного зростання після ГФК, і у вересні 2015 р. досяг найнижчого рівня за 30 років – 80,6%, в кінці 2015 р. почав зростати і на початок 2020 р. повністю відновив втрачені з 2008 по 2015 рр. позиції[15]. При цьому приріст переважно припав на людей, які не закінчували коледжу (*Powell*, 2021). Як показали обговорення в межах проєкту *Fed Listens*, сильний ринок праці значно покращив становище багатьох осіб, родин і спільнот з найнижчими доходами, а значна частина людей, що надовго випали з робочої сили, знайшли роботу. З 2015 р. у США спостерігався ще один сприятливий тренд на ринку праці: темпи зростання заробітної плати працівників з найнижчими доходами значно перевищували відповідний показник інших працівників. Натомість пандемія COVID-19 призвела не лише до рекордного щонайменше з 1948 р. 12-місячного падіння коефіцієнта участі в робочій силі, а й до най-

[15] За даними: Federal Reserve Economic Data. *Federal Reserve Bank of St. Louis*. URL: https://fred.stlouisfed.org/series/

більшого зростання безробіття серед людей із нижнього квартиля у розподілі за рівнем доходів (*Powell*, 2021);

4) рекордно сильний ринок праці у США напередодні коронакризи не призвів до істотного зростання інфляції.

З огляду на розглянуті вище тенденції, були внесені зміни до розуміння ФРС США обох складових її подвійного мандату.

Оновлена стратегія монетарної політики *трактує максимальну зайнятість як широку й інклюзивну ціль*[16]. Іншими словами, зайнятість тепер розглядається не лише як індикатор загального стану використання виробничих потужностей, а і як *незалежна ціль, що характеризує ситуацію в групах населення з найнижчими доходами* (*Hetzel*, 2021).

Зміни відбулися й у трактуванні цілі цінової стабільності. ФРС наголошує, що надійно заякорені на рівні 2% довгострокові інфляційні очікування необхідні для досягнення обох складових подвійного мандату. Проте якщо інфляція опускається нижче 2% в умовах економічних спадів, але ніколи не підіймається вище 2%, навіть коли економіка перебуває на піднесенні, тоді з часом вона в середньому становитиме менше 2%. Домогосподарства і бізнес очікуватимуть цього, отже інфляційні очікування опустяться нижче від інфляційної цілі і штовхатимуть інфляцію донизу (*Powell*, 2020). Щоб запобігти такому результату і його наслідкам, згідно з новою стратегією монетарної політики, *ФРС прагнутиме досягти рівня інфляції у розмірі 2% в середньому за певний проміжок часу*[17]. Отже, після періодів, коли інфляція опускалася нижче 2%, монетарна політика буде націлюватися на досягнення інфляції, помірно вищої від 2% протягом певного часу.

Презентуючи нову стратегію монетарної політики у Джексон Хоулі, Голова ФРС Дж. Павелл підкреслив: "Прагнучи досягти інфляції у розмірі 2% в середньому за певний час, ми не прив'язуємо себе до певної математичної формули визначення середнього. Таким чином, наш підхід може розглядатися як *гнучка форма таргетування інфляції в середньому за період*. Звичайно, якщо виникне надмірний інфляційний тиск або інфляційні очікування зростуть понад рівні, що відповідають нашій цілі, ми діятимемо без вагань" (*Powell*, 2020).

2. ***Другою імовірною довгостроковою корекцією у макроекономічній політиці є збільшення акценту на її інклюзивності.*** Її проявами є не лише акцент на інклюзивності в Плані створення робочих місць і Плані підтримки сімей Адміністрації Байдена та нове формулювання цілі максимальної зайнятості для ФРС США, але й започатковане ще під час

[16] 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
[17] Ibid.

боротьби з ГФК стимулювання кредитування малого та середнього бізнесу за допомогою інструментів монетарної політики (наприклад, у Великій Британії і єврозоні).

3. ***Третьою довгостроковою корекцією є зростання ролі фіскальної політики як інструменту макроекономічної стабілізації.*** Як і у випадку двох перших корекцій, необхідність у цьому назріла раніше. *По-перше*, надто швидке повернення до режиму бюджетної економії після ГФК, особливо в країнах єврозони, зумовило значне сповільнення економічного зростання. *По-друге*, монетарна політика, на яку було перекладено увесь тягар макроекономічної стабілізації, діючи "широким фронтом", з дуже низьким ступенем адресності, але у величезних масштабах, почала створювати дедалі більше негативних побічних ефектів на фінансових ринках: від бульбашок у різних сегментах, стрімкого подорожчання житла, як це сталося у Новій Зеландії, і до підтримки життєздатності компаній-зомбі, цінні папери яких набували попиту на фондових ринках. Коронакриза, як уже зазначалося вище, змусила вдатися до бюджетного стимулювання через необхідність забезпечення адресності стимулів і відкрила шлях до відкритого обговорення проблеми більш ефективного використання потенціалу фіскальної політики: для збільшення потенційного ВВП за рахунок державних інвестицій в інфраструктуру, науково-дослідні розробки; для зменшення нерівності і т.п.

Р. Скідельскі, британський економ-історик, біограф Дж. Кейнса, член Палати лордів зазначає: "Будь-яке визнання, що монетарна політика сама по собі практично неспроможна стабілізувати економіку, зруйнувало б інтелектуальну будівлю, що підтримує сучасну теорію макроекономічної політики". Ця будівля, на його думку, має фундаментом кількісну теорію грошей, що виходить із припущення про стабільний попит на грошові кошти. Але М. Фрідман не враховував існування спекулятивного і застережного попиту на гроші, що зростають в умовах рецесії. Це означає, що стан економіки визначає кількість грошей в обігу, а не навпаки. Невизначеність щодо майбутнього рівня цін є лише одним із багатьох факторів, що впливають на рішення бізнесу. Отож, робить висновок Р. Скідельські, *спроможність центрального банку контролювати рівень цін і рівень економічної активності через чисто монетарні операції дуже обмежена*. *"Для того щоб гроші впливали на економіку у передбачуваний спосіб, вони мають витрачатися у передбачуваний спосіб. І це може статися лише якщо суб'єктом витрачання виступає уряд …* Але ніхто не може цього визнати, бо уряд сповнений хиб, а центральний банк – чеснот. Тож офіційною мовою макроекономічної політики залишається монетарна політика. Будь-яка кореляція з фіскальною політикою, звичайно, чисто випадкова" (*Skidelsky*, 2021) (курсив наш – К. Т.).

На необхідності посилення ролі фіскальної політики наголошує і Організація економічного співробітництва та розвитку (ОЕСР), яка виступала за політику фіскальної економії після глобальної фінансової кризи. Головний економіст ОЕСР Л. Бун в інтерв'ю *Financial Times* зазначила: "Зараз фіскальна політика краще пристосована для розв'язання сучасних проблем. Монетарна політика має потужні розподільчі ефекти, хоча не призначена для цього. Фіскальна ж політика призначена саме для цього, тому їй має належати ключова роль у макроекономічній стабілізації". На її думку, потрібно відмовитися від ідеї про існування універсальних фіскальних правил і "розглядати стійкість державного боргу в більш дискреційний спосіб, у довгостроковому періоді" (*Giles*, 2021).

Не останню роль у зміні поглядів на макроекономічне стимулювання у США відіграє зростання впливу Сучасної теорії грошей (Modern Monetary Theory, ММТ). Нормативна частина ММТ у стимулюванні економіки віддає перевагу програмам прямих державних видатків (програмам гарантованої зайнятості та роботодавця останньої інстанції) перед так званим "прокачуванням", загальним стимулюванням сукупного попиту. Протест ММТ з етичної точки зору викликає те, що "безробіття стало інструментом досягнення цінової стабільності", що, коли пріоритетною ціллю центральних банків стало досягнення цінової стабільності, фіскальна політика деградувала (*Wray*, 2017. P. 431). ММТ доводить, що традиційне накачування внутрішнього попиту призводить до переважного отримання його вигід найбагатшими, про що свідчить зростання нерівності після кожного економічного піднесення. Такий підхід до політики Р. Рей називає "казочками про довіру" (*Wray*, 2017. P. 455) – про те, що створення впевненості для бізнесу має вирішити всі проблеми. Натомість, на його переконання, приватний сектор як двигун економічної активності, як і передбачала теорія Х. Мінські, породжує наростання боргів, що нерідко завершується фінансовими кризами (*Wray*, 2017). Українські вчені О. Вальчишен, І. Волошин та Ю. Прозоров вказують на винесення ключових для економіки України на сучасному етапі проблем зайнятості, трудової міграції за межі макроекономічного дискурсу і навіть за межі економічного дискурсу загалом, коли пріоритетними вони залишаються лише для експертів із соціальних питань (*Valchyshen et al.*, 2019a; 2019b).

Втім активне фіскальне стимулювання, навіть з огляду на сучасні проблеми, викликає багато критики і застережень. Масштабність фіскальних пакетів Дж. Байдена – Плану створення робочих місць та Плану підтримки сімей – вважають неприйнятною не лише представники республіканської партії і ліберальні економісти, але й деякі експерти, економічні погляди яких радше можна охарактеризувати як лівіші від центру, такі як Л. Саммерс. Відомий американський вчений, який відродив стару концеп-

цію довготривалої стагнації (secular stagnation) Е. Хансена, колишній міністр фінансів вважає масштаби цих програм надто великими, у кілька разів більшими порівняно з розривом ВВП. І навіть якщо зважати на те, що насправді потенційний ВВП США може виявитися вищим від існуючих оцінок, масштаби стимулів є надто високими з огляду на кількість втрачених робочих місць під час коронакризи. На його думку, загрозу інфляції несе як безпосередньо сам масштаб стимулюючих пакетів, так і ризик зростання інфляційних очікувань, бо, коли йдеться про принципово нові підходи до ролі держави в економіці, важко стверджувати, що очікування залишаться заякореними (*Wolf*, 2021a). Нову стратегію монетарної політики ФРС часто критикують не саму по собі, а з точки зору її наслідків у поєднанні з пакетами фіскального стимулювання адміністрації Дж. Байдена, оскільки її було ухвалено до появи відповідних проєктів.

4. ***Четвертою імовірною корекцією є перегляд теорії взаємодії монетарної і фіскальної політики як у науковому, так і в широкому суспільному дискурсі, її реалістичний технічний опис і відповідна оцінка ефективності.*** Після періоду фіскального домінування, що тривав до Великої інфляції 1970-х років, монетарна і фіскальна політика розглядаються як абсолютно відокремлені, попри те, що основним об'єктом операцій центрального банку залишаються державні цінні папери. Завданням фіскальної політики є фінансування певного набору суспільних благ, при цьому залишаючись в межах більш чи менш жорстких фіскальних правил. Радикальна зміна набору цих благ і взагалі ролі держави в таких межах неможлива. Монетарна політика сприяє здешевленню фінансування державних видатків, підтримуючи низьку інфляцію, що дозволяє знизити вартість запозичень, втім, ті ж фіскальні правила не дають скористатися таким зниженням для фінансування додаткових державних програм. Обґрунтування масштабного викупу центральними банками державних цінних паперів важко описується в термінах кейнсіансько-неокласичного синтезу. І. Шнабель (ЄЦБ) доводить, що політику в країнах єврозони в умовах коронакризи не можна називати фіскальним домінуванням, бо активне фіскальне стимулювання збільшить потенційні темпи зростання ВВП і поверне монетарне середовище, що дасть змогу знову ефективно використовувати монетарну політику. Тож вона робить висновок, що фіскальне домінування в сучасних умовах насправді лише посилює незалежність центрального банку і монетарне домінування (*Schnabel*, 2020).

Важливу роль у привернення уваги академічної думки та широкої громадськості до проблеми взаємодії фіскальної і монетарної політики знову ж таки відіграла ММТ. Однією зі складових теоретичного конструкту ММТ є заміна теоретичної моделі IS-LM, що використовується мейнстримом, аналізом взаємозв'язків між фінансовими балансами приватного, державного і

зовнішнього секторів, а також аналізом технічних процедур витрачання коштів урядом. На основі аналізу взаємозв'язку секторальних фінансових балансів розробники ММТ доходять висновку про незамінність фіскальної політики як засобу стимулювання економіки, адже держава здатна створювати чисте фінансове багатство приватного сектора. Ототожнення ж суті державних видатків і технічних процедур їхнього здійснення приводить до висновку, що створення резервів передує збільшенню державного боргу, і що бюджетні дефіцити призводять до зниження відсоткових ставок, адже кошти державних витрат зараховуються на банківські рахунки їхніх одержувачів та одночасно в резерви банків у центральному банку, що збільшує монетарну базу. Сучасна побудова ринку державного боргу, зазначають адепти ММТ, є нічим іншим, як власноруч установленими обмеженнями, що насправді обмеженнями не є (*Wray*, 2017. P. 183–185).

В умовах монетарного суверенітету єдиним обмеженням для фіскального стимулювання, на думку представників ММТ, є загроза інфляції. Професор університету Денісона Ф. Кабуб (США) доводить, що інфляція зі свого боку зумовлюється передусім, *по-перше*, браком виробничих потужностей і, *по-друге*, зловживаннями ринковою владою. Тож він рекомендує зосереджувати увагу на фактичних джерелах інфляції в реальній економіці та на ринковій концентрації. Вчений закликає розділити цілі оподаткування і державних видатків: здійснювати державні видатки на національні пріоритети, збільшення стійкості до зовнішніх шоків, а оподатковувати заради корекцій вад ринкової економіки, а не заради фінансування державних видатків, оскільки держава з монетарним суверенітетом не матиме проблем із державним боргом, якщо дотримуватиметься наведених вище принципів щодо обмеження інфляції (*Kaboub*, [2021)].

5. ***П'ята можлива корекція – перегляд превентивного підходу до антиінфляційної політики, що передбачає реакцію монетарної політики на відхилення прогнозу інфляції від цільового орієнтиру, і поява альтернатив у документах центральних банків провідних економік про стратегію та рішення щодо монетарної політики: а) реакція політики на фактичне досягнення і збереження протягом певного часу цільового рівня інфляції; б) компенсація попередніх відхилень від інфляційного таргету.*** Нове формулювання цілі цінової стабільності у стратегії монетарної політики ФРС деякі експерти трактують як відмову від превентивної політики, основи якої були розроблені ще за головування у ФРС В. Мартіна. Американський економіст, учень М. Фрідмана, автор дослідження з історії ФРС Р. Хетцел вважає, що політика гнучкого таргетування середньої за період інфляції дещо нагадує монетарну політику епохи Бернса-Міллера. Вчений характеризував її як політику "go-stop": центральний банк не повинен підвищувати відсоткові став-

ки, доки не зникнуть надлишкові потужності (розрив ВВП з від'ємного не стане майже нульовим). На сучасному етапі одним із критеріїв для закінчення QE у США і підвищення відсоткових ставок є не прогноз інфляції, а стійке перевищення інфляцією рівня 2%. На його думку, ФРС сьогодні в чомусь іде навіть далі, ніж в епоху Артура Бернса, бо ціль щодо зайнятості перестає бути індикатором використання виробничих потужностей і обмеженням для надміру м'якої політики, а перетворюється на незалежну мету, адже в новій стратегії ФРС йдеться про інклюзивну максимальну зайнятість (*Hetzel*, 2021).

Співредактор і економічний оглядач *Financial Times* М. Вулф вважає, що загроза інфляції на сучасному етапі пов'язана не з поточними тенденціями, такими як зростання цін на перевезення після тривалих локдаунів, підвищення цін на деякі товари у зв'язку із порушенням логістичних ланцюжків, і навіть не з відкладеним попитом, а саме з тими зобов'язаннями, які взяла на себе ФРС. Він пише: "ФРС заблокувала себе надто повільною реакцією, особливо в умовах фіскальної експансії. … ФРС зберігатиме надм'яку монетарну політику доти, доки зайнятість не досягне невідомого нам максимуму. З огляду на існування лагів у трансмісії монетарної політики, це гарантує перегрів" (*Wolf*, 2021b). І якщо ФРС доведеться стрімко підвищувати ставки, це не лише може спричинити рецесію в самих США, але й вдарити по глобальній економіці з її величезними боргами, деномінованими в доларах США. Згадаймо: шок від політики Пола Волкера призвів до боргової кризи в Латинській Америці. На нашу думку, все ж таки нову стратегію монетарної політики не можна в чистому вигляді вважати відмовою від превентивного підходу до боротьби з інфляцією, бо на відміну від політики 1970-х ФРС постійно відслідковує довгострокові інфляційні очікування і бере їх до уваги. Власне, саме їхнє зниження стало однією з підстав для корекції монетарної стратегії ФРС.

6. ***Шостою корекцією може стати модифікація оптимальної антиінфляційної політики у відповідь на інфляцію попиту й інфляцію пропозиції***, що пов'язано із формуванням відкладеного попиту і порушенням логістичних ланцюжків.

7. ***Якщо розглядати всі можливі корекції у монетарній політиці у сучасних умовах, не слід відкидати й імовірність реакції на зростання інфляції у провідних економіках через глобальні структурні зміни, про які говорять деякі вчені.*** Йдеться про необхідність відслідковування актуальності глобальних і локальних дезінфляційних чинників, які колись призвели до формування "нової нормальності", і про врахування появи нових структурних проінфляційних трендів. Британські вчені Ч. Гударт і М. Прадан у книзі "Великий демографічний злам: старіння

населення, зменшення нерівності і відродження інфляції" доводять, що економічний режим, який почав діяти у 1980-х, добігає кінця – із зростанням протекціонізму і швидким старінням населення у найбільших економіках, включно з Китаєм. У міру скорочення робочої сили кількість споживачів зростатиме порівняно з кількістю виробників, що призведе до підвищення цін. Фіскальний тиск посилюватиметься разом зі старінням населення. Якщо урядам доведеться обирати між інфляцією і фіскальним стисненням, вони можуть обрати перше (*Goodhart, Pradhan*, 2020).

8. ***Восьмою можливою корекцією є більш активне монетарне і фіскальне стимулювання в економіках із ринками, що формуються.*** Потенціал макроекономічного стимулювання у них обмежується через більш потужний вплив на обмінні курси – з огляду на значну залежність цих країн від споживчого імпорту, слабкіше заякорені інфляційні очікування, залежність їхніх фінансових ринків від зовнішніх портфельних інвесторів, низьку довіру інвесторів до інституційної спроможності цих держав, що веде до стрімкого відтоку капіталу з них у відповідь на шоки різного походження. *Незважаючи на відмінну природу глобальної фінансово-економічної кризи 2008–2009 рр. і коронакризи, спільною особливістю нетрадиційної монетарної політики провідних економік у відповідь на ці кризи є цілеспрямоване відновлення або побудова нових каналів трансмісії монетарних імпульсів у реальний сектор.* Це створює більш сприятливі умови для проведення подібної політики і в економіках з ринками, що формуються (у тому числі, політика яких залежить від антикризових програм МВФ, а отже від конвенційного бачення оптимальної макроекономічної політики).

Висновки

1. Узагальнення умов корекції та модернізації наукових положень, що стали мейнстримом на глобальному рівні та визначають внутрішню політику, свідчить про те, що для таких змін недостатньо накопичених диспропорцій і невідповідностей – потрібна криза, яка робить вразливими достатньо широкі верстви суспільства і загрожує політичними потрясіннями. Отже, такі кризи, чим би вони не були спричинені, супроводжуються більш плюралістичними академічними дискусіями, стають можливостями для зміни підходів до економічної політики і шансами для якісних змін у житті суспільства. В умовах коронакризи проявилися такі вектори довгострокової корекції монетарних і фіскальних механізмів макроекономічної стабілізації:

- збільшення акценту макроекономічної політики на підтримці інтересів найманих працівників;
- посилення інклюзивності макроекономічної політики;

- зростання ролі фіскальної політики як інструменту макроекономічної стабілізації;
- перегляд теорії взаємодії монетарної і фіскальної політики як у науковому, так і в широкому суспільному дискурсі;
- перегляд превентивного підходу до антиінфляційної політики, що передбачає реакцію монетарної політики на відхилення прогнозу інфляції від цільового орієнтиру, і поява альтернатив у документах центральних банків провідних економік про стратегію та рішення щодо монетарної політики: а) реакція політики на фактичне досягнення і збереження протягом певного часу цільового рівня інфляції; б) компенсація попередніх відхилень від інфляційного таргету;
- модифікація оптимальної антиінфляційної політики у відповідь на інфляцію попиту й інфляцію пропозиції;
- корекція монетарної політики провідних економік у відповідь на зростання інфляції унаслідок вичерпання тривалих глобальних дезінфляційних чинників, що діяли з 1980-х;
- більш активне монетарне і фіскальне стимулювання в економіках з ринками, що формуються. Умовою уникнення втечі капіталів у відповідь на застосування стимулюючої політики є довіра до інституційної спроможності держави довести ці стимули до реальної економіки.

2. Ефективність внутрішніх цільових орієнтирів макроекономічної політики і політики щодо їхнього досягнення слід оцінювати з точки зору їхнього зв'язку з процесами у національній економіці і з внутрішньою політикою, а також не забувати про дію закону Гударта, згідно з яким жоден монетарний режим не може завжди залишатися оптимальним, бо він сам змінює поведінку економічних агентів.

3. Зміщення в процесах макроекономічної стабілізації в бік монетарної політики передбачає ідеальну роботу механізму проходження стимулюючих імпульсів через усі ланки економіки згори донизу, в чому переконані політичні та академічні сили правого спрямування. На жаль, практика засвідчує, що він не працює ідеально – імпульси затримуються на поверхні і призводять до появи бульбашок на ринках активів, фінансових криз, деформації економічних стимулів і зростання нерівності. Як показує досвід США, застосування стимулюючої політики протягом тривалого періоду може вплинути і на групи населення з найнижчими доходами, але залучення фіскальних інструментів дає можливість досягти цього із меншими побічними ефектами. Макроекономічна політика в умовах рецесії або в ході реформ, націлених на зростання потенційних темпів зростання, має поєднувати монетарні і фіскальні стимули. Серед ключових підстав для доповнення монетарних стимулів фіскальними можна виділити такі:

- нестабільність попиту на гроші і, зокрема, зростання спекулятивного і застережного попиту на гроші в умовах рецесії обмежує ефективність і передбачуваність монетарного стимулювання. Для того щоб досягти передбачуваних ефектів від монетарного стимулювання, гроші мають витрачатися у передбачуваний спосіб, і це відбувається, коли суб'єктом витрат стає уряд. Не випадково в Україні найпомітнішими ефектами застосування довгострокового (до 5 років) рефінансування НБУ під час коронакризи стало зростання портфеля ОВДП в українських банках, тоді як на кредитування пішло лише близько 30% від суми цього інструменту (*Chornyi*, 2021), і дві третіх цієї суми становить кредит Укрексімбанку Укравтодору (*Shevchuk*, 2021);
- держава і ринок не змагаються в ефективності, кожен із цих інститутів виконує свої унікальні функції (*Hrytsenko*, 2012. P. 497), і лише їхнє поєднання дає змогу максимізувати суспільний добробут;
- якими б ринковими за своєю природою не видавалися інструменти монетарної політики, вони чинять потужні розподільчі ефекти, які виникають як побічні і які важко передбачити, тоді як фіскальна політика призначена саме для отримання таких ефектів і дає можливість їх спланувати.

4. У розробці економічної стратегії і стратегій реформування окремих секторів економіки слід відмовитися від орієнтирів чи цілей щодо "оптимального розміру держави" чи оптимальної частки держави у певних секторах та дуже обережно ставитися до орієнтації передусім на статистично отримані глобально-універсальні макроекономічні коефіцієнти.

5. Україні слід скористатися досвідом США щодо цілеспрямованого забезпечення інклюзивності макроекономічного стимулювання. Це вимагає відповідного державного втручання у відповідні екосистеми і більш сталих інститутів для реалізації такої політики. Скажімо, жорстка монетарна політика, що сприяла зниженню інфляції, в поєднанні з зовнішніми чинниками, що зумовили зміцнення обмінного курсу гривні, дали змогу досягти суттєвого зниження відсоткових ставок за банківськими депозитами і кредитами. Втім, співвідношення вартості житла і середнього рівня доходів в Україні не дають можливості скористатися програмою доступної іпотеки більшості населення, зате втрати у зв'язку із зниженнями відсоткових ставок за депозитами до від'ємних реальних рівнів відчули всі, і найбільшою мірою ті, хто має надто малі доходи для їхнього ризикового і більш дохідного інвестування. Щодо необхідності більш сталих інститутів для реалізації таких програм, то йдеться передусім про створення в Україні повноцінного банку розвитку. Його перевага полягає в тому, що реалізовані ним проєкти не залежатимуть від щорічного бюджету, в якому закла-

даються кошти на певні програми, через що їхні учасники не можуть здійснювати планування на період понад один рік. Втім, навіть таке інституційне рішення матиме незначний ступінь інклюзивності, оскільки залишається проблема надто низького співвідношення реальних доходів більшості населення і вартості житла. Її розв'язання потребує не лише економічного зростання як такого, але й підвищення реальних доходів менш заможних груп населення – посилення інклюзивності усіх інструментів економічної політики. Другим напрямом вирішення цієї проблеми є виявлення і усунення регуляторних провалів, що породжують деформації на ринку житла.

6. Стратегічні документи макрорегуляторів повинні детально розкривати взаємодію фіскальної і монетарної політики у досягненні макроекономічних цілей. Усі її технічні моменти і процедури мають бути доступними для вивчення і розуміння. Це відкриє нові можливості для цілеспрямованого збільшення ефективності такої взаємодії, зменшить простір для інформаційних маніпуляцій навколо цієї теми і збільшить довіру до макрорегуляторів.

References

1. Valchyshen, O., Prozorov, Yu., Voloshyn, I. (2019a, September 21-27). Search for an economic alternative: the main illusions and obstacles. *Dzerkalo tyzhnia. Ukraina – Mirror of the week. Ukraine,* 35. Retrieved from 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. Ukraina – Mirror of the week. Ukraine,* 37. Retrieved from https://dt.ua/macrolevel/poshuk-ekonomichnoyi-alternativi-scho-robiti-325397_.html [in Ukrainian].

3. Hrytsenko, A. (2012). Methodological foundationas of studying the interrelation of contradictions and complementarity in social and economic development of a society. *Yevropeiskyi 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 [in Ukrainian].

5. Wray, R. Modern Monetary Theory (2017). Kyiv: Nash Format [in Ukrainian]

6. Chornyi, 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-iurysdyktsiia-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-stanok-chto-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