
УДК: 336.74:338.23:339.7:339.9

JEL: E52, E62, E63, E65

Татьяна Кричевская

ГЛОБАЛЬНЫЕ СТАГФЛЯЦИОННЫЕ ШОКИ И ПЕРЕСМОТР МОНЕТАРНОЙ ПОЛИТИКИ: УРОКИ КРИЗИСОВ 1970-х И 2020-х

В статье определено, какие уроки для монетарной политики в условиях stagflationных шоков можно извлечь на основе анализа факторов инфляции, глобальной среды и подходов к проведению макроэкономической политики накануне и во время нефтяных шоков 1970-х и шоков предложения 2020-х, связанных с пандемией и глобальными эффектами полномасштабной войны РФ против Украины. Выявлено, что усугубляют современную ситуацию по сравнению с кризисом 1970-х гг. с точки зрения сложности выбора монетарной политики: более масштабные геополитические угрозы; более широкий комплекс шоков предложения и ускоренная перестройка системы энергоснабжения под действием растущих геополитических угроз; гораздо более сложные глобальные цепочки поставок; более дифференцированная природа уязвимости разных стран к современным шокам предложения, порождающая новые источники внешней нестабильности по причине роста разрыва между процентными ставками и изменения обменных курсов; усиление глобальных последствий политики ФРС США благодаря большей глобальной интегрированности; значительно более высокие уровни частной и государственной задолженности; усиление политического и экономического противостояния между крупнейшими экономиками – США и Китаем. Показано, что более благоприятными для монетарной политики по сравнению с 1970-и годами условиями являются: развитый институциональный механизм антиинфляционной монетарной политики; меньшие институциональные возможности для раскрутки спирали "зарплата-цены"; большая устойчивость к внешним шокам экономик с формирующимися рынками. Выявлены направления пересмотра подходов к проведению монетарной политики с целью повышения устойчивости национальных и глобальных экономик к stagflationным шокам: решительная антиинфляционная политика в условиях угрозы формирования проинфляционного поведения экономических агентов; необходимость согласованной оптимизации и обеспечения доверия к монетарной и фискальной политике, усиление ориентации фискальной политики на преодоление ограничений совокупного предложения; отказ от предположения об абсолютной эластичности совокупного предложения в мире глобализации и технологического прогресса; коррекция моделей оценки равновесных и потенциальных величин; адаптация стратегии, коммуникации и инструментария монетарной политики к условиям радикальной неопределённости; расширение концепции независимости монетарной политики в малых от-

Кричевская Татьяна Александровна (tetyanakrychevska75@gmail.com), д-р экон. наук, старш. научн. сотруд.; ведущий научный сотрудник отдела экономической теории ГУ "Институт экономики и прогнозирования НАН Украины". ORCID: 0000-0003-1940-6820

Цитирование: Кричевская Т. А. Глобальные stagflationные шоки и пересмотр монетарной политики: уроки кризисов 1970-х и 2020-х. *Экономическая теория*. 2022. № 3. С. 57–88.

© Т. Кричевская, 2022

ISSN 1811-3133. *Экономическая теория*. 2022. № 3: 57–88

крытых экономиках с формирующимися рынками за счёт учёта непропорционально больших потерь этой группы стран от импорта инфляции и рецессии из ведущих развитых экономик.

Ключевые слова: стагфляционный шок, глобализация, совокупное предложение, монетарная политика, фискальная политика, инфляционные ожидания.

GLOBAL STAGFLATION SHOCKS AND THE REVISION OF MONETARY POLICY: LESSONS FROM THE CRISES OF THE 1970s AND 2020s

Tetiana Krychevska (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 clarifies what lessons for monetary policy under conditions of stagflationary shocks can be drawn from the analysis of inflation drivers, the global environment and approaches to macroeconomic policy in the run-up to and during the oil shocks of the 1970s and the supply shocks of the 2020s, caused by the pandemic and by the global effects of the full-scale war of the Russian Federation against Ukraine. The following factors have been identified that worsen the situation compared to the crisis of the 1970s for the monetary policy: larger-scale geopolitical threats; a wider complex of supply shocks and accelerated restructuring of the energy supply system under the influence of growing geopolitical threats; much more complex global supply chains; the more differentiated nature of countries' vulnerability to the current supply shocks, that creates new sources of external instability as a result of the growing gap between interest rates and changes in exchange rates; strengthening the global implications of US Fed policy under conditions of stronger global integration; significantly higher levels of private and public debt; intensification of political and economic confrontation between the largest economies of USA and China. It is shown that the more favorable conditions for monetary policy compared to the 1970s are the developed institutional mechanism of anti-inflationary monetary policy, smaller institutional opportunities for emerging a "wage-price" spiral; greater resilience of EMs to external shocks. In order to increase the resistance of national and global economies to stagflationary shocks we need following corrections in monetary policy: decisive anti-inflationary policy in the face of threat of pro-inflationary behavior of economic agents; coordinated optimization and ensuring trust in monetary and fiscal policy, shifting fiscal policy to overcoming aggregate supply constraints; loosening the assumption of absolute elasticity of aggregate supply in the world of globalization and technological progress; correction the methods of measuring economic slack and estimation of equilibrium interest rate; adaptation of strategy, communication and tools of monetary policy to conditions of radical uncertainty; expanding the concept of monetary policy independence in small open EMDEs by taking into account the disproportionately large losses of this group of countries from importing inflation and recession from leading developed economies.

Key words: stagflation shock, globalization, aggregate supply, monetary policy, fiscal policy, inflationary expectations.

Современная ситуация в глобальной экономике – сочетание значительного геополитического напряжения, высоких и нестабильных цен на сырьевые товары, устойчивой и высокой инфляции, перспектив замедления экономического роста и рецессии в некоторых странах напоминает эпизод глобальной стагфляции 1970-х. На выходе из коронакризиса казалось, что в условиях закреплённых инфляционных ожиданий и обусловленных долговременными факторами низких равновесных процентных ставок реакция макроэкономической политики на инфляционные проявления шоков предложения может быть более мягкой, чем когда-то политика П. Волкера в США и М. Тэтчер в Великобритании. Но ещё один глобальный шок предложения, связанный с полномасштабной войной РФ

против Украины, показал, что даже в развитых экономиках монетарной политике не избежать трудного выбора.

Проблемам монетарной политики в условиях шоков предложения посвящены научные труды, аналитические материалы и выступления Д. Бейкера, А. Бернса, Б. Бернанке, О. Бланшара, И. Богдана, Т. Богдан, Ф. Бьянки, М. Вулфа, В. Гейца, Ю. Городниченко, Г. Гопинат, А. Гриценко, Ч. Гударта, Б. Данилишина, А. Карстенса, М. Кинга, С. Кораблина, Ф. Лейна, В. Лепушинского, Л. Мелоси, В. Мищенко, С. Науменковой, С. Николайчука, А. Орфанидиса, Дж. Павелла, К. Рейнхарт, К. Рогоффа, Н. Рубини, Л. Саммерса, Т. Сарджента, Р. Солоу, Дж. Стиглица, М. Фридмана, Р. Хетцела, И. Шнабель, О. Яременко и др., а также исследования Международного валютного фонда, Всемирного банка, Банка международных расчётов, центральных банков.

Мы присоединяемся к этой дискуссии и попытаемся выяснить, какие уроки проведения монетарной политики в условиях шоков предложения можно извлечь из анализа факторов инфляции, глобальной среды и подходов к проведению макроэкономической политики накануне и во время stagflationных шоков 1970-х и 2020-х.

Экономика и политика Великой инфляции 1970-х. В США ускорение инфляции началось задолго до нефтяных шоков – во второй половине 1960-х. У Федеральной резервной системы США (ФРС) после заключения в 1952 г. соглашения с Министерством финансов, известного под названием Accord, когда ФРС отказалась от обязательного поддержания фиксированной низкой стоимости государственных заимствований, была достаточная степень независимости. У. Мартин, возглавлявший Совет управляющих ФРС с апреля 1951 г. по январь 1970 г., не отождествляя себя с какой-либо школой экономической мысли, был сторонником антициклической монетарной политики, которая одинаково активно должна противодействовать и рецессиям, и росту инфляции. Как известно, именно он разработал подход упреждающей антиинфляционной политики – "убрать чашу с пуншем в разгар вечеринки" (Krychevska, 2016). Этот подход успешно воплощался в жизнь в годы президентства Д. Эйзенхауэра, который придавал большое значение предотвращению инфляции после снятия административных ограничений, введённых во время Второй мировой войны. Кроме того, внешнеэкономическая среда была благоприятной, с учётом выгодной конкурентной позиции США на фоне ослабленных Второй мировой войной Европы и Японии.

В 1960-х одновременно добиваться высокой занятости и низкой инфляции в США стало труднее. Изменилась внешнеэкономическая среда – возросла конкурентоспособность западноевропейских экономик и Японии, поэтому президентам уже не было так легко соглашаться на более жёсткую макроэкономическую политику в ответ на рост инфляции. В условиях медленного восстановления американской экономики после рецессии 1957–1958 гг. Дж. Кеннеди в своей предвыборной кампании пообещал "заставить экономику снова двигаться" с помощью активной кейнсианской политики стимулирования занятости. В "Экономическом отчёте Президента", обнародованном в январе 1962 г., цель полной занятости, предусмотренная Законом "О занятости" 1946 г., получила количественное измерение – "уровень безработицы около 4 %" (*Economic Report*, 1962. P. 46) (так как именно таким оно было между периодами рецессии на протяжении

1950-х – годов без высокой инфляции). Для монетарного регулятора цель полной занятости получила имплицитный приоритет по сравнению с целью стабильной покупательной способности. С тех пор решения в макроэкономической и особенно в монетарной политике начинают в значительной степени зависеть от величины оценочных показателей естественного уровня безработицы. Позже, как известно, ретроспективные оценки, сделанные Бюджетным управлением Конгресса, обнаружили, что он составлял 5,5 % в 1960-х и 6 % в 1970-х гг.

Совет экономических консультантов (СЭК) Дж. Кеннеди разработал программу широкомасштабного снижения налогов, которая была воплощена уже следующим Президентом США Л. Джонсоном. Параллельно росли и государственные расходы на войну во Вьетнаме (государственные расходы на оборону с 1965 по 1968 г. увеличились на 44 %) и борьбу с бедностью (в 1965 г. были внедрены программы государственного финансирования медицинских расходов пенсионеров Medicare и малоимущих американцев Medicaid) (Bernanke, 2022). Эту политику сегодня классифицируют как политику "пушек и масла".

Традиционный американский индивидуализм и расчёт исключительно на собственные силы были поколеблены катаклизмами 1930-х и 1940-х, которые принудили к активному вмешательству государства, после чего действия государства, а не только индивида, становились весомыми факторами его качества жизни (Burns, 1997. P. 692). Неравномерное распределение плодов активной государственной политики в экономической сфере, непопулярная в обществе война во Вьетнаме, убийство Мартина Лютера Кинга и Президента Кеннеди, Уотергейтский скандал не способствовали склонности правительств к более жёсткой фискальной и монетарной политике ради снижения инфляции, которая, за исключением 1974 г., до 1979 г. находилась в однозначных пределах.

Результатом компромисса между демократами и республиканцами стало внесение в 1977 г. изменений в Закон "О ФРС", наделивших её двойным мандатом обеспечения как максимальной занятости, так и стабильности цен. Впрочем, Закон Хамфри-Хокинса "О полной занятости и сбалансированном росте" поставил ещё более амбициозную цель относительно занятости – безработица на уровне 3 %, что дополнительно усложнило длительное проведение антиинфляционной политики.

Общественный договор, довольно категорически обещавший полную занятость, не позволял ФРС противостоять государственной политике и допускать более длительную рецессию как следствие усиления монетарной политики. Лишь превращение инфляции в видимую проблему – повышение до двузначных размеров и усиление её волатильности и неопределённости обеспечило достаточную политическую поддержку для проведения жёсткой монетарной политики со всеми последствиями.

Интеллектуальная среда того времени, которая определяла особенности монетарной политики, – это убеждение в доминировании немонетарных факторов инфляции. Нефтяные шоки (четырёхкратный рост цен на нефть с 1972 по 1975 г. после введения эмбарго на экспорт нефти в страны – союзники Израиля в войне Судного дня и двукратный рост цен на нефть через год после иранской революции 1979 г.) укрепляли эту точку зрения. У. Мартин был убеждён, что бюджетные дефициты в то время являлись ключевым фактором инфляции и шёл на смягчение монетарной политики всякий раз, когда правительство осуществляло или обещало

усилить фискальную политику для ограничения инфляционного давления (Krychevska, 2016). Председатель ФРС в 1970–1978 гг. А. Бернс тогдашний рост инфляции связывал с институциональными причинами, такими как рост монополизма, и другими немонетарными факторами. Жёсткая монетарная политика, по его мнению, могла положить конец инфляции, лишь допустив достаточно глубокую рецессию, чтобы достать до компаний с наибольшей рыночной властью, но при этом гораздо больше пострадали бы занятость, мелкие фирмы и наиболее чувствительные к повышению процентных ставок секторы, такие как строительство.

Всё это обусловило формирование в США со второй половины 1960-х до конца 1970-х режима монетарной политики, получившего название "стой-иди", при котором усиление монетарной политики в ответ на рост инфляции прекращалось не после достижения цели по инфляции, а при первых признаках роста безработицы. Инфляция росла, не угасала после шоков предложения, и, в конце концов, привела к изменению в поведении экономических агентов, начавших закладывать её в цены и зарплаты, тем более что постоянное стимулирование совокупного спроса позволяло это делать.

В Великобритании Банк Англии после национализации в 1946 г. не имел даже оперативной независимости от правительства в проведении монетарной политики. Диагностировав в начале 1960-х гг. инфляцию в стране как инфляцию издержек и придя к выводу, что из-за значительного количества денежных субститутов и изменяющейся скорости денег монетарные инструменты не могут быть эффективными в управлении экономикой (Davies, 2002. P. 403), правительство боролось с ней с помощью регулирования цен и доходов, валютного и кредитного контроля. Роль Банка Англии была сведена к выполнению технических задач: проведению операций с ценными бумагами с целью достижения целевых процентных ставок по казначейским бумагам, валютному и кредитному контролю (Krychevska, 2020).

Усиление конкурентоспособности европейских экономик и Японии привело к росту дефицита торгового баланса США, падению внешнего доверия к доллару США и, как следствие, к стремлению конвертировать доллары в золото. Прекращение обмена доллара на золото в 1971 г. и последующая девальвация доллара вызвали цепную реакцию в мировом масштабе. Центральные банки стран Большой семёрки, не желая допускать ревальвацию своих валют, которая подрывала их ценовую конкурентоспособность, осуществляли выкуп долларов на валютных рынках и, соответственно, масштабную денежную эмиссию (Hetzel, 2008. P. 94).

Как история разжигания Великой инфляции, так и история её преодоления – это истории не только о политике центральных банков, но и о политике правительств. В США первая попытка П. Волкера перейти к жёсткой монетарной политике потерпела неудачу, поскольку администрация Дж. Картера в ожидании выборов убедил ФРС ввести в марте 1980 г., по их мнению, менее болезненный инструмент борьбы с инфляцией – кредитный контроль, в частности, ограничение потребительского кредитования. Но программа кредитного контроля оказалась недостаточно чёткой и привела к такому стремительному ограничению кредитования, что её пришлось отменить и снизить процентные ставки ещё до падения инфляции. Лишь при президентстве Р. Рейгана антиинфляционная политика ФРС получила необходимую политическую поддержку. Р. Рейган, несмот-

ря на понижение деловой активности, отказался от публичной критики ФРС. Стенограммы заседаний Федерального комитета открытого рынка (ФКОР) указывают, что во второй половине 1981 г. его члены были уверены, что, наконец, располагают поддержкой Администрации Белого дома и должны воспользоваться этим шансом. Р. Рейган был сторонником "малого государства". Когда снижение налогов, предусмотренное Налоговым законом экономического восстановления 1981 г., а также рост процентных выплат по государственному долгу вследствие жёсткой монетарной политики привели к росту дефицита, правительство Р. Рейгана ввело компенсационные меры по сокращению дефицита, направленные на увеличение налоговых поступлений либо путём повышения налоговых ставок, либо путём расширения налоговой базы (Закон о налоговой справедливости и фискальной ответственности 1982 г., поправки к социальному обеспечению 1983 г., Закон о сокращении дефицита 1984 г.) (*Bianchi, Melosi, 2022*).

В Великобритании в 1980-х гг. за формирование монетарной политики вообще отвечало правительство. Монетаристская четырёхлетняя Среднесрочная финансовая стратегия М. Тэтчер содержала не только целевые ориентиры по сокращению темпов роста денежной массы, но и целевую траекторию ежегодного снижения заимствований государственного сектора (*Krychevska, 2020*).

Если в развитых экономиках антиинфляционная политика повлекла за собой рецессии, то в ряде экономик с формирующимися рынками и развивающимися экономиками (далее EMDE – emerging market and developing economies) – долговые кризисы. В условиях высокой инфляции 70-х годов глобальные реальные процентные ставки были низкими. В этот период ряд стран Латинской Америки и африканских стран с очень низкими доходами накопили большие внешние долги (профинансированные с помощью синдицированных кредитов, в значительной степени за счёт сверхприбылей, полученных странами-экспортерами нефти от высоких мировых цен на нефть). Резкое повышение глобальных процентных ставок и обвал цен на сырьевые товары в 1980-х осложнили обслуживание этих долгов и повлекли за собой долговые кризисы (*Global Stagflation, 2022. P. 65*).

Роль факторов совокупного спроса и предложения в постпандемическом росте инфляции в ведущих экономиках. Изменились ли настолько общественные запросы с 1970-х? Действительно ли общества стран с развитой экономикой, увидев инфляцию, едва превышающую 10 %, отказались от своих требований к государству по обеспечению полной занятости? Само по себе снижение инфляции до 2 % для удовлетворения этих запросов было бы недостаточно. Глобализация на несколько десятилетий преодолела структурные ограничения экономического роста и стала мощным антиинфляционным фактором. Кроме того, дерегуляция финансового сектора и терпимость к ослаблению кредитных стандартов стали паллиативом для активной политики стимулирования занятости и борьбы с неравенством. Гарантия дешёвого кредита на время частично заменила гарантию занятости в общественном договоре.

В 2012 г. в ответ на общественные запросы по увеличению прозрачности ФРС после её масштабного вмешательства в работу финансовых рынков в условиях глобального финансового кризиса 2008–2009 гг. (ГФК) было разработано и впервые обнародовано "Заявление о долго-

срочных целях и стратегии монетарной политики", объяснявшее логику выполнения ФРС её двойного мандата. В нем впервые был объявлен официальный целевой ориентир относительно инфляции – 2 % в год в измерении индекса личных потребительских расходов. Количественный ориентир относительно второй части мандата ФРС – уровня безработицы – не устанавливался. Причина, объясняет Б. Бернанке, заключалась в том, что в долгосрочной перспективе монетарная политика (вместе с фискальной) является основным фактором, определяющим уровень инфляции, а инфляция не имеет природного уровня, к которому она стремится. На безработицу же монетарная политика способна влиять в краткосрочной перспективе, но в долгосрочном периоде она определяется факторами, неподконтрольными центральному банку: эффективностью рынка труда, стратегиями бизнеса, демографическими тенденциями, квалификацией рабочей силы и т. д. В документе говорилось, что ФРС будет применять "сбалансированный подход", предусматривающий одинаковую важность частей мандата, но предпочтение отдаётся цели, более удалённой от желаемого уровня (Bernanke, 2022).

Этот документ был рассчитан на перспективу нормализации состояния американской и глобальной экономики и характера монетарной политики после ГФК. Однако некоторые изменения в американской экономике оказались достаточно устойчивыми: темпы экономического роста в среднем оставались ниже, чем до кризиса, кривая Филлипса стала более пологой, инфляция оставалась ниже целевого уровня, а оценки равновесной процентной ставки неуклонно снижались. Снижение равновесных процентных ставок частично обязано более низкой инфляции, но и реальная нейтральная ставка в США с середины 1980-х снизилась где-то на 3 п. п. Среду низкой инфляции и равновесных процентных ставок стали называть новой монетарной нормальностью. Само же явление новой монетарной нормальности объяснялось в контексте более широких реальных феноменов: либо возрождённой Л. Саммерсом в середине 2010-х гг. концепции вековой стагнации (*secular stagnation*), либо предложенной Б. Бернанке гипотезы избытка глобальных сбережений (*global saving glut*). Эти две гипотезы предлагали два взгляда на превышение желаемых сбережений над желаемыми инвестициями (смещение влево кривой IS в модели Хикса-Хансена).

Гипотеза вековой стагнации объясняла это превышение действием длительных внутризэкономических фундаментальных сил в США: снижением капиталоемкости ведущих отраслей, замедлением роста рабочей силы по мере старения населения, недостатком больших технологических достижений по сравнению с более ранними периодами, падением относительных цен капитальных товаров и потребительских товаров длительного потребления по сравнению с общей динамикой цен (Krychevska, 2020).

Гипотеза глобального избытка сбережений Б. Бернанке (Bernanke, 2005; 2015) большую роль в появлении дисбаланса между желаемыми сбережениями и инвестициями отводила глобальным факторам. Согласно ей, благодаря глобализации и технологическому прогрессу значительно возросли доходы людей в мире, средняя ожидаемая продолжительность жизни до пенсии, то есть возможности и потребность в сбережениях; росту склонности к сбережениям способствовал и рост неравенства, увеличивший долю населения с более высокой склонностью к сбережениям (Bernanke, 2022). При этом инвестиционные возможности ограничивались

замедлением роста производительности и численности населения трудоспособного возраста. Как видим на рис. 1, с 1980-х гг. отношение инвестиций к ВВП в странах G7 снижается, причём как после кризиса доткомов в начале 2000-х, так и после ГФК происходили устойчивые переходы на более низкие ступени.

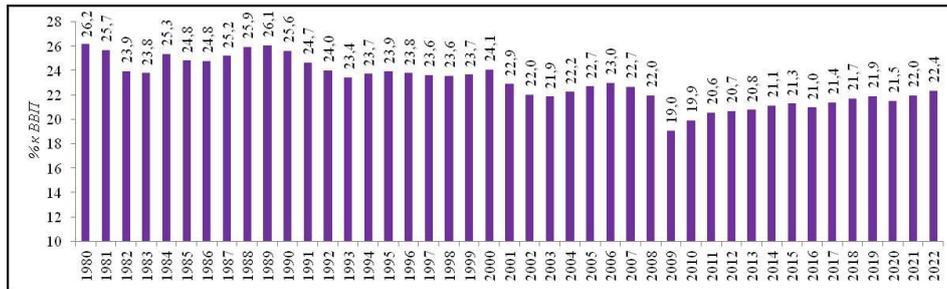


Рисунок 1. Инвестиции в странах G7, % к ВВП

Источник: построено по данным WEO Database, October 2022.

Следовательно, в условиях новой макроэкономической нормальности процентные ставки ФРС и других ведущих центральных банков оставались на нижней границе, что значительно сужало пространство для противодействия последующей рецессии с помощью процентной политики и способствовало росту долгов в глобальном масштабе.

В 2018 г. Председатель ФРС Дж. Павелл инициировал пересмотр стратегии монетарной политики, в том числе с целью восстановить действие процентного канала монетарной трансмиссии, заблокированного достижением процентными ставками эффективного нижнего предела. Подготовка к пересмотру монетарной стратегии включала в себя проведение пятнадцати публичных встреч "ФРС слушает" не в чисто профессиональной среде, как это практиковалось ранее, а среди широких кругов общественности. Основным ожиданием этой расширенной аудитории от ФРС было сохранение максимально "горячего" рынка труда с очень высоким спросом, только в условиях которого шанс на работу, новый уровень социализации и жизни получают менее обеспеченные и социально защищённые члены общества (Krychevska, 2021b).

Утверждение новой стратегии монетарной политики ФРС пришлось на период пандемии. В ходе ГФК фискальные стимулы в США, как и в других развитых экономиках, оказались недостаточными. Так что ФРС снова готовилась максимально мобилизовать свой стимулирующий потенциал.

Согласно обновленной стратегии монетарной политики 2020 г. В выполнении части мандата, касающейся ценовой стабильности, в условиях "новой нормальности" ФРС перешла к так называемому гибкому таргетированию средней инфляции. Согласно этому подходу для предотвращения смещения инфляционных ожиданий ниже целевого уровня монетарный регулятор будет пытаться компенсировать прошлые невыполнения цели (но не превышения), позволяя инфляции оставаться "умеренно выше 2 % в течение некоторого времени". Дополнительную гибкость этой стратегии придавало то, что в документе не указывался ни период, за который будет усредняться уровень инфляции, ни числовое значение "умеренно выше 2 %", ни продолжительность "некоторого времени". Что касается второй части мандата, то стратегия 2020 г. предусматривает

более активный подход к обеспечению полной занятости: ФРС не будет усиливать политику в ответ на низкую или падающую безработицу, если только не появятся "признаки нежелательного роста инфляции" или другие риски, например, для финансовой стабильности¹.

Такой отказ от превентивных ударов по инфляции соответствовал агностическому подходу Дж. Павелла в условиях новой нормальности к определению естественного уровня безработицы (Powell, 2018). Чтобы превентивные удары по инфляции были своевременными и эффективными, необходима чёткая оценка естественного уровня безработицы. Но если эти оценки очень неточные, то не стоит ради них упускать возможность поддержать рынки труда и увеличить инклюзивность занятости. Поэтому, согласно новой стратегии, монетарная политика должна направляться на снижение безработицы, пока не проявятся признаки перегрева экономики. Личные прогнозы членов ФКВР относительно ставки по федеральным фондам, опубликованные в сентябре 2020 г. в Своде экономических прогнозов, свидетельствовали, что они не ожидали её повышения в ближайшие три года (Bernanke, 2022).

В июле 2021 г. в подобном направлении произошла и коррекция стратегии монетарной политики Европейского центрального банка (ЕЦБ). В предыдущей стратегии (принятой в 2003 г.), когда доминировало повышательное давление на инфляцию, цель ценовой стабильности была сформулирована как верхняя граница – "ниже, но около 2 %". После ГФК в еврозоне начали преобладать уже дефляционные циклические и структурные силы. Поэтому в обновлённой стратегии ЕЦБ отметил, что будет трактовать отклонения от цели в обе стороны как одинаково нежелательные. Более того, учитывая пребывание экономики еврозоны около нижнего эффективного предела процентных ставок, смещающего инфляционные ожидания вниз, для выхода из ловушки закрепления инфляционных ожиданий ниже целевого ориентира он заявил о готовности применять "особо решительные" меры, следствием которых может стать "переходный период, в течение которого инфляция будет умеренно превышать целевой показатель"².

Коронакризис, требуя адресности стимулов, наконец-то заставил ведущие экономики более активно применить фискальную политику и активизировал обсуждение её использования для достижения других социально-экономических целей, связанных с улучшением инфраструктуры, устойчивости производственных цепочек и социальной защиты (Krychevska, 2021a). В конечном итоге, в США совокупно размер стимулирующего фискального пакета администраций Д. Трампа и Дж. Байдена достиг 13 % ВВП (Summers, 2022).

Инфляция потребительских цен начала расти. Некоторые известные макроэкономисты, в том числе Л. Саммерс (Wolf, 2021a) и О. Бланшар (Wolf, 2021c), ранее рекомендовавшие более активное использование фискальной стимулирующей политики (Л. Саммерс – для выхода из

¹ Statement on Longer-Run Goals and Monetary Policy Strategy. Adopted effective January 24, 2012; as amended effective August 27, 2020. Board of Governors of the Federal Reserve System. URL:

https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/FOMC_LongerRunGoals_202008.pdf

² The ECB's monetary policy strategy statement. ECB. URL:

https://www.ecb.europa.eu/home/search/review/html/ecb.strategyreview_monpol_strategy_statement.en.html

вать с Великой инфляцией 1970-х, а в анализе её опыта искать уроки для современной макроэкономической политики. Присоединяясь к этим дискуссиям, мы попытаемся выделить условия, объединяющие и отличающие глобальную среду и природу шоков 1970-х и 2020 гг. с точки зрения масштабов потерь и сложности выбора монетарной политики.

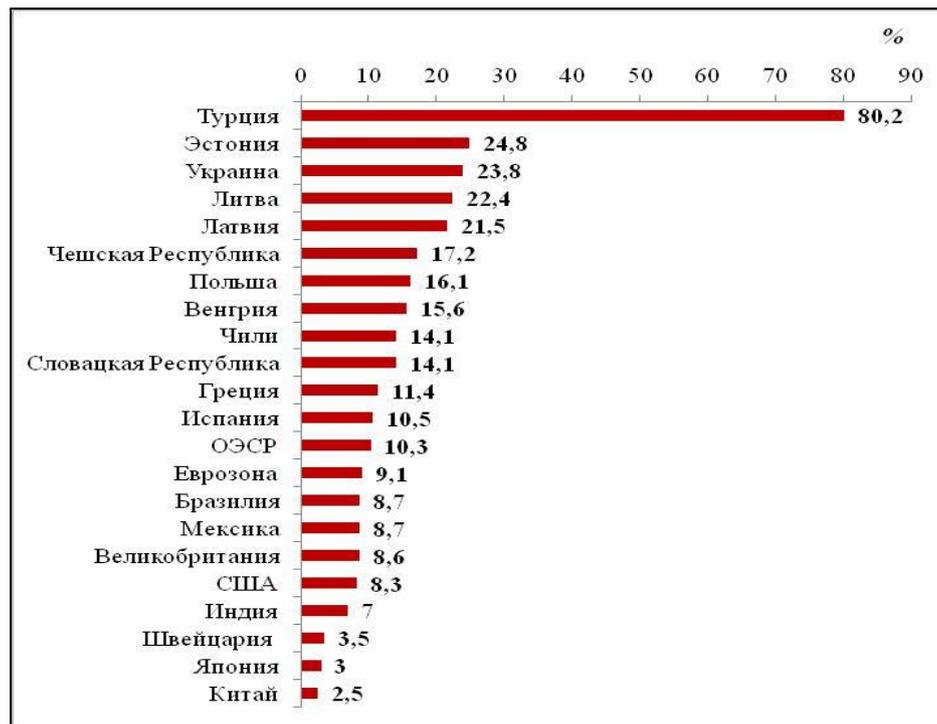


Рисунок 2. Инфляция потребительских цен в некоторых странах и группах стран, август 2022 г., в годовом измерении, %

Источник: построено по данным центральных банков, ОЭСР

Итак, *общими чертами* глобальной среды и природы стагфляционных угроз 2020-х и кризиса 1970-х являются следующие:

1. Рост инфляции явился результатом не только шоков предложения, но и чрезмерного стимулирования спроса в ведущих экономиках, и прежде всего США, с помощью экспансионистской фискальной и монетарной политики.

2. В преддверии обеих кризисов имели место слишком оптимистичные и инерционные оценки потенциальных и равновесных макроэкономических показателей.

3. Другие западные экономики проводили в основном похожую на американскую макроэкономическую политику, но должны были предпринимать дополнительные меры для противодействия последствиям масштабного фискально-монетарного стимулирования в США.

4. EMDE оказались очень уязвимыми к последствиям жёсткой антиинфляционной политики ведущих экономик.

Усугубляют современную ситуацию по сравнению с кризисом 1970-х гг. с точки зрения масштабов потерь и сложности выбора монетарной политики следующие условия:

1. *Глобальное и, вероятно, более длительное и глубокое влияние полномасштабного российского военного вторжения в Украину:*

а) тогдашний конфликт, обостривший проблему инфляции – арабо-израильская война 1973 г. – был коротким и длился всего 19 дней. Нынешняя кровопролитная и разрушительная война в Украине длится уже восемь месяцев, и конца её пока не видно (Ferguson, 2022);

б) более высокие угрозы третьей мировой войны, поскольку РФ рассматривает войну в Украине как борьбу с "коллективным Западом";

в) большие угрозы мировой безопасности, в том числе ядерные⁴, что усугубляет неопределённость;

г) широкомасштабные санкции против РФ как агрессора, усиливающиеся в ответ на убийства, пытки и депортацию тысяч мирного населения Украины, целенаправленное разрушение объектов критической инфраструктуры и другие преступления. Глобальные эффекты этих санкций обусловлены тем, что страна-агрессор является крупным экспортёром сырьевых товаров;

д) разрушение агрессором производственного и экспортного потенциала Украины и блокирование многих каналов международных перевозок;

е) усиление противостояния между двумя крупнейшими экономиками – США и Китаем;

ж) современный кризис повлечёт за собой перестройку глобальных производственно-сбытовых цепочек по критерию безопасности и устойчивости, что, особенно в краткосрочной перспективе, может привести к значительным дополнительным затратам и росту инфляции (Sidenko, 2021).

2. В отличие от шока предложения 1970-х годов, касающегося рынка нефти, *шоки предложения COVID-19 являются более разнообразными и непрозрачными*, а потому более неопределёнными (Reinhart, Graf von Luckner, 2022), а вторжение РФ в Украину поразило *более широкий круг энергоносителей*, что оставляет меньше пространства для перехода на более дешёвое топливо (Russia's Invasion, 2022). Также наблюдаются *большие масштабы роста цен на ненефтяные энергоносители, чем рост цен на нефть в 1970-х* (рис. 3). Процессы на рынке энергоносителей не являются временными шоками в чистом виде, а знаменуют *начало ускоренной перестройки системы энергоснабжения* под действием растущих геополитических угроз.

3. *Значительно более сложные глобальные цепочки поставок, усиливающие глобальную уязвимость к шокам*. Как отмечает Генеральный директор Банка международных расчётов (БМР) А. Карстенс, глобальные сети поставок, которые раньше почти автоматически приспосабливались к изменениям совокупного спроса, оказались гораздо менее устойчивыми, чем мы думали (Carstens, 2022). Во время пандемии казалось бы крепкие цепочки поставок были нарушены из-за сбоев в нескольких ключевых звеньях. Многие важнейшие материалы и комплектующие в

⁴ Закликаємо міжнародну спільноту покласти край російському ядерному тероризму. Заява Національної академії наук України. 10.08.2022. Национальная Академия наук Украины. URL:

<https://www.nas.gov.ua/UA/Messages/Pages/View.aspx?MessageID=9359>;

Ukraine: Press remarks by High Representative Josep Borrell in the UN on the latest escalation by Russia. September 21. 2022. *European Union External Action*. URL:

https://www.eeas.europa.eu/eeas/ukraine-press-remarks-high-representative-josep-borrell-un-latest-escalation-russia_en

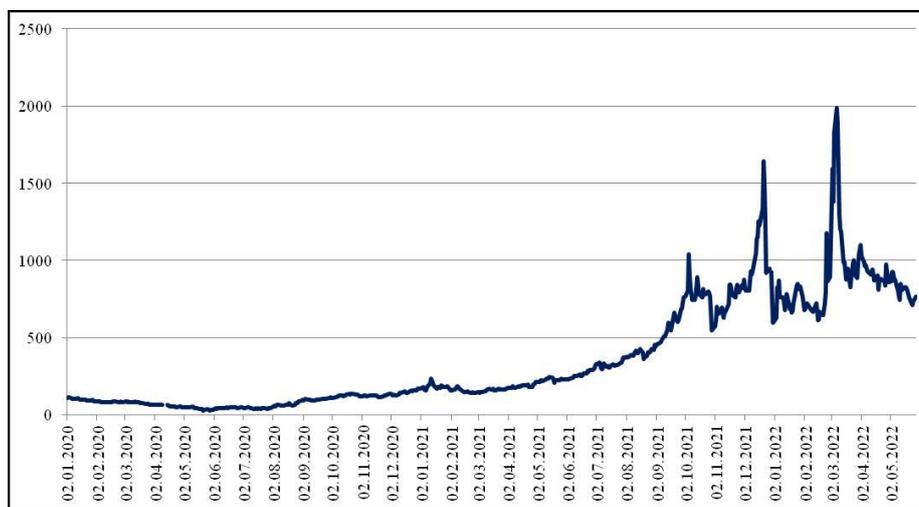


Рисунок 3. Цены на природный газ в Европе, 1 января 2020 года=100

Источник: данные BIS Annual Economic Report. 2022. 26 June.

современном мире, например полупроводниковые микросхемы, производятся лишь в нескольких странах, поражение которых пандемией ударило по ряду отраслей во всем мире. Ещё одним условием эффективности таких сложных производственно-сбытовых цепочек является эластичное предложение энергетических ресурсов, которое оказалось уязвимым к геополитическим угрозам.

4. *Более дифференцированные степени и природа уязвимости разных стран к современным шокам предложения, что порождает новые источники внешней нестабильности вследствие роста разрыва между процентными ставками и изменения обменных курсов.*

Во-первых, речь идёт о степени зависимости стран от импорта энергоносителей и, в частности, российских энергоносителей. США благодаря сланцевой революции в 2019 году впервые с 1952 г. стали нетто-экспортёром энергии (*The dollar is*, 2022). При этом ЕС в 2020 г. импортировала 57,5 % от объёма потребления энергоносителей (*Energy production*, 2022). В 2021 г. 39,2 % стоимости импорта газа и 24,8 % импорта нефти поступало из РФ. В четырёх членах ЕС – Болгарии, Словакии, Венгрии и Финляндии в 2021 г. на РФ приходилось более 75 % импорта нефти, и в десяти странах – Болгарии, Чешской Республике, Эстонии, Латвии, Венгрии, Австрии, Румынии, Словении, Словакии и Финляндии – более 75 % импорта газа (в Германии этот показатель составил 49%) (*EU imports*, 2022).

В отчёте ОЭСР за сентябрь 2022 г. наибольшим риском, который может ухудшить базовый сценарий развития глобальной экономики, названы более разрушительные последствия текущего и планируемого сокращения поставок энергоносителей из РФ в ЕС (*Paying the Price*, 2022).

Во-вторых, хотя рост инфляции и угроза её закрепления и самосушения являются общими для многих стран, *отличается соотношение составляющих спроса и предложения, а также внутренних и внешних факторов в инфляционном давлении.* В США рост инфляции обусловлен прежде всего перегревом экономики, в ЕС – ростом цен на энергоносители, а в странах EMDE – шоками цен на сырьевые товары (не только энер-

гоносители, но и на продукты питания, которые занимают значительно большую долю в потребительской корзине, чем в развитых экономиках) и изменениями обменных курсов, вызванными оттоками капитала в ответ на повышение процентных ставок центральными банками ведущих экономик. Это, *во-первых*, означает, что потери в экономической активности от жёсткой монетарной политики будут сильно отличаться. *Во-вторых*, существует высокая вероятность сохранения значительного разрыва между процентными ставками центральных банков ведущих экономик, что будет усиливать глобальную финансовую нестабильность и паническую реакцию финансовых рынков на действия национальных правительств (как это произошло в сентябре 2022 г. в Великобритании после объявления мини-бюджета, содержащего дорогостоящий план энергетических субсидий в сочетании со снижением налогов без оценок последствий и мер по сохранению устойчивости государственного долга).

Ещё одной особенностью еврозоны, влияющей на характер монетарной политики ЕЦБ и, как следствие, усложняющей реакцию монетарной политики на шоки предложения, является сочетание единой монетарной политики с национальными фискальными политиками. Это означает, что трансмиссия изменения процентных ставок ЕЦБ будет зависеть от базовых доходностей финансовых инструментов стран-членов, которыми являются доходности суверенных долговых бумаг. Последние особенно уязвимы к поведению инвесторов, которые могут легко перемещать свои средства из активов одной страны еврозоны в активы другой, при этом не принимая на себя валютные риски. С точки зрения единого европейского монетарного регулятора эта проблема получила название фрагментации монетарной среды. И. Шнабель определяет фрагментацию как внезапный разрыв связи между доходностью государственных суверенных долговых обязательств и фундаментальными показателями, который приводит к нелинейной и дестабилизирующей динамике. Она может возникать, когда из-за слишком высокой неопределённости рынкам трудно оценить риск, и премии за риск становятся неопределёнными (*Schnabel, 2022b*). Поэтому антиинфляционную политику ЕЦБ приходится совмещать с противодействием чрезмерному повышению доходностей государственных долговых бумаг более слабых членов еврозоны⁵.

5. Усиление глобальных последствий политики ФРС США вследствие большей глобальной интегрированности экономики и финансов, чем в 1970-х.

В современном мире долларовые активы становятся убежищем для инвесторов во время кризисов, даже вызванных самими США. За этим стоят не только ликвидный и ёмкий валютный рынок, свободное движение капитала, политическое устройство с действенной системой сдержек и противовесов (*Okoshi, 2021*), но и уверенность инвесторов в устойчивости экономического роста в США. В 2022 г. доллар США укрепляется по отношению к валютам других развитых стран, *во-первых*, из-за отставания их центральных банков от ФРС в повышении процентных ставок (учитывая отсутствие очевидных признаков перегрева экономик этих стран), а *во-вторых*, благодаря лучшим экономическим перспективам США из-за их меньшей уязвимости к энергетическим шокам, что привлекает инвесторов.

⁵ The Transmission Protection Instrument. ECB. Press Release. 2022. July 21. ECB. URL: <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2022/html/ecb.pr220721~973e6e7273.en.html>

Экспортёры из европейских стран не могут полностью воспользоваться полученными преимуществами в ценовой конкурентоспособности, поскольку страдают от проблем с энергоснабжением, вызванным российским вторжением в Украину и санкциями против государства-агрессора. К тому же рост курса доллара увеличивает расходы импортеров энергии, усиливая давление на цены.

Что касается EMDE, то, несмотря на более гибкие обменные курсы, чем в 1970-х, большие валютные резервы и меньшие валютные долги, чем на момент азиатского кризиса 1998 г., возможности для действительно независимой монетарной политики у них остаются ограниченными (*Reinhart, Graf von Luckner, 2022*). Они импортируют как инфляцию, так и рецессию (вынуждены проводить жёсткую макроэкономическую политику в ответ на политику развитых экономик даже в условиях слабой национальной экономики) из глобальных финансовых центров (см. также следующую часть статьи). Как показано в исследовании М. Обстфельда и Х. Чжоу, в течение 1999–2019 гг. шоки укрепления доллара к валютам других развитых экономик предшествовали падению объёма производства, инвестиций, потребления и государственных расходов, уменьшению внутреннего кредита и ухудшению других финансово-экономических показателей в группе из 26 экономик с формирующимися рынками (*Obstfeld, Zhou, 2022*).

Повышение процентных ставок центральными банками в ответ на политику других центральных банков для предотвращения чрезмерного обесценивания своей валюты превращается в валютную войну. Результатом, как отмечает М. Обстфельд, может стать *большее совокупное усиление монетарной политики, чем оправданное фундаментальными причинами, что угрожает глобальной экономике "историческим" замедлением* (*Global rate, 2022*).

Альтернативным способом защититься от растущего доллара являются валютные интервенции. Китай, Индия и Таиланд уже вынуждены вмешиваться в работу валютных рынков, чтобы ограничить падение национальных валют. Развитые экономики уже давно избегали этого инструмента, скептически оценивая его экономическую эффективность, но в условиях рекордного падения иены за более чем 20 лет правительство Японии впервые после азиатского кризиса 1998 г. осуществило интервенцию по выкупу иены, а Банк Кореи одалживает валютные резервы национальному пенсионному фонду, чтобы он покупал меньше долларов на открытом рынке (*Markets are reeling, 2022*).

Для скоординированных валютных интервенций наиболее развитых экономик, таких как Соглашение Плазы 1985 г., по мнению экспертов, пока нет предпосылок, существовавших в 1980-х. Тогда это соглашение стало возможным благодаря заинтересованности в нём самих США: всемирно известные американские производители, фермеры жаловались на потерю конкурентоспособности. На современном этапе этой потере конкурентоспособности пока противостоит промышленная политика Дж. Байдена, направленная на расширение внутреннего рынка (*Morgan, 2022*).

Фундаментальным условием прекращения укрепления доллара США станет сокращение разрыва в росте между США и другими развитыми экономиками. Вариант, когда это происходит за счёт "жёсткой посадки" (преодоления инфляции ценой рецессии) в США, не подходит, потому что синхронная рецессия во всех регионах усилит бегство инвесторов к доллару.

Чтобы остановить укрепление доллара, европейским странам следует сократить разрыв в ожидаемом экономическом росте (*Why the dollar*, 2022).

6. *Повышенная финансовая уязвимость и увеличение потерь от антиинфляционной монетарной политики из-за значительно более высоких уровней частной и государственной задолженности.* Как доля мирового ВВП, глобальный долг вырос с 200 % в 1999 г. до 350 % в июле 2022 г.⁶. В этой связи Н. Рубини считает, что "мы движемся к сочетанию стагфляции в стиле 1970-х и долговых кризисов в стиле 2008 г., то есть к *стагфляционному долговому кризису*" (*Roubini*, 2022). В этой ситуации экономическое бремя жёсткой монетарной политики растёт, что, по мнению Н. Рубини, может способствовать преждевременному сворачиванию усиления монетарной политики и наступлению длительного периода высокой инфляции и слабого роста. Н. Фергюсон добавляет, что "выбраться из-под этой долговой горы" будет ещё сложнее, учитывая значительно более медленный рост производительности труда, чем было в 1970-х (*Ferguson*, 2022). EMDE находятся в особо уязвимом положении, но и финансовые системы развитых экономик не застрахованы от кризисов, особенно ввиду того, что они всё меньше опираются на банки и больше на волатильные рынки и на технологии, а система финансирования фирм становится всё более сложной и менее прозрачной. (*A new macroeconomic*, 2022).

7. *Усиление экономического и политического противостояния между двумя крупнейшими экономиками – США и Китаем, а также обострение внутренних экономических проблем в Китае* (кризис на рынке недвижимости и в секторе строительства, замедление экономического роста вследствие жёсткой политики "нулевого COVID"). Риск консервации экономических просчётов несёт в себе отказ Си Цзиньпина от ограничений сроков пребывания в должности генерального секретаря Коммунистической партии, введённых прагматиком Дэн Сяопином.

Более благоприятными характеристиками современной ситуации по сравнению с Великой инфляцией 1970-х с точки зрения вероятных потерь и сложности выбора монетарной политики являются:

1. *Инфляционные ожидания ещё не стали таким мощным инфляционным фактором*, как тогда:

а) *современный эпизод инфляции относительно непродолжителен*, тогда как на момент начала активной антиинфляционной политики в конце 1970-х в большинстве ведущих экономик инфляция оставалась повышенной и устойчивой около десяти лет;

б) *современные центральные банки имеют значительно более чёткие институциональные обязательства по борьбе с инфляцией* (независимый статус монетарных регуляторов, закреплённая в большинстве законов о центральных банках приоритетность цели стабильности цен среди целей монетарной политики, режим инфляционного таргетирования, постоянно держащий общественность и финансовые рынки в курсе динамики инфляции и реакции на неё центрального банка). В 1970-х в большинстве стран, кроме Германии и Швейцарии, ни один государственный орган не желал брать на себя ответственность за потери, связанные с антиинфляционной политикой,

⁶ Campos R. Slowing growth exacerbates debt strains, corporate bankruptcies loom – IIF. *Reuters*. 2022. September 14. URL: <https://www.reuters.com/markets/europe/slowing-growth-exacerbates-debt-strains-corporate-bankruptcies-loom-iif-2022-09-14/>

а после краха международной Бреттон-Вудской валютной системы во многих странах цели и даже инструменты монетарной политики были плохо определены (*Old challenges*, 2022). Сегодня отсрочка антиинфляционной монетарной политики возможна, но не на десятилетие.

2. *Более гибкие экономики* – значительно меньший государственный контроль за ценами и меньший охват работников коллективными договорами, чем в 1970-х (*Global Stagflation*, 2022. P. 63).

3. *Большие валютные резервы и меньшая валютная задолженность в ряде стран EMDE*. Если в 1998 г. мировые международные резервы составляли 5% мирового ВВП, то в 2020 г. – уже 15 %, или 13 трлн долл. Падение доходности облигаций в развитых экономиках после ГФК, часто до отрицательных значений, заставило инвесторов искать прибыли в странах EMDE, тем более что большинство из них перешли к политике бюджетной дисциплины и низкой инфляции. Это позволило многим EMDE перевести значительную часть суверенных долгов в национальную валюту (*Emerging markets*, 2022).

4. *Большая энергоэффективность современной экономики*.

Особенности и обоснование антиинфляционной монетарной политики в 2020-х

Экономики с формирующимися рынками. Центральные банки экономик с формирующимися рынками в ответ на рост инфляции вынуждены были первыми начать сворачивание монетарных стимулов, введённых во время пандемии: в Бразилии с марта 2021 г. по сентябрь 2022 г. процентная ставка повышена с 2 до 13,75 %; в Чили с июля 2021 г. по сентябрь 2022 г. – с 0,5 до 10,75 %, в Мексике с июня 2021 г. по сентябрь 2022 г. – с 4 до 8,5 %; в Польше с октября 2021 г. по сентябрь 2022 г. – с 0,1 до 6,75 %; в Чехии с июня 2021 г. по сентябрь 2022 г. – с 0,25 до 7 %; в Венгрии с июня 2021 г. по сентябрь 2022 г. – с 0,6 до 11,75 %; в Украине с марта 2021 г. до полномасштабного военного вторжения РФ в Украину в феврале 2022 г. – с 6 до 10 %, а в июне 2022 г. – до 25 %.

Как показывает анализ МВФ, всплеск инфляции в этой группе стран связан не с поддержкой экономики в разогретом состоянии в течение длительного времени и не с игнорированием монетарной политикой влияний на инфляцию шоков предложения, а с внешними шоками, большей долей товаров в потребительских корзинах и снижением потенциального объёма производства на фоне восстановления спроса после отмены локдаунов (*Gopinath*, 2022). Даже в конце 2021 г. только 28 % стран со средним уровнем дохода и 23 % стран с низким уровнем дохода вернулись к допандемическим уровням дохода на душу населения (2019 г.) (*Reinhart, Graf von Luckner*, 2022). Кроме того, представленные в Отчёте о мировых экономических перспективах МВФ пятилетние прогнозы объёма производства гораздо ниже допандемических трендов для экономик с формирующимися рынками, чем для развитых экономик, то есть пандемия стала большим структурным сдвигом для этих стран (*War Sets*, 2022).

Несмотря на это всё, центральные банки в экономиках с формирующимися рынками гораздо быстрее и мощнее реагировали на растущее инфляционное давление, в том числе, и для предотвращения бегства капитала.

По оценкам МВФ, обесценивание на 10 п. п. валют стран с формирующимися рынками по отношению к доллару США приводит к повышению уровня цен примерно на 2 п. п., что в несколько раз больше, чем в странах

с развитой экономикой. Более высокий эффект переноса обменного курса на инфляцию означает, что центральные банки экономик с формирующимися рынками вынуждены более агрессивно повышать процентные ставки, чтобы сдерживать инфляционное давление. Так что обесценение валюты, вероятно, будет иметь ограничивающее влияние на экономику: стимул от роста чистого экспорта (который будет действовать в краткосрочной перспективе в основном за счёт сокращения импорта) с лихвой компенсируется падением внутреннего спроса. Влияние шока цен на нефть на инфляцию также гораздо сильнее для стран с формирующимися рынками, чем для стран с развитой экономикой (Gopinath, 2022).

Все эти характерные проблемы монетарной политики в экономиках с формирующимися рынками присущи и Украине. Уже в преддверии полномасштабного российского военного вторжения, в условиях максимального напряжения геополитической ситуации, в январе 2022 г. Национальный банк Украины (НБУ) повысил учётную ставку на 1 п. п., а также высказывались предложения по её повышению на 2 или 3 п. п. Основной целью монетарного сжатия было прекратить действие девальвационного фактора на инфляцию, активизировавшегося в результате вывода иностранными инвесторами капиталов из государственных ценных бумаг Украины в условиях роста угрозы российского военного вторжения в Украину и ожиданий повышения процентной ставки ФРС. Следовательно, повышение учётной ставки НБУ должно было увеличить дифференциал между процентными ставками в гривне и иностранных валютах, причём желательно опередить в этом другие экономики с формирующимися рынками⁷.

Через три месяца после полномасштабного российского военного вторжения украинский монетарный регулятор повысил учётную ставку сразу на 15 п. п. – с 10 до 25 % годовых. Целью такого шага было увеличить привлекательность гривневых активов во избежание усиления девальвационного давления и потери ресурса финансовой системой в условиях отрицательной реальной доходности гривневых финансовых инструментов (рис. 4), а также сдерживать инфляцию спроса путём ограничения эмиссионного финансирования дефицита бюджета за счёт увеличения спроса на государственные долговые обязательства благодаря росту их доходности.

Безусловно, в условиях военного положения действует особая логика макроэкономической корректировки. Первичной целью как фискальной, так и монетарной политики становится обеспечение финансирования расходов на оборону, безопасность и социальные нужды. Одновременно монетарная политика разделяет с фискальной и цель сохранения макрофинансовой стабильности (Skrypnuchenko, 2022). В Украине значительная часть производственного потенциала и инфраструктуры разрушена в результате российского вторжения, уровень безработицы по оценкам НБУ в июле 2022 г. достиг 35 % (Inflation Report, 2022. P. 29), но часть территории страны почти не разрушена, НБУ удалось сохранить функционирующую банковскую систему, которая имеет значительный запас ликвидности. При этом за семь месяцев 2022 г., по расчётам Т. Богдан, чистое внутреннее финансирование дефицита за исключением монетизации дефицита НБУ было отрицательным и составило -87,7 млрд грн (Bohdan, 2022).

⁷ Підсумки дискусії членів Комітету з монетарної політики Національного банку щодо рівня облікової ставки 19 січня 2022 року. *Національний банк України*. URL: <https://bank.gov.ua/ua/news/all/pidsumki-diskusiyi-chleniv-komitetu-z-monetarnoyi-politiki-natsionalnogo-banku-schodo-rivnya-oblikovoyi-stavki-19-sichnya-2022-roku>

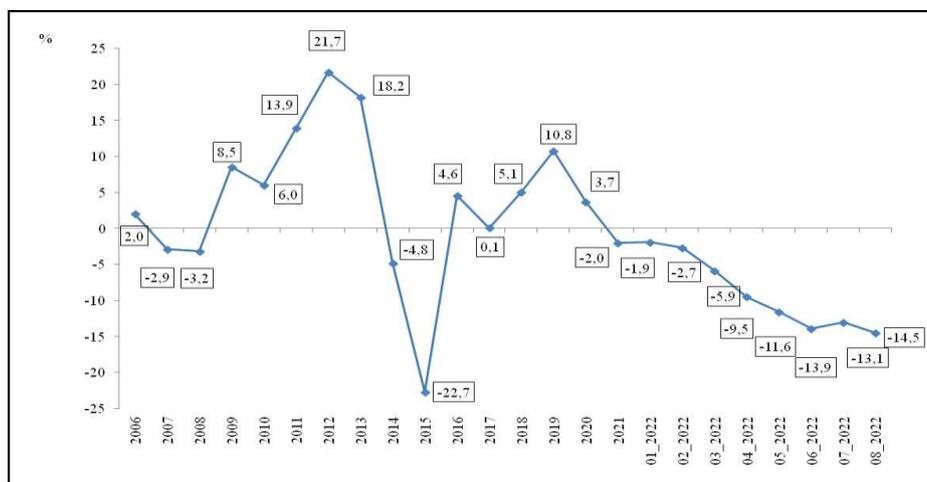


Рисунок 4. Реальная (ex post) средневзвешенная процентная ставка по банковским срочным депозитам физических лиц в национальной валюте в Украине, %

Источник: рассчитано по данным НБУ

Как отмечено в исследовании CEPR, в Украине в условиях затяжной войны внутренняя экономика должна обеспечивать гораздо большую долю ресурсов для финансирования обороны страны (Becker et al., 2022). Иначе финансирование дефицита только исключительно за счёт внешней помощи и сеньоража чревато стремительным ростом инфляции. Повышение учётной ставки НБУ стало попыткой с помощью единого инструмента оперативно отреагировать на комплекс институциональных проблем, связанных с долларизацией, недостаточным развитием институтов и инструментов финансового рынка, что ограничивает широкий спрос на государственные долговые бумаги, структурным избытком и крайне неравномерным распределением ликвидности в банковской системе, что снижает чувствительность ставок по депозитам физических лиц к повышению учётной ставки НБУ (в конце июня 2022 г. в четырёх государственных банках хранилось 59,3 % депозитов физических лиц (в том числе 35,4 % в Приватбанке) (Banking sector, 2022) .

Развитые экономики. Центральные банки развитых экономик довольно долго не реагировали на превышение инфляцией целевых ориентиров, будучи уверенными в достаточной эластичности глобальных цепочек поставок и закреплении инфляционных ожиданий.

В США инфляция растёт в значительной степени вследствие перегрева экономики, на что указывает чрезвычайно низкий уровень безработицы и высокий коэффициент соотношения вакансий и безработных.

В Великобритании, как и в США, высокая инфляция сочетается с достаточно низким уровнем безработицы, впрочем, страна после ГФК на 25 % отстаёт от США по ВВП на душу населения и занимает предпоследнее место в G7 по темпам роста производительности труда (Low economic, 2022).

Еврозона, по словам президента ЕЦБ К. Лагард, "столкнулась с другим зверем" – инфляцией, вызванной прежде всего ростом цен на энергоносители⁸.

⁸ Transcript: Christine Lagarde on "Face the Nation". CBS News. 2022. April 24. URL: <https://www.cbsnews.com/news/christine-lagarde-transcript-face-the-nation-04-24-2022/>
ISSN 1811-3133. Экономическая теория. 2022. № 3

Банк Англии начал усиление монетарной политики в декабре 2021 г. (к концу сентября 2022 г. процентная ставка была повышена с 0,25 до 2,25 %). Другие центральные банки этой группы перешли к жёсткой монетарной политике уже после полномасштабного военного вторжения РФ в Украину: ФРС США в марте 2022 г. (целевая ставка по федеральным резервным фондам повышена с 0–0,25 % до 3,25–3,5 % на конец сентября 2022 г.); Банк Канады в марте 2022 г. (с 0,25 % до 3,25 % по состоянию на конец сентября 2022 г.); ЕЦБ в июле 2022 г. (с 0 до 1,25 % на конец сентября 2022 г.). ФРС с июня 2022 г. также начала сокращение запасов казначейских ценных бумаг и ценных бумаг, обеспеченных ипотекой и бумаг ипотечных агентств, а Банк Англии в августе 2022 г. объявил о начале в октябре 2022 г. продажи части его портфеля государственных облигаций.

Банк Японии в условиях незначительного повышения цен (в августе 2022 г. общая потребительская инфляция составила 3 % в годовом измерении (см. рис. 2)), а инфляция за исключением энергии и сырых продуктов питания – только 1,6 % в годовом измерении по сравнению с 7,2 % в среднем по странам ОЭСР (*Japan's monetary*, 2022), несмотря на возвращение во втором квартале 2022 г. на допандемический объём производства и рост экономики темпами выше потенциальных, учитывая значительную неопределённость, связанную с внешнеэкономической ситуацией и развитием COVID-19, по состоянию на конец сентября 2022 г. сохраняет контроль над кривой доходности и сверхнизкие процентные ставки⁹.

Почему центральные банки большинства ведущих экономик перешли от политики игнорирования или очень слабой реакции на шоки предложения к радикальному усилению монетарной политики?

Первая причина – это настолько высокая степень неопределённости относительно характера и продолжительности шоков относительноных цен (неопределёнными являются как продолжительность, характер и последствия развязанной РФ войны; так и масштаб и характер тектонических сдвигов в экономических альянсах и логике построения производственно-сбытовых цепочек, вызванных войной), *что возникает угроза укоренения инфляции и изменения поведения субъектов ценообразования*. Как отмечает член Исполнительного совета ЕЦБ И. Шнабель, если инфляция сохраняется достаточно долго, чтобы приобрести самоусиливающийся характер, центральный банк должен действовать решительно, независимо от того, вызвана ли инфляция спросом или предложением (*Schnabel*, 2022a). Инфляционное давление в развитых экономиках приобретает всё более широкий масштаб по мере того, как происходит перенос более высокой стоимости энергоносителей, транспортировки и других расходов на цены и охватывает всё больше компонентов потребительской корзины.

БМР обосновывает, что периоды высокой и низкой инфляции сильно отличаются способностью инфляции к самостабилизации и реакцией фирм и работников на изменение относительных цен. Различные товары и услуги имеют разную скорость корректировки. Очень частые изменения цен в ответ на изменение некоторых относительных цен не обязательно должны быть оптимальными, особенно при наличии долгосрочных отношений между покупателями и продавцами (номинальная жёсткость). Поэтому цены на сырьевые товары гораздо изменчивее, чем на промыш-

⁹ Statement on Monetary Policy. 2022. September 22. *Bank of Japan*. URL: https://www.boj.or.jp/en/announcements/release_2022/k220922a.pdf

ленные товары и, тем более, услуги. Когда инфляция закрепляется на низком уровне, она отражает в основном изменения отраслевых цен и проявляет определённую способность к самостабилизации. Изменения общей инфляции становятся менее чувствительными к шокам относительных цен, а динамика заработной платы и цен – менее тесно связанными. Снижение волатильности инфляции при её низких уровнях связано не с понижением волатильности отдельных цен, а с уменьшением корреляции меж ними. Это лучше всего иллюстрируется индексом цен личных потребительских расходов в США, для которых есть длинные временные ряды очень подробных данных. Общий компонент объясняет большую долю общей дисперсии инфляции до середины 1980-х гг., что соответствует периоду, когда инфляция была высокой, а впоследствии его вклад становится незначительным (*Inflation: a look*, 2022).

По мере роста инфляции она, естественно, становится всё более важным фактором для экономических агентов и вызывает изменения в поведении, которые, как правило, закрепляют инфляцию, влияя на динамику заработной платы и цен.

Монетарная политика, отмечает БМР, играет ключевую роль в установлении и закреплении режима низкой инфляции и предотвращении перехода к режиму высокой инфляции. После установления режима низкой инфляции монетарная политика может быть более гибкой и допускать более устойчивые, хотя и умеренные, отклонения инфляции от целевых показателей. В то же время, она должна гарантировать, что режим не будет поставлен под угрозу.

Второй причиной перехода развитых экономик от игнорирования шоков предложения к быстрому усилению монетарной политики стала *угроза доверия к их центральным банкам*. Внесённые в 2020 г. изменения в стратегии ФРС и ЕЦБ, о которых говорилось выше, при всей их оправданности в условиях того времени, *вместе с введением мощных фискальных стимулов представляют собой очень серьёзное изменение в режиме макроэкономической политики, и в сочетании с ростом инфляции, независимо от его источников, могут очень сильно дестабилизировать инфляционные ожидания*.

Третья причина – запоздалая реакция центральных банков может привести к увеличению потерь производства и занятости от антиинфляционной политики, как это было в 1980-х. Именно это подчёркивал Председатель Совета Управляющих ФРС Дж. Павелл на конференции в Джексон Хоуле в 2022 г., оценивая уроки 1970-х (*Powell*, 2022).

И. Шнабель называет три фактора, которые в современных условиях повышают экономические потери от запоздалой антиинфляционной политики центральных банков в ведущих экономиках по сравнению с ситуацией 1970–1980-х годов. *Первый* – это уменьшение чувствительности экономик к процентным ставкам, из-за чего для желаемого снижения инфляции понадобится большее изъятие монетарных стимулов. Частично И. Шнабель связывает это с ростом роли нематериального капитала: в США его доля в общем объёме инвестиций выросла в три раза с 1980 г., а в еврозоне – с примерно 12 % в 1995 г. до 23 % на современном этапе. Фирмы с большим объёмом нематериальных активов являются скорее субъектами сбережений, чем заёмщиками, поскольку нематериальные активы труднее мобилизовать как залог для банковского кредитования, что делает стоимость кредита для них менее важной. Эти эффекты усиливаются структурным сдвигом в сторону

услуг, которые, как правило, меньше реагируют на монетарную политику, чем более капиталоемкие сектора. *Второй фактор* – это более пологая кривая Филлипса, которая до пандемии означала, что центральные банки могут допустить значительный рост производства и занятости без усиления инфляционного давления, а сегодня означает, что снижение высокой закрепившейся инфляции потребует более глубокого сокращения экономической активности. *Третий* – глобализация, благодаря которой для установления цен сегодня большее значение имеет глобальное, а не внутреннее отклонение от потенциального объема производства, что уменьшает чувствительность экономики к изменениям внутренней процентной ставки (Schnabel, 2022a).

Начав цикл монетарного усиления, ФРС, Банк Англии и ЕЦБ повышают процентные ставки темпами, значительно более высокими, чем это делалось в течение нескольких последних десятилетий. Это, *во-первых*, даёт им возможность укрепить доверие к себе после отставания в реакции на инфляцию, а *во-вторых*, ослабление роста может усложнить повышение ставок в ближайшем будущем¹⁰.

В условиях высоких темпов инфляции реальные процентные ставки по инструментам большинства центральных банков в августе 2022 г. ещё оставались отрицательными, но ограничительное действие жёсткой монетарной политики на большинство экономик уже ощущается. Это означает, что выход на положительную реальную процентную ставку не самоцель, а монетарная политика калибруется в соответствии с влиянием на экономику (рис. 5).

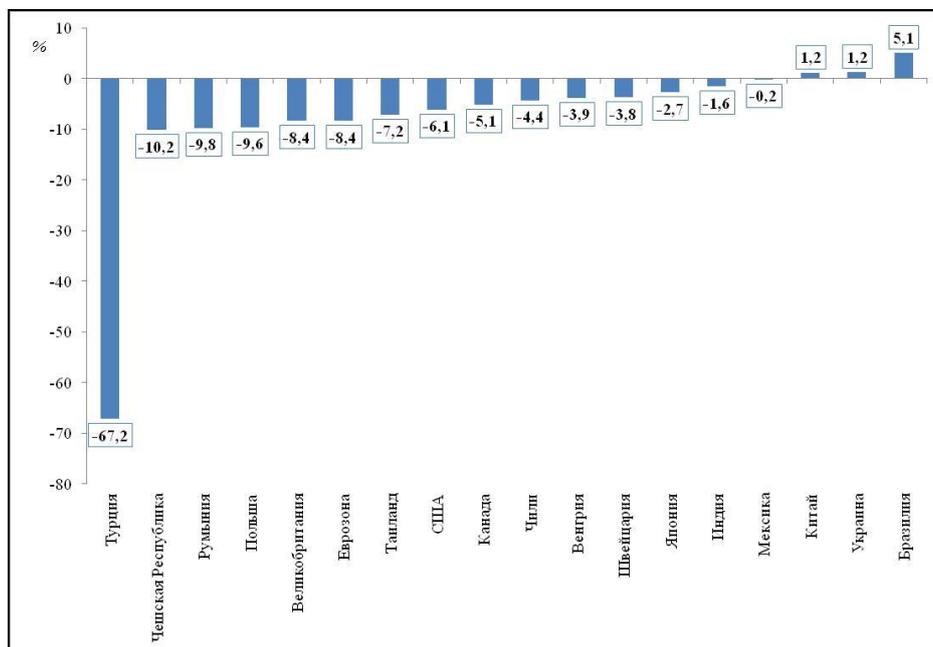


Рисунок 5. Реальная процентная ставка по операциям центральных банков, ex post, август 2022 г., %

Источник: рассчитано по данным центральных банков

¹⁰ Central banks must remain resolute in tackling inflation US Federal Reserve and Bank of England should stay the course on rate rises. The Editorial Board. *Financial Times*. 2022. September 20. URL: <https://www.ft.com/content/7b9e3f7f-df95-429c-a780-c8ecf3578c27>

Будущее монетарной политики: уроки Великой инфляции 1970-х, пандемии и глобальных влияний российского полномасштабного военного вторжения в Украину. Несмотря на уникальность и экзогенность нефтяных шоков 1970-х, пандемии и полномасштабной войны РФ против Украины, все эти кризисы заставляют пересмотреть подходы к проведению макроэкономической политики, влияющие на уязвимость национальных и глобальной экономики к таким шокам.

Урок 1. Для предотвращения формирования проинфляционного поведения экономических агентов необходима решительная антиинфляционная политика. В узком смысле, ключевым уроком Великой инфляции, который взяли на вооружение центральные банки ведущих экономик в противостоянии современным вызовам, стала необходимость применять решительную и упреждающую антиинфляционную монетарную политику, чтобы предотвратить закрепление проинфляционного поведения экономических агентов, которая будет требовать более жёсткой политики в будущем, а значит, больших потерь экономической активности. Практически это означает отказ от сворачивания жёсткой политики в случае появления признаков рецессии, пока проблема инфляции не будет решена – как говорит Глава ФРС Дж. Павелл, "мы должны продолжать это делать, пока работа не будет выполнена" (Powell, 2022). Ценой промедления и, как следствие, вынужденной более жёсткой монетарной политики ведущих экономик в будущем становится также рост угрозы финансовых кризисов в странах EMDE (*Global Stagflation*, 2022. P. 64). Как отмечает Л. Саммерс, это не означает отрицания ценности тесного рынка труда или буквальный выбор между инфляцией и безработицей, а выбор такой политики, которая минимизировала бы безработицу за определённый промежуток времени (Wolf, 2022b).

Урок 2. Современная модель институциональной независимости центрального банка не является основанием для независимой оптимизации двух чрезвычайно тесно связанных инструментов макроэкономического регулирования – монетарной и фискальной политики. Закрепление инфляционных ожиданий, а тем более сохранение "спокойствия" на финансовых рынках, требует целенаправленного обеспечения доверия как к монетарной, так и к фискальной политике. При этом обеспечение доверия к фискальной политике не обязательно означает проведение политики "малого государства", а скорее коммуникацию стратегии сохранения устойчивости государственного долга, целей и логики масштабных фискальных мероприятий. В 2010-х развитие экономики совмещали сдержанную фискальную политику с мягкой монетарной политикой. Но в 2020-х наблюдаются признаки перехода стран богатого мира к модели "большого государства". Вероятными направлениями увеличения государственных расходов будут расходы на оборону; на энергетическую безопасность и декарбонизацию; социальные расходы, связанные со старением населения и защитой уязвимых домохозяйств от удорожания энергоносителей; расходы на промышленную политику с учётом растущей геополитической напряжённости. В апреле 2022 г. МВФ насчитал 94 страны, которые за счёт бюджетных средств помогали домохозяйствам и компаниям справиться с более высокими ценами на энергоносители (*The inflation problem*, 2022). Германия национализировала Uniper, своего крупнейшего импортёра газа, и тратит 5,2 % ВВП на "щит экономической защиты", включая субсидии, которые снизят цены

на газ. Франция ограничивает цены на энергоносители и национализировала энергетический гигант EDF. По данным IMF Fiscal Monitor, валовой государственный долг развитых экономик вырос с 71,7 % ВВП в 2007 г. до 119,8 % ВВП в 2021 г.

Так что в развитых экономиках вероятно сочетание мягкой фискальной политики с жёсткой монетарной (*Inflation and rising*, 2022). Чем больше растут долги – государственные и частные, тем большую цену в виде уменьшения экономической активности заплатит экономика за стабилизацию инфляции путём повышения процентных ставок монетарным регулятором. Один из докладов на Международном экономическом симпозиуме в Джексон Хоуле в 2022 г. был посвящён роли фискальной политики в стабилизации инфляции. Как выяснилось, проблема остаётся актуальной даже в условиях независимого центрального банка. Ещё в 1981 г. Т. Сарджент и Н. Уоллес в статье под названием "Неприятная монетаристская арифметика" показали, что если правительство не проводит политику стабилизации государственного долга в среднесрочной перспективе, то повышение центральным банком процентных ставок приводит к росту, а не к снижению инфляции, поскольку оно просто побуждает правительства одалживать больше, чтобы уплатить растущие расходы на обслуживание долга (*Sargent, Wallace*, 1981). Кроме того, давление на инфляцию происходит и за счёт сокращения деловой активности в результате жёсткой монетарной политики, что увеличивает соотношение долга к ВВП. Авторы представленного в Джексон Хоуле в 2022 г. исследования – Ф. Бьянки и Л. Мелоси рассчитали, что только половина скачка инфляции после введения Американского плана спасения – пакета стимулов для противодействия COVID-19 – обусловлена шоками предложения и действительно может считаться временной. Остаток прироста инфляции, по их оценкам, является трендовым компонентом инфляции, связанным с изменением в ожиданиях относительно будущего сочетания монетарной и фискальной политики, а не изменением доверия только к монетарной антиинфляционной политике (*Bianchi, Melosi*, 2022). Этот вывод соответствует идее Т. Сарджента из "Письма другому бразильскому министру финансов": "Устойчивая и высокая инфляция является всегда и повсюду фискальным феноменом, в котором центральный банк является монетарным соучастником" (*Sargent*, 2013).

Поэтому Ф. Бьянки и Л. Мелоси предостерегают, что повышение процентных ставок в США без фискальной политики с чётким планом стабилизации государственного долга не только не позволит полностью преодолеть рост инфляции, но может привести к фискальной стагфляции. МВФ также отмечает, что хотя приоритетом фискальной политики для всех стран в условиях современного кризиса является облегчение бремени кризиса роста стоимости жизни для наиболее уязвимых групп населения, ее общая позиция должна быть достаточно жёсткой, чтобы достичь целей монетарной политики по возврату ценовой стабильности (*Countering the Cost-of-Living*, 2022. P. XVI).

Урок 3. Следует пересмотреть модель совокупного предложения (отказаться от предположения об абсолютной эластичности совокупного предложения в мире глобализации и технологического прогресса; учитывать ограничения производственных мощностей и разные скорости корректировки цен на отраслевом уровне) и методы оценки и прогнозирования потенциальных и

равновесных величин, на которые опирается макроэкономическая политика. Как отмечает А. Карстенс, благодаря благоприятным "попутным ветрам" со стороны совокупного предложения за последние несколько десятилетий мы привыкли смотреть на экономику преимущественно сквозь призму совокупного спроса. Эти "попутные ветры": относительно стабильная геополитическая среда, технологический прогресс, глобализация и благоприятная демография в течение трёх десятилетий до пандемии способствовали ослаблению связи между внутренней экономической активностью в странах и инфляцией, и обеспечивали быстрое приспособление совокупного предложения к изменениям спроса. Но и эта модель глобальной экономики со временем начала истощаться. Первым признаком стал спад в росте производительности. В развитых экономиках динамика производительности начала падать в конце 1990-х и не восстановилась после ГФК. В странах с формирующейся рыночной экономикой обвал в динамике производительности произошёл после ГФК, а в течение прошлого десятилетия начал стихать импульс от перемещения ресурсов из сельского хозяйства в более производительную промышленность. Утрачивая ту поддержку, которую мог бы обеспечить быстрый рост производительности, экономики до 2008 г. полагались на другие источники роста: расширение финансовой системы и рост долга. После ГФК для поддержки экономики потребовалось всё большее количество стимулов от монетарной и фискальной политики. Российское полномасштабное военное вторжение в Украину поставило под угрозу энергетическую и продовольственную безопасность в мире и ускорило перестройку геополитических альянсов. Как следствие, доступ к глобальным производственным сетям и международным финансовым рынкам больше нельзя воспринимать как надлежащий (Carstens, 2022).

Г. Гопинат, первый заместитель Директора-распорядителя МВФ, отмечает, что необходима коррекция макроэкономических моделей в части использования альтернативных показателей резерва мощностей экономики, таких как отношение вакансий к безработным, лучше отражающим напряжённость на рынке труда, а также усовершенствование моделей совокупного предложения за счёт более активного использования секторальных моделей, учитывающих ограничение мощности и разные скорости корректировки цен на отраслевом уровне (Gopinath, 2022).

К. Рогофф в условиях действия мощных антиглобализационных сил советует отказаться от предположения о том, что эра сверхнизких равновесных процентных ставок в мире надолго, и от "максималистской макроэкономической политики", которая, опираясь на это предположение, пыталась расширить круг целей монетарной политики (инклюзивная занятость, цены на жильё, предотвращение изменения климата) и призывала к более активной фискальной политике, пока средние темпы роста выше средних процентных ставок (Rogoff, 2022).

Урок 4. Необходимо усиление политики государств по стимулированию совокупного предложения, что, в частности, ограничит давление на монетарную политику. Промедление с такими мерами продлевает продолжительность жёсткой монетарной политики, что снижает потенциал экономики. В современных условиях, по мнению А. Карстенса, монетарная политика должна сосредоточиться на поддержании стабильно низкого уровня инфляции, а фискальные

ресурсы следует направить на преодоление ограничений совокупного предложения (Carstens, 2022).

Дж. Стиглиц и Д. Бейкер доказывают, что значительно большую роль в борьбе с инфляцией на современном этапе должны играть именно правительства. Учёные отмечают, что последствия современных потрясений были усилены политической и экономической философией, которая ставит во главу угла корпоративные интересы и "рыночные" решения. Поэтому необходима "государственная политика, направленная на ограничение концентрации рыночной власти, побуждение к большей диверсификации, более долгосрочному мышлению (через налоговые системы и законы о корпоративном управлении) и к промышленным стратегиям, которые признают важность границ и реальные риски, с которыми мы сталкиваемся". Два других предложенных учёными комплекса мероприятий касаются решения проблем предложения на отдельных рынках (предложения рабочей силы, энергоносителей и др.) и распределения (помощь тем, кто больше всего страдает от инфляции – за счёт, скажем, увеличения налогообложения сверхприбылей). В то же время жёсткая монетарная политика, по мнению Дж. Стиглица и Д. Бейкера, удорожая инвестиции, может даже препятствовать эффективной реакции на проблемы со стороны предложения" (Stiglitz, Baker, 2022).

Урок 5. Необходимо адаптировать стратегию, коммуникацию и инструментарий монетарной политики к условиям радикальной неопределённости. Бывший председатель Банка Англии М. Кинг обвиняет центральные банки в чрезмерной уверенности в своей способности управлять ожиданиями и способности ожиданий управлять инфляцией. Рынки осуществляют оценку будущей траектории процентной ставки, вводя своё видение эволюции экономики в функцию реакции центрального банка. Их нарратив о том, куда движется экономика, может значительно отличаться от нарратива центрального банка, и это естественно и полезно – отмечает М. Кинг. Политика заявлений о намерениях (forward guidance), объединяющая функцию реакции монетарной политики с нарративом центрального банка, по его мнению, опасна именно потому, что она ослабляет влияние дебатов об экономике и переключает внимание рынка на квазиобязательства центральных банков относительно будущей траектории процентных ставок (King, 2022). Эксперимент, проведённый Л. Саммерсом, демонстрирует сложность отражения структурных изменений в макроэкономических моделях. Он с помощью большой динамической стохастической модели ФРС FRB/US оценил влияние на инфляцию ежегодного увеличения дефицита бюджета на 10 % ВВП в течение семи лет и получил рост только на 70 п. п.¹¹.

По мнению М. Кинга, "в мире радикальной неопределённости Святая Троица включает нарратив об изменении структуры экономики, который объясняется ясно и прозрачно; процесс, с помощью которого доминирующий нарратив может быть поставлен под сомнение; и эвристику для разработки политики, устойчивой к многочисленным неожиданностям экономического климата" (King, 2022).

¹¹ Transcript: The Path Forward: The U.S. Economy with Lawrence H. Summers. Washington Post Live. 2022. May 31. *The Washington Post*. URL: <https://www.washingtonpost.com/washington-post-live/2022/05/31/transcript-path-forward-us-economy-with-lawrence-h-summers/>

Урок 6. Следует более широко рассматривать концепцию независимости монетарной политики в EMDE с малой открытой экономикой: системы гибкого курсообразования, значительных валютных резервов и жёсткой фискальной политики для этого недостаточно. Интернациональный экономический порядок должен учесть непропорционально огромные потери данной группы государств от импорта инфляции и рецессии из ведущих развитых экономик.

Устойчивый переход к более фрагментированной глобальной среде будет означать более сильные потрясения для EMDE из-за их большей уязвимости к шокам цен на сырьевые товары и давлению на обменные курсы, из-за возможного затруднения заимствования технологий у богатого мира и затруднения выработки международных механизмов облегчения долгового бремени для более слабых экономик. Это ставит центральные банки данной группы стран в худшие условия выбора между целями, заставляя усиливать монетарную политику для сдерживания инфляции за счёт существенного понижения темпов роста (*Gopinath, 2022*).

МВФ прогнозирует, что ВВП в странах с формирующимися рынками в конце 2024 г. останется примерно на 5 % ниже своего допандемического тренда, тогда как ВВП в развитых экономиках – менее чем на 1 % (*Are emerging economies, 2022*). The economist предупреждает о высокой вероятности нового потерянного десятилетия для беднейших стран мира – периода медленного роста, финансовых кризисов и социальных беспорядков. Избежать потерянного десятилетия будет трудно без смелых инициатив по снижению долгового бремени, инвестированию в общественные блага и расширению торговли. Активная политика взаимодействия EMDE с глобальным капиталом через национальные институты развития и механизмы поощрения прямых иностранных инвестиций будет способствовать формированию более долгосрочных отношений с этим капиталом, следовательно, увеличению устойчивости этих экономик и независимости их монетарной политики (*Прозоров, 2022*).

Впрочем, желательно учесть существование такого неблагоприятного выбора для макроэкономической политики EMDE и в политике международных экономических и финансовых организаций, тем более в условиях, вероятно, длительного цикла повышения глобальных процентных ставок.

Выводы

1. Общими чертами глобальной среды и природы стагфляционных угроз 2020-х и кризиса 1970-х являются: 1) рост инфляции в результате как шоков предложения, так и чрезмерного стимулирования спроса в ведущих экономиках, прежде всего в США; 2) слишком оптимистичные и инерционные оценки потенциальных и равновесных макроэкономических показателей накануне кризисов; 3) значительное влияние макроэкономической политики США на политику развитых экономик и политики развитых экономик на финансовую устойчивость в EMDE.

2. Более благоприятными характеристиками современной ситуации по сравнению с Большой инфляцией 1970-х с точки зрения вероятных потерь и сложности выбора монетарной политики являются: 1) лучше закреплённые инфляционные ожидания благодаря более чётким институциональным обязательствам центральных банков по борьбе с инфляцией; 2) более гибкие экономики, меньшие институциональные возможности для раскрутки спирали "зарплата-цена"; 3) гибкие обменные курсы, боль-

шие валютные резервы и меньшая валютная задолженность в ряде стран EMDE; 4) большая энергоэффективность современной экономики.

3. Усугубляют современную ситуацию по сравнению с кризисом 1970-х гг. с точки зрения масштабов потерь и сложности выбора монетарной политики следующие условия: 1) глобальное и, вероятно, более длительное и глубокое влияние полномасштабного российского военного вторжения в Украину; 2) значительно более широкий набор шоков предложения и значительно большие масштабы роста цен на нефтяные энергоносители (газ), чем рост цен на нефть в 1970-х, ускоренная перестройка системы энергоснабжения под действием растущих геополитических угроз; 3) гораздо более сложные глобальные цепочки поставок, что усиливает глобальную уязвимость к шокам; 4) более дифференцированные степени и природа уязвимости разных стран к современным шокам предложения, и прежде всего к импорту энергоносителей из РФ, что порождает новые источники внешней нестабильности вследствие роста разрыва между процентными ставками и изменением обменных курсов; 5) усиление глобальных последствий политики ФРС США вследствие большей глобальной интегрированности экономики и финансов; 6) увеличение потерь от антиинфляционной монетарной политики из-за значительно более высоких уровней частной и государственной задолженности; 7) усиление экономического и политического противостояния между США и Китаем – двумя крупнейшими экономиками, являющимися альтернативными двигателями глобального экономического роста, а также обострение и риск консервации внутренних экономических проблем в Китае.

4. В EMDE всплеск инфляции в 2020-х связан с шоками предложения, увеличением доли товаров в потребительских корзинах и снижением потенциального объёма производства на фоне возобновления спроса после отмены локдаунов. Хотя большинство этих стран даже в конце 2021 г. не вернулись к допандемическим уровням дохода на душу населения, они гораздо раньше и мощнее, чем развитые экономики, среагировали на инфляционное давление, в том числе и для предотвращения бегства капитала.

5. Запоздалая реакция центральных банков развитых экономик на рост инфляции в 2020-х была обусловлена: а) коррекцией стратегий монетарной политики, позволившая центральным банкам допускать превышение инфляцией целевого уровня, *во-первых*, для предотвращения закрепления заниженных инфляционных ожиданий, которые ограничивали пространство для противодействия последующей рецессии с помощью процентной политики, а *во-вторых*, для максимизации стимулирующего потенциала монетарной политики и роста инклюзивности рынков труда в условиях высокой занятости; б) уверенностью в закреплении инфляционных ожиданий; в) уверенностью в достаточной эластичности цепочек поставок.

6. Причинами перехода центральных банков развитых экономик к радикальному усилению монетарной политики в условиях шоков предложения в 2022 г. стали: 1) такая высокая степень неопределённости характера и продолжительности шоков относительных цен, что возникает угроза укоренения инфляции и изменения поведения субъектов ценообразования; 2) угроза доверию антиинфляционной способности центральных банков с учётом сочетания мощных монетарных и фискальных стимулов, что может трактоваться как радикальное изменение режима макроэкономической политики; 3) запоздалая реакция потребует более жёст-

кой монетарной политики в будущем, а следовательно, больших потерь производства и занятости.

7. Анализ подходов к проведению макроэкономической политики во время нефтяных шоков 1970-х, коронакризиса и полномасштабного российского военного вторжения в Украину, имеющего глобальные последствия, даёт возможность сформулировать следующие уроки для монетарной политики в условиях stagflationных шоков: 1) угроза формирования проинфляционного поведения агентов требует изменения режима макроэкономического регулирования и решительной антиинфляционной политики; 2) современная модель институциональной независимости центрального банка не является основанием для независимой оптимизации монетарной и фискальной политики, необходимо целенаправленное обеспечение доверия как к монетарной, так и к фискальной политике; 3) следует пересмотреть модель совокупного предложения (отказаться от предположения об абсолютной эластичности совокупного предложения в мире глобализации и технологического прогресса; учитывать ограничения производственных мощностей и разные скорости корректировки цен на отраслевом уровне) и методы оценки и прогнозирования потенциальных и равновесных величин, на которые опирается монетарная политика; 4) усиление государственной политики по стимулированию совокупного предложения ограничивает потребность в жёсткой монетарной политике, снижающей потенциал экономики; 5) необходимо адаптировать стратегию, коммуникацию и инструментарий монетарной политики к условиям радикальной неопределённости; 6) следует более широко рассматривать концепцию независимости монетарной политики в EMDE с малой открытой экономикой, в частности, учитывать непропорционально большие потери этой группы стран от импорта инфляции и рецессии из ведущих развитых экономик.

References

1. Bohdan, T. (2022). Public finance governance under martial law. *Biznes Tsenzor – Business Censor*, 19 September. Retrieved from https://biz.censor.net/columns/3368052/upravlinnya_derjavnymy_finansamy_voyennogo_stanu [in Ukrainian].
2. Inflation Report (2022). July. *NBU*. Retrieved from https://bank.gov.ua/admin_uploads/article/IR_2022-Q3.pdf?v=4 [in Ukrainian].
3. Grytsenko, A. A., Bandura, O. (2020). Features and factors of contemporary inflation dynamics. *Ekonom. teor. – Economic theory*, 1: 77-93. Retrieved from http://etet.org.ua/docs/ET_20_1_77_uk.pdf; <https://doi.org/10.15407/etet2020.01.077>
4. Kerimov, P. (2021). Impact of institutional environment on financial development: a literary review. *Ekonom. teor. – Economic theory*, 3: 57-71. Retrieved from http://etet.org.ua/docs/ET_21_3_57_uk.pdf; DOI: <https://doi.org/10.15407/etet2021.03.057> [in Ukrainian].
5. Koziuk, Viktor. (2020). Independence of central banks and inflation: which institutional factors are more important? *Ekonom. teor. – Economic theory*, 1: 94-119. Retrieved from http://etet.org.ua/docs/ET_20_1_94_uk.pdf; <https://doi.org/10.15407/etet2020.01.094> [in Ukrainian].
6. Koziuk, V. (2021). Digital currencies: a problem of trust. *Ekonom. teor. – Economic theory*, 2: 93-117. Retrieved from http://etet.org.ua/docs/ET_21_2_93_uk.pdf; DOI: 10.15407/etet2021.02.093 [in Ukrainian].
7. Kolodko, G. W. (2021). Shortageflation 3.0: War economy – State socialism – Pandemic crisis. *Ekonom. teor. – Economic theory*, 3: 5-28. Retrieved from http://etet.org.ua/docs/ET_21_3_05_uk.pdf; DOI: <https://doi.org/10.15407/etet2021.03.005> [in Ukrainian].
8. Krychevska, T. O. (2021). Global and domestic factors of efficiency for monetary and fiscal stimulus. *Efektivna ekonomika – Efektivna ekonomika*, 8. Retrieved from <http://www.economy.nayka.com.ua/?op=1&z=9133/>; DOI: [10.32702/2307-2105-2021.8.7](https://doi.org/10.32702/2307-2105-2021.8.7) [in Ukrainian]

9. Krychevska, T. O. (2016). History of the institutions of monetary regulation in the United States. Article 3. The formation of countercyclical monetary policy and the ascent of Keynesianism in the United States (1951-1979). *Ekonomichna teoriia – Economic theory*, 1: 67-85. Retrieved from http://etet.org.ua/docs/ET_16_1_67_uk.pdf/ DOI: <https://doi.org/10.15407/etet2016.01.067> [in Ukrainian].
10. Krychevska, T. O. (2021b). Correction of monetary policy under the influence of corona crisis and long-term factors. *Ekonomichna teoriia – Economic theory*, 2. 65-92. Retrieved from http://etet.org.ua/docs/ET_21_2_65_uk.pdf. DOI: 10.15407/etet2021.02.065 [in Ukrainian].
11. Krychevska, T. O. (2020). The logical-historical development of trust institution in monetary sphere. A thesis for a Doctor's of Economics degree by specialty 08.00.01 - Economic theory and history of economic thought. Kyiv: State Organization "Institute of Economics and Forecasting of the National Academy of Sciences of Ukraine". Retrieved from http://ief.org.ua/?attachment_id=8768 [in Ukrainian].
12. Mishchenko, V., Naumenkova, S., Mishchenko, S. (2022). Theoretical fundamentals and practical aspects of the implementation and use of digital money. *Ekonom. teor. – Economic theory*, 2: 44-66. Retrieved from http://etet.org.ua/docs/ET_22_2_44_uk.pdf/ DOI: <https://doi.org/10.15407/etet2022.02.044> [in Ukrainian].
13. Banking Sector Review (2022). August. *NBU*. Retrieved from URL: https://bank.gov.ua/admin_uploads/article/Banking_Sector_Review_2022-08.pdf?v=4 [in Ukrainian].
14. Prozorov, Yu. (2022). The movement towards the localization of global development institutions for the post-war recovery of Ukraine and the formation of new economic ties with the EU and the world. *Geopolitical and geoeconomic changes formed under the influence of Russian aggression and renewal of Ukraine's place in the world*. Ed. V. Yurchyshyn. Kyiv: Tsentr Razumkova, 89-94. Retrieved from https://razumkov.org.ua/uploads/article/2022_TRANSFORMANS_UKR.pdf [in Ukrainian].
15. A new macroeconomic era is emerging. What will it look like? (2022). *The economist*. October 6. Retrieved from <https://www.economist.com/leaders/2022/10/06/a-new-macroeconomic-era-is-emerging-what-will-it-look-like>
16. Are emerging economies on the verge of another "lost decade"? (2022). *The economist*. April 30. Retrieved from <https://www.economist.com/finance-and-economics/are-emerging-economies-on-the-verge-of-another-lost-decade/21808963>
17. Becker, T. et al. (2022). Macroeconomic Policies for Wartime Ukraine. Rapid Response Economics 2. CEPR Press. August. *CEPR*. Retrieved from <https://cepr.org/voxeu/columns/macroeconomic-policies-wartime-ukraine>
18. Bernanke, B. (2005). The Global Saving Glut and the U.S. Current Account Deficit. Remarks at the Sandridge Lecture, Virginia Association of Economists. Richmond, Virginia. *The Federal Reserve Board*. Retrieved from <https://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2005/200503102/>
19. Bernanke, B. (2015). Why Are Interest Rates So Low, Part 3: The Global Savings Glut. Brookings Institution. Ben Bernanke's Blog. April 1. *Brookings*. Retrieved from <https://www.brookings.edu/blog/ben-bernanke/2015/04/01/why-are-interest-rates-so-low-part-3-the-global-savings-glut/>
20. Bernanke, B. (2022). 21st Century Monetary Policy: The Federal Reserve from the Great Inflation to COVID-19. New York: W.W. Norton & Company.
21. Bianchi, F., Melosi, L. (2022). Inflation as a Fiscal Limit. Jackson Hole Economic Policy Symposium: Reassessing Constraints on the Economy and Policy. August 25. *Federal Reserve Bank of Kansas City*. Retrieved from https://www.kansascityfed.org/Jackson%20Hole/documents/9037/JH_Paper_Bianchi.pdf; <https://doi.org/10.21033/wp-2022-37>
22. Burns, A. (1987). The Anguish of Central Banking. *Federal Reserve Bulletin*. September. P. 687–698. Retrieved from https://fraser.stlouisfed.org/files/docs/publications/FRB/pages/1985-1989/32252_1985-1989.pdf; https://doi.org/10.1007/978-1-349-07927-8_8
23. Carstens, A. (2022). A story of tailwinds and headwinds: aggregate supply and macroeconomic stabilisation. Speech. Jackson Hole Economic Symposium. 26 August. *BIS*. Retrieved from <https://www.bis.org/speeches/sp220826.htm>
24. Countering the Cost-of-Living Crisis (2022). World Economic Outlook Report. October. *IMF*. Retrieved from <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2022/10/11/world-economic-outlook-october-2022#Chapters>
25. Davies, G. (2002). A History of Money From Ancient Times to the Present Day. Cardiff: University of Wales Press.
26. Economic Report of the President. (1962). *FRASER*. Retrieved from https://fraser.stlouisfed.org/files/docs/publications/ERP/1962/ERP_1962.pdf
27. Emerging markets look unusually resilient (2022). *The economist*. October 13. Retrieved from <https://www.economist.com/finance-and-economics/2022/10/13/emerging-markets-look-unusually-resilient>

28. Energy production and imports (2022). Eurostat Statistics explained. *European Commission*. Retrieved from https://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php?title=Energy_production_and_imports
29. EU imports of energy products – recent developments (2022). *European Commission*. Retrieved from https://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php?title=EU_imports_of_energy_products_-_recent_developments
30. Ferguson, N. (2022). Trends Are Bad, Events Are Worse, But "Trevents" May Surprise Us. *Bloomberg*. Opinion. October 2. *Bloomberg*. Retrieved from <https://www.bloomberg.com/opinion/articles/2022-10-02/niall-ferguson-trevents-predict-future-of-economies-and-geopolitics>
31. Global rate rises are happening on an unprecedented scale (2022). *The economist*. September 29. Retrieved from <https://www.economist.com/finance-and-economics/2022/09/29/global-rate-rises-are-happening-on-an-unprecedented-scale>
32. Global Stagflation. (2022). Focus 1. Global Economic Prospects. June. *The World Bank*. Retrieved from <https://www.worldbank.org/en/publication/global-economic-prospects>
33. Gopinath, G. (2022). How Will the Pandemic and War Shape Future Monetary Policy? Remarks. Jackson Hole Symposium. August 26. *IMF*. Retrieved from <https://www.imf.org/en/News/Articles/2022/08/26/sp-gita-gopinath-remarks-at-the-jackson-hole-symposium>
34. Hetzel, R. (2008). *Monetary Policy of the Federal Reserve: A History*. Cambridge: Cambridge University Press. <https://doi.org/10.1017/CBO9780511754173>
35. Inflation: a look under the hood (2022). Chapter 2. BIS Annual Economic Report. *BIS*. Retrieved from <https://www.bis.org/publ/arpdf/ar2022e2.htm>
36. Japan's monetary policymakers are sticking to their guns (2022). *The economist*. September 29. Retrieved from <https://www.economist.com/finance-and-economics/2022/09/29/japans-monetary-policymakers-are-sticking-to-their-guns>
37. King, M. (2022). [Monetary policy in a world of radical uncertainty](#). *Economic Affairs*, 42(1). Retrieved from <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/epdf/10.1111/ecaf.12513>
38. Low economic growth is a slow-burning crisis for Britain (2022). *The economist*. June 9. Retrieved from <https://www.economist.com/leaders/2022/06/09/low-economic-growth-is-a-slow-burning-crisis-for-britain>
39. Markets are reeling from higher rates. The world economy is next (2022). *The economist*. September 29. Retrieved from <https://www.economist.com/leaders/2022/09/29/markets-are-reeling-from-higher-rates-the-world-economy-is-next>
40. Morgan, M. (2022). The dollar that Washington doesn't yet want to weaken. *The New York Daily Paper*. September 26. Retrieved from <https://nydailypaper.com/e4ac19ae-08a6-497f-b90b-fdfeeac6aded/>
41. Obstfeld, M., Zhou, H. (2022). The Global Dollar Cycle. Presented at the Brookings Papers on Economic Activity conference, Brookings Institution. *Brookings Papers on Economic Activity*. September 8-9. Retrieved from <https://www.brookings.edu/wp-content/uploads/2022/09/Obstfeld-Zhou-Conference-Draft-BPEA-FA22.pdf>
42. Okoshi, M. (2021). For yuan to be the new dollar, China needs democracy: Eichengreen. *NikkeiAsia*. August 13. Retrieved from <https://asia.nikkei.com/Editor-s-Picks/Interview/For-yuan-to-be-the-new-dollar-China-needs-democracy-Eichengreen>
43. Old challenges, new shocks (2022). Chapter 1. BIS Annual Economic Report. 26 June. *BIS*. Retrieved from <https://www.bis.org/publ/arpdf/ar2022e1.htm>
44. Paying the Price of War (2022). [OECD Economic Outlook, Interim Report](#). September. *OECD*. Retrieved from <https://www.oecd-ilibrary.org/sites/ae8c39ec-en/index.html?itemId=/content/publication/ae8c39ec-en>
45. Powell, J. (2018). Monetary Policy in a Changing Economy. Speech. August 24. *Board of Governors of the Federal Reserve System*. Retrieved from <https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/powell20180824a.htm>
46. Powell, J. (2022). Monetary Policy and Price Stability. Speech. Jackson Hole Economic Symposium. 26 August. *Board of Governors of the Federal Reserve System*. Retrieved from URL: <https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/powell20220826a.htm>
47. Reinhart, C. Graf von Luckner, C. (2022). The Return of Global Inflation. *Project Syndicate*. February 11. Retrieved from <https://www.project-syndicate.org/commentary/return-of-global-inflation-by-carmen-reinhart-and-clemens-graf-von-luckner-2022-02>
48. Rogoff, K. (2022). Rethinking Maximalist Macro Policy. *Project Syndicate*. June 22. Retrieved from <https://www.project-syndicate.org/magazine/rethinking-maximalist-monetary-fiscal-policies-by-kenneth-rogooff-2022-06>
49. Roubini, N. (2022). A Stagflationary Debt Crisis Looms. *Project Syndicate*. June 29. Retrieved from <https://www.project-syndicate.org/commentary/stagflationary-debt-crisis-by-nouriel-roubini-2022-06>
50. Russia's Invasion of Ukraine. Implications for Energy Markets and Activity (2022). Special Focus 2. Global Economic Prospects. June. *The World Bank*. Retrieved from <https://www.worldbank.org/en/publication/global-economic-prospects>

51. Sargent, T. (2013). Letter to Another Brazilian Finance Minister. In: T. Sargent. *Rational Expectations and Inflation*. Third edition. Princeton and Oxford: Princeton University Press. <https://doi.org/10.1515/9781400847648>
52. Sargent, T., Wallace, N. (1981). Some Unpleasant Monetarist Arithmetic. *Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review*, 5 (3): 1-17. Retrieved from <https://www.minneapolisfed.org/research/quarterly-review/some-unpleasant-monetarist-arithmetic> <https://doi.org/10.21034/qv.531>
53. Schnabel, I. (2022a). Monetary policy and the Great Volatility. Speech. Jackson Hole Economic Symposium. 27 August. ECB. Retrieved from <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2022/html/ecb.sp220827~93f7d07535.en.html>
54. Schnabel, I. (2022b). United in diversity - Challenges for monetary policy in a currency union. Commencement speech. Panthéon-Sorbonne University. Paris. June 14. ECB. Retrieved from URL: <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2022/html/ecb.sp220614~67eda62c44.en.html>
55. Sidenko, V. (2021). The correlation of globalization and localization of economic processes in the context of growing global risks. *Ekon. teor. – Economic theory*, 3. 72-90. Retrieved from http://etef.org.ua/docs/ET_21_3_72_uk.pdf. DOI: <https://doi.org/10.15407/etef2021.03.072>. [in Ukrainian].
56. Skrypnychenko, M. (2022). Macroeconomic assessments and forecasts of the post-war recovery of Ukraine's economy. *Ekon. teor. – Economic theory*, 2. 29-43. Retrieved from http://etef.org.ua/docs/ET_22_2_29_uk.pdf. DOI: <https://doi.org/10.15407/etef2022.02.029>. [in Ukrainian].
57. Stiglitz, J., Baker, D. (2022). Inflation Dos and Don'ts. *Project Syndicate*. July 8. Retrieved from <https://www.project-syndicate.org/onpoint/us-inflation-supply-side-causes-and-solutions-by-joseph-e-stiglitz-and-dean-baker-2022-07?barrier=accesspaylog>
58. Summers, L. (2022). Secular Stagnation or Secular Stagflation. The inaugural lecture of the PGIM Lecture Series in the Honour of Charles Goodhart. June 20. Video. *Harvard Kennedy School. Mossavar-Rahmani Center for Business and Government*. Retrieved from <https://www.hks.harvard.edu/centers/mrcbg/programs/growthpolicy/secular-stagnation-or-secular-stagflation-lawrence-h-summers>
59. The dollar is as strong as ever. Isn't it? (2022). *The economist*. September 8. Retrieved from URL: <https://www.economist.com/leaders/2022/09/08/the-dollar-is-as-strong-as-ever-isnt-it>
60. The inflation problem will get better before it gets worse (2022). *The economist*. October 5. Retrieved from <https://www.economist.com/special-report/2022/10/05/the-inflation-problem-will-get-better-before-it-gets-worse>
61. War Sets Back the Global Recovery (2022). *World Economic Outlook*. April. *International Monetary Fund*. Retrieved from <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2022/04/19/world-economic-outlook-april-2022>
62. Why the dollar is strong and why that is a problem (2022). *The economist*. September 8. Retrieved from <https://www.economist.com/finance-and-economics/2022/09/08/why-the-dollar-is-strong-and-why-that-is-a-problem>
63. Wolf, M. (2021a) Larry Summers: "I'm concerned that what is being done is substantially excessive". *Financial Times*. April 12. Retrieved from <https://www.ft.com/content/380ea811-e927-4fe1-aa5b-d213816e9073>
64. Wolf, M. (2022b). Larry Summers: "The destabilisation wrought by British errors will not be confined to Britain". *Financial Times*. October 6. Retrieved from <https://www.ft.com/content/20117143-2084-4ac1-98a5-5c48fae7fc23>
65. Wolf, M. (2022c). Olivier Blanchard: "There's a tendency for markets to focus on the present and extrapolate it forever". *Financial Times*. May 26. Retrieved from <https://www.ft.com/content/e63dab63-bf41-4c43-b827-1b1736fc518d>

Received on August 8, 2022

Reviewed August 17, 2022

Signed for printing on September 30, 2022