

**ИНФЛЯЦИЯ ПОСЛЕ ПАНДЕМИИ: ВЗГЛЯД ЧЕРЕЗ ПРИЗМУ
СОВРЕМЕННОЙ ДЕНЕЖНОЙ ТЕОРИИ (ММТ) И МЕЙНСТРИМА***DOI: <https://doi.org/10.24891/wuyder>EDN: <https://elibrary.ru/wuyder>**Владимир Андреевич БЕЛЯЕВ**

кандидат экономических наук, научный сотрудник международной научной лаборатории «Новые тренды в международных финансах», МГИМО МИД России, Москва, Российская Федерация

e-mail: v.a.belyaev@gmail.com

ORCID: 0000-0002-7422-5515

SPIN: 6277-0938

История статьи:

Рег. № 141/2026

Получена 16.02.2026

Одобрена 13.05.2026

Доступна онлайн

30.09.2026

Специальность: 5.2.4

УДК 330

JEL: E12, E52, E60,
E62**Ключевые слова:**ММТ,
макроэкономическая
политика, фискальная
политика, мейнстрим,
экономическая теория**Аннотация****Предмет.** Управление инфляцией в развитых странах после пандемии COVID-19.**Цели.** Критически оценить эффективность традиционных монетарных инструментов (повышение ставок) против альтернативных фискальных подходов ММТ в условиях постпандемической инфляции.**Методология.** Применяется сравнительный историко-экономический анализ с использованием эмпирических данных США, Европы и Японии, а также декомпозиция инфляционных факторов по методологии А. Шапиро.**Результаты.** Обнаружено, что традиционные монетарные инструменты оказались малоэффективны против инфляции, вызванной шоками предложения (разрыв цепочек поставок, энергетический кризис). Несмотря на повышение ставок, центробанки не смогли быстро вернуть инфляцию к цели. Подход ММТ, ориентированный на фискальные меры – целевые субсидии, инвестиции в мощности, компенсацию издержек – продемонстрировал эффективность на примере Японии.**Выводы.** Необходима адаптация инструментов политики к характеру инфляционных шоков: при инфляции предложения фискальные меры могут быть эффективнее и менее болезненны, чем монетарное охлаждение. Работа вносит вклад в дискуссию о роли центробанков и обосновывает потенциал синергии монетарных и фискальных инструментов для макроэкономической стабилизации в постпандемический период.

© Издательский дом ФИНАНСЫ и КРЕДИТ, 2026

Для цитирования: Беляев В.А. Инфляция после пандемии: взгляд через призму современной денежной теории (ММТ) и мейнстрима // Финансы и кредит. – 2026. – № 9. – С. 34 – 54.

DOI: 10.24891/wuyder EDN: WUYDER

Введение

Период после эпохи Великой инфляции (1970-е – 1980-е гг.) в США и странах Европы характеризовался устойчиво низкими темпами инфляции, за исключением временного скачкообразного повышения показателей в начале 1990-х гг., обусловленного геополитической нестабильностью в связи с Первой войной в Персидском заливе, которая спровоцировала резкий рост цен на нефть. После мирового финансового кризиса 2008 г. развитые

* Статья подготовлена при поддержке Программы развития МГИМО «Приоритет-2030».

страны столкнулись с противоположной тенденцией – замедлением инфляции до околонулевых значений и угрозой дефляции, объяснявшейся структурным падением спроса со стороны домашних хозяйств. Данная фаза продолжалась вплоть до беспрецедентного глобального шока, вызванного пандемией COVID-19.

Денежно-кредитная политика П. Волкера в период Великой инфляции ознаменовала переход к концепции монетаристов и окончание доминирования идей кейнсианцев. Инструменты денежно-кредитной политики утвердились в качестве ключевых механизмов борьбы с инфляцией. Окончательное оформление принципов современной ДКП произошло в конце 1990-х гг. с формулированием концепции инфляционного таргетирования. Мировой финансовый кризис 2008 г. инициировал процесс превращения центральных банков в мегарегуляторов, а в инструментарий ДКП были добавлены инструменты нетрадиционной денежно-кредитной политики. Таким образом, к началу кризиса, вызванного пандемией COVID-19 была окончательно сформирована современная ДКП, состоящая из инфляционного таргетирования при положительной динамике инфляции и нетрадиционных инструментов (в первую очередь количественного смягчения) в период кризисов.

Действия центральных банков в разгар пандемии COVID-19 принципиально не отличались от действий по поддержке финансовой системы и экономики в период финансового кризиса 2008 г., единственное отличие заключалось в масштабах проводимых программ. Ускорение инфляции после окончания активной фазы пандемии COVID-19 вынудило центральные банки перейти от нетрадиционной ДКП к инфляционному таргетированию. Тем не менее в данный период политика инфляционного таргетирования проводилась не в соответствии с одним из основных принципов мейнстима ДКП – правилом Тейлора.

Быстрый рост государственных расходов в период пандемии COVID-19 актуализировал дискуссию о механизмах финансирования существенно возросших бюджетных дефицитов. В данном контексте возрос интерес к положениям современной денежно-кредитной теории (Modern Monetary Theory, ММТ), которая предлагает альтернативную парадигму интерпретации фискальной устойчивости. В отличие от мейнстрима, базирующегося на концепции эквивалентности Рикардо – Барро, ММТ не рассматривает бюджетный дефицит как самостоятельный фактор потенциальной макроэкономической нестабильности для монетарно суверенного государства.

Резкий рост инфляции в развитых странах после завершения острой фазы пандемии COVID-19 стал наиболее серьезным вызовом для парадигмы инфляционного таргетирования с момента ее внедрения центральными банками в конце 1990-х гг. Задержка Федеральной резервной системы (ФРС) и других центральных банков в повышении процентных ставок, несмотря на значительное ускорение инфляции, стала объектом критики со стороны экономистов, придерживающихся мейнстрима денежно-кредитной политики. В частности, многие исследователи отмечают, что действия ФРС не соответствовали рекомендациям правила Тейлора, что могло усугубить инфляционные процессы.

Острая проблема высокой инфляции, обусловленная как шоками предложения, так и восстановлением спроса, инициировала широкую дискуссию о роли центральных банков в регулировании инфляции и эффективности традиционных инструментов денежно-кредитной политики. В рамках этой дискуссии представители ММТ предлагают альтернативный подход, основанный на акцентировании роли налогово-бюджетной политики в управлении инфляцией.

Настоящая статья посвящена историческому анализу эволюции мейнстрима денежно-кредитной политики и концептуальных основ ММТ. В работе проводится критический анализ факторов, способствовавших росту инфляции после острой фазы пандемии COVID-19, а также оцениваются действия центральных банков по ее сдерживанию. Особое внимание уделяется рассмотрению альтернативных предложений ММТ, направленных на борьбу с инфляцией в данный период.

Подход мейнстрима к инфляции

Сложившийся консенсус экономической мысли отводит решающую роль в борьбе с инфляцией денежно-кредитной политике. Данный подход логически вытекает из идеи монетаристов о том, что «инфляция всегда и везде представляет собой денежный феномен» [1]. В результате центральные банки по всему миру получили мандат на контроль над уровнем инфляции. Налогово-бюджетная политика, напротив, играет второстепенную роль в регулировании инфляции и в основном сосредоточена на поддержании сбалансированного бюджета в рамках теории эквивалентности Рикардо – Барро.

Как отмечалось ранее, после усиления роли монетаристов в 1980-е гг. центральные банки начали следовать рекомендациям М. Фридмана – «правило К-процентов», в соответствии с которым денежная масса ежегодно должна увеличиваться на заранее определенный процент (4-5%) вне зависимости от состояния экономики, однако вскоре отказались от данной политики ввиду изменения скорости обращения денег [2]. Вместо прямого таргетирования денежной массы центральные банки перешли к косвенному контролю за денежной массой через управление процентными ставками. С точки зрения монетаристов, этот механизм позволял воздействовать на инфляцию, хотя и опосредованно – через влияние на кредитование, потребление и инвестиции, что косвенно влияет на денежную массу.

Таким образом, в 1990-е гг. центральные банки начали переходить к политике инфляционного таргетирования, которая нацелена на достижение заранее установленного уровня инфляции. Основным инструментом для реализации этой цели стало управление ключевой процентной ставкой. Одним из главных ориентиров для политики инфляционного таргетирования служит правило Тейлора. Дж. Тейлор среди первых предложил методологию для определения процентной ставки в зависимости от макроэкономических условий [3]. Формула, предложенная им, описывает как центральный банк должен изменять номинальную процентную ставку в зависимости от отклонений фактической инфляции от целевого значения и фактического валового внутреннего продукта (ВВП) от потенциального:

$$it = r^* + \pi t + 0,5(\pi t - \pi^*) + 0,5(yt - y^-),$$

где it – целевая номинальная процентная ставка;

r^* – реальная нейтральная процентная ставка;

πt – фактическая инфляция;

π^* – целевая инфляция;

$yt - y^-$ – разрыв ВВП (отклонение фактического ВВП от потенциального).

В данной формуле реальная нейтральная процентная ставка (r^*) должна равняться той ставке, которая поддерживает экономическую стабильность при целевой инфляции и полной занятости, в развитых странах она обычно находится на уровне около 2%.

Эмпирические данные из США показывают, что фактический уровень ставки по федеральным фондам (Federal funds rate) ФРС на протяжении последних 25 лет находится ниже уровня расчетного значения целевой ставки по формуле Тейлора (рис. 1). Стоит отметить, что фактическая ставка ФРС имеет большую корреляцию не с базовым индексом инфляции (29%), динамика которого была достаточно стабильная на протяжении данного периода, а с разрывом ВВП (74%).

Стоит отметить, что на протяжении 20 лет до пандемии COVID-19 проблема инфляции не являлась значимой для экономик развитых стран, поэтому динамика ВВП оказывала большее влияние на решения центральных банков о ставке. Проблема превышения инфляции целевых значений возникла уже в 2021 г., ответ со стороны центральных банков на данную проблему мы рассмотрим позже в данной статье.

По мере развития теоретических подходов центральные банки начали использовать более сложные модели для определения ключевой ставки. Однако принцип, заложенный в правиле Тейлора, остается в их основе. Главная суть этого принципа заключается в том, что процентная ставка должна повышаться в ответ на рост инфляции. До кризиса 2008 г. центральные банки активно использовали DSGE-модели (Dynamic Stochastic General Equilibrium) для прогнозирования макропоказателей (инфляции, роста ВВП, безработица и т.д.) и в числе прочего для принятия решений по процентной ставке. Однако данные модели не включали в себя влияние банковского сектора и финансовых рынков, события на которых и привели к стремительному развитию финансового кризиса 2008 г. После глобального финансового кризиса данные модели были доработаны. Тем не менее их способность предвидеть кризисы является низкой [4]. В итоге при определении процентной ставки центральные банки полагаются на ряд инструментов и источников данных, таких как внутренние модели, текущие макроданные, ожидания домохозяйств и т.д.

В последние 30 лет в развитых странах окончательно сложилась система, в которой основную ответственность за контроль над инфляцией несет центральный банк через реализацию денежно-кредитной политики. Основным инструментом реализации данной политики – управление процентной ставкой. При росте инфляции повышение ставки помогает снизить потребительский и инвестиционный спрос, что охлаждает экономику. Налогово-бюджетная политика играет второстепенную роль в управлении инфляцией, ограничиваясь действием автоматических стабилизаторов.

Развитие ММТ

Основы современной денежно-кредитной теории были заложены в середине 1990-х гг. группой посткейнсианских экономистов, включая В. Мослера, В. Митчелла, С. Фуллвилера и Р. Рея. По словам В. Митчелла, ММТ – это не валютный режим и не свод правил, а призма для лучшего понимания денежно-кредитной системы.

Центральная идея ММТ заключается в концепции государства, обладающего монетарным суверенитетом. Данное государство обладает собственной валютой, выпускает долг в этой валюте и поддерживает свободно плавающий обменный курс. Основная цель государственной политики, согласно ММТ, – минимизация уровня безработицы. Представители этой теории критикуют традиционные экономические подходы за их устаревшие предпосылки, связанные с Бреттон-Вудской системой или золотым стандартом, которые уже не соответствуют современным условиям.

Одним из ключевых положений ММТ является утверждение о том, что государство, обладающее монетарным суверенитетом не может оказаться в дефолте по долгу, номинированном в своей валюте. Это предоставляет государству широкие возможности для управления спросом в экономике.

ММТ основывается на режиме свободной конвертации и гибком обменном курсе, что решает трилемму международных финансов [5]. Хотя ММТ отводит ведущую роль налогово-бюджетной политике, именно гибкий обменный курс и выпуск долга в местной валюте являются ключевыми факторами, обеспечивающими монетарный суверенитет государства.

Макроэкономическая основа ММТ базируется на концепции функциональных финансов, разработанной экономистом А. Лернером. Эта концепция оценивает налоговую и бюджетную политику государства исключительно с точки зрения их влияния на экономику, а не с позиции достижения строгого баланса бюджета или контроля за соотношением государственного долга к ВВП (как это предписано, например, Маастрихтским договором) [6].

Согласно А. Лернеру, задача государства заключается в сбалансировании совокупного спроса и предложения путем тонкой настройки расходов. При недостатке спроса государство может увеличить свои расходы или снизить налоги для стимулирования экономики. При избыточном спросе, который может вызвать инфляцию, государство использует повышение налогов как инструмент для сдерживания перегрева экономики. Однако в рамках функциональных финансов налоги рассматриваются не как источник финансирования государственных программ, а как механизм регулирования совокупного спроса. Тем не менее последователи ММТ отмечают, что налоговая политика менее эффективна для управления спросом по сравнению с государственными расходами [7].

В свою очередь В. Митчелл подчеркивает, что снижение налогов оказывает более слабый стимулирующий эффект на экономику, чем эквивалентное увеличение государственных расходов. Это связано с тем, что часть дополнительного дохода, получаемого благодаря снижению налогов, сберегается, особенно в периоды экономической неопределенности. Кроме того, снижение налогов преимущественно затрагивает состоятельные слои населения, которые имеют меньшую склонность к потреблению [8].

Идеи функциональных финансов были частично реализованы в послевоенной экономической политике США. Однако кризисы 1970-х гг., включая инфляционные шоки и стагфляцию, привели к отказу от кейнсианских подходов и переходу к монетаризму. Важно отметить, что даже в период Бреттон-Вудской системы центральные банки и правительства не обладали полным монетарным суверенитетом, так как зависели от золотовалютных резервов.

ММТ возрождает идею функциональных финансов, утверждает, что этот подход позволяет решить ключевую экономическую проблему – минимизировать безработицу, которая представляет собой недоиспользование ресурсов. Для этого государство с монетарным суверенитетом должно использовать дефицит бюджета, не опасаясь дефолта, поскольку оно может беспрепятственно эмитировать собственную валюту. Единственным ограничением для государственных расходов является инфляционный потолок, то есть ситуация, когда все производственные ресурсы уже задействованы и дальнейшие расходы приводят к росту цен [8]. Однако представители ММТ на данный момент не выработали единого подхода к определению указанного инфляционного потолка.

Одна из ключевых идей ММТ заключается в том, что монетарно суверенное государство может беспрепятственно использовать бюджетный дефицит для достижения полной занятости. Этот взгляд резко противопоставляется мейнстриму экономической мысли и концепции бюджетного ограничения (government budget constraint). Представители ММТ критикуют подход Р. Барро, который проводит аналогию между государственными финансами и домохозяйствами, утверждая, что расходы государства должны быть покрыты за счет налогов или выпуска облигаций. Согласно ММТ, государство, выпускающее собственную валюту, не сталкивается с внутренними ограничениями на использование своей валюты.

Для анализа бюджетного дефицита сторонники ММТ применяют метод секторальных балансов, основанный на классической формуле расчета ВВП по расходам [9].

$$G - T = (S - I) + (M - X),$$

где G – расходы государства;

T – налоги;

S – сбережения;

I – инвестиции;

M – импорт;

X – экспорт.

Таким образом, представители ММТ демонстрируют, что дефицит государственного бюджета служит источником финансовых ресурсов для домохозяйств. Государственные расходы обеспечивают необходимыми средствами частный сектор для выполнения налоговых обязательств и накопления активов. Кроме того, поскольку государство контролирует эмиссию фиатной валюты, его возможности для осуществления расходов практически не ограничены. Напротив, стремление к постоянному бюджетному профициту может привести к сокращению сбережений домохозяйств и росту закредитованности частного сектора. В сочетании с уменьшением государственного спроса это создаст условия для замедления экономической активности [10].

Подход ММТ к инфляции

Подход ММТ к контролю инфляции не имеет ничего общего с идеями ортодоксальной экономической теории. В первую очередь ММТ отдает решающую роль в контроле за инфляцией налогово-бюджетной, а не денежно-кредитной политике. Представители ММТ отвергают идею монетаристов о том, что инфляция всегда и везде представляет собой денежный феномен и трактуют основную причину инфляции как превышение агрегатного спроса над агрегатным предложением в условиях полной занятости. Представители ММТ также признают существование инфляции издержек (Cost-push inflation), однако резкое повышение издержек на какой-либо фактор производства (нефтяные шоки 1970-х гг.) зачастую приводит к новому равновесию через краткосрочное повышение цен, а не к длительному росту цен.

Экономисты ММТ отмечают, что несмотря на неограниченные возможности монетарно суверенного государства по использованию своей валюты и поддержанию дефицита бюджета, расходы государства могут привести к росту инфляции и должны быть ограничены инфляционным потолком – ситуацией, когда в экономике задействованы все производственные ресурсы. Представители ММТ отмечают, что не только расходы государства

могут привести к росту инфляции, но и чрезмерные расходы частного сектора. Сторонники ММТ отмечают, что не чрезмерное предложение денег является причиной инфляции, а ограниченность ресурсов (*real resource constraints*) в условиях превышения агрегатного спроса над предложением¹.

Тезисы представителей ММТ об отсутствии прямой взаимосвязи между денежной массой и инфляцией подтверждаются эмпирическими данными за последние 20 лет. Период количественного смягчения продемонстрировал отсутствие значимого роста инфляции при значительном росте денежной массы в развитых странах ввиду слабого спроса со стороны домохозяйств. Так, денежная масса в Японии с 2008 по 2021 г. выросла с 663 трлн иен до 6 159 трлн иен, а инфляция за данный период не превысила 2,8% (*рис. 2*). В США рост денежной массы за тот же период составил 11,8 трлн долл. США, увеличившись более чем в два раза с 7,5 трлн до 19,3 трлн долл. США, в то время как инфляция (CPI) оставалась на уровне ниже 4% (*рис. 3*).

Представители ММТ ставят под сомнение эффективность контроля за инфляцией через повышение процентной ставки. По мнению В. Митчелла, данный подход несет значительный вред экономике, так как контроль за инфляцией достигается за счет увеличения количества банкротств компаний и роста безработицы, а зачастую повышение ставки ведет к ухудшению ситуации с инфляцией. Как отмечает Р. Рей, существует мало доказательств того, что расходы достаточно эластичны по отношению к процентным ставкам, чтобы центральный банк мог существенно влиять на совокупный спрос в пределах обычного диапазона целевых значений ставок. Мало свидетельств того, что политика центральных банков в отношении процентных ставок (или даже нетрадиционные меры количественного смягчения и отрицательные процентные ставки последнего десятилетия) смогла двигать уровень инфляции в желаемом направлении. Хотя резкие повышения ставок до очень высоких уровней (например, эксперимент Волкера в духе монетаризма после 1979 г.) могут разрушить спекулятивный пузырь, они делают это за счет изменений приведенной стоимости, неплатежеспособности, банкротств и финансовых кризисов [11].

Сторонники ММТ выступают за околонулевую процентную ставку и рассматривают выплату процентов правительством как неэффективную форму государственных расходов, поскольку данные средства, как правило, поступают крупным инвесторам и зарубежным держателям долга. В связи с этим представители ММТ поддерживают идею Дж.М. Кейнса о «эвтаназии рантье» через поддержание околонулевых ставок, а также идею о том, что низкие ставки стимулируют инвестиции, перенаправляя инвестиции из финансового сектора в реальную экономику [10, 12].

Согласно ММТ, ключевой антиинфляционный инструмент – программа гарантированной занятости (*Job Guarantee*), при которой государство выступает работодателем последней инстанции, предлагая работу по ставке прожиточного минимума. В период замедления экономики работники переходят в государственный сектор, при подъеме – возвращаются в частный. Механизм удерживает безработицу на минимальном уровне, не провоцируя инфляцию, и заменяет концепцию NAIRU (*non-accelerating inflation rate of unemployment* – уровень безработицы, не ускоряющий инфляцию) на NAIBER (буферная занятость, не ускоряющая инфляцию). Программа действует как автоматический фискальный стабилиза-

¹ Беляев В.А. Деньги, долг и бюджетный дефицит: контрастные взгляды мейнстрима и современной денежной теории // Финансы и кредит. 2025. Т. 31. № 10. С. 103–117. DOI: 10.24891/qmfebd EDN: QMFEBD

тор: зарплатный дифференциал между секторами сдерживает рост заработных плат в частном секторе, что снижает инфляционное давление на рынке труда [10].

Таким образом, представители ММТ подвергают критике традиционный подход мейнстрима к контролю инфляции, основанный на механизме инфляционного таргетирования, который предполагает снижение инфляции за счет искусственного замедления экономической активности и роста уровня безработицы. В качестве альтернативы экономисты ММТ предлагают использовать инструменты налогово-бюджетной политики, которые позволяют регулировать инфляцию с минимальными негативными последствиями для реального сектора экономики.

Стоит отметить, что, в отличие от мейнстрима, где применяются формализованные правила, такие как принцип Тейлора, независимо от их фактической эффективности в различных экономических условиях, ММТ не предлагает универсального механизма борьбы с инфляцией. Подход сторонников теории зависит от характера инфляционных процессов. Например, при инфляции издержек или шоке предложения рекомендуется стимулировать расширение производства товаров, вызвавших данный шок через дополнительные инвестиции. В случае же инфляции спроса предлагается снижать государственные расходы и повышать налоговые ставки для уменьшения избыточного давления на экономику.

Анализ инфляции 2021–2024 гг.

Быстрый рост инфляции с 2021 г. в развитых странах стал главным вызовом для политики инфляционного таргетирования с момента перехода к ней центральных банков в 1990-х гг. Несмотря на уникальную и непредсказуемую природу данного кризиса, связанную с временной остановкой производственных мощностей во всем мире и быстрым восстановлением экономики после частичного снятия карантина, многие экономисты критикуют ФРС и центральные банки за недостаточные усилия по сдерживанию инфляции.

Стоит отметить, что большинство экономистов едины в причинах инфляции. Так, Р. Рейс приводит три фактора, способствовавших резкому росту инфляции:

- быстрое восстановление экономики в 2021 г., что привело к разрыву между реальной и потенциальной экономической активностью;
- шок предложения из-за разрушения цепочек поставок;
- энергетический кризис и резкий рост цен на продовольствие.

Кроме того, экономисты отмечают еще одну причину инфляции, ускорившую рост цен в США, – значительный пакет налогово-бюджетных стимулов (the American Rescue Plan of 2021) в 1,9 трлн долл. США, который способствовал превышению агрегатного спроса над предложением после частичного снятия карантина [13].

Большинство исследователей придерживаются позиции, согласно которой инфляция была вызвана преимущественно факторами со стороны предложения, однако некоторые экономисты, как, например, Д. Джаннон, считают, что чрезмерный спрос являлся первоисточником роста инфляции [14].

Тем не менее ряд экономистов декомпозируют влияние факторов спроса и предложения на инфляцию [15]. Согласно анализу Б. Хофмана, проведенного на базе методики А. Шапиро, основное превышение инфляции над целевым уровнем в развитых странах в период после 2021 г. было вызвано преимущественно факторами со стороны предложения (рис. 4 и 5).

Так, факторы на стороне предложения, вызванные энергетическим кризисом и ростом цен на продовольствие, внесли более 4% к инфляции в США в 2022 г. и более 7% в Европе.

Характер инфляции, обусловленный в рассматриваемый период преимущественно факторами предложения, определяет стратегический подход ФРС и центральных банков развитых стран к достижению целевого уровня инфляции. В соответствии с положениями кейнсианской экономической теории предполагается асимметричный характер мер денежно-кредитной политики в зависимости от источников инфляционных процессов. В условиях инфляции, вызванной избыточным спросом, повышение ключевой ставки рассматривается как эффективный инструмент для снижения экономической активности и сдерживания роста цен. Однако при инфляции, инициированной шоками предложения, центральный банк согласно современным представлениям должен акцентировать внимание на поддержании экономической активности и может частично пренебрегать инфляционными давлениями, если инфляционные ожидания остаются устойчивыми. Указанный подход обусловлен временным характером шоков предложения, а также необходимостью минимизации негативных макроэкономических компромиссов, возникающих вследствие противоположного влияния данных шоков на динамику цен и объемов выпуска [16].

Помимо этого, А. Шапиро отмечает, что «вклад, обусловленный спросом, как правило, снижается во время рецессий, тогда как вклад, обусловленный предложением, обычно коррелирует с ценами на продовольствие и энергоносители. Ужесточение монетарной политики направлено на снижение вклада инфляции, вызванной спросом. Шоки предложения нефти увеличивают вклад инфляции, связанной с предложением, но уменьшают вклад, обусловленный спросом» [15].

Стоит отметить, что политика ФРС в данный период соотносится с данными тезисами. Несмотря на то что в соответствии с правилом Тейлора ФРС необходимо было начать подъем ставки в начале 2021 г. (рис. 6), первое повышение ставки произошло лишь в 2022 г., когда инфляция уже достигла своего пика, а ставка в соответствии с правилом Тейлора должна была быть около 9%. Данное решение ФРС объясняется фокусом на восстановление экономики после временных закрытий предприятий и карантина, вызванного COVID-19, опасениями значительного увеличения системных рисков после продолжительного периода стимулирующей ДКП в условиях постпандемийной неопределенности, а также представлением о временной природе первопричин инфляции. Однако именно позднее поднятие ФРС ставки является основной причиной критики со стороны многих экономистов.

К примеру, Р. Рейс критикует политику ФРС в данный период и выделяет четыре фактора, которые, по его мнению, привели к росту инфляции выше целевых значений.

1. Масштабные шоки предложения в данный период интерпретировались таким образом, чтобы оправдать сохранение крайне мягкой монетарной политики. Быстрое восстановление экономики в 2021 г. не привело к пересмотру ранее данных ориентиров, поскольку внимание было сосредоточено на реальной экономической активности. Шоки предложения рассматривались как временные, что оправдывало превышение целевого уровня инфляции.
2. Убежденность в том, что инфляционные ожидания остаются стабильными (как это было последние два десятилетия), привела к опоре на опросы участников рынка и медианные ожидания домохозяйств. Однако уже во второй половине 2021 г. данные

показали сдвиг, который стал очевиден в 2022 г. Центробанки недооценили устойчивость отклонений инфляции от цели.

3. Ранее заработанное доверие к денежно-кредитной политике за более чем 20 лет низкой инфляции позволило центральным банкам сосредоточиться на реальной экономике, но излишняя уверенность в этом доверии привела к его частичной утрате, что спровоцировало спираль роста инфляции, когда выпуск превысил потенциальный уровень.
4. Пересмотр рамок денежно-кредитной политики под влиянием снижающейся нейтральной ставки во время пандемии привел к повышенной толерантности к высокой инфляции и фокусу на стимулировании спроса. Когда инфляция начала расти, эта позиция замедлила решительные действия по повышению ставки.

Сторонники действий ФРС в свою очередь указывают на эффективность проводимой политики, несмотря на позднее начало цикла поднятия ставки. Так, Р. Наджар и А. Шапиро демонстрируют, что, заявления FOMC (Федеральный комитет по операциям на открытом рынке) о высокой приверженности в борьбе с инфляцией ведет к последующему снижению инфляции, а также что поднятие ставки ФРС в 2022–2023 гг. до уровня 5% привело к снижению инфляции со стороны спроса на 2% [17].

Следует подчеркнуть, что значительная часть критики в адрес ФРС за недостаточную эффективность мер по сдерживанию инфляции обусловлена прежде всего претензиями к монетарным властям, а не к правительству. Однако при рассмотрении влияния масштабных стимулирующих фискальных мер, включая пакеты финансовой помощи населению, которые частично способствовали ускорению инфляции после отмены карантинных ограничений, налогово-бюджетная политика в вопросе борьбы с инфляцией остается вне поля критики со стороны экономистов, придерживающихся мейнстрима. Этот взгляд полностью согласуется с концептуальными установками монетаризма, где основная ответственность за контроль над инфляцией возлагается на денежно-кредитные институты.

Таким образом, можно подытожить, что инфляция в период 2021–2024 гг. в развитых странах была вызвана преимущественно факторами предложения, в связи с чем центральные банки занимали выжидательную позицию при поднятии ставки для борьбы с инфляцией. Временный характер факторов, вызвавших ее, является причиной отхода центральных банков от правила Тейлора в период резкого роста инфляции. Тем не менее единственными инструментами, которыми пользовались ФРС и центральные банки развитых стран было поднятие процентной ставки и управление ожиданиями экономических агентов.

Взгляд ММТ на инфляцию и возможные действия

Сторонники ММТ во многом разделяют взгляд на причины инфляции в данный период, однако отмечают и дополнительные факторы. Так, Р. Рей подтверждает, что основное влияние на инфляцию было со стороны факторов предложения, а не спроса, и выделяет следующие ее причины:

- разрушение цепочки поставок;
- рост цен на энергоресурсы из-за кризиса на энергетическом рынке;
- резкий рост цен на продовольствие, вызванный шоками предложения;
- налогово-бюджетные льготы и «вертолетные деньги» в период пандемии.

Стоит отметить, что сторонники ММТ указывают также еще одну значимую причину инфляции, о которой не говорят представители мейнстрима, а именно: ценовую политику крупных корпораций, повышавших цены быстрее роста издержек. Так, Р. Рей указывает на рекордную за 70 лет прибыльность бизнеса в 2021 г., а также на тот факт, что наибольшую выгоду от кризиса получили крупнейшие компании, обладающие большими возможностями по повышению цен [18]. Данную гипотезу также подтверждает в своем исследовании и М. Сеттерфилд [19].

В условиях инфляции, вызванной преимущественно шоками спроса, Р. Рей подчеркивает тот факт, что поднятие ставки ФРС не решит возникших проблем. Ученый задается следующими вопросами. Проблема заключается в нехватке рабочей силы, как ФРС должна ее решить, если не путем значительного охлаждения экономики (и решения проблемы дефицита путем снижения спроса на рабочую силу, а не увеличения ее предложения, чего она сделать не может)? И что именно ФРС должна делать с решениями ОПЕК, нехваткой контейнеров, задержками поставок, нехваткой дальнобойщиков и нехваткой жилья? Поскольку это глобальная проблема в эпоху глобальной пандемии и глобальных цепочек поставок, как действия ФРС должны решить проблему инфляции? Более того, представители ММТ утверждают, что влияние ставки ФРС на инфляцию за последние 20 лет неочевидно, и подчеркивают, что «налогово-бюджетная политика может быть более подходящей в борьбе с инфляцией, независимо от того, исходит ли она от спроса или предложения» [20].

Сторонники ММТ предлагают альтернативные пути решения проблемы инфляции в данный период. Прежде всего, представители ММТ выступают против поднятия ставок и «вертолетных денег». Вместо денежных пособий для всех граждан представители ММТ предлагали целевую поддержку тех, кто потерял работу в результате пандемии. Основной идеей сторонников ММТ является то, что «помощь должна была быть сосредоточена на восстановлении и улучшении предложения в экономике, а не на восстановлении спроса в условиях дефицита на стороне предложения» [21]. При этом сторонники ММТ выступают против поднятия ставки в данных условиях и за увеличение государственных и частных расходов для наращивания мощностей в областях, способствующих росту инфляции, например, таких, как портовая инфраструктура.

Исследователь В. Митчелл отмечает опыт Японии в сдерживании инфляции в период после пандемии COVID-19, считая его наиболее эффективным среди развитых стран. Различия в темпах роста инфляции в данный период отчетливо заметны на графике (рис. 7). Рост CPI за 3 года в США превысил 20% в то время как в Японии данный показатель увеличился лишь на 3%.

Сторонники ММТ выделяют несколько факторов, позволивших Японии преодолеть данный кризис с минимальной инфляцией. В первую очередь Банк Японии не поднимал процентные ставки в период роста инфляции, а продолжил покупки государственных облигаций в целях удержания ставок на околонулевом уровне, что оказало поддержку бизнесу. Кроме того, японские корпорации не поднимали цены выше роста себестоимости в данный период по сравнению с компаниями из США. В. Митчелл объясняет данное поведение различиями в корпоративной культуре между крупнейшими компаниями Японии и США. Несмотря на рост закупочных цен, японские корпорации не перенесли повышение цен на потребителей, а пожертвовали своей маржинальностью.

В то же время японское правительство предоставляло широкие субсидии населению и компаниям для покрытия издержек из-за роста стоимости энергоресурсов в данный период. Так, 2 700 млрд иен (21 млрд долл. США) было направлено в виде субсидий и дотаций на решение проблемы резкого роста цен на нефть, в числе прочего дистрибьютерам бензина для компенсации затрат из-за роста цены. В итоге пик инфляции в Японии составил 4%, в то время как в США данный показатель достиг 9,1% в июне 2022 г. Представители ММТ отмечают, что Япония в наибольшей степени использовала налогово-бюджетную политику для борьбы с инфляцией через повышение государственных расходов для компенсации роста цен, а не денежно-кредитную политику через повышение процентной ставки и охлаждение спроса.

Стоит отметить, что действия ФРС до февраля 2022 г. во многом соотносились с логикой представителей ММТ, согласно которой поднятие ставки не будет иметь значительного влияния на инфляцию ввиду ее причин на стороне предложения и желания дожидаться нормализации ситуации в наиболее пострадавших секторах. Важно также уточнить, что поднятие ставки ФРС не привело к значительным негативным последствиям для экономики, как это прогнозировали многие сторонники ММТ.

Таким образом, подход ММТ отвергает борьбу с инфляцией с помощью денежно-кредитных инструментов, это обосновывается значительными негативными последствиями для экономики и прежде всего для населения через рост безработицы, предпочтение отдается налогово-бюджетной политике. Повышение инфляции после острой фазы COVID-19 сторонники ММТ предлагают решать путем направления инвестиций в инфраструктурные проекты для непосредственного решения причин возникновения данной инфляции на стороне предложения. Кроме того, представители ММТ критически относятся к трансфертным платежам всему населению, предлагая сосредоточиться на поддержке исключительно наиболее пострадавших социальных групп, что снизило бы давление на инфляцию со стороны спроса.

Подход ММТ к вопросу контроля инфляции также предполагает передачу мандата за достижением ценовой стабильности от центрального банка к правительству, поскольку именно оно отвечает за налогово-бюджетную политику, которая в соответствии с представлениями ММТ наиболее эффективна в контроле за инфляцией. Несмотря на то что данная инициатива логично вытекает из концепции ММТ, изменение системы сдержек и противовесов может привести к дестабилизации ситуации с инфляцией, особенно перед выборными циклами.

Заключение

Рост инфляции после пандемии COVID-19 стал наиболее серьезным испытанием для политики инфляционного таргетирования с момента перехода к ней центральных банков в конце 1990-х гг. Инфляция в США и Европе показала рост до значений близких к временам Великой инфляции конца 1970-х гг. Однако центральные банки в данной ситуации не решились на повторение эксперимента Волкера и, более того, не поднимали ставку в соответствии с правилом Тейлора для борьбы с инфляцией, отдавая отчет о меньшей эффективности денежно-кредитной политики в условиях инфляции предложения. Тем не менее мандат по борьбе с инфляцией оставался в руках центральных банков в соответствии с концепцией мейнстрима.

В данных обстоятельствах представители ММТ предлагают альтернативный взгляд на проблему борьбы с высокой инфляцией, подчеркивая необходимость большей роли налогово-бюджетной политики в данном вопросе. Сторонники ММТ подвергают критике политику инфляционного таргетирования, подчеркивая, что снижение инфляции при ее применении достигается за счет роста банкротств и повышения уровня безработицы, в то время как применение инструментов налогово-бюджетной политики позволит избежать данных последствий. Последователи ММТ указывают на успешный пример Японии в борьбе с инфляцией после пандемии COVID-19, подчеркивая отказ Банка Японии от борьбы с инфляцией с помощью поднятия ставки, а также широкие фискальные стимулы от правительства Японии для сдерживания ценового влияния от шоков предложения.

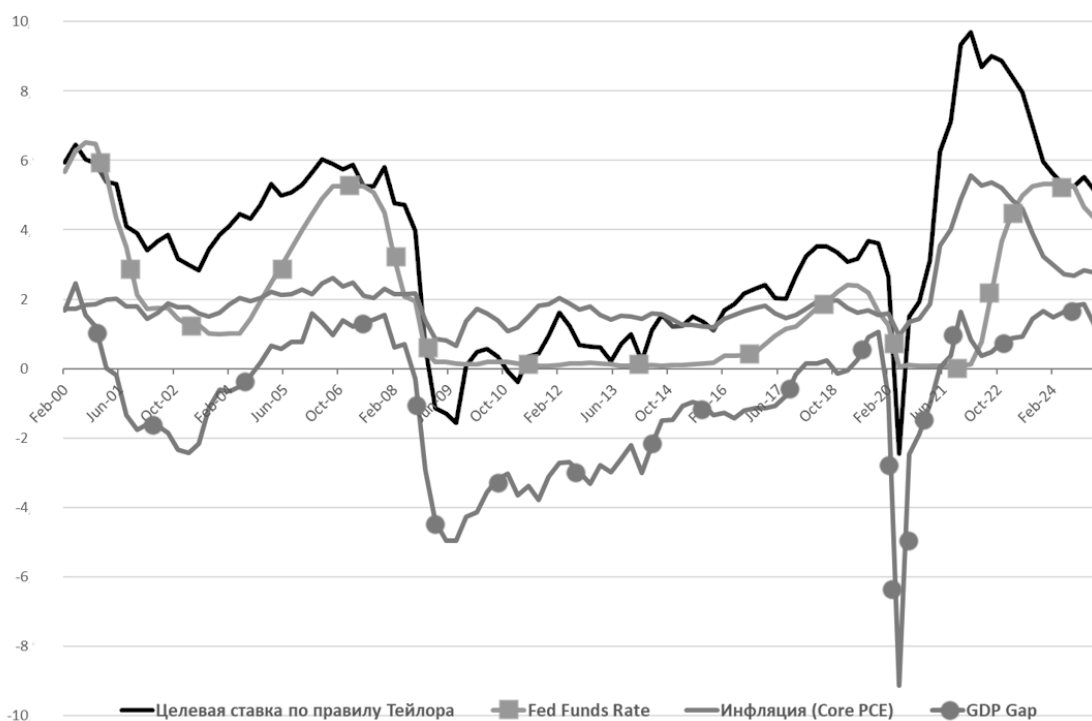
Эмпирические данные, накопленные после мирового финансового кризиса 2008 г., подтверждают необходимость критического переосмысления ряда концепций мейнстрима, особенно в отношении денежно-кредитной политики. Анализ опыта последних кризисов подчеркивает необходимость разработки новых стратегий борьбы с инфляцией, которые будут основаны на сочетании монетарных и фискальных мер, а также учете специфики современных экономических условий.

Рисунок 1

Целевая номинальная процентная ставка по правилу Тейлора, базовая инфляция (Core PCE), разрыв ВВП и фактическая ставка ФРС

Figure 1

Target nominal interest rate according to the Taylor rule, core inflation (Core PCE), GDP gap, and the actual Fed rate

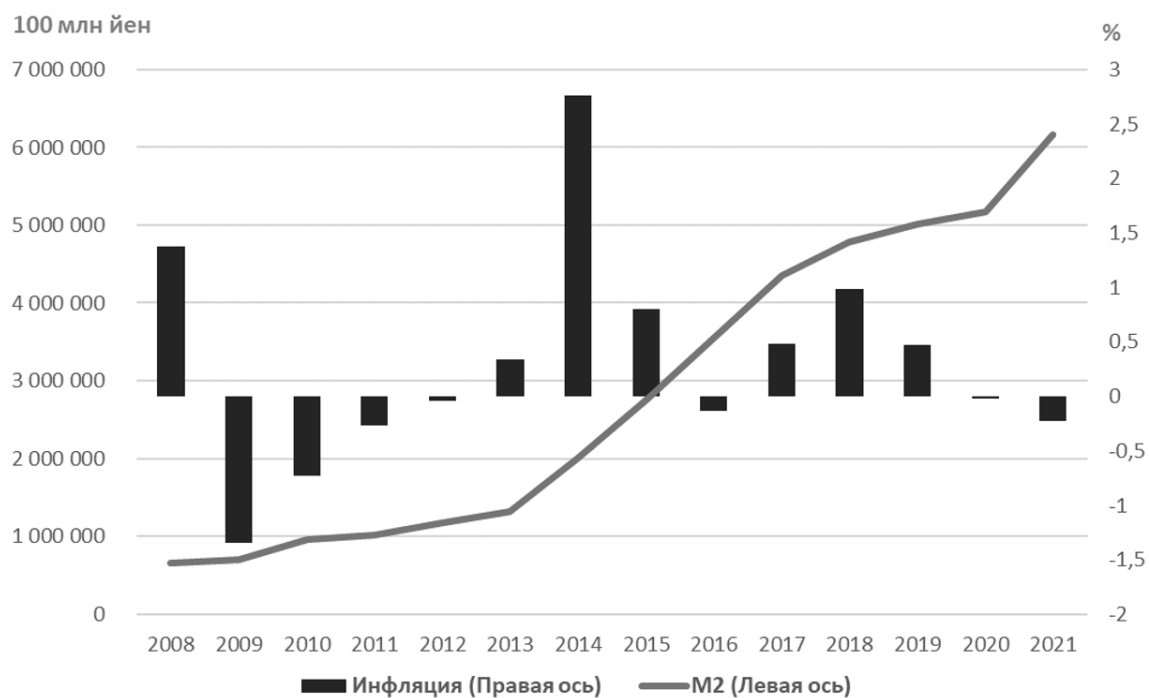


Источник: Federal Reserve Bank of Atlanta

Source: Federal Reserve Bank of Atlanta

Рисунок 2
Инфляция и денежная масса М2 в Японии

Figure 2
Inflation and M2 money supply in Japan

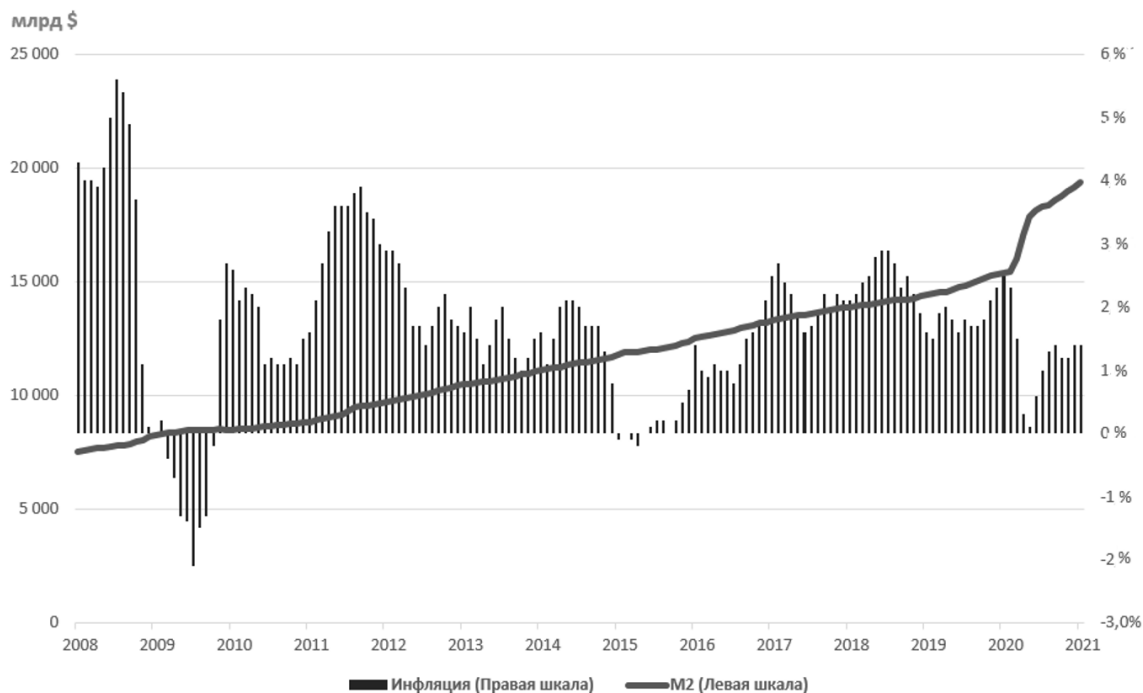


Источник: Банк Японии

Source: Bank of Japan

Рисунок 3
Инфляция и денежная масса M2 в США

Figure 3
Inflation and M2 money supply in the US

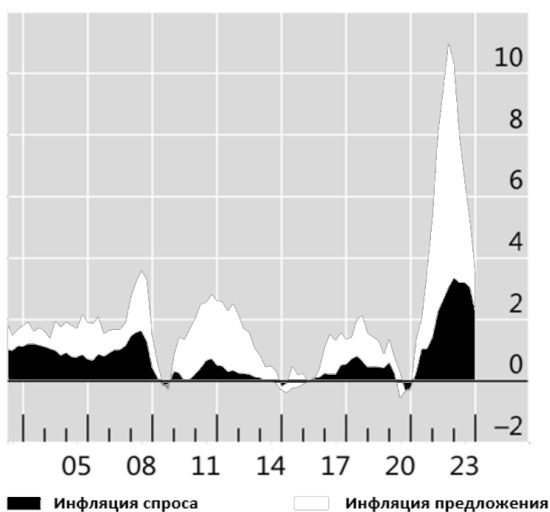


Источник: Board of Governors of the Federal Reserve System (US) via FRED

Source: Board of Governors of the Federal Reserve System (US) via FRED

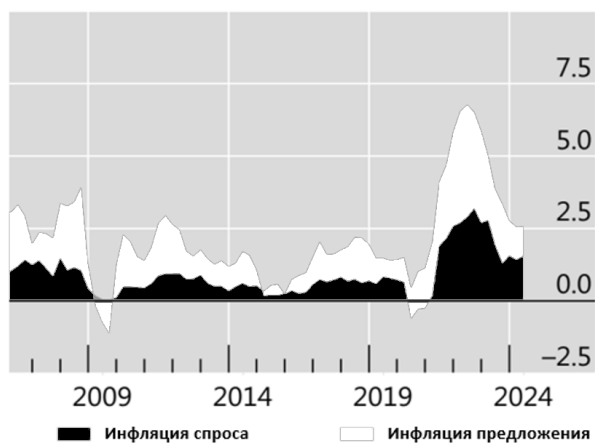
Рисунок 4
Разбивка инфляции на факторы предложения и спроса в США

Figure 4
Breakdown of inflation into supply and demand factors in the US



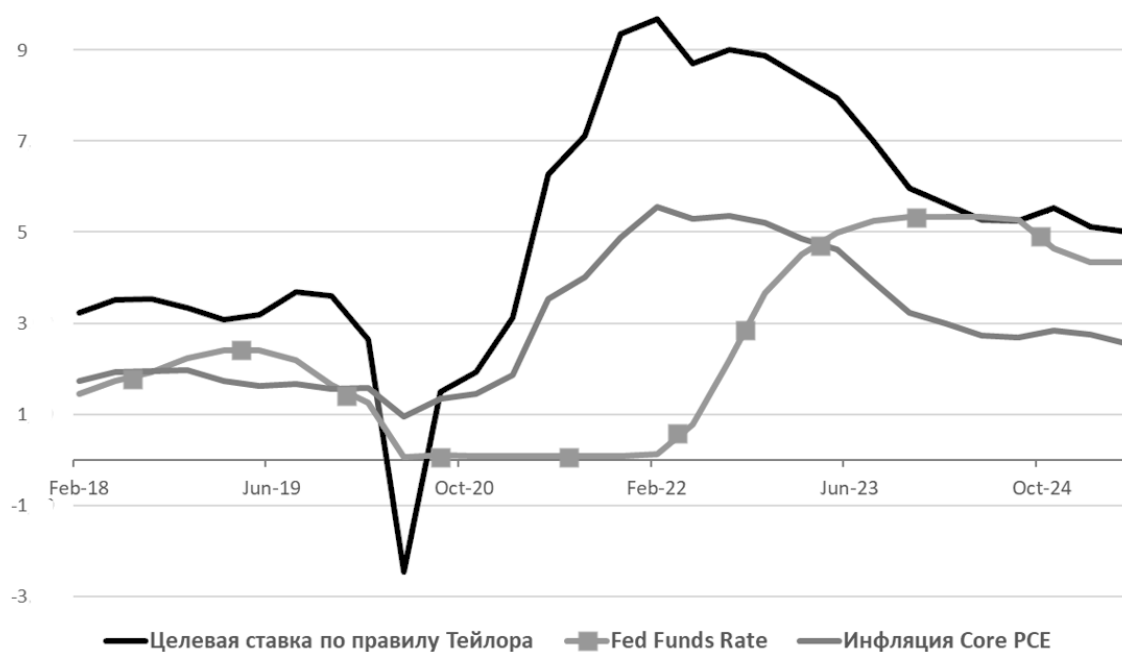
Источник: [22]

Source: [22]

Рисунок 5**Разбивка инфляции на факторы предложения и спроса в Европе****Figure 5****Breakdown of inflation by supply and demand factors in Europe**

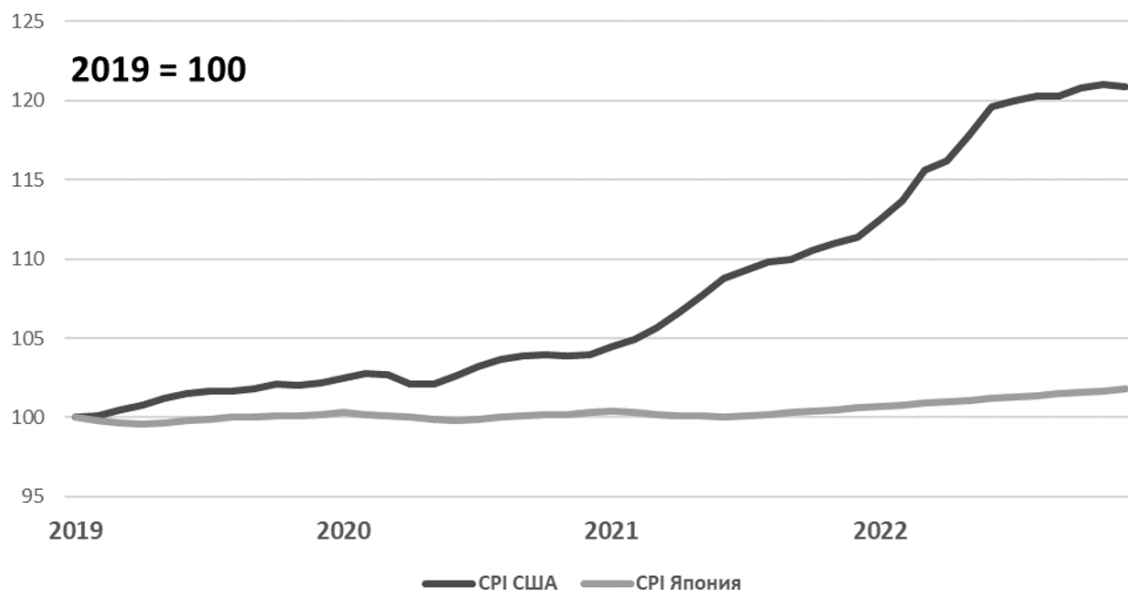
Источник: [22]

Source: [22]

Рисунок 6**Целевая номинальная процентная ставка по правилу Тейлора, базовая инфляция (Core PCE) и фактическая ставка ФРС****Figure 6****Target nominal interest rate according to the Taylor rule, core inflation (Core PCE), and the actual Fed rate**

Источник: Federal Reserve Bank of Atlanta

Source: Federal Reserve Bank of Atlanta

Рисунок 7**Инфляция (CPI) в Японии и США 2019–2023 гг. (2019 г. – 100%)****Figure 7****Inflation (CPI) in Japan and the USA, 2019–2023 (2019 = 100%)***Источник:* U.S. Bureau of Labor Statistics и Statistics Bureau of Japan*Source:* U.S. Bureau of Labor Statistics and Statistics Bureau of Japan**Список литературы**

1. Friedman M. Inflation: Causes and Consequences. New York, Asia Publishing House, 1963, 51 p.
2. Friedman M. A Program for Monetary Stability. Fordham University Press, 1959, 110 p.
3. Taylor J.B. Discretion versus Policy Rules in Practice. *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, 1993, vol. 39, pp. 195–214. DOI: 10.1016/0167-2231(93)90009-L
4. Christiano L.J., Eichenbaum M.S., Trabandt M. On DSGE Models. *Journal of Economic Perspectives*, 2018, vol. 32, no. 3, pp. 113–140. DOI: 10.1257/jep.32.3.113
5. Mundell R. Uncommon Arguments for Common Currencies. In: Johnson H., Swoboda A. (eds) *The Economics of Common Currencies*. London, Allen and Unwin, 1973, pp. 114–132.
6. Lerner A.P. Functional Finance and the Federal Debt. *Social Research*, 1943, vol. 10, no. 1, pp. 38–51.
7. Wray L.R. The 'Kansas City' Approach to Modern Money Theory. *Levy Economics Institute of Bard College*, 2020, no. 961. DOI: 10.2139/ssrn.3650357
8. Mitchell W.F. Debt and Deficits – A Modern Monetary Theory Perspective. *Australian Economic Review*, 2020, vol. 53, iss. 4, pp. 566–576. DOI: 10.1111/1467-8462.12400 EDN: SOKSTS
9. Lavoie M., Zezza G. (eds). *The Stock-Flow Consistent Approach: Selected Writings of Wynne Godley*. New York, Palgrave Macmillan, 2012. DOI: 10.1057/9780230353848

10. Mitchell W., Muysken J. Full Employment Abandoned: Shifting Sands and Policy Failures. *International Journal of Public Policy*, 2010, vol. 5, iss. 4, pp. 295–313. DOI: 10.1504/IJPP.2010.032299
11. Palley T.I. Money, Fiscal Policy, and Interest Rates: A Critique of Modern Monetary Theory. *Review of Political Economy*, 2015, vol. 27, iss. 1, pp. 1–23. DOI: 10.1080/09538259.2014.957466
12. Forstater M., Mosler W. The Natural Rate of Interest is Zero. *Journal of Economic Issues*, 2005, vol. 39, iss. 2, pp. 535–542. DOI: 10.1080/00213624.2005.11506832
13. Reis R. The Burst of High Inflation in 2021–22: How and Why Did We Get Here? *BIS Working Papers*, 2022, no. 1060.
14. Giannone D., Primiceri G. The Drivers of Post-Pandemic Inflation. *NBER Working Paper*, 2024, no. 32859. DOI: 10.3386/w32859
15. Shapiro A.H. Decomposing Supply and Demand Driven Inflation. *Federal Reserve Bank of San Francisco Working Paper*, 2022, vol. 2022–18. DOI: 10.24148/wp2022-18 EDN: SQGEUB
16. Erceg C.J., Henderson D.W., Levin A.T. Optimal Monetary Policy with Staggered Wage and Price Contracts. *Journal of Monetary Economics*, 2000, vol. 46, iss. 2, pp. 281–313. DOI: 10.1016/S0304-3932(00)00028-3 EDN: DYRSVJ
17. Najjar R., Shapiro A. Does Monetary Policy Tightening Reduce Inflation? *FRBSF Economic Letter*, Federal Reserve Bank of San Francisco, 2025, vol. 2025-03.
18. Nersisyan Y., Wray L.R. What's Causing Accelerating Inflation: Pandemic or Policy Response? *Levy Institute of Bard College Working Paper*, 2022, no. 1003. DOI: 10.2139/ssrn.4049894
19. Setterfield M. Inflation and Distribution during the Post-COVID Recovery. *FMM Working Paper*, 2022, no. 82. DOI: 10.2139/ssrn.4250496 EDN: FLLYMG
20. Papadimitriou D.B., Wray L.R. Still Flying Blind After All These Years: The Federal Reserve's Continuing Experiments with Unobservables. *Public Policy Brief*, 2021, no. 156.
21. Wray L.R. The Causes of Pandemic Inflation. *Levy Institute of Bard College Working Paper*, 2022, no. 70.
22. Hofmann B., Manea C., Mojon B. Targeted Taylor rules: Monetary policy responses to demand- and supply-driven inflation. *BIS Quarterly Review*, 2024, pp. 19–35.

Информация о конфликте интересов

Я, автор данной статьи, со всей ответственностью заявляю о частичном и полном отсутствии фактического или потенциального конфликта интересов с какой бы то ни было третьей стороной, который может возникнуть вследствие публикации данной статьи. Настоящее заявление относится к проведению научной работы, сбору и обработке данных, написанию и подготовке статьи, принятию решения о публикации рукописи.

POST-PANDEMIC INFLATION: A LOOK THROUGH THE LENS OF MODERN MONETARY THEORY (MMT) AND MAINSTREAM ECONOMICS

DOI: <https://doi.org/10.24891/wuyder>EDN: <https://elibrary.ru/wuyder>**Vladimir A. BELYAEV**Moscow State Institute of International Relations (University) of Ministry of Foreign Affairs
of Russian Federation (MGIMO University), Moscow, Russian Federatione-mail: v.a.belyaev@gmail.com

ORCID: 0000-0002-7422-5515

Article history:

Article no. 141/2026

Received 16 Feb 2026

Accepted 13 May 2026

Available online

30 Sept 2026

JEL Classification: E12,
E52, E60, E62**Keywords:** MMT,
macroeconomic policy,
fiscal policy, mainstream,
economic theory**Abstract****Subject.** Inflation management in developed countries in the post-COVID-19 period.**Objectives.** To critically assess the effectiveness of traditional monetary instruments (interest rate hikes) versus alternative fiscal approaches under Modern Monetary Theory (MMT) in the context of post-pandemic inflation.**Methods.** A comparative historical and economic analysis is applied, using empirical data from the USA, Europe, and Japan, along with a decomposition of inflationary factors according to A. Shapiro's methodology.**Results.** It was found that traditional monetary instruments proved to be largely ineffective against inflation driven by supply-side shocks (supply chain disruptions, energy crisis). Despite rate hikes, central banks were unable to quickly bring inflation back to target levels. The MMT-oriented approach, focused on fiscal measures — targeted subsidies, investment in capacity, and cost compensation — demonstrated effectiveness, as illustrated by the case of Japan.**Conclusions.** Policy instruments need to be adapted to the nature of inflationary shocks: in the case of supply-driven inflation, fiscal measures may be more effective and less detrimental than monetary tightening. The study contributes to the discussion on the role of central banks and substantiates the potential for synergy between monetary and fiscal instruments for macroeconomic stabilization in the post-pandemic period.

© Publishing house FINANCE and CREDIT, 2026

Please cite this article as: Belyaev V.A. Post-pandemic inflation: A look through the lens of modern monetary theory (MMT) and mainstream economics. *Finance and Credit*, 2026, iss. 9, pp. 34–54.

DOI: 10.24891/wuyder EDN: WUYDER

AcknowledgmentsThe article was supported by the MGIMO Development Programme – *Priority-2030*.**References**

1. Friedman M. Inflation: Causes and Consequences. New York, Asia Publishing House, 1963, 51 p.
2. Friedman M. A Program for Monetary Stability. Fordham University Press, 1959, 110 p.

3. Taylor J.B. Discretion versus Policy Rules in Practice. *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, 1993, vol. 39, pp. 195–214. DOI: 10.1016/0167-2231(93)90009-L
4. Christiano L.J., Eichenbaum M.S., Trabandt M. On DSGE Models. *Journal of Economic Perspectives*, 2018, vol. 32, no. 3, pp. 113–140. DOI: 10.1257/jep.32.3.113
5. Mundell R. Uncommon Arguments for Common Currencies. In: Johnson H., Swoboda A. (eds) *The Economics of Common Currencies*. London, Allen and Unwin, 1973, pp. 114–132.
6. Lerner A.P. Functional Finance and the Federal Debt. *Social Research*, 1943, vol. 10, no. 1, pp. 38–51.
7. Wray L.R. The 'Kansas City' Approach to Modern Money Theory. *Levy Economics Institute of Bard College*, 2020, no. 961. DOI: 10.2139/ssrn.3650357
8. Mitchell W.F. Debt and Deficits – A Modern Monetary Theory Perspective. *Australian Economic Review*, 2020, vol. 53, iss. 4, pp. 566–576. DOI: 10.1111/1467-8462.12400 EDN: SOKSTS
9. Lavoie M., Zezza G. (eds). *The Stock-Flow Consistent Approach: Selected Writings of Wynne Godley*. New York, Palgrave Macmillan, 2012. DOI: 10.1057/9780230353848
10. Mitchell W., Muysken J. Full Employment Abandoned: Shifting Sands and Policy Failures. *International Journal of Public Policy*, 2010, vol. 5, iss. 4, pp. 295–313. DOI: 10.1504/IJPP.2010.032299
11. Palley T.I. Money, Fiscal Policy, and Interest Rates: A Critique of Modern Monetary Theory. *Review of Political Economy*, 2015, vol. 27, iss. 1, pp. 1–23. DOI: 10.1080/09538259.2014.957466
12. Forstater M., Mosler W. The Natural Rate of Interest is Zero. *Journal of Economic Issues*, 2005, vol. 39, iss. 2, pp. 535–542. DOI: 10.1080/00213624.2005.11506832
13. Reis R. The Burst of High Inflation in 2021–22: How and Why Did We Get Here? *BIS Working Papers*, 2022, no. 1060.
14. Giannone D., Primiceri G. The Drivers of Post-Pandemic Inflation. *NBER Working Paper*, 2024, no. 32859. DOI: 10.3386/w32859
15. Shapiro A.H. Decomposing Supply and Demand Driven Inflation. *Federal Reserve Bank of San Francisco Working Paper*, 2022, vol. 2022–18. DOI: 10.24148/wp2022-18 EDN: SQGEUB
16. Erceg C.J., Henderson D.W., Levin A.T. Optimal Monetary Policy with Staggered Wage and Price Contracts. *Journal of Monetary Economics*, 2000, vol. 46, iss. 2, pp. 281–313. DOI: 10.1016/S0304-3932(00)00028-3 EDN: DYRSVJ
17. Najjar R., Shapiro A. Does Monetary Policy Tightening Reduce Inflation? *FRBSF Economic Letter, Federal Reserve Bank of San Francisco*, 2025, vol. 2025-03.
18. Nersisyan Y., Wray L.R. What's Causing Accelerating Inflation: Pandemic or Policy Response? *Levy Institute of Bard College Working Paper*, 2022, no. 1003. DOI: 10.2139/ssrn.4049894
19. Setterfield M. Inflation and Distribution during the Post-COVID Recovery. *FMM Working Paper*, 2022, no. 82. DOI: 10.2139/ssrn.4250496 EDN: FLLYMG
20. Papadimitriou D.B., Wray L.R. Still Flying Blind After All These Years: The Federal Reserve's Continuing Experiments with Unobservables. *Public Policy Brief*, 2021, no. 156.
21. Wray L.R. The Causes of Pandemic Inflation. *Levy Institute of Bard College Working Paper*, 2022, no. 70.

22. Hofmann B., Manea C., Mojon B. Targeted Taylor rules: Monetary policy responses to demand- and supply-driven inflation. *BIS Quarterly Review*, 2024, pp. 19–35.

Conflict-of-interest notification

I, the author of this article, bindingly and explicitly declare of the partial and total lack of actual or potential conflict of interest with any other third party whatsoever, which may arise as a result of the publication of this article. This statement relates to the study, data collection and interpretation, writing and preparation of the article, and the decision to submit the manuscript for publication.