

МОНЕТАРНАЯ ПОЛИТИКА И НЕРАВЕНСТВО

АЛЕКСАНДР АЛЕКСАНДРОВИЧ РАКВИАШВИЛИ,

Университет Грузии,

Тбилиси, Грузия,

e-mail: a.rakviashvili@ug.edu.ge, rakviashvili@gmail.com

Цитирование: *Раквиашвили, А. А. (2020). Монетарная политика и неравенство // Journal of Institutional Studies*, 12(4), 6-17. DOI: 10.17835/2076-6297.2020.12.4.006-017

В статье сделан обзор исследований влияния монетарной политики на неравенство доходов и богатства. На основе анализа и систематизации статей, преимущественно написанных за последние 25–30 лет, а также различных работ руководителей ведущих центральных банков мира, выделены основные подходы оценки того, в какой мере действия ФРС ответственны за рост неравенства в США, начавшийся в 1970-х гг. Выявлено, что относительно единодушные экономистов в этом вопросе после кризиса 2007–2009 гг. сменилось значительным плюрализмом мнений, в том числе обусловленным активностью центральных банков и применением ими нестандартных подходов при проведении монетарной политики. Кроме того, определены те каналы, через которые действия центральных банков сказывается на распределении богатства в экономике. Всего было выделено пять таких каналов. Так, изменения в монетарной политике влияют на долговой рынок и структуру активов и обязательств домохозяйств, а домохозяйства с фиксированными доходами и с высокой склонностью использования наличных денег, в большей мере несут потери при смягчении монетарной политики. Наконец, обзревается относительно редко встречающийся в работах экономистов «эффект Кантильона», который приводит к росту богатства первых получателей эмитированных денег за счет тех, кто дальше всех от центра эмиссии. В статье приведены эмпирические свидетельства, почему этот эффект значим для американской экономики, и теоретические аргументы, указывающие, что учет эффекта Кантильона может добавить определенности в исследования как издержек монетарной политики, так и институциональных изменений, обусловленных ростом неравенства.

Ключевые слова: монетарная политика; неравенство; центральный банк; эффект Кантильона; индекс Джини

MONETARY POLICY AND INEQUALITY

ALEXANDER A. RAKVIASHVILI,

The University of Georgia,

Tbilisi, Georgia,

e-mail: a.rakviashvili@ug.edu.ge, rakviashvili@gmail.com

Citation: *Rakviashvili, A. A. (2020). Monetary policy and inequality. Journal of Institutional Studies, 12(4), 6-17. DOI: 10.17835/2076-6297.2020.12.4.006-017*

The article provides a literature review of studies of the impact of monetary policy on income and wealth inequality. Based on the analysis and systematization of the articles mainly written over the past 25–30 years as well as articles written by central bank authorities, the main approaches to assessing the extent to which the Fed's actions are responsible for the growth of wealth inequality in the United States, which began in the 1970s, are identified. It was revealed that the relative unanimity of economists on this issue was replaced by significant pluralism of opinions after the crisis of 2007–2009. Among other reasons this was caused by the activity of central banks and their use of non-conventional approaches in conducting the monetary policy. In addition, the channels through which the actions of central banks affect the distribution of wealth in the economy are identified. In total, five such channels were singled out. Thus, changes in the monetary policy affect the debt market and the structure of assets and liabilities of households, while households with fixed incomes and with a high propensity to use cash are more likely to suffer losses during the expansionary monetary policy. And the fifth channel, which is less popular among the economists, the "Cantillon effect", leads to an increase in the wealth of the first recipients of the issued money at the expense of those who are farthest from the center of emission. The article provides empirical evidence of why this effect is significant for the American economy, and theoretical arguments indicating that taking the Cantillon effect into account can add certainty to studies of both monetary policy costs and institutional changes caused by rising inequality.

Keywords: *Monetary Policy, Inequality; Central Bank; Cantillon Effect; Gini Index*

JEL: *E14, E31, E52, E58, D31*

1. Введение

Когда говорят о недостатках рыночной экономики, одно из первых, что вспоминают – неравенство между бедными и богатыми. Корнями эта идея уходит к ранним социалистам и в разных версиях была популярна весь XX в., но так как предсказания все время расходились с реальностью, идея эксплуатации и растущего неравенства осталась бы уделом узкого круга левой профессуры, если бы не начавшийся в 1970-х гг. рост неравенства в США – в своеобразном эталоне рыночной экономики (по крайней мере, в глазах ее противников). Конечно, как справедливо замечает Р. Капелюшников (2017), проблема эта, возможно, лишь видимая в силу выбранных методов счёта, но тем не менее, если смотреть на долгий период, то данные указывают, что неравенство в США растёт.

В первую очередь, это видно по неуклонному росту индекса Джини (см. рис. 1). На ту же проблему косвенно указывает и динамика медианного дохода, стабильный и быстрый рост которого, начиная с 1970-х, сменился меньшими темпами с неравномерной динамикой (см. рис. 2).

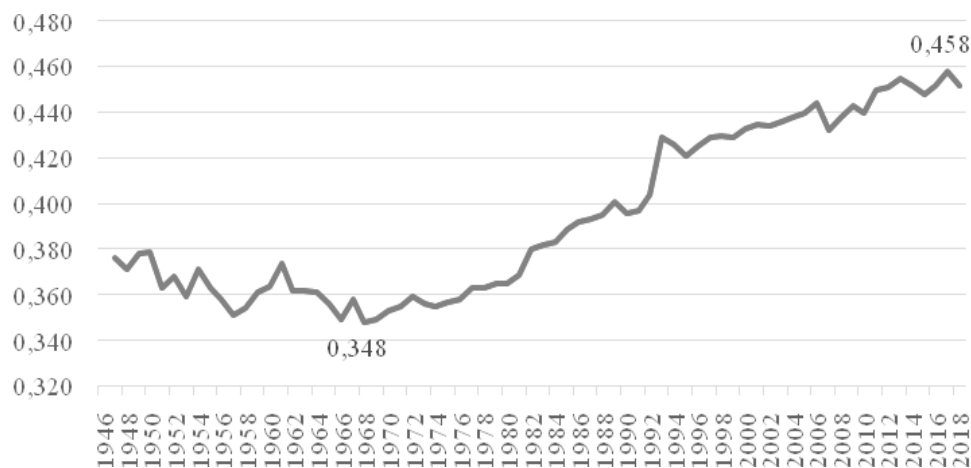


Рис. 1. Индекс Джини для семей в США 1947–2018 гг.

Источник: The Federal Reserve Bank of St. Louis.

И хотя к более ранним данным следует относиться с определенной осторожностью, даже критики капитализма сходятся во мнении, что в США до 1970-х гг. наблюдалась тенденция к снижению неравенства (Bourguignon, Morrisson, 2002; Piketty, Saez, 2003; Alvaredo, Chancel, Piketty, 2018).

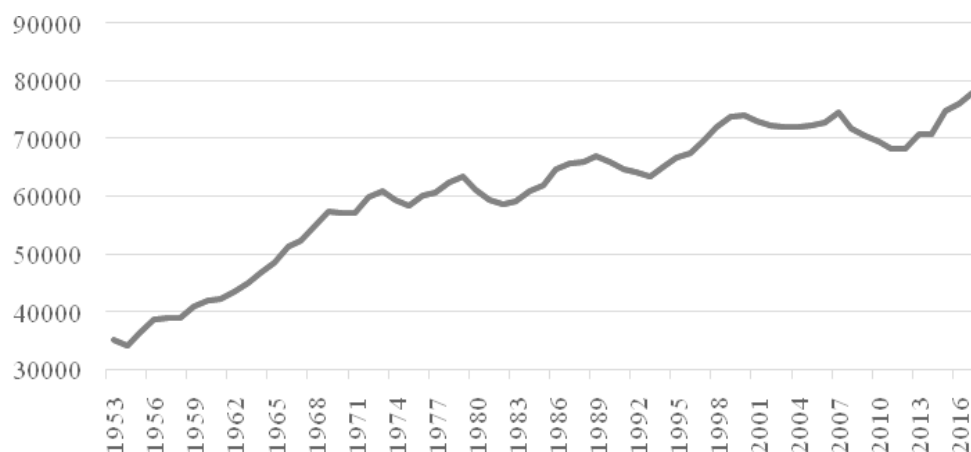


Рис. 2. Медианный доход (в долларах 2018 г.) для семей в США, 1953–2018 гг.

Источник: The Federal Reserve Bank of St. Louis.

Подобная тенденция также явно противоречит гипотезе Кузнецца (Kuznets, 1955), которая долгое время была отправной точкой исследований в области неравенства, и согласно которой, по мере экономического развития неравенство, после определенного периода роста, должно сокращаться.

Исследуя этот вопрос и разбираясь в уже проведенных исследованиях, мы, как и ряд других экономистов (Galli, Hoveen, 2001; Krueger, 2012; Saiki, Frost, 2014; Davtyan, 2017; Sieron, 2017a) обнаружили один интересный факт: абсолютное большинство экономистов в поисках причин роста неравенства игнорирует роль монетарной политики. Показательным в этом смысле являются доклады ОЭСР и Всемирного банка, посвященные неравенству, где вообще ничего не говорится о центральных банках и возможной роли монетарной политики (OECD, 2015; The World Bank, 2016). Но учитывая, что центральные банки во многих странах мира, следуя модной сегодня мягкой монетарной политике, эмитируют невиданные в истории объемы денег,

вполне разумно было бы заинтересоваться возможным влиянием этой активности на значимую социально-экономическую проблему.

Поэтому мы решили изучить уже имеющиеся исследования влияния монетарной политики на неравенство и выделить механизмы или каналы подобного воздействия.

2. Обзор литературы

Если обратиться к работам, написанным до кризиса 2007–2009 гг., то там можно увидеть определенный консенсус: чем больше инфляция, тем выше неравенство (Colciago et al., 2019). Однако после кризиса и по мере роста интереса экономистов к этой проблеме, относительное единодушие сменилось плюрализмом мнений.

Так, Доепке и соавторы пришли к выводу, что инфляция, если она непредвиденная, ударяет по богатым и тем самым может снижать неравенство (Doerke et al., 2015). Схожие выводы получили Коибон и соавторы (Coibion et al., 2017), которые, проанализировав данные с 1980 по 2008 гг. по США, пришли к выводу, что смягчение монетарной политики связано со снижением неравенства, а ужесточение – наоборот. Тот же вывод на основе данных по 32 странам получили Фурцери и соавторы (Furceri et al., 2018).

В ряде исследований (Balcilar et al., 2018; Monnin, 2014; Menna, Tirelli, 2017) отмечается, что влияние зависит от уровня инфляции. Если инфляция переходит некое пороговое значение, то неравенство растет, а при более низких значениях наоборот. А Доладо и соавторы (Dolado et al., 2018) видят угрозу роста неравенства при непредсказуемом смягчении монетарной политики, а если ЦБ поддерживает низкие темпы роста цен, то это снижает неравенство доходов.

Наконец, множество исследований указывает, что количественное смягчение и в целом мягкая монетарная политика ведет к росту неравенства в первую очередь через рост цен акций и других активов, владельцами которых, как правило, являются относительно более богатые (Villarreal, 2014; Watkins, 2014; Saiki, Frost, 2014; Davtyan, 2017; Mumtaz, Theophilopoulou, 2017; Juan Francisco et al., 2018; Taghizadeh-Hesary et al., 2019).

Конечно, по мере накопления новых данных, взаимной критики и исправлений неточностей, можно ожидать формирования нового консенсуса. Однако с нашей точки зрения, наблюдаемый плюрализм в первую очередь обусловлен узким взглядом на проблему и игнорированием ее микроэкономических оснований, то есть тех каналов, через которые монетарная политика оказывает влияние на неравенство. Так, в большинстве приведенных исследований этот вопрос либо игнорируется, либо сужается до одного или нескольких факторов, тогда как потенциально, можно говорить о десятках параметров, которые так или иначе, меняясь под воздействием монетарной политики, могут оказывать влияние на распределение и доходов, и богатства. Поэтому на следующем этапе исследований мы решили сконцентрироваться лишь на тех работах, где в той или иной форме сделан акцент на каналах воздействия монетарной политики на неравенство.

3. Каналы воздействия монетарной политики на распределение доходов

В целом статей, выделяющих разнообразные каналы воздействия, достаточно мало. Большинство исследователей, как правило, соглашается с несколькими авторами, которые обратились к этой проблеме до них. Поэтому мы нашли и изучили подобные статьи (Coibion et al., 2017; Nakajima, 2015; Auclert, 2019; Amaral, 2017; O'Farrell et al., 2017; Inui et al., 2017; Taghizadeh-Hesary et al., 2019; Colciago et al., 2019) и сделали систематизацию, выделив 4 основных направления воздействия монетарной политики на распределение доходов и богатства¹.

1. Долги и сбережения. Инфляция обесценивает долги и тем самым делает относительно богаче заемщиков, тогда как кредиторы проигрывают от обесценивания денег. Поэтому при определенном распределении (например, когда бедные в большей мере заемщики), смягчение монетарной политики может привести к снижению неравенства (Doerke, Schneider, 2006;

¹ Для простоты восприятия мы решили минимизировать число групп, поэтому каждая из этих четырех групп может объединять несколько схожих механизмов. Для большей информативности мы дополнительно добавили ссылки на работы, подчеркивающие рассматриваемый канал воздействия.

Kirschenmann et al., 2016; Perugini et al., 2016). Хотя тут важно не только то, является ли типичный заемщик относительно более бедным, чем типичный кредитор, но и условия соответствующих кредитных договоров (например, фиксированная ли или плавающая процентная ставка).

2. *Доля наличных в структуре активов домохозяйств.* Если, как утверждают некоторые ученые, бедные склонны в большей мере полагаться на наличные (Erosa, Ventura, 2002), тогда инфляция представляет своеобразный регрессивный налог и тем самым увеличивает неравенство. Тот же эффект будет наблюдаться, если богатые и более образованные чаще и эффективней пользуются банковскими продуктами, а также имеют больший доступ к различным финансовым инструментам (Attanasio et al., 2002; Erosa, Ventura, 2002).

3. *Структура активов и обязательств домохозяйств.* Домохозяйство, с относительно большим объемом долгосрочных активов, реагирует на изменения в монетарной политике отлично от домохозяйств с краткосрочными активами и относительно высокой склонности к потреблению. Соответственно, если знать, каково распределение активов и обязательств среди населения и какого типа эти активы в каждом отдельном случае, то можно оценить степень воздействия на них монетарной политики. Например, если акциями в большей мере владеют богатые, то мягкая монетарная политика может привести к росту цен акций и тем самым к росту неравенства (Saiki, Frost 2014; Guerello, 2018). С другой стороны, политика ЕЦБ и центральных банков других стран Европы последних лет привела к тому, что доходность целого ряда облигаций ушла в отрицательную область. Если предположить, что такими облигациями в первую очередь владеют относительно богатые, то активность центральных банков будет снижать неравенство. Аналогичная ситуация будет и с другими активами. Например, в той мере, в какой монетарная политика меняет цены на недвижимость, она может менять и распределение богатства в обществе. Хотя в одних случаях рост цен на дома и квартиры не влияет на показатели неравенства, повышая богатство среднего класса (Klaus, Tzamourani, 2016), а в других (если относительно бедные в своем большинстве владеют недвижимостью) может даже сокращать неравенство (Domanski et al., 2016). Наконец, это также влияет на перераспределение богатства между поколениями (Weale, 2007; Muellbauer, Murphy 2008).

4. *Гетерогенность источников дохода.* Люди с фиксированной заработной платой, а также те, кто получают социальные пособия и пенсии, в большей мере теряют от инфляции, так как их доходы изменяются очень медленно (Romer, Romer, 1999). А те, заработная плата которых не фиксирована, например, юристы с почасовой оплатой труда, имеют лучшие возможности для адаптации к изменяющимся условиям. Так как и если последние относительно богаче первых, мягкая монетарная политика может увеличивать разрыв между этими категориями людей (Ko, 2015). С другой стороны, заработная плата является основным источником доходов относительно бедных индивидов, поэтому если монетарная политика стимулирует рост занятости, то это теоретически может привести к снижению неравенства (Heathcote et al., 2010; Gornemann et al., 2016; Lenza, Slacalek, 2018). Одновременно с этим рост экономической активности повышает прибыль от бизнеса, и если этот источник дохода играет большую роль для богатых, то монетарная политика повысит неравенство, но если активность растет за счет малого бизнеса, которым владеют относительно бедные, то эффект будет обратным. Наконец, в странах с прогрессивным налогообложением инфляция повышает неравенство, увеличивая реальное налогообложение для относительно бедных из-за стабильности номинальных показателей доходов, после которых применяется больший налог (Sieron, 2017a).

Все эти каналы воздействия, без сомнения, представляют большой интерес для изучения, но также требуют такой детальной статистики, которую, пожалуй, получить крайне сложно. Поэтому в вопросе об общем направлении изменений также нет единодушия среди экономистов. Так, одни считают, что совокупный эффект позитивных и негативных последствий предсказать невозможно (Guerello, 2018) или сложно (Colciago et al., 2019), другие что монетарная политика все же приводит к росту неравенства (Montecino, Epstein, 2015), третьи же, что снижение безработицы и стимулирование экономического роста (если эти цели достигаются), компенсируют негативные эффекты и даже оказывают позитивное воздействие на распределение богатства (Bivens, 2015; Casiraghi et al., 2018).

Последний подход также характерен и для представителей монетарных властей США, ЕЦБ и Банка Англии в те редкие моменты, когда они вообще затрагивают вопрос неравенства.

Так, показательна позиция Бернанке, в принципе игнорирующего проблему, считая монетарную политику нейтральной относительно неравенства (Bernanke, 2008, 2013, 2015, 2017). Он согласен, что мягкая монетарная политика может приводить к росту цен на активы, которыми в большей мере владеют богатые, например, акции, но не согласен, что это и есть причина роста неравенства. С одной стороны, с его слов, мягкая монетарная политика не стимулирует рост цен акций, а лишь возвращает их к тренду. С другой стороны, рост неравенства уже наблюдается десятилетия и сегодняшнее состояние – результат глубоких структурных изменений в экономике, обусловленных глобализацией, технологическим прогрессом, демографическими трендами и институциональными изменениями, в частности на рынке труда. Да, монетарная политика приводит к перераспределению богатства, но совокупный эффект сложно идентифицируем и не определен, так как через создание рабочих мест и через контролируруемую инфляцию, выгодную заемщикам, среди которых большая часть относительно бедных граждан, она оказывает снижающее воздействие на неравенство. Более того, правильно проводимая монетарная политика обеспечивает большую экономическую стабильность и процветание для всей экономики. Поэтому даже если монетарная политика приводит к неравномерному распределению доходов, это не значит, что надо от нее отказываться. Правильный подход – переадресовать проблему другим институтам, в частности правительству, которое своими расходами может сглаживать проблему, например, финансируя повышение квалификации самых бедных работников и увеличивая их востребованность на рынке труда.

Действующие руководители ФРС либо игнорируют проблему (Engen et al., 2015), либо видят лишь косвенную и малозначимую связь монетарной политики и неравенства. Так, например, если действия федеральной резервной системы изменяют стоимость недвижимости, это также может косвенно приводить к асимметричному изменению богатства. Но, в целом, важно лишь то, что плюсы монетарной политики в конечном счете перевешивают минусы (Yellen, 2014; Bullard, 2014).

Ситуация в Европе в целом похожа на США. Больше всего внимания проблеме неравенства уделяет Банк Англии, который даже частично признал, что его политика привела к росту неравенства в Великобритании через рост цен на активы, 40% которых владеют 5% самых богатых жителей королевства (The Bank of England, 2012, p. 254). Хотя одновременно и отмечается, что это лишь краткосрочный и допустимый внешний эффект преодоления финансового кризиса.

Монетарные власти в Германии, в Италии и ЕЦБ (Coeuré, 2012; Panetta, 2015; Deutsche Bundesbank, 2016; Draghi, 2016), обращая внимание на возможные риски монетарной политики, также указывают, что создание рабочих мест и поддержание ценовой стабильности выгодно относительно бедным и поэтому в долгосрочной перспективе монетарная политика снижает неравенство, несмотря на возможность обратной динамики в среднесрочном периоде. Да и рост цен на акции не может объяснять долгосрочную динамику, тем более что рост цен затрагивает не только акции, но и другие активы, владельцами которых часто являются относительно бедные индивиды (недвижимость, малый бизнес и т.д.)

Иначе говоря, в ситуации плюрализма мнений среди экономистов, монетарные власти сделали ставку на те исследования, которые в той или иной степени снимают с них ответственность за возможный рост неравенства, что в принципе не удивительно. Однако в ходе исследования мы также заметили интересный факт – в то время, как абсолютное большинство экономистов концентрируется на каналах, итоговое воздействие которых сложно прогнозируется, почти все они игнорирует канал, действие которого строго определено, и который хорошо известен экономистам уже сотни лет как эффекта Кантильона.

4. Эффект Кантильона и его влияние на рост неравенства в США

Если неравенству в целом посвящены тысячи статей экономистов в академических журналах, роли монетарной политики – сотни, то суждения об эффекте Кантильона можно встретить лишь у отдельных авторов, да и то, как правило без упоминания названия (Balas, 2008; Ledoit, 2011; Coibion et al., 2017).

Пожалуй, единственным исключением среди относительно современных работ, являются работы Сиерона (Sieron, 2017a; Sieron, 2017b). В них автор рассматривает различные каналы воздействия, в том числе частично уже упомянутые выше, но концентрирует внимание именно на эффекте Кантильона, который, в отличие от всех остальных, имеет однонаправленное действие и тем самым позволяет существенно повысить качество анализа монетарной политики.

Эффект Кантильона заключается в следующем: по мере распространения новых денег реальный доход первых получателей эмитированных денег растет, тогда как доходы тех, кто дальше всех от центра эмиссии, сокращаются, так как еще до того, как они получают новые деньги (через большую прибыль или рост заработной платы), они вынуждены покупать товары и услуги по более высокой цене. Эффект также может усиливаться рядом дополнительных обстоятельств. Например, часто деньги, эмитированные центральным банком и мультиплицированные банковской системой, в первую очередь попадают в руки относительно более надежных заемщиков. Поэтому в той мере, в какой более надежные заемщики – одновременно также и относительно богаче остальных, в той мере и активность банков усиливает эффект Кантильона.

И в этом смысле работы Сиерона крайне важны. Если учесть, что эмитированные центральным банком деньги всегда начинают хождение через коммерческие банки и финансовую систему, люди занятые и находящиеся близко (транзакционно) к финансовой сфере косвенно субсидируются через монетарную политику за счет всех остальных рыночных агентов. А уже их повышенный спрос на активы может приводить к росту цен на акции и росту занятости в отдельных секторах. Поэтому эффект Кантильона не просто имеет однонаправленное и поэтому прогнозируемое воздействие на неравенство, но, что крайне важно, может рассматриваться как первопричина всех или большинства факторов, влияющих на распределение доходов в экономике под влиянием монетарной политики. Более того, эффект Кантильона проверяем и должен проявляться в относительно быстрых темпах роста богатства людей, находящихся близко к финансовой сфере и центрам эмиссии, в сравнении со всей остальной экономикой. На последнем этапе мы решили проверить наличие подобного влияния на примере данных по экономике США.

5. Эмпирические свидетельства эффекта Кантильона

Одним из первых связь активизации вмешательства ФРС и роста неравенства отметил Хьюлсман (Hülsmann, 2013). Обратив внимание на динамику индекса Джини, приведенную выше, он связал рост неравенства с окончательной отменой золотого стандарта в 1971 г. Начиная с этого периода эмиссия долларов значительно ускорилось. Так, к 1967 г. (начиная с 1918 г.) денежная база в США выросла в 9.8 раза, с 1967 по 2008 гг. в 16.2 раза, а с 2008 по 2019 гг. еще почти в 4 раза. И хотя, как уже отмечалось раньше, общая динамика может быть следствием множества факторов, эффект Кантильона в данном случае должен был привести к опережающему темпу роста доходов людей, занятых или находящихся близко к финансовой сфере. Поэтому мы решили посмотреть статистические данные именно с этой точки зрения.

Если брать самых богатых американцев, то в рейтинге Forbes 400 доля «финансистов» растет с 1980-х гг. быстрее доли любых других групп (Kaplan, Rauh, 2013). Да и те, кто не зарабатывает напрямую на финансовом секторе, преимущественно держат свое состояние в виде акций и других ценных бумаг (Medeiros, Ferreira de Souza, 2014).

Доходы топ-менеджеров в финансовом секторе также выше всех остальных. Так, 25 самых высокооплачиваемых руководителей хедж-фондов заработали в 2004 г. больше, чем 500 руководителей компаний, входящих в индекс S&P 500, вместе взятых (Kaplan, Rauh, 2010, p. 1006). Как показало исследование The Wall Street Journal и Hay Group, за исключением небольшого отрезка, в период финансового кризиса 2007–2009 гг. именно финансовые компании лидировали в оплатах топ-менеджеров. И впервые данная диспропорция проявилась как раз в 1970-х гг., что частично было обусловлено изменением в подходах к оплате труда топ-менеджеров (Gabaix, Landier, 2008), а частично ускоренным ростом финансового сектора (Frydman, Saks, 2010).

Наконец, если еще к началу 1980-х гг. доходы рядовых работников в финансовом и в «реальном» секторах были приблизительно одинаковыми, то к 2006 г. первые получали уже на 70% больше последних (Philippon, Reshef, 2012).

Что же касается всего финансового сектора, то его темпы развития превосходили темпы развития всей остальной экономики, в том числе других секторов сферы услуг, в результате чего доля финансового сектора в ВВП более чем удвоилась за период с 1960 по 2000 гг. (Greenwood, Scharfstein, 2013).

Конечно, чтобы говорить о значимости эффекта Кантильона, этих данных недостаточно, но и игнорировать их нельзя. Ведь эффект Кантильона объясняет как эти цифры, так и всю наблюдаемую динамику роста неравенства в отличие от иных причин, описанных ранее. Поэтому приведенные данные представляются минимум достаточными, чтобы серьезно подойти к изучению роли эффекта Кантильона и продолжить соответствующие исследования.

5. Заключение

Исходной целью нашего исследования было определить, как активность центральных банков, с точки зрения экономистов, сказывается на неравенстве – проблеме, которая волнует многих как внутри, так и вне академического сообщества. Проведенный обзор литературы выявил ряд интересных фактов, а также позволил обозначить сразу несколько направлений дальнейших исследований.

Во-первых, современные исследования влияния монетарной политики на неравенство приходят к взаимоисключающим результатам. Вероятно, это объясняется тем, что большая часть исследований, концентрируясь лишь на макротенденциях, не уделяет внимания микроэкономическим основаниям, то есть конкретным каналам, через которые эмиссия может влиять на распределение доходов. Возможно, этим объясняется почти полное отсутствие упоминания эффекта Кантильона – единственного фактора, влияние которого поддается точному предсказанию. При этом эффект Кантильона вероятно может в значительной мере объяснить многолетнюю динамику роста неравенства в США.

Во-вторых, вполне вероятно, что в разных странах в зависимости от активности центрального банка, от приоритетов фискальной политики и в целом в силу особенностей экономики, структуры доходов, активов и обязательств, влияние эффекта Кантильона окажется разным. Соответствующие страновые сравнения также представляют несомненный интерес.

В-третьих, интересен тот факт, что десятки и сотни экономистов со всего мира упустили в своих исследованиях эффект, который должны были знать из курса истории экономической мысли. И хоть это второстепенная проблема в сравнении с другими, возможно, подобный исход объясняется постепенным вытеснением курсов по истории экономической мысли из учебных планов университетов. Если это так, то данный случай может быть полезным и в учебных целях.

Наконец, в-четвертых, нельзя не отметить, что отсутствие консенсуса среди самих экономистов, позволяет монетарным властям опираться на те исследования, которые оправдывают их действия. Поэтому, учитывая остроту проблемы неравенства в отдельных странах, более детальное исследование издержек монетарной политики может оказать серьезное влияние на центральные банки, обязав их проводить более продуманную и обоснованную политику.

REFERENCES

- Kapeliushnikov, R.* (2017). Inequality: How not to primitivize the problem. *Voprosy Ekonomiki*, (4), 117–139. (In Russian).
- Alvaredo, F., Chancel, L., Piketty, T., Saez, E., Zucman, G.* (2018). World Inequality Report 2018, (<http://wir2018.wid.world/files/download/wir2018-full-report-english.pdf>).
- Amaral, P.* (2017). Monetary policy and inequality. Economic Commentary 2017–01, Federal Reserve Bank of Cleveland.

Attanasio, O., Guiso, L., Jappelli, T. (2002). The demand for money, financial innovation, and the welfare cost of inflation: an analysis with households' data. *Journal of Political Economy*, 110(2), 317–351.

Auclert, A. (2019). Monetary Policy and the Redistribution Channel. *American Economic Review*, 109(6), 2333-2367, <https://doi.org/10.1257/aer.20160137>

Balac, Z. (2008). Monetary Inflation's Effect on Wealth Inequality: An Austrian Analysis. *Quarterly Journal of Austrian Economics*, 11(1), 1–17. <https://doi.org/10.1007/s12113-008-9028-4>

Balcilar, M., Chang, S., Gupta, R., Miller, S. M. (2018). The relationship between the inflation rate and inequality across U.S. states: a semiparametric approach. *Quality & Quantity*, 52(5), 2413–2425, <https://doi.org/10.1007/s11135-017-0676-3>

Bernanke, B. S. (2008). Remarks on Class Day 2008. The Federal Reserve Board, (<https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20080604a.htm>).

Bernanke, B. S. (2013). Federal Reserve, 2013 Chairman Bernanke's comments about the Federal Open Market Committee's decisions in September 2013, (<https://www.federalreserve.gov/mediacenter/files/FOMCpresconf20130320.pdf>).

Bernanke, B. S. (2015). Monetary policy and inequality. Available at (<http://www.brookings.edu/blogs/ben-bernanke/posts/2015/06/01-monetary-policy-and-inequality>).

Bernanke, B. S. (2017). Monetary Policy In A New Era, Brookings Institution October 2, 2017 Prepared for conference on Rethinking Macroeconomic Policy, Peterson Institute, Washington DC, October 12–13, 2017 (www.brookings.edu/wp-content/uploads/2017/10/bernanke_rethinking_macro_final.pdf).

Bivens, J. (2015). Gauging the impact of the Fed on inequality during the great recession. Hutchins Centre on Monetary Policy at Brookings, Working Paper #12, (https://www.brookings.edu/wp-content/uploads/2016/06/Josh_Bivens_Inequality_FINAL.pdf).

Bourguignon, F., Morrisson, C. (2002). Inequality Among World Citizens: 1820–1992. *The American Economic Review*, 92(4) (Sep., 2002), 727–744

Bullard, J. (2014). Income inequality and monetary policy: a framework with answers to three questions. Speech delivered at the C. Peter McColough Series on International Economics, Council on Foreign Relations, New York, June 26, 2014, (https://www.stlouisfed.org/~media/files/pdfs/bullard/remarks/bullard_cfr_26june2014_final.pdf).

Casiraghi, M., Gaiotti, E., Rodano, L., Secchi, A. (2018). A “reverse Robin Hood”? The distributional implications of non standard monetary policy for Italian households. *Journal of International Money and Finance*, 85, 215–235, <https://doi.org/10.1016/j.jimonfin.2017.11.006>

Coeuré, B. (2012). What can monetary policy do about inequality? Speech at International Day for the Eradication of Poverty, Intergroup ‘Extreme Poverty and Human Rights, Fourth World Committee’ event, European Parliament, Brussels, 17 October. (<https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2012/html/sp121017.en.html>).

Coibion, O., Gorodnichenko, Y., Kueng, L., Silvia, J. (2017). Innocent Bystanders? Monetary Policy and Inequality. *Journal of Monetary Economics*, 88, 70–89, <https://doi.org/10.1016/j.jmoneco.2017.05.005>

Colciago, A., Samarina, A., de Haan, J. (2019). Central Bank Policies And Income And Wealth Inequality: A Survey. *Journal of Economic Surveys*, 33(4), 1–33, <https://doi.org/10.1111/joes.12314>

Davtyan, K. (2017). The distributive effect of monetary policy: The top one percent makes the Difference Economic Modelling, <https://doi.org/10.1016/j.econmod.2017.05.011>

Deutsche Bundesbank (2016). Distributional effects of monetary policy. Monthly Report, September 2016, Deutsche Bundesbank, Frankfurt, (<https://www.bundesbank.de/resource/blob/667166/eaaf80cf3f98df384b5a2ad216414272/mL/2016-09-effects-data.pdf>).

Doepke, M., Schneider, M., Selezneva, V. (2015). Distributional Effects of Monetary Policy, Hutchins Center on Fiscal & Monetary policy at Brookings, Working Paper, 14, (<https://pdfs.semanticscholar.org/eedd/e81cd63062d598fcef194b1aa4552458dd0.pdf>).

Dolado, J., Motyovszki, G., Pappa, E. (2018). Monetary policy and inequality under labor market frictions and capital skill complementarity, (https://cepr.org/active/publications/discussion_papers/dp.php?dpno=12734).

Domanski, D., Scatigna, M., Zabai, A. (2016). Wealth inequality and monetary policy. BIS Quarterly Review, (https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1603f.pdf).

Draghi, M. (2016). Stability, Equity and Monetary Policy. 2nd DIW Europe Lecture, German Institute for Economic Research (DIW). Berlin. 25 October 2016. (<http://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2016/html/sp161025.en.html>).

Engen, E. M., Laubach, T., Reifschneider, D. (2015). The Macroeconomic Effects of the Federal Reserve's Unconventional Monetary Policies, Finance and Economics Discussion Series 2015-005. Washington: Board of Governors of the Federal Reserve System, <http://dx.doi.org/10.17016/FEDS.2015.005>

Erosa, A., Ventura, G. (2002). On inflation as a regressive consumption tax. *Journal of Monetary Economics*, 49(4), 761–795, [https://doi.org/10.1016/S0304-3932\(02\)00115-0](https://doi.org/10.1016/S0304-3932(02)00115-0)

Frydman, C., Saks, R. E. (2010). Executive Compensation: A New View from a Long-Term Perspective, 1936–2005. *The Review of Financial Studies*, 23(5), 2099–2138, <https://doi.org/10.1093/rfs/hhp120>

Furceri, D., Loungani, P., Zdzienicka, A. (2018). The effects of monetary policy shocks on inequality. *Journal of International Money and Finance*, 85(C), 168–186, <https://doi.org/10.1016/j.jimonfin.2017.11.004>

Gabaix, X., Landier, A. (2008). Why has CEO Pay Increased So Much? *The Quarterly Journal of Economics*, 123, 49–100, <https://doi.org/10.1162/qjec.2008.123.1.49>

Galli, R., von der Hoeven, R. (2001). Is inflation bad for income inequality: the importance of the initial rate of inflation. ILO Employment Paper 2001/29, (https://www.ilo.org/employment/Whatwedo/Publications/WCMS_142351/lang-en/index.htm).

Gornemann, N., Kuester, K., Nakajima, M. (2016). Doves for the rich, hawks for the poor? Distributional consequences of monetary policy. Board of Governors of the Federal Reserve System International Finance Discussion Paper 1167, (<https://www.federalreserve.gov/econresdata/ifdp/2016/files/ifdp1167.pdf>).

Greenwood, R., Scharfstein, D. (2013). The Growth of Finance. *Journal of Economic Perspectives*, 27(2), 3–28, <http://dx.doi.org/10.1257/jep.27.2.3>

Guerello, C. (2018). Conventional and unconventional monetary policy vs. households income distribution: an empirical analysis for the Euro area. *Journal of International Money and Finance*, 85, 187–214, <https://doi.org/10.1016/j.jimonfin.2017.11.005>

Heathcote, J., Perri, F., Violante, G. (2010). Unequal we stand: an empirical analysis of economic inequality in the United States, 1967–2006. *Review of Economic Dynamics*, 13(1), 15–51, <https://doi.org/10.1016/j.red.2009.10.010>

Hülsmann, J. G. (2013). Fiat Money and the Distribution of Incomes and Wealth. Document de travail du GRANEM No. 2013–02–039, (http://granem.univ-angers.fr/_attachments/cahiers-2013-article-2/DT-GRANEM-02-39.pdf).

Inui, M., Sudo, N., Yamada, T. (2017). Effects of monetary policy shocks on inequality in Japan. Bank of Japan Working Paper 17-E-3, Bank of Japan, (https://www.boj.or.jp/en/research/wps_rev/wps_2017/data/wp17e03.pdf)

Juan-Francisco, A. M., Gómez-Fernández, N. M., Ochando Claramunt, C. (2018). Effects of unconventional monetary policy on income and wealth distribution: Evidence from United States and Eurozone, Panoeconomicus, Advance online publication, <https://doi.org/10.2298/PAN161208007M>

Kaplan, S. N., Rauh, J. (2013). Family, Education, and Sources of Wealth among the Richest Americans, 1982–2012. *American Economic Review: Papers & Proceedings*, 103(3), 158–162, <https://doi.org/10.1257/aer.103.3.158>

Kaplan, S. N., Rauh, J. (2010). Wall Street and Main Street: What Contributes to the Rise in the Highest Incomes? *Review of Financial Studies*, 23(3), 1004–1050 <https://doi.org/10.1093/rfs/hhp006>

Klaus, A., Tzamourani, P. (2016). Distributional consequences of asset price inflation in the Euro area. *European Economic Review*, 89, 172–192 <https://doi.org/10.1016/j.euroecorev.2016.07.005>

Ko, D. (2015). Inequality and Optimal Monetary Policy, (https://www.cepweb.org/wp-content/uploads/CEP_St_Louis_Fed_Ko.pdf).

Krueger, A. B. (2012). The Rise and Consequences of Inequality in the United States. Lecture for Center for American Progress in Washington, D.C., January 12, 2012, (https://pages.wustl.edu/files/pages/imce/fazz/ad_10_1_krueger.pdf).

Kuznets, S. (1955). Economic Growth and Income Inequality. *The American Economic Review*, 45(1), 1–28.

Ledit, O. (2011). The Redistributive Effects of Monetary Policy. University of Zurich Department of Economics. Working Paper Series, 44, (<http://www.econ.uzh.ch/static/wp/econwp044.pdf>).

Lenza, M., Slacalek, J. (2018). How Does Monetary Policy Affect Income And Wealth Inequality? Evidence From Quantitative Easing In The Euro Area, ECB Working Paper Series No 2190, (<https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecb.wp2190.en.pdf>).

Medeiros, M., de Souza, F. P. (2014). The Rich, the Affluent and the Top Incomes: a Literature Review. *Current Sociology*, 63(6), 869–895, <https://doi.org/10.1177/0011392114551651>

Menna, L., Tirelli, P. (2017). Optimal inflation to reduce inequality. *Review of Economic Dynamics*, 24, 79–94, <https://doi.org/10.1016/j.red.2017.01.004>

Monnin, P. (2014). Inflation and Income Inequality in Developed Economies. The Centre for Economic Performance. CEP Working Paper 2014/1, (https://www.cepweb.org/wp-content/uploads/2014/05/CEP_WP_Inflation_and_Income_Inequality.pdf).

Montecino, J. A., Epstein, G. (2015). Did Quantitative Easing Increase Income Inequality? Working Paper No. 28, (http://www.juanmontecino.com/wp-content/uploads/QE_inequality_2017.pdf).

Muellbauer, J., Murphy, A. (2008). Housing markets and the economy: the assessment. *Oxford Review of Economic Policy*, 24(1), 1–33, <https://doi.org/10.1093/oxrep/grn011>

Nakajima, M. (2015). The Redistributive Consequences of Monetary Policy, Business Review. Federal Reserve Bank of Philadelphia, (Q2), 9–16, (https://www.philadelphiafed.org/-/media/research-and-data/publications/business-review/2015/q2/brQ215_the_redistributive_consequences_of_monetary_policy.pdf).

O'Farrell, R., Rawdanowicz, L., Inaba, K. (2017). Monetary policy and inequality. *International Finance*, 20(2), 174–188 <https://doi.org/10.1111/infi.12108>

OECD (2015). In it together: Why less inequality benefits all, (<https://www.oecd.org/els/soc/OECD2015-In-It-Together-Chapter1-Overview-Inequality.pdf>).

Panetta, F. (2015). The distributional consequences of monetary policy, Remarks at the Netherlands Bank, Amsterdam, 20 November 2015, (<https://www.bis.org/review/r151124a.pdf>)

Perugini, C., Hölscher, J., Collie, S. (2016). Inequality, credit and financial crises. *Cambridge Journal of Economics*, 40(1), 227–257, <https://doi.org/10.1093/cje/beu075>

Philippon, T., Reshef, A. (2012). Wages and Human Capital in the U.S. Finance Industry: 1909–2006. *The Quarterly Journal of Economics*, 127(4), 1551–1609, <https://doi.org/10.1093/qje/qjs030>

Piketty, T., Saez, E. (2003). Income Inequality in The United States, 1913–1998. *The Quarterly Journal Of Economics*, 118(1), 1–41, <https://doi.org/10.1162/00335530360535135>

Romer, C. D., Romer, D. (1999). Monetary policy and the well-being of the poor. *Economic Review*, 84(1), 21–49, (<https://www.kansascityfed.org/publicat/econrev/PDF/1q99romr.pdf>).

Saiki, A., Frost, J. (2014). Does unconventional monetary policy affect inequality? *Evidence from Japan Applied Economics*, 46(36), 4445–4454, <http://dx.doi.org/10.1080/00036846.2014.962229>

Sieron, A. (2017a). Inflation And Income Inequality. *Prague Economic Papers*, 26(6), 633–645, <https://doi.org/10.18267/j.pep.630>

Sieron, A. (2017b). The Non-Price Effects of Monetary Inflation. *The Quarterly Journal of Austrian Economics*, 20(2), 146–163.

Taghizadeh-Hesary F., Yoshino N., Shimizu S. (2019). The impact of monetary and tax policy on income inequality in Japan 17, <https://doi.org/10.1111/twec.12782>

The Bank of England (2012). The Distributional Effects of Asset Purchases. *Quarterly Bulletin*, 52(3), 254–266. (<https://www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/news/2012/july/the-distributional-effects-of-asset-purchases-paper>).

The World Bank (2016). Poverty and shared prosperity 2016. Taking in inequality // (<https://openknowledge.worldbank.org/bitstream/handle/10986/25078/9781464809583.pdf>).

Villarreal, F. G. (2014). Monetary policy and inequality in Mexico. MPRA Paper 57074, <http://mpra.ub.uni-muenchen.de/57074>

Watkins, J. P. (2014). Quantitative easing as a means of reducing unemployment: a new version of trickle-down economics. *Journal of Economic Issues*, 48(2), 431–440. <https://doi.org/10.2753/jei0021-3624480217>

Weale, M. (2007). Commentary: House Price Worries. *National Institute Economic Review*, (200), 4–6. <https://doi.org/10.1177/00279501072000010201>

Yellen, J. (2014). Perspectives on inequality and opportunity from the survey of consumer finances. Speech at the Conference on Economic Opportunity and Inequality, Federal Reserve Bank of Boston, Boston, MA, 17 October, (<https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/yellen20141017a.htm>).