



Влияние монетарной политики на уровень экономического неравенства в США

М.Л. Дорофеев

Финансовый университет при Правительстве РФ

После реформы мировой валютной системы и отказа в 1971 г. от золотого стандарта монетарные и фискальные власти накопили огромный опыт регулирования экономики и усиления страновых конкурентных преимуществ за счёт сложных механизмов денежной эмиссии, манипулирования валютными курсами, наращивания долгов и пр. Преодоление последствий финансовых кризисов XXI в. заставляет монетарных регуляторов прибегать к всё более радикальным мерам спасения экономики посредством вливания колоссальных объёмов ликвидности в рынок для выкупа «плохих» долгов системообразующих корпораций и облигаций правительства. Как монетарная политика влияет на уровень экономического неравенства? Кто выступает её бенефициаром? Эти вопросы становятся всё актуальнее. Цель настоящей работы состоит в анализе влияния монетарной политики на уровень экономического неравенства в США. Учитывая цикличность экономического неравенства, основным методом исследования мы выбрали графический анализ, позволяющий эффективно выявлять тренды и держать в фокусе более чем 100-летний период. Для целостности исследования уровень экономического неравенства сопоставлен не только с ключевыми индикаторами монетарной политики, но и с предельными налоговыми ставками.

В результате исследования нами установлено, что от параметров фискальной системы и от величины предельных налоговых ставок экономическое неравенство зависит сильнее, чем от монетарной политики. Недостаточно высокие предельные налоговые ставки на доходы и наследство увеличивают экономическое неравенство. Влияние настроек монетарной системы на уровень экономического неравенства, и прежде всего на уровень богатства наиболее состоятельных людей, сказывается через стоимостную оценку финансовых активов. Важный вывод проведённого анализа заключается в том, что для сдерживания роста неравенства монетарная политика может быть приемлемой при предельных ставках налогов на доходы и наследство около 60% и при эффективном макроprudенциальном регулировании экономики.

Ключевые слова: неравенство богатства, экономическое неравенство, денежно-кредитная политика, налоги, процентные ставки, монетарная политика, государственное регулирование

УДК: 336.02

Поступила в редакцию: 25.07.2020 г.

Принята к публикации: 10.09.2020 г.

Большинство исследований показывает обратную зависимость между экономическим неравенством и экономическим ростом, следовательно, эффективное снижение уровня экономического неравенства при прочих равных условиях должно способствовать экономическому росту. В странах, которые недостаточно эффективно решают проблему экономического неравенства, наблюдаются высокий уровень бедности и медленные темпы экономического роста. Кроме того, в долгосрочной перспективе существенное экономическое неравенство может привести к политическим, социальным и экономическим шокам (Джомо, Попов 2016; Любимов 2016; Малкина 2016; Балацкий 2017; Варшавский 2019).

Многие актуальные исследования анализируют связь экономического неравенства с перепроизводством экономических благ, провоцируемым стимулирующей экономической политикой регуляторов и формированием соответствующих потребительских стереотипов. В ряде работ отмечаются негативное влияние роста экономического неравенства на экологию, риски существенного замедления экономического роста, а также угрозы устойчивости развития мировой экономики (Mikhaylov at al. 2020; Moiseev at al. 2020; Nie at al. 2020; Yumashev at al. 2020; Varyash at al. 2020; Wiedmann at al. 2020).

Экономическое неравенство может приводить к финансовой нестабильности в том случае, если домохозяйства с низким уровнем доходов используют кредит как основной способ повышения уровня жизни и потребления (Капельников 2017; Варшавский 2019). Доступность кредитов при низких процентных ставках мотивирует домохозяйства наращивать заимствования, что приводит к созданию долговых пузырей. В результате финансовая система становится уязвимой для внешних шоков, а устойчивое развитие экономики оказывается под угрозой срыва.

Для преодоления текущих проблем и вызовов центробанки развитых стран уже не могут снижать процентные ставки, поскольку их уровень близок к нулевому (Малова 2020). В этих условиях монетарные регуляторы прибегают к активным операциям на финансовом рынке, покупая долговые обязательства и тем самым фактически расширяя денежную базу. Раньше производилась скупка ипотечных бумаг и казначейских облигаций США. В настоящее время центробанки расширяют список выкупаемых активов, что не может не вызывать опасений по поводу возможных последствий подобных действий.

Современное состояние мировой экономики и желание политиков США сохранить за страной роль мирового экономического лидера побуждает регуляторов прибегать к любым способам предотвращения банкротств системообразующих корпораций, включая выкуп активов и долговых обязательств. Созданные регуляторами условия привели к тому, что в своей инвестиционной политике бизнес перестал считаться с рисками. В случае успеха корпорации получают сверхприбыли, а в случае неудачи правительство через бюджетную систему на средства налогоплательщиков покрывает убытки, выкупая плохие дол-

ги (Mazzucato 2018). Тем самым поощряется безответственность и чрезмерная склонность корпораций к риску и, более того, происходит коррозия системы политических сдержек и противовесов. При запущенности проблемы и большой поляризации по доходам и богатству корпорации и сверхбогатые люди получают возможность оказывать влияние на политиков и ещё сильнее подстраивают параметры финансовой системы под собственные интересы. В отсутствие должного фискального регулирующего воздействия со стороны государства описанные обстоятельства ускорили рост экономического неравенства в США.

Прогнозы изменения экономического неравенства до 2050 г. показывают, что уровень экономического неравенства в большинстве стран угрожающе растёт, что создаёт риски для социальной стабильности и устойчивого экономического роста мировой экономики¹. Поэтому в научном сообществе всё больше внимания уделяется анализу причин и факторов роста экономического неравенства, а также разработке эффективных мер, которые позволили бы государствам решить эту проблему.

Обзор литературы

На рост экономического неравенства оказывают влияние разные факторы.

Итальянский исследователь П. Тридико (Tridico 2017) выделяет глобальное межстрановое экономическое неравенство и внутривострановое экономическое неравенство.

Глобальное экономическое неравенство набирает обороты после проведения технологических реформ, создающих новые сложные и длинные цепочки добавленной стоимости вокруг ключевой географической территории (страны). Это приводит к перетоку капиталов и неравномерности темпов экономического роста разных странах. В данный период страна-лидер и её главный(ые) конкурент(ы) всё дальше отрываются в экономическом развитии от догоняющих стран. Соответственно, национальный доход ведущих стран растёт быстрее, что оборачивается усилением межстранового экономического неравенства.

Внутривострановое экономическое неравенство начинает расти после того, как происходят технологические сдвиги в области управления человеческим капиталом, трудовыми ресурсами, навыками и компетенциями внутри отдельно взятой страны. Более образованные и квалифицированные граждане получают преимущества на внутреннем рынке труда, что приводит к росту поляризации доходов в стране.

В период циклического роста с 1970 г. по настоящее время внутривострановое экономическое неравенство развивалось под заметным влиянием существующих

¹ *World inequality report*. 2018. URL: <https://wir2018.wid.world/files/download/wir2018-full-report-english.pdf> (accessed 14.10.2020).

щей в стране социально-экономической модели и национальной финансовой системы. Страны с преобладающим корпоративным сектором (США, Англия, Ирландия) минимизировали степень регулирования экономики, развивали свободный рынок и фиксировали налоговые ставки на низких значениях. Противоположные по модели социально-экономического развития скандинавские страны пошли по пути, основанному на государственно-частном партнёрстве, прогрессивной системе налогообложения, социальной ориентированности экономики.

Монетарные власти США сегодня используют все доступные инструменты и методы, чтобы в краткосрочной перспективе решить проблему роста капитализации финансовых активов и ускорить экономический рост. При этом Вашингтон использует преимущества крупнейшей мировой экономики и уникальные возможности эмитента основной мировой резервной валюты. Получив право печатать неограниченное количество долларов после реформы мировой валютной системы в 1970-х гг., монетарные власти США для борьбы с кризисами и решения своих текущих экономических проблем постоянно проводят агрессивное наращивание денежной базы и применяют инструменты неконвенциональной монетарной политики.

Принимая во внимание множественность факторов, одновременно оказывающих влияние на динамику экономического неравенства, вычленив вклад в эту динамику монетарной политики представляется непростой задачей.

Исследования (Bernanke, Gertler 1995; Rigobon, Sack 2004; Dobbs et al. 2013) показывают, что конвенциональная монетарная политика в большей степени влияет на капитализацию рынка акций, чем на цены на недвижимость. Неконвенциональная монетарная политика имеет иной механизм. Масштабные покупки центробанками инструментов долгового рынка (например, государственных облигаций для финансирования дефицита государственного бюджета или ипотечных бумаг для контроля цен на ипотечном рынке) приводят к росту стоимости этих бумаг и к снижению их доходности. Многие аспекты такой политики – масштабы и продолжительность эффекта стимулирования, ключевые бенефициары – до сих пор мало изучены (Martin, Milas 2012).

С учётом цикличности развития экономики и, соответственно, уровня экономического неравенства, на разных стадиях бизнес-цикла монетарная политика оказывает неодинаковое воздействие на уровень экономического неравенства.

В периоды экономических кризисов монетарные регуляторы выступают в роли кредитора и маркет-мейкера последней инстанции (Дорофеев 2020а), скупая активы на финансовом рынке, поддерживая уровень цен и потенциально увеличивая уровень поляризации по доходам и богатству. Активы и, соответственно, доходы самых богатых людей в значительной степени состоят из акций и облигаций; богатство бедных людей (если оно имеется) в основном складывается из недвижимости и банковский депозитов. Таким образом, когда моне-

тарные власти скупают облигации и акции² на финансовом рынке, поддержку получают именно богатые люди, в то время как бедные могут лишиться работы (а вместе с тем – единственного источника дохода), поскольку в рамках проведения антикризисной политики корпоративный сектор, как правило, сокращает издержки на заработную плату.

Поскольку монетарная политика проводится в контрциклической манере, её долгосрочное влияние на равные по длительности циклы расширения и сужения кредита и экономики может быть нейтральным. Тем не менее, некоторые исследования показывают, что сдерживающая монетарная политика сильнее замедляет экономический рост, чем стимулирующая монетарная политика ускоряет его (Morgan 1993; Karras 1996).

В связи с тем, что регуляторы реагируют главным образом не на рост акций, а на их падение (Ravn 2014), монетарная политика может стать важной причиной циклического роста экономического неравенства: монетарные власти делают избыточно много для предотвращения падения финансовых рынков в периоды рецессий, в то время как в периоды бума они делают недостаточно, чтобы сдержать процесс надувания финансовых пузырей. Регуляторы располагают эффективными инструментами для сдерживания быстро растущих финансовых пузырей, однако в большинстве случаев они предпочитают сохранять в среднесрочном периоде высокие темпы экономического роста, рискуя ускорить наступление циклических финансовых кризисов в будущем.

Неоднородное влияние дополнительных мер на различных экономических акторов усиливает рост экономического неравенства. В силу этого необходимо применять дополнительные асимметричные меры монетарного регулирования, чтобы обеспечить баланс в циклическом развитии экономики (Tenreiro, Thwaites 2013).

В некоторых работах (Vivens 2015) рассмотрена альтернативная версия кризисных ситуаций: монетарные власти не предпринимают экстраординарных мер для борьбы с кризисами и не меняют параметры монетарной политики. Тогда мощные и затяжные финансовые и экономические кризисы могут привести к самым серьёзным изменениям внутристранового экономического неравенства.

По свидетельству главы ФРС Дж. Пауэлла³, возглавляемая им служба фокусирует внимание на решении текущих проблем, которые чреваты риском быстрого роста экономического неравенства. Пауэлл признаёт, что для спасения экономики регулятору уже пришлось пересечь множество красных линий. Глава ФРС не упомянул о богатых американцах, чьё состояние инвестировано в

² Can the Fed conduct monetary policy through the purchase and sale of stocks on the New York Stock Exchange? 2015. Federal reserve bank of San Francisco. <https://www.frbsf.org/education/publications/doctor-econ/2005/november/monetary-policy-stocks-sale-purchase/> (accessed 14.10.2020).

³ Condon C., Saraiva C. 2020. Powell Says Fed Policies 'Absolutely' Don't Add to Inequality. *Bloomberg Economics*. URL: https://www.bloomberg.com/news/articles/2020-05-29/powell-says-fed-policies-absolutely-don-t-add-to-inequality?utm_content=business&utm_source=twitter&utm_medium=social&cmpid=socialflow-twitter-business&utm_campaign=socialflow-organic (accessed 14.10.2020).

финансовые активы, в 2020 г. активно скупаемые ФРС на свой баланс по любым ценам для поддержки финансовых рынков⁴. Текущие настройки монетарного регулирования в США гипертрофированно мягкие, они способствуют созданию финансовых пузырей и оказывают существенное влияние на доходы и богатство наиболее состоятельных людей США (Дорофеев, Ахметов 2020; Дорофеев 2020b).

Некоторые исследователи (O'Farrell et al. 2019) высказывают мнение, что монетарным властям следует в первую очередь заботиться о стабильности цен и об обеспечении занятости, поскольку решение проблемы экономического неравенства требует таргетирования цен на финансовые активы. Это крайне сложная задача требует частого изменения ключевых параметров денежно-кредитной политики, что, по сути, противоречит основам свободного рынка и может пошатнуть макроэкономическую стабильность.

Доклад МВФ о борьбе с неравенством⁵ показывает противоречивую картину. С одной стороны, МВФ предлагает пути нивелирования экономического неравенства: реформа прогрессивной шкалы налогообложения, введение базового дохода, повышение доступности систем образования и здравоохранения. С другой стороны, авторы доклада констатируют разнонаправленные тенденции в динамике экономического неравенства: межстрановое неравенство снижается за счёт роста Китая и развивающихся стран; внутривосточное неравенство в ряде развитых стран растёт, но в некоторых странах снижается. По представленным данным, внутривосточное экономическое неравенство в почти половине обследованных стран снижается в течение последних 30 лет⁶.

На наш взгляд, выбор аналитиками МВФ 30-летнего периода исследования может создать иллюзию, будто проблема роста экономического неравенства в мировой экономике не критична, или, по крайней мере, преувеличена. Вместе с тем в том же докладе МВФ отмечено, что резкий рост доходов и высокие нормы сбережения наиболее богатых людей в другой половине стран, в том числе и в США, привели к заметному росту внутривосточного экономического неравенства по концентрации богатства у верхнего 1% самых богатых людей страны, что указывает на очевидные проблемы в настройках механизма финансового перераспределения и требует вмешательства органов государственного регулирования экономикой.

Группа авторов Доклада о развитии неравенства в мире (World inequality report 2018) утверждает, что проблема роста экономического неравенства существует, очевидна и требует своего решения. Автор настоящего исследования также считает, что современные условия мировой финансовой системы, тренд

⁴ После кризиса 2008 г. рынки акций и облигаций США растут, по финансовым мультипликаторам они сильно переоценены.

⁵ *IMF Fiscal Monitor. Tackling Inequality 2017: ix*

⁶ *IMF Fiscal Monitor. Tackling Inequality, October 2017. URL: <https://www.imf.org/en/Publications/FM/Issues/2017/10/05/fiscal-monitor-october-2017> (assessed 14.10.2020).*

на дерегулирование финансовых рынков и стимулирующая финансовая политика крупнейших стран мира создали условия для ускорения поляризации людей по доходам и богатству, что хорошо просматривается в фактических цифрах статистики внутристранового экономического неравенства и требует дополнительных исследований, а также принятия соответствующих мер государственного регулирования.

Отметим важный труд Р.И. Капелюшникова в области анализа причин, факторов и перспектив развития экономического неравенства в мире, в котором он призывает не примитивизировать проблему роста экономического неравенства. Так, он предполагает, что убежденность части научного сообщества в высоких рисках роста экономического неравенства в будущем может базироваться на недостаточной аргументации и слабой доказательной базе, что, в свою очередь, может привести к ошибочной практике государственного регулирования (Капелюшников 2017).

Материалы и методы исследования

Под экономическим неравенством мы понимаем различие по показателям экономического благосостояния между отдельными лицами в группе, между группами населения или между странами. В данном исследовании в качестве индикатора экономического неравенства использованы данные о доле богатства 1% наиболее состоятельных граждан США.

В настоящей работе анализируются данные об уровне экономического неравенства в США по богатству за период с 1910 по 2014 гг. Такой значительный период исследования выбран по причине того, что автор разделяет идею Тридико (Tridico 2017) о циклической динамике экономического неравенства, и на основе имеющихся данных предполагает, что длительность циклов составляет около 50–70 лет. Исходя из данного предположения, в исследовании автор стремился охватить максимально длительный период. Доступные данные о динамике экономического неравенства позволяют сформировать информационную базу с начала 1900 г. Обоснование выбора периода исследования подтверждают выводы Доклада о развитии неравенства в мире (World inequality report 2018).

Графический анализ проводится на основе сопоставления динамики доли богатства 1% самых обеспеченных граждан США, параметров фискальной и монетарной политики, а также ключевых индикаторов фондового рынка США.

Из монетарных параметров мы использовали официальные данные о ключевой ставке ФРС США. Чтобы дополнить общую картину о трендах процентных ставок в США в период 1910–1955 гг., мы привлекли показатель доходности к погашению 10-летних казначейских облигаций США. Значения этого индикатора отличаются от ставки ФРС, которая отражает уровень процентных ставок в экономике США на краткосрочном горизонте.

Анализ поведения кривой доходностей госдолга США показывает, что долгосрочные процентные ставки более устойчивы к циклическим колебаниям экономики в долгосрочном периоде, который мы выбрали для исследования экономического неравенства (Дорофеев 2020b). Кроме этого, данный индикатор отражает ожидаемую доходность на долгосрочных инвестиционных горизонтах и используется для оценки стоимости финансовых активов, будучи общепринятым индикативом в корпоративных финансах и оценке. Динамика доходности долгосрочных облигаций позволяет оценить тренды на рынке облигаций и развивается в обратной зависимости от капитализации рынка облигаций. После мирового финансового кризиса 2008 г. регуляторы всё чаще прибегают к неконвенциональным методам монетарного регулирования (выкупу долгов на финансовом рынке США), что отражают тренды на рынке государственного долга США.

Для оценки динамики капитализации рынка акций нами использован стоимостной мультипликатор CAPE10 Р. Шиллера для индекса SnP500. Приоритет отдан данному мультипликатору, т.к. в основе его расчёта лежит скользящая средняя (усреднённая за 10 лет) чистая прибыль рынка акций США, входящих в широкий индекс рынка акций США SnP500, что позволяет сгладить влияние на наш анализ циклических колебаний корпоративной чистой прибыли.

Чтобы получить полную картину изменений настроек финансового механизма перераспределения доходов в США, мы использовали данные о предельных ставках налогов на наследство и богатство.

Результаты анализа каждого графика представлены в табличной форме и снабжены текстовыми комментариями. В таблицах описаны циклы и тренды изменения экономического неравенства в США и дана оценка соответствующих трендов в денежно-кредитной и налоговой политике США.

Результаты исследования и дискуссия

Современная прогрессивная система налогообложения США недостаточно эффективно распределяет национальный доход для группы наиболее бедных людей страны (50% граждан США)⁷. Система социальных трансфертов в стране выстроена таким образом, что беднейшие граждане получают недостаточный объём государственной поддержки для того, чтобы не допустить отставания темпов роста доходов от среднего класса и богатых людей.

Согласно данным доклада о неравенстве в мире⁸, в результате финансового перераспределения доходов и богатства большую поддержку получает средний класс (40% населения). Государственные расходы на финансирование социального обеспечения в процентах к национальному доходу США выросли с 2% в

⁷ *World inequality report 2018*. URL: <https://wir2018.wid.world/files/download/wir2018-full-report-english.pdf> (assessed 14.10.2020).

⁸ *World inequality report 2018*. P. 90

1960 г. в до 11% в 2014 г. С данными средствами поддержки нижние 50% населения США получали около 10% национального дохода страны, в то время как доля национального дохода средних 40% достигала 16%. В период 1999–2014 гг. доходы среднего класса США выросли в основном за счёт государственных трансфертов населению по различным социальным программам. Авторы доклада о неравенстве в мире отмечают, что без данной поддержки со стороны государства доходы среднего класса США стагнировали, а экономическое неравенство было бы выражено сильнее, чем сегодня.

Структура активов домохозяйств с различными уровнями доходов различается. У самых обеспеченных людей доходы формируются в основном за счёт долей собственности в бизнесе и ценных бумаг⁹. С ростом благосостояния в структуре портфеля персонального богатства возрастает доля финансовых активов фондового рынка и уменьшается доля трудовых доходов. Следовательно, чем богаче человек, тем больше его благосостояние зависит от динамики цен на финансовом рынке (рис. 1).

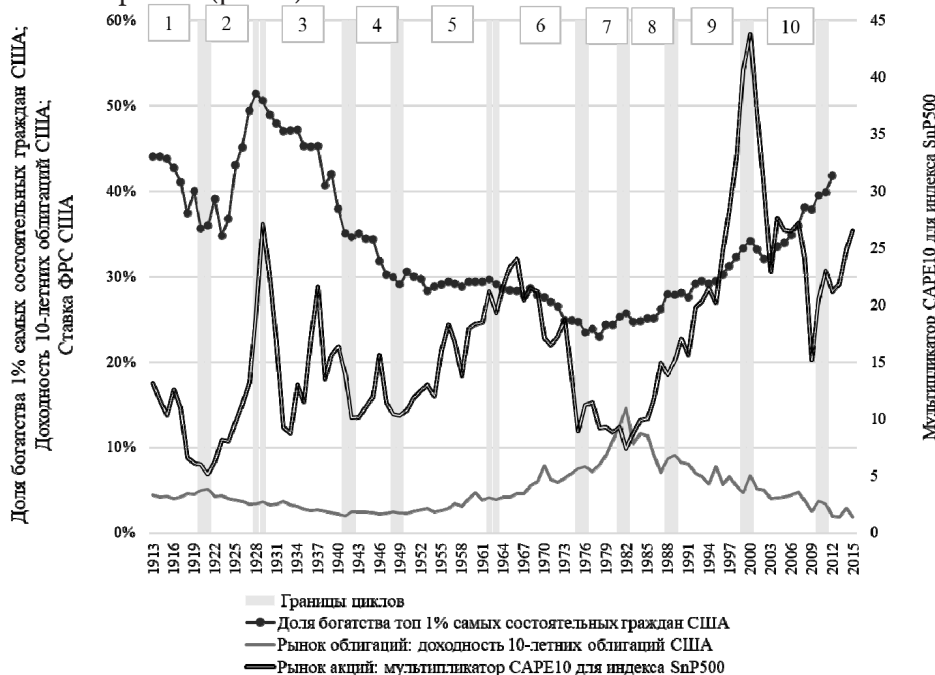


Рис. 1. Динамика доли богатства 1% граждан США на фоне изменения параметров монетарной и фискальной политики.

Fig. 1. Dynamics of 1% US citizens wealth share against the background of changes in monetary and fiscal policy parameters.

Источник: составлено автором на основе World inequality report (2018) и данных о динамике индикаторов финансового рынка США. URL: <http://www.econ.yale.edu/~shiller/data.htm> (accessed 14.10.2020)

⁹ World inequality report 2018: 216, 224–225, 234.

На рис. 1 показана динамика доли богатства 1% самых богатых граждан США на фоне изменений индикаторов фондового рынка США. Результаты графического анализа данных рис. 1 представлены в табл. 1.

Таблица 1. Тренды в неравенстве и индикаторах фондового рынка США
Table 1. Summary of Figure 1 graphical analysis of Figure 1: trends in inequality and indicators of the US stock market

№	Период	Капитализация рынка акций США по мультипликатору CAPE10 (прямой показатель стоимости акций)	Капитализация рынка облигаций (обратный показатель доходности 10-летних облигаций США облигаций)	Суперциклы изменения экономического неравенства в США	Доля богатства верхнего 1% населения США
1	1910-1921	снижение	снижение	снижение	снижение
2	1922-1929	рост	рост		рост
3	1930-1941	без изменений	рост		снижение
4	1942-1949		без изменений		
5	1950-1963	рост	снижение		без изменений
6	1964-1976	снижение	снижение		снижение
7	1977-1982			снижение	
8	1983-1989	рост	рост	рост	рост
9	1990-2000				
10	2001-2011				

Источник: составлено автором.

Явно прослеживается взаимосвязь между ростом богатства 1% самых состоятельных людей и ростом капитализации фондового рынка: в периоды роста рынка акций и облигаций уровень неравенства увеличивался.

В среднем на длинных временных интервалах доходность акций выше, чем облигаций (Берзон 2008). Средняя доходность банковского депозита, как правило, ниже доходности облигаций¹⁰. Следовательно, высокая доля акций и облигаций в инвестиционных портфелях состоятельных граждан позволяет им ускорять свой отрыв по уровню экономического богатства от менее обеспеченных граждан.

Согласно теории оценки активов методом дисконтирования денежных потоков, стоимость любого актива, способного генерировать денежные потоки в будущем, зависит от ставки дисконтирования, отражающей премию за риск и требуемую доходность инвестора. В свою очередь, ставка дисконтирования зависит от процентной ставки центрального банка. На темп роста денежного потока влияет также уровень налогов на доходы и наследство. Рыночная стоимость актива или доли в бизнесе тем больше, чем ниже процентные ставки и ставки налогов.

¹⁰ Депозиты и облигации: в чем разница для инвестора? *Московская биржа*. Режим доступа: URL: <https://place.moe.com/useful/depozitih-obligacii-v-chem-raznica-dlja-investora?list=vse-pro-obligatsii> (дата обращения 14.10.2020).

На рис. 2 на фоне изменения доли богатства самых состоятельных людей США показаны тренды в параметрах экономической политики США с 1913 г. по 2014 г. Уровень экономического неравенства в США сильно зависит от финансового механизма перераспределения и следует за изменением процентных и налоговых ставок. Результаты графического анализа данных, представленных на рис. 2, систематизированы в табл. 2.

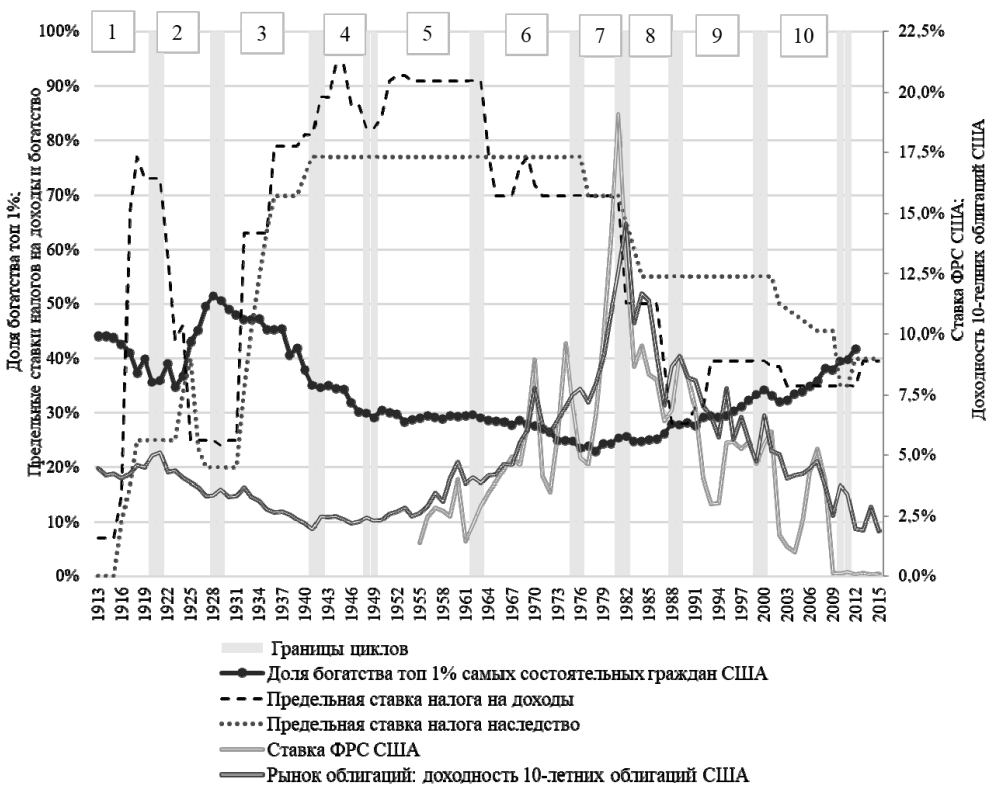


Рис. 2. Динамика доли богатства 1% граждан США на фоне изменения параметров монетарной и фискальной политики

Fig. 2. The dynamics of the 1% US citizens share of wealth against the background of changes in monetary and fiscal policy parameters

Источник: Составлено автором на основе данных о неравенстве по богатству в США из World inequality report (2018) и данных Национального бюро экономического анализа США: URL: <https://www.nber.org/cycles/cyclesmain.html> (accessed 14.10.2020)

Итак, доля богатства 1% самых богатых людей США устойчиво снижалась в периоды роста предельных налоговых ставок на доходы и наследство. Отметим, что пороговым значением для эффективного предельного налогообложения доходов и наследства в США является диапазон 55%–65%: когда налоговые ставки на доходы и наследство были выше данной зоны, доля богатства 1% самых состоятельных людей снижалась, автоматически нивелируя уровень экономического

неравенства в стране. И наоборот, когда регуляторы устанавливали налоговые ставки ниже этой зоны, экономическое неравенство в США начинало расти.

Монетарные настройки тоже оказывают заметное влияние на изменение неравенства. Так, в периоды 6 и 7 (рис. 2 и табл. 2) экономика США развивалась в условиях фискальных послаблений для богатых (резкое снижение предельных налоговых ставок) при ускоренном росте процентных ставок долгового рынка. Совокупное влияние этих мер привело к нивелированию экономического неравенства. Во-первых, это произошло, потому что предельные ставки налогов превышали 60%, и высокие темпы роста доходов и богатства самых богатых людей корректировались мерами фискального регулирования. Во-вторых, резкий рост неопределённости и продолжительная стагнация цен на фондовом рынке также замедлили рост благосостояния владельцев портфелей ценных бумаг и долей в бизнесе.

Таблица 2. Тренды в неравенстве и параметрах фискальной и монетарной политики США

Table 2. The results of Figure 2 graphical analysis: trends in inequality and parameters of US fiscal and monetary policy

№	Период	Изменение монетарных настроек (процентные ставки)	Изменение фискальных настроек (предельных ставок на самых богатых людей страны)		Суперциклы изменения экономического неравенства в США	Доля богатства верхнего 1% населения США
			налог на доходы	налог на наследство		
1	1910-1921	рост	рост	рост	снижение	снижение
2	1922-1929	снижение	снижение	без изм.		рост
3	1930-1941	снижение	рост	рост		снижение
4	1942-1949	без изм.	без изм.	без изм.		снижение
5	1950-1963	рост	рост	без изм.		без изм.
6	1964-1976	рост	снижение	без изм.		снижение
7	1977-1982	рост	без изм.	снижение	рост	рост
8	1983-1989	снижение	снижение	снижение		рост
9	1990-2000	снижение	рост	без изм.		рост
10	2001-2011	снижение	снижение	снижение		рост

Источник: составлено автором.

Рассмотрим другой период изменения экономического неравенства в США – 1990–2000 гг. Как видно (рис. 2 и табл. 2), предельные налоговые ставки на доходы после продолжительного и резкого снижения несколько восстановились, предельная ставка налога на наследство оставалась неизменной; обе не превосходили 60%. Уровень процентных ставок продолжил снижение, в результате чего фондовый рынок получил важный стимул к росту. Доходы и богатство самых состоятельных людей резко выросли, ускорив рост экономического неравенства.

Безусловно, на динамику экономического неравенства оказывали влияние и другие факторы. В годы мировых войн и Великой депрессии ускорялся износ человеческого, физического и финансового капитала. Такой сложный период

сильнее сказался на состояниях наиболее обеспеченных слоёв населения, тем более что это были периоды упущенных выгод и слабого экономического роста. После окончания этих периодов под действием возникших дисбалансов между товарным и денежным обращением росла инфляция, что также ограничивало рост доходов самых богатых людей.

В современных условиях монетарная политика представляет собой важный элемент контрциклической экономической политики. Ловушка ликвидности, в которую попали большинство развитых экономик, привела к тому, что уровень процентных ставок опустился до беспрецедентно низких за предшествующие 75 лет значений.

Меры неконвенциональной монетарной политики, получившие распространение в последние годы, увеличивают разрыв между бедными и богатыми слоями населения в периоды послекризисного восстановления экономики. Существенное монетарное стимулирование положительно сказывается на стоимости активов фондового рынка и способно создавать финансовые пузыри, приводя к резкому росту богатства наиболее обеспеченных людей. Выкуп финансовых активов и действия регуляторов по поддержанию стабильности цен на финансовом рынке положительно влияет на доходы и богатство самых богатых людей, владеющих финансовыми активами и долями в бизнесе. До беднейших слоев населения подобная поддержка фактически не доходит, более того, растущая в периоды кризиса безработица создает серьёзную угрозу снижения уровня жизни данной группы населения.

Монетарная политика асимметрична: регуляторы склонны к радикальным мерам поддержки экономики и рынков в кризисные периоды в большей мере, чем к сдерживанию экономического роста для борьбы с финансовыми пузырями. По этой причине в практике монетарного регулирования на различных этапах экономического цикла применяются дополнительные меры, которые могут приводить к циклическому росту экономического неравенства.

Перенастройка фискальных и монетарных составляющих экономической политики оказывает существенное влияние на уровень экономического неравенства. В структуре активов самых богатых людей финансовые активы занимают наибольшую долю, которая по мере роста благосостояния увеличивается, поэтому изменение рыночной стоимости финансовых активов и определяющих её факторов формируют тренды в динамике экономического неравенства.

На наш взгляд, решающее влияние на долю богатства самых обеспеченных людей оказывает фискальная политика, устанавливающая ставки налогов на доходы и богатство. Проведённый нами графический анализ показал, что в условиях прогрессивной налоговой системы можно снижать уровень экономического неравенства. Уровень налоговых ставок в диапазоне 55%–65% выступал для США пограничной зоной, выше которой доля в структуре национального богатства 1% самых богатых людей устойчиво снижалась. В периоды, когда ставки налогов опускались ниже этих значений, богатые устойчиво богатели.

Изменяя параметры монетарной политики, можно регулировать уровень экономического неравенства, поскольку монетарное стимулирование положительно сказывается на стоимости активов фондового рынка и способно создавать финансовые пузыри, приводя к резкому росту богатства наиболее обеспеченных людей, владеющих долями в бизнесе и акциями. Сдерживающая монетарная политика в отсутствие эффективной прогрессивной системы налогообложения не способна решить проблемы экономического неравенства.

Современная монетарная политика США может считаться приемлемой и не создавать угроз для устойчивого экономического роста при достаточном макроprudенциальном регулировании, поскольку к её (монетарной политике) побочным эффектам, кроме роста экономического неравенства, относится высокий риск формирования финансовых и долговых пузырей.

Полученные результаты исследования основаны на использовании метода графического анализа, который имеет свои преимущества и недостатки. По части интерпретации полученных результатов такой анализ в определённой степени субъективен, однако представленные графики позволяют читателю дополнить и/или развить полученные выводы. Дальнейшее исследование выбранной темы с применением экономико-математического моделирования и корреляционно-регрессионного анализа представляется весьма перспективным.

Об авторе:

Михаил Львович Дорофеев – кандидат экономических наук, доцент Департамента общественных финансов Финансового университета при Правительстве РФ, г. Москва, Малый Златоустинский пер., д. 7, к. 1. E-mail: dorofeevml@yandex.ru.

Конфликт интересов: Автор заявляет об отсутствии конфликта интересов.

Received: July 25, 2020
Accepted: September 10, 2020

Impact of Monetary Policy on the Level of Economic Inequality in the United States

M.L. Dorofeev
[DOI 10.24833/2071-8160-2020-5-74-97-114](https://doi.org/10.24833/2071-8160-2020-5-74-97-114)

Financial University under the Government of the Russian Federation

Abstract: After the reform of the world monetary system in 1971, the competition between countries for the global market is taking place in completely new conditions. Monetary

and fiscal authorities have accumulated vast experience in regulating the economy and strengthening country competitive advantages through complex mechanisms of quantitative easing, foreign exchange rates manipulation, increasing debts, etc. Overcoming the consequences of the financial crises of the 21st century every time forces monetary regulators to implement increasingly radical measures in order to save the economy by injecting enormous amounts of liquidity into the market to buy out bad corporate debts as well as government debt securities. At the same time, the questions of how monetary policy affects the level of economic inequality and who is its beneficiary are becoming more relevant.

The article seeks to analyze the impact of changes in monetary policy parameters on wealth inequality in the United States. Given the cyclical nature of economic inequality, the main method of research was chosen as a graphical statistical analysis, since it allows to identify trends effectively and keep in focus more than 100-year picture of changes in the analyzed indicators. For a more holistic picture, the dynamics of economic wealth inequality level were compared not only with key indicators of monetary policy, but also with the dynamics of marginal tax rates in US.

One conclusion of the research is that wealth inequality depends more on fiscal adjustment and marginal tax rates than on monetary factors. Inadequate marginal income and inheritance tax rates are factors of rising of wealth inequality in US. Changing of monetary system settings also influences on the level of wealth inequality, because it affects the valuation of financial assets, and therefore the wealth of the richest people in US. Another important conclusion is the idea that the new monetary policy, despite all fears that it is a source of growing economic inequality, is acceptable with marginal income and inheritance tax rates of about 60% and with effective macroprudential regulation of US economy.

Keywords: wealth inequality, economic inequality, monetary policy, taxes, interest rates, monetary policy, government regulation

About the author:

Mikhail L. Dorofeev – Ph.D. in Economics, associate professor of the Public Finance Department of the Financial University under the Government of the Russian Federation, Moscow. E-mail: dorofeevml@yandex.ru.

Conflict of Interests: The author declares the absence of conflict of interests.

References:

Bernanke B.S., Gertler M. 1995. Inside the Black Box: The Credit Channel of Monetary Policy Transmission. *The Journal of Economic Perspectives*. 9(4). P. 27–48.

Bivens J. 2015. Gauging the impact of the Fed on inequality during the great recession. *Hutchins Centre on Monetary Policy at Brookings Working Paper*. 2015(12).

Dobbs R., Lund S., Koller T., Shwayder A. 2013. QE Ultra-Low Interest Rates: Distributional Effects and Risks. *McKinsey Global Institute Discussion Paper*. November 2013.

Mazzucato M. 2018. *The Value of Everything. Making and Taking in the Global Economy*. DOI: 10.1080/08039410.2018.1525425

Karras G. 1996. Are the Output Effects of Monetary Policy Asymmetric? Evidence from a Sample of European Countries. *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*. 58(2). P. 267–278.

Martin C., C. Milas. 2012. Quantitative Easing: A Sceptical Survey. *Oxford Review of Economic Policy*. 28(4). P. 750–764.

Mikhaylov A., Moiseev N., Aleshin, K., Burkhardt T. 2020. Global Climate Change and Greenhouse Effect. *Entrepreneurship and Sustainability Issues*. 7(4). P. 2897-2913. DOI: 10.9770/jesi.2020.7.4(21)

Moiseev N., Mikhaylov A., Varyash I., Saqib A. 2020. Investigating the Relation of GDP Per Capita and Corruption Index. *Entrepreneurship and Sustainability Issues*. 8(1). P. 780-794. DOI: 10.9770/jesi.2020.8.1(52)

Morgan D.P. 1993. Asymmetric Effects of Monetary Policy. *Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Review*. 2nd Quarter. Vol. 78. P. 21-33.

Nie D., Panfilova E., Samusenkov V., Mikhaylov A. 2020. E-Learning Financing Models in Russia for Sustainable Development. *Sustainability*. 12(11). DOI: 10.3390/su12114412.

O'Farrell R., Rawdanowicz Ł., Inaba K. 2019. *OECD Economics Department Working Papers*. №1281 DOI: 10.1787/5jm2hz2x9hxr-en

Ravn S.H. 2014. Asymmetric Monetary Policy towards the Stock Market: A DSGE Approach. *Journal of Macroeconomics*. Vol. 39, Part A, March. P. 24–41. DOI: 10.1016/j.jmacro.2013.11.002.

Rigobon R., Sack B. 2004. The Impact of Monetary Policy on Asset Prices. *Journal of Monetary Economics*. 51(8). P. 1553–1575.

Tenreiro S., Thwaites G. 2013. Pushing on a String: US Monetary Policy is Less Powerful in Recessions. *Centre for Macroeconomics Discussion Papers*. №1301 (Revised version, January 2015).

Varyash I., Mikhaylov A., Moiseev N., Aleshin K. 2020. Triple Bottom Line and Corporate Social Responsibility Performance Indicators for Russian Companies. *Entrepreneurship and Sustainability Issues*. 8(1). P. 313-331. DOI: 10.9770/jesi.2020.8.1(22)

Wiedmann T., Lenzen M., Keyßer L., Steinberger J. 2020. Scientists' Warning on Affluence. *Nature Communications*. 11(1). DOI: 10.1038/s41467-020-16941-y

Yumashev A., Ślusarczyk B., Kondrashev S., Mikhaylov A. 2020. Global Indicators of Sustainable Development: Evaluation of the Influence of the Human Development Index on Consumption and Quality of Energy. *Energies*. №13. 2768. DOI: 10.3390/en1311276

Balackij E.V. 2017. Effekt Piketti: Kommentarij k Novoj Konceptii [The Piketty Effect: a Commentary on a New Concept]. *Prostranstvo Ekonomiki*. №2. P. 40-56. DOI: 10.23683/2073-6606-2017-15-2-40-56 URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/effekt-piketti-komentarij-k-novoy-kontseptsii> (accessed 14.10.2020).

Berzon N.I. 2008. Zavisimost' riska i dohodnosti aktivov ot vremennogo gorizonta investirovaniya [Dependence of Risk and Return on Assets on the Time Horizon of Investment]. *Universitetskoe upravlenie: praktika i analiz*. №3. P. 65-72.

Dzhomo K.S., Popov V.V. 2016. Dolgosrochnye tendencii v raspredelenii dohodov [Long-Term Trends in Income Distribution]. *Zhurnal NEA*. 3(31). P. 146–160. URL: <http://www.econorus.org/repec/journal/2016-31-146-160r.pdf> (дата обращения 14.10.2020).

Dorofeev M.L. 2020a. Aktual'nye vyzovy, stoyashchie pered sistemoy makroprudencional'nogo regulirovaniya ekonomiki v sovremennyh usloviyah [Actual Challenges Facing the System of Macroprudential Regulation of the Economy in Modern Conditions]. *Zhurnal Bankovskoe delo*. №5. P. 44-51. URL: <https://elibrary.ru/item.asp?id=42812560> (accessed 14.10.2020).

Dorofeev M.L. 2020b. Verifikaciya cenovyh puzyrej na rynke akcij s primeneniem spredov krivoj dohodnosti gosudarstvennogo dolga SSHA [Verification of Price Bubbles in the Stock Market Using Spreads of the US Government Debt Yield Curve]. *Zhurnal Bankovskoe delo*. №7. P. 58-68. Rezhim dostupa: URL: <https://www.bankdelo.ru/magazine/pub/3453> (accessed 14.10.2020).

Dorofeev M.L., Ahmetov A.S. 2020. Aktualizaciya ponyatiya finansovyy puzyr' na finansovyh rynkah [Actualization of the Concept of Financial Bubble in Financial Markets]. *Audit i finansovyy analiz*. №2. DOI 10.38097/AFA.2020.11.24.011.

Kapelyushnikov R.I. 2017. Neravenstvo: kak ne primitivizirovat' problem [Inequality: How not Primitivized Problem]. *Voprosy ekonomiki*. №4. P. 117-139. DOI: 10.32609/0042-8736-2017-4-117-139

Lyubimov I.L. 2016. Vzglyad na evolyuciyu neravenstva dohodov: Piketti protiv Kuzneca – 60 let spustya [A Look at the Evolution of Income Inequality: Piketty vs. Kuznets – 60 Years Later]. *Ekonomicheskaya politika*. №1. P. 27-42. URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/vzglyad-na-evolyutsiyu-neravenstva-dohodov-piketti-protiv-kuznetsa-60-let-spustya>.

Malkina M.Yu. 2016. Institucional'nye osnovy neravenstva dohodov v sovremennoj ekonomike [Institutional Foundations of Income Inequality in the Modern Economy]. *JIS*. №1. P. 100-119. DOI: 10.18288/1994-5124-2016-1-03. URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/institucionalnye-osnovy-neravenstva-dohodov-v-sovremennoj-ekonomike> (accessed 14.10.2020).

Malova T.A. 2020. O chyom signaliziruyut paradoksy global'noj ekonomiki [What the Paradoxes of the Global Economy Signal]. *Vestnik MGIMO-Universiteta*. 13(3). P. 225-242. DOI: 10.24833/2071-8160-2020-3-72-225-242

Varshavskij A.E. 2019. Chrezmernoe neravenstvo dohodov – problemy i ugrozy dlya Rossii [Excessive Income Inequality – Problems and Threats for Russia]. *Sociologicheskie issledovaniya*. 45(8). P. 52-61. DOI: 10.31857/S013216250006136-2

Список литературы на русском языке:

Балацкий Е.В. 2017. Эффект Пикетти: комментарий к новой концепции. *Пространство экономики*. №2. С. 40-56. DOI: 10.23683/2073-6606-2017-15-2-40-56 URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/effekt-piketti-kommentariy-k-novoy-kontseptsii> (дата обращения: 14.10.2020).

Берзон Н.И. 2008. Зависимость риска и доходности активов от временного горизонта инвестирования. *Университетское управление: практика и анализ*. №3. С. 65-72.

Варшавский А.Е. 2019. Чрезмерное неравенство доходов – проблемы и угрозы для России. *Социологические исследования*. 45(8). С. 52-61. DOI: 10.31857/S013216250006136-2

Джомо К.С., Попов В.В. 2016. Долгосрочные тенденции в распределении доходов. *Журнал НЭА*. 3(31). С. 146–160. Режим доступа: URL: <http://www.econorus.org/repec/journal/2016-31-146-160r.pdf> (дата обращения: 14.10.2020).

Дорофеев М.Л. 2020а. Актуальные вызовы, стоящие перед системой макропруденциального регулирования экономики в современных условиях. *Банковское дело*. №5. С. 44-51. URL: <https://elibrary.ru/item.asp?id=42812560> (дата обращения: 14.10.2020).

Дорофеев М.Л. 2020б. Верификация ценовых пузырей на рынке акций с применением спредов кривой доходности государственного долга США. *Банковское дело*. №7. С. 58-68. URL: <https://www.bankdelo.ru/magazine/pub/3453> (дата обращения: 14.10.2020).

Дорофеев М.Л., Ахметов А.С. 2020. Актуализация понятия финансовый пузырь на финансовых рынках. *Аудит и финансовый анализ*. № 2. DOI: 10.38097/AFA.2020.11.24.011.

Капелюшников Р.И. 2017. Неравенство: как не примитивизировать проблему. *Вопросы экономики*. №4. С. 117-139. DOI: 10.32609/0042-8736-2017-4-117-139

Любимов И.Л. 2016. Взгляд на эволюцию неравенства доходов: Пикетти против Кузнецца – 60 лет спустя. *Экономическая политика*. №1. С. 27-42. Режим доступа: URL:

<https://cyberleninka.ru/article/n/vzglyad-na-evolyutsiyu-neravenstva-dohodov-piketti-protiv-kuznetsa-60-let-spustya> (дата обращения: 14.10.2020).

Малкина М.Ю. 2016. Институциональные основы неравенства доходов в современной экономике. *ИЭС*. №1. С. 100-119. DOI: 10.18288/1994-5124-2016-1-03. URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/institutsionalnye-osnovy-neravenstva-dohodov-v-sovremennoy-ekonomike> (дата обращения: 14.10.2020).

Малова Т.А. 2020. О чём сигнализируют парадоксы глобальной экономики. *Вестник МГИМО-Университета*. 13(3). С. 225-242. DOI: 10.24833/2071-8160-2020-3-72-225-242