

# ПАРАДОКСЫ ИНФЛЯЦИИ И ТРАНСФОРМАЦИЯ ЭКОНОМИЧЕСКИХ ЗАКОНОМЕРНОСТЕЙ

**Плотников Андрей Викторович**

PhD., доцент

Ургенчский государственный университет  
имени Абу Райхана Беруни

## Аннотация

В работе рассматриваются три парадокса, поставившие под сомнение базовые макроэкономические постулаты XX века: стагфляция 1970-х годов, опровергшая представление о невозможности одновременного роста цен и безработицы; «пропавшая инфляция» после 2008 года, когда беспрецедентные программы количественного смягчения не привели к ожидавшемуся обесцениванию денег; и «скрытая» инфляция активов, при которой официальная потребительская инфляция удерживалась вблизи целевых значений, тогда как цены на недвижимость, акции и образование росли опережающими темпами. Показано, как каждый из этих эпизодов изменил теоретические представления и практику экономической политики: кривая Филлипса была переосмыслена через призму ожиданий, денежные агрегаты утратили роль операционного ориентира, а предметом ценовой стабильности стали финансовые условия и распределительные последствия. Отдельное внимание уделено проверке накопленных выводов в период всплеска инфляции 2021-2022 годов и специфике развивающихся и сырьевых экономик, для которых выбор целевого показателя перестал быть техническим вопросом. Делается вывод о перестройке архитектуры макроэкономической политики: динамика инфляции определяется взаимодействием ожиданий, шоков предложения и институциональной среды, что расширяет набор инструментов центральных банков и усложняет их обязательства.

**Ключевые слова:** инфляция, стагфляция, кривая Филлипса, количественное смягчение, инфляционные ожидания, инфляционное таргетирование.

## Annotatsiya

Ushbu maqolada XX asrning fundamental makroiqtisodiy postulatlarini shubha ostiga qo'ygan uchta paradoks ko'rib chiqilgan: 1970-yillardagi stagflyatsiya narxlar va ishsizlikning bir vaqtda o'sa olmasligi haqidagi tasavvurni rad etdi; 2008-yildan keyingi "yo'qolgan inflatsiya", bunda misli ko'rilmagan miqdoriy yumshatish dasturlari kutilgan pul qadrsizlanishiga olib kelmadi; va aktivlarning "yashirin" inflatsiyasi bo'lib, bunda rasmiy iste'mol inflatsiyasi maqsadli ko'rsatkichlar atrofida ushlab turildi, ko'chmas mulk, aksiyalar va ta'lim narxlari esa jadal sur'atlarda o'sdi. Ushbu epizodlarning har biri nazariy tasavvurlar va iqtisodiy siyosat amaliyotini qanday o'zgartirgani ko'rsatilgan: Fillips egri chizig'i kutilmalar prizmasi orqali qayta talqin qilindi, pul agregatlari operatsion mo'ljal sifatidagi rolini yo'qotdi, narxlar barqarorligi predmeti esa moliyaviy sharoitlar va taqsimot oqibatlariga aylandi. Alohida e'tibor 2021-2022-yillardagi inflatsiya sakrashi davrida to'plangan xulosalarni

tekshirishga, shuningdek, rivojlanayotgan va xomashyo iqtisodiyotlarining o'ziga xosliklariga qaratilgan bo'lib, ular uchun maqsadli ko'rsatkichni tanlash endilikda shunchaki texnik masala bo'lmay qoldi. Maqola yakunida makroiqtisodiy siyosat arxitekturasini qayta qurilgani haqida xulosa qilinadi: inflatsiya dinamikasi endilikda kutilmalar, taklif shoklari va institutsional muhitning o'zaro ta'siri bilan belgilanadi, bu esa markaziy banklar vositalari to'plamini kengaytiradi va ularning majburiyatlarini murakkablashtiradi.

**Kalit so'zlar:** inflatsiya, stagflyatsiya, Fillips egri chizig'i, miqdoriy yumshatish, inflatsion kutilmalar, inflatsiyani targetlashtirish.

### Abstract

This paper examines three paradoxes that have challenged fundamental macroeconomic postulates of the 20th century: the stagflation of the 1970s, which disproved the notion that prices and unemployment could not rise simultaneously; the "missing inflation" after 2008, when unprecedented quantitative easing programs failed to cause the anticipated currency depreciation; and the "hidden" inflation of assets, where official consumer inflation remained near target levels while prices for real estate, equities, and education surged ahead. It demonstrates how each of these episodes transformed theoretical frameworks and economic policy practices: the Phillips curve was reconceptualized through the lens of expectations, monetary aggregates lost their role as operational targets, and financial conditions and distributive consequences became central to the concept of price stability. Special attention is given to testing these accumulated insights during the inflation surge of 2021-2022 and to the specificities of emerging and commodity-dependent economies, for which the choice of target indicator has ceased to be a mere technical issue. The paper concludes that the architecture of macroeconomic policy has been fundamentally restructured: inflation dynamics are now driven by the interplay of expectations, supply shocks, and the institutional environment, which expands the toolkit of central banks and complicates their mandates.

**Keywords:** inflation, stagflation, Phillips curve, quantitative easing, inflation expectations, inflation targeting.

### ВВЕДЕНИЕ

Макроэкономическая теория XX века опиралась на несколько устойчивых представлений: о невозможности одновременного роста цен и безработицы, о прямой связи денежной массы и уровня потребительских цен, а также о том, что ценовая стабильность тождественна стабильности экономики в целом. Однако три эпизода - стагфляция 1970-х годов, «пропавшая инфляция» после 2008 года и «скрытая» инфляция активов последних десятилетий - последовательно поставили каждое из этих представлений под сомнение [3]. Ниже рассматривается, в чём состоял парадоксальный характер каждого эпизода и как их осмысление изменило теоретические модели и практику макроэкономической политики.

Интерес к этой теме не ослабевает: дискуссия о форме, устойчивости и идентификации кривой Филлипса продолжается и в последние годы [6]; [13], а

вопрос о том, какие цены должен стабилизировать центральный банк, остаётся открытым [7]; [11]. Для развивающихся и сырьевых экономик он стоит особенно остро, поскольку они чаще сталкиваются с шоками условий торговли и колебаниями обменного курса [2]; [8]. Цель статьи - систематизировать три инфляционных парадокса и показать, какие изменения в теории и практике макроэкономической политики стали их следствием. Для этого решаются следующие задачи: описать содержание каждого парадокса, сопоставить предложенные в литературе объяснения и выделить общие направления трансформации денежно-кредитной политики.

## ЛИТЕРАТУРНЫЙ ОБЗОР

*Парадокс стагфляции.* В 1970-е годы классическая кривая Филлипса, постулировавшая обратную зависимость между инфляцией и безработицей, утратила описательную силу: сочетание растущих цен и массовой безработицы, получившее название стагфляции, продемонстрировало несостоятельность представления о невозможности их одновременного существования [3]. В период 1973-1975 годов инфляция и безработица росли одновременно, причём в этих эпизодах, обусловленных шоками предложения, изменения инфляции опережали динамику безработицы [9]. Причиной называют масштабные шоки издержек, прежде всего нарушения нефтяного предложения, а также ошибки центрального банка в противодействии им, что отразилось на инфляционных ожиданиях [13].

*Парадокс «пропавшей инфляции».* После 2008 года масштабные программы количественного смягчения привели к существенному расхождению между динамикой денежной базы и общим уровнем цен, что не согласовывалось с количественной теорией денег [14]. Объяснения этого расхождения сводятся к нескольким аргументам: скорость обращения денег непостоянна и не измеряется независимо [14]; [15], значительная часть денежной массы обращается за пределами страны, а рост ликвидности не сопровождался ускорением агрегатов M1 и M3 [4]. Кроме того, средства аккумулировались в избыточных резервах банков, и их высвобождение в экономику могло бы дать существенный инфляционный эффект [17]. Дополнительным фактором называют слабый совокупный спрос, объясняющий сдержанную динамику потребительских цен в 2009-2020 годах [4].

*Парадокс «скрытой» инфляции активов.* В последние десятилетия потребительская инфляция удерживалась вблизи целевых значений, тогда как цены на активы росли опережающими темпами, что создавало расхождение между статистической картиной и фактическим удорожанием жизни. Антиинфляционная политика на правлена прежде всего на цены товаров и услуг, теряющих стоимость в процессе потребления, и не затрагивает активы, сохраняющие ценность после покупки, - недвижимость, финансовые вложения, предметы искусства [7]. Такое различие объясняется тем, что рост фондовых цен воспринимается как позитивный сигнал, тогда как рост потребительских цен вызывает ограничительные денежно-кредитные и фискальные меры [11].

## МЕТОДОЛОГИЯ

Исследование носит теоретико-аналитический характер. Информационную базу составили статьи в рецензируемых журналах по макроэкономике, денежно-кредитной политике и финансовому регулированию, рабочие доклады Национального бюро экономических исследований США, а также аналитические материалы, подготовленные для европейских институтов. Отбирались работы, в которых предлагается объяснение хотя бы одного из трёх рассматриваемых эпизодов или обсуждаются вытекающие из них изменения в мандатах центральных банков.

Применялись три взаимодополняющих метода. Историко-логический метод позволил рассмотреть каждый парадокс как отдельный эпизод с собственными временными рамками и определить, какой именно теоретический постулат он поставил под сомнение. Сравнительный анализ использовался для сопоставления альтернативных объяснений: шоков предложения и ошибок политики в случае стагфляции, роли инфляционных ожиданий, непостоянства скорости обращения денег и накопления избыточных резервов, различия между потребительскими ценами и ценами активов. Институциональный анализ применялся при оценке изменений в мандатах центральных банков и формирования макропруденциального регулирования. Отдельно рассмотрены особенности развивающихся и сырьевых экономик.

Результаты обобщены по единой схеме: парадокс - опровергнутый постулат - теоретический ответ - изменение практики экономической политики. Ограничение работы состоит в том, что выводы носят качественный характер и не опираются на собственные эконометрические оценки; количественные характеристики эпизодов приводятся по данным цитируемых исследований.

## АНАЛИЗ И РЕЗУЛЬТАТЫ

### *Влияние парадоксов на современную экономику*

Рассмотренные парадоксы не являются лишь историческими эпизодами: каждый из них потребовал пересмотра конкретного теоретического постулата и запустил трансформацию прикладных моделей и институтов. Стагфляция 1970-х годов снизила объяснительную силу кривой Филлипса как устойчивого структурного соотношения, «пропавшая инфляция» после 2008 года поставила под сомнение механическую связь между денежной массой и уровнем цен, а расхождение между стабильным индексом потребительских цен и быстро дорожающими активами выявило ограничения самого предмета ценовой стабильности. Совокупным следствием стало смещение центра макроэкономического анализа с наблюдаемых агрегатов на ожидания, институты и финансовые условия.

*Перестройка кривой Филлипса и утверждение режима таргетирования.* Первым ответом на стагфляцию стало включение ожиданий в модель инфляции и отказ от трактовки кривой как устойчивого набора параметров экономической политики; эпизоды 1970-х годов, вызванные преимущественно нарушениями нефтяного предложения, показали, что шоки издержек способны одновременно

ускорять рост цен и оказывать сдерживающее влияние на выпуск [3]. Расчёты по девятнадцати странам ОЭСР подтвердили, что стагфляция примерно в равной степени объяснялась удорожанием относительных цен импорта и замедлением роста производительности, то есть была результатом комбинации внешних и структурных факторов, а не устойчивого компромисса между инфляцией и безработицей [10]. Последовавшая переоценка роли ожиданий привела к тому, что объяснение «пропавшей дезинфляции» 2009-2011 годов стали искать не в изменениях рынка труда, а в якорении инфляционных ожиданий: гипотеза «заякоренных ожиданий» объясняет устойчивость цен уверенностью экономических агентов в том, что ни высокая инфляция, ни дефляция не являются вероятными исходами [5]. Дальнейшие исследования уточнили этот вывод: сами по себе заякоренные ожидания недостаточны для объяснения периодов стабильной инфляции, поскольку в стандартных новокейнсианских моделях динамика цен определяется краткосрочными, а не долгосрочными ожиданиями, и феномен «пропавшей» инфляции и дезинфляции сохраняется даже при полном якорении [6].

*От количественной теории к институциональному объяснению денег.* Второй парадокс поставил под сомнение существование прямой зависимости между масштабом денежного предложения и ценами. Программы количественного смягчения привели к существенному расхождению между динамикой денежной базы и общим уровнем цен, что не согласовывалось с количественной теорией денег [14]. Объяснения свелись к нескольким аргументам: скорость обращения денег непостоянна и не измеряется независимо [15], значительная часть денежной массы обращается за пределами страны, а рост ликвидности не сопровождался ускорением агрегатов денежной массы [4], наконец, средства аккумулировались в избыточных резервах банков, и их высвобождение в экономику могло бы дать существенный инфляционный эффект [17]. Практическим следствием стало то, что денежные агрегаты перестали выполнять функцию операционного ориентира, а на первый план вышли ожидания, состояние балансов и структура финансовой системы. Одновременно выяснилось, что ценовая стабильность не гарантирует стабильности финансовой: в литературе прямо отмечается, что противоречие между целями ценовой и финансовой стабильности усилилось в условиях существенно смягчённой денежно-кредитной политики, при которой ставки длительное время удерживались на очень низком уровне [1]. Это привело к формированию отдельной области макропруденциального регулирования: центральным банкам предлагается следить за инфляцией цен на активы в дополнение к традиционному мандату, что отразилось в дискуссии о стратегиях «очистки» и «наклона» (cleaning vs leaning) в отношении формирующихся пузырей [12].

*Расширение мандатов и распределительная повестка.* Третий парадокс - расхождение между умеренной потребительской инфляцией и значительным удорожанием активов - поставил вопрос о том, насколько узко следует

определять предмет ценовой стабильности. Обсуждение допустимости вторичного мандата по финансовой стабильности ведётся и на уровне права: для ЕЦБ такая задача может быть выведена из самого мандата ценовой стабильности, поскольку финансовая стабильность необходима для нормальной работы кредитного канала трансмиссии, хотя она и ограничена по объёму [16].

*Специфика развивающихся и сырьевых экономик.* Для стран с высокой зависимостью от внешних рынков описанные парадоксы имели дополнительное следствие: выбор целевого показателя перестал казаться техническим вопросом. При шоках условий торговли использование индекса потребительских цен в качестве ориентира становится неоптимальным, поскольку строгое таргетирование потребительских цен может действовать дестабилизирующе [8]. Для экономик, уязвимых к таким шокам, модифицированные правила, учитывающие динамику реального обменного курса, оказываются эффективнее стратегий чистого таргетирования инфляции [2].

## ВЫВОДЫ И ПРЕДЛОЖЕНИЯ

Обобщая, можно сказать, что совокупное влияние трёх парадоксов заключается в трансформации самой архитектуры макроэкономической политики. Инфляция перестала трактоваться как функция одного или двух наблюдаемых агрегатов: её динамика определяется взаимодействием ожиданий, шоков предложения и институциональной среды, а центральные банки получили не только более широкий набор инструментов, но и расширенный набор обязательств - от коммуникации и прогнозирования до макропруденциального надзора и учёта распределительных последствий своих решений.

С учётом изложенного можно сформулировать следующие предложения для органов, отвечающих за макроэкономическую политику:

1. При оценке ценовой стабильности наряду с индексом потребительских цен отслеживать динамику цен на жильё и финансовые активы, а также показатели финансовых условий.
2. Уделять приоритетное внимание измерению инфляционных ожиданий домохозяйств и предприятий и развитию коммуникационной политики центрального банка.
3. Рассматривать денежные агрегаты как вспомогательный, а не операционный ориентир и анализировать их совместно с состоянием банковских балансов и избыточных резервов.
4. Чётко разграничивать задачи денежно-кредитной и макропруденциальной политики и закреплять механизмы их координации.
5. Для развивающихся и сырьевых экономик при выборе целевого показателя учитывать шоки условий торговли и динамику реального обменного курса.

Перспективным направлением дальнейших исследований является эмпирическая проверка сделанных выводов на данных отдельных развивающихся экономик, включая Узбекистан.

## СПИСОК ИСПОЛЬЗОВАННОЙ ЛИТЕРАТУРЫ

1. Agénor, P.-R., & Flamini, A. (2022). Institutional mandates for macroeconomic and financial stability. *Journal of Financial Stability*, 62, 101063. <https://doi.org/10.1016/j.jfs.2022.101063>
2. Aizenman, J., Hutchison, M., & Noy, I. (2011). Inflation targeting and real exchange rates in emerging markets. *World Development*, 39(5), 712-724. <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0305750X10002275>
3. Barsky, R. B., & Kilian, L. (2004). Oil and the macroeconomy since the 1970s. *Journal of Economic Perspectives*, 18(4), 115-134. <https://doi.org/10.1257/0895330042632708>
4. Blot, C., & Creel, J. (2023). Soft or strong: The art of monetary tightening. HAL Sciences Po. <https://hal-sciencespo.archives-ouvertes.fr/hal-03954545>
5. Coibion, O., & Gorodnichenko, Y. (2015). Is the Phillips curve alive and well after all? Inflation expectations and the missing disinflation. *American Economic Journal: Macroeconomics*, 7(1), 197-232. <https://doi.org/10.1257/mac.20130306>
6. Coibion, O., Gorodnichenko, Y., & Kamdar, R. (2018). The formation of expectations, inflation, and the Phillips curve. *Journal of Economic Literature*, 56(4), 1447-1491. <https://doi.org/10.1257/jel.20171300>
7. Crouch, C. (2009). Privatised Keynesianism: An unacknowledged policy regime. *The British Journal of Politics and International Relations*, 11(3), 382-399. <https://doi.org/10.1111/j.1467-856X.2009.00377.x>
8. Frankel, J. A. (2010). Monetary policy in emerging markets: A survey (NBER Working Paper No. 16125). National Bureau of Economic Research. <https://www.nber.org/papers/w16125>
9. Gordon, R. J. (2013). The Phillips curve is alive and well: Inflation and the NAIRU during the slow recovery (NBER Working Paper No. 19390). National Bureau of Economic Research. <https://www.nber.org/papers/w19390>
10. Grubb, D., Jackman, R., & Layard, R. (1982). Causes of the current stagflation. *The Review of Economic Studies*, 49(5), 707-730. <https://doi.org/10.2307/2297186>
11. Horn, N., & Scherrer, C. (2024). Die politische Ökonomie der Inflation von Vermögens- und Verbraucherpreisen. *PROKLA. Zeitschrift für kritische Sozialwissenschaft*, 54(216), 519-539. <https://doi.org/10.32387/prokla.v54i216.2133>
12. Klingelhöfer, J., & Sun, R. (2019). Macroprudential policy, central banks and financial stability: Evidence from China. *Journal of International Money and Finance*, 93, 19-41. <https://doi.org/10.1016/j.jimonfin.2018.12.015>
13. McLeay, M., & Tenreyro, S. (2020). Optimal inflation and the identification of the Phillips curve. *NBER Macroeconomics Annual* 2019, 34. <https://doi.org/10.1086/707181>
14. Moosa, I. A., Al-Saad, K., & Khatatbeh, I. N. (2024). The quantity theory of money, quantitative easing and the missing inflation phenomenon. *Journal of Central Banking Theory and Practice*, 13(2), 71-88. <https://doi.org/10.2478/jcbtp-2024-0013>

15. Obregón, C. (2025). Beyond quantitative easing: Towards a new monetary theory. *Journal of Management Policy and Practice*, 25(4). <https://doi.org/10.33423/jmpp.v25i4.7484>
16. Psaroudakis, G. (2018). The scope for financial stability considerations in the fulfilment of the mandate of the ECB/Eurosystem. *Journal of Financial Regulation*, 4(1), 119-156. <https://doi.org/10.1093/jfr/fjy001>
17. White, J. B. (2012). The impact of quantitative easing on inflation in the United States [Undergraduate honors thesis, University of Arkansas]. ScholarWorks@UARK. <https://scholarworks.uark.edu/finnuht/18>



# Marketing

*ilmiy, amaliy va ommabop jurnali*

**Muharrir:** Xakimov Ziyodulla Axmadovich  
**Ingliz tili muharriri:** Tursunov Boburjon Ortiqmirzayevich  
**Rus tili muharriri:** Kaxramonov Xurshidjon Shuxrat o'g'li  
**Musahhih:** Karimova Shirin Zoxid qizi  
**Sahifalovchi va dizaynerlar:** Sadikov Shoxrux Shuxratovich  
Abidjonov Nodirbek Odijon o'g'li

## 2025-YIL, 16- OKTABR, MAXSUS-SON, I-II-III-SHO'BALAR

© Materiallar ko'chirib bosilganda "Marketing" ilmiy, amaliy va ommabop jurnali manba sifatida ko'rsatilishi shart. Jurnalda bosilgan material va reklamalardagi dalillarning aniqligiga mualliflar mas'ul. Tahririyat fikri har vaqt ham mualliflar fikriga mos kelavermasligi mumkin. Tahririyatga yuborilgan materiallar qaytarilmaydi.

Mazkur jurnalda maqolalar chop etish uchun quyidagi havolalarga murojaat qilish mumkin. Ilmiy maqola, ommabop maqola, reklama, hikoya va boshqa ilmiy-ijodiy materiallar yuborishingiz mumkin.

Materiallar va reklamalar pullik asosda chop etiladi.

Elektron pochta: [info@marketingjournal.uz](mailto:info@marketingjournal.uz)  
Bot: [@marketinjournalbot](https://t.me/@marketinjournalbot)  
Tel.: +998977838464, +998939266610

Jurnalning rasmiy sayti: <https://marketingjournal.uz>

Marketing jurnali O'zbekiston Respublikasi Oliy ta'lim, fan va innovatsiyalar vazirligi huzuridagi **Oliy attestatsiya komissiyasi rayosatining 2024-yil 04-oktabrdagi 332/5 sonli qarori** bilan milliy ilmiy nashrlar ro'yxatiga kiritilgan



**"Marketing" ilmiy, amaliy va ommabop jurnali** 2024-yil 15-martdan O'zbekiston Respublikasi Prezidenti Administratsiyasi huzuridagi Axborot va ommaviy kommunikatsiyalar agentligi tomonidan **C-5669517** reyestr raqami tartibi bo'yicha ro'yxatdan o'tkazilgan. **Litsenziya raqami: №240874**



"Marketing" ilmiy, amaliy va ommabop jurnalining xalqaro darajasi: **9710**. ГОСТ 7.56-2002 "Seriya nashrlarning xalqaro standart raqamlanishi" davlatlato standartlari talablari. **Berilgan ISSN tartib raqami: 3060-4621**