

**Татьяна Кричевская**

## **ИСТОРИЯ ИНСТИТУТОВ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОГО РЕГУЛИРОВАНИЯ США**

### **Статья 4. От становления системной антиинфляционной политики к стимулированию экономики при помощи креативного финансового сектора (1977–2007)**

*Четвертая, завершающая, часть цикла о развитии институтов денежно-кредитного регулирования в США. Статья охватывает тот период в истории ФРС, когда экономическая теория и политическая среда позволяли ей максимально использовать монетарную политику для выполнения обеих частей своего мандата. Раскрыта анатомия успеха антиинфляционной политики П.Волкера и особенности реализации ФРС целей ценовой стабильности и занятости в эпоху А.Гринспена. Предлагается также взгляд на роль третьей цели, указанной в законе о ФРС, – цели умеренных долгосрочных процентных ставок.*

*Ключевые слова:* Федеральная резервная система, Казначейство США, антиинфляционная политика, монетарные агрегаты, доверие, инфляционные ожидания, ставка по федеральным фондам, долгосрочные процентные ставки, кредитный контроль, финансовая дерегуляция, восстановление без создания рабочих мест, занятость, ценовая стабильность, координация.

*JEL:* N12.

Рост инфляции усилил общественное внимание к монетарному регулятору. В 1975–1976 гг. Совет управляющих ФРС был вынужден объяснять федеральным судам, почему он держит в секрете свои директивы (Гриценко, Кричевська, 2006. С. 10–11). В марте 1975 г. студент юридического факультета Джорджтаунского университета Д.Мерилл потребовал, чтобы Совет управляющих в соответствии с Законом "О свободе информации" опубликовал протоколы заседаний за январь и февраль 1975 г. Мерилл ссылался на то, что Закон предполагает оперативное обнародование протоколов, а не с пятилетней задержкой, как это делал Совет управляющих ФРС. Совет отклонил это требование, и студент подал иск в суд, добиваясь обнародования протоколов и директив ФКОР в день заседания. Аргументы в пользу секретности преимущественно касались риска усиления спекуляций. ФРС доказывала, что неопределенность относительно будущей политики способствует более осторожному поведению участников рынка. Окружной суд принял решение в пользу истца. Тогда Совет управляющих ФРС подал апелляцию в Высший суд. К предыдущим аргументам в пользу секретности директив ФКОР он добавил утверждение, что прозрачность в этом случае наносит коммерческий вред. ФРС выступает аген-

---

*Кричевская Татьяна Александровна (tetyanakrychevska75@gmail.com), канд. экон. наук, старш. научн. сотруд.; ведущий научный сотрудник ГУ "Институт экономики и прогнозирования НАН Украины".*

том Казначейства, а директива ФКОР содержит инструкции по покупке и продаже государственных ценных бумаг, и их раскрытие угрожает функционированию рынка государственных ценных бумаг и исполнению бюджета. Этот аргумент сработал, и в 1981 году Высший суд принял решение в пользу ФРС (Goodfriend, 1984).

Глубокая рецессия, высокая и устойчивая инфляция, исторически высокие процентные ставки и уровень безработицы привлекли внимание Конгресса к политике ФРС. В 1975 г. Конгрессом была принята резолюция № 133, требовавшая от ФРС: 1) установления и обнародования годового целевого ориентира по приросту денежной массы; 2) поддержания долгосрочного роста монетарных и кредитных агрегатов, соответствующего долгосрочному потенциалу роста производства и 3) доклада Совета управляющих два раза в год на открытых слушаниях в банковских комитетах Палаты представителей и Сената. Затем эти положения вошли в Закон "О реформировании ФРС" (Federal Reserve Reform Act) 1977 г. Резолюция № 133 вынуждала ФРС отойти от чрезмерной концентрации на текущей ситуации и переориентироваться на более длительную перспективу. В то же время она оставляла монетарному регулятору пространство для гибкости, так как давала возможность каждые полгода корректировать целевые ориентиры, докладывая о причинах на парламентских слушаниях (Meltzer, 2009. P. 970). ФРС сумела избежать жесткого контроля со стороны Конгресса, объявляя годовые целевые ориентиры одновременно по M1, M2, M3 и совокупным депозитам, пересматривая их ежеквартально и смещая базу сравнения. Последнее означало, что когда темпы прироста денежной массы превышали целевые, новые ориентиры уже отталкивались от новой величины и изменения накапливались. Поэтому эта политика имела мало общего с политикой нацеливания на монетарные ориентиры, которую в 1980–1981 гг. проводил П.Волкер. *И тем не менее Резолюция № 133 была шагом к росту прозрачности монетарной политики. Впервые общество получило хотя бы расплывчатый индикатор будущей политики монетарного регулятора* (Meltzer, 2009. P. 890).

В конце 1970-х гг. были приняты законодательные акты, в которых были сформулированы макроэкономические цели ФРС и более четко обозначены макроэкономические цели правительства.

*Во-первых*, был принят Закон "О реформе Федеральной резервной системы" 1977 г., который дополнял Акт "О ФРС" от 1913 г. новой статьей о ее целях: "Совет управляющих и Федеральный комитет открытого рынка должны поддерживать долгосрочный рост монетарных и кредитных агрегатов, соответствующий долгосрочному потенциалу экономики по увеличению производства, для достижения целей максимальной занятости, стабильных цен и умеренных долгосрочных ставок". Акт 1977 г. также усилил подотчетность ФРС. Совет управляющих обязали два раза в год проводить консультации с Конгрессом во время слушаний в профильных комитетах Сената и Палаты Представителей.

Подотчетность ФРС Конгрессу усилили также за счет механизма назначения ее руководящих лиц: Председателя Совета управляющих и его заместителя по представлению Президента стал утверждать Конгресс, а срок их пребывания в должности сокращен до 4 лет с возможным повторным избранием. Закон "О реформе Федеральной резервной системы" также расширил перечень секторов, интересы которых должны представлять директо-

ра Федеральных резервных банков. К сельскому хозяйству, торговле и промышленности добавили услуги, рабочую силу и потребителей<sup>1</sup>.

Во-вторых, был принят Акт "О занятости" 1978 г. Хэмфри-Хоукинза. Закон устанавливал следующие макроэкономические цели правительства: "поддерживать полную занятость и производство, увеличение реального дохода, сбалансированный рост, сбалансированный федеральный бюджет, адекватный рост производительности, надлежащее внимание к национальным приоритетам, улучшение торгового баланса ... и приемлемую стабильность цен". Закон 1978 г. подробно описывает структуру Экономического отчета Президента перед Конгрессом и систему краткосрочных и среднесрочных целей, которые должны устанавливаться этим документом. Закон содержал такие количественные цели: снижение до 1983 г. безработицы до уровня не выше 3% среди лиц 20 и старше лет, и 4% – среди лиц 16 и старше лет, а уровня инфляции потребительских цен – до уровня 3%. До 1988 г. инфляция должна была быть снижена до 0%. Закон позволял Конгрессу пересматривать эти цели<sup>2</sup>.

Акт Хэмфри-Хоукинза 1978 г. еще больше усилил подотчетность ФРС. Он предусматривал, что Совет управляющих ФРС не позднее 20 февраля и 20 июля каждого года должен передавать отчеты о целях и планах Совета управляющих и ФКОР и их взаимосвязи с целями, установленными в Экономическом отчете Президента и другими краткосрочными целями, утвержденными Конгрессом, профильными комитетами обеих палат Конгресса и проводить консультации по поводу этих отчетов в комитетах<sup>3</sup>.

6 августа 1979 Председателем ФРС стал П.Волкер. На тот момент уже накопилось общественное недовольство инфляцией (в 1974 г. она составляла 11%, в 1975 г. – 9,1%, в 1976 г. – 5,7%, в 1977 г. – 6,5%, в 1978 г. – 7,6%). Опыт работы на финансовых рынках в федеральном резервном банке Нью-Йорка и надзора за Бреттон-Вудской системой в Казначействе научил П.Волкера уделять основное внимание ожиданиям. Он верил, что монетарная политика, пользующаяся доверием общества, сможет целенаправленно влиять на формирование ожиданий.

На слушаниях в Конгрессе при утверждении его кандидатуры на должность Председателя ФРС П.Волкер подчеркнул отличие между реальными и номинальными процентными ставками и объяснил, что для получения перманентного снижения процентных ставок ФРС должна уменьшить инфляцию (Meltzer, 2009. P. 1014).

6 октября 1979 г. ФРС перешла к новой процедуре монетарной политики, при которой ее промежуточной целью становилась динамика денежной массы, а не процентные ставки. Экономические историки, авторы учебников и даже ряд тогдашних членов ФКОР объясняют это изменение операционного устройства стремлением отвлечь внимание общества от следующих повышений процентной ставки (в то время ставка по федеральным фондам уже превысила 10%) – якобы П.Волкер хотел "напустить информационного тумана", чтобы сделать необходимую болезненную коррекцию. Но сам П.Волкер дает несколько иные объяснения. "Что действительно подвигло меня к необходимости изменений, так это повышение

<sup>1</sup> U.S. Government Publishing Office (1977). An Act To extend the authority for the flexible regulation of interest rates on deposits and accounts in depository institutions, to promote the accountability of the Federal Reserve System, and for other purposes. November 16, 1977. <http://www.gpo.gov/fdsys/pkg/STATUTE-91/pdf/STATUTE-91-Pg1387.pdf>.

<sup>2</sup> U.S. Government Publishing Office (1978). Full Employment and Balanced Growth Act of 1978. Public Law 95-523. 95th Congress. <http://www.gpo.gov/fdsys/pkg/STATUTE-92/pdf/STATUTE-92-Pg1887.pdf>

<sup>3</sup> Ibid.

дисконтной ставки во второй раз. Итог голосования составлял 4:3 (решение о дисконтной ставке принимает не ФКОР, а Совет управляющих. – Т.К.). Я считал, что это был действительно сильный шаг и мы получим нужную реакцию на рынке, но этого не случилось. В ответ мы услышали: "ФРС выдохлась. Итог голосования 4:3, и, следовательно, это последнее повышение дисконтной ставки". Рынок отреагировал на такой шаг ФРС вяло, что удивило меня. ... Я не лез из кожи вон, чтобы убедить тех троих, кто голосовал против, не голосовать таким образом. Я знал, что у меня есть четыре голоса. Если бы нам было необходимо еще раз повысить дисконтную ставку, то результат был бы тем же – 4:3. Но рынок воспринял это иначе. И я понял, что проблема доверия еще серьезнее, чем я думал. Это и подвигло меня по-настоящему задуматься об ином подходе. Когда я представил свою идею, все ее дружно поддержали, даже те, кто голосовал против повышения процентных ставок" (Самуэльсон, 2010. С. 229–230). Как упоминалось выше, в обществе не без основания сформировались ожидания, что антиинфляционная политика будет непродолжительной и любой признак этого воспринимали очень серьезно. Поэтому следовало предложить какую-то альтернативу. П.Волкер признавался: "... у нас не было другого хорошего ориентира, чтобы определить, на сколько следует повышать процентные ставки в разгар нестабильной инфляционной обстановки" (Самуэльсон, 2010. С. 228). Зато ограничение денежной массы в условиях, когда цены растут, выглядит естественно, потому что "людям не нужен передовой курс экономикса, чтобы понять, что инфляция как-то связана со слишком большим количеством денег" (Hetzel, 2008. P. 152–153). Члены Совета управляющих не были монетаристами или даже "практическими монетаристами", каким называл себя П.Волкер, и тем не менее они поддержали новую политику. Не случайно во время голосования о повышении дисконтной ставки голоса разделились почти поровну: ситуация в экономике действительно была противоречивой. С одной стороны, инфляция продолжала оцениваться двузначными числами, а с другой – существовала высокая вероятность рецессии. Поэтому все согласились, когда П.Волкер предложил хоть какое-то решение.

П.Волкер заявлял: "В прошлом ... нас, как правило, больше беспокоила вероятность ослабления экономической активности в краткосрочном периоде ... чем влияние наших действий на будущую инфляцию ... Целью политики должно стать преодоление этой угрожающей модели ее проведения. ... Я не вижу альтернатив поступательному замедлению темпов роста денежных агрегатов". Хотя новый операционный механизм позволял ФРС существенно повышать процентные ставки, он сам по себе не обеспечивал доверия к монетарной политике. В то время общество не могло знать, действительно ли такого рода заявления руководства ФРС означают смену модели проведения денежно-кредитной политики, или просто очередную фазу "стой" старой модели "стой-иди". Лишь после того, как ФРС не пошла на очередную фазу "иди", антиинфляционная направленность ее монетарной политики начала завоевывать доверие.

*В обществе сформировались устойчивые ожидания, что антиинфляционная политика будет прекращена, как только начнет расти уровень безработицы. Дабы преломить эту тенденцию и вернуть доверие к способности ФРС контролировать инфляцию, во-первых, антиинфляционная политика должна была продолжаться после того, как возрастет уровень безработицы. Во-вторых, инфляция не должна была существенно возрасти во время экспансии, которая наступит после рецессии (Meltzer, 2009. P. 1014).*

Почти сразу после перехода к нацеливанию на денежные агрегаты в США произошли институциональные изменения, значительно усложнившие контроль за денежными агрегатами. Судебный прецедент 1973 г. в Массачусетсе позволил ссудо-сберегательным институтам открывать нау-счета, которые по своей сути были счетами до востребования, по которым платили проценты. Это привело к распространению дерегуляции в банковской и финансовой сферах. В течение 1974–1980 гг. в законодательство штатов и федеральное законодательство вносились изменения, которые ослабляли контроль за финансовыми институтами и отменяли ограничения по уплате процентов по депозитам до востребования. *Кульминацией движения дерегуляции на федеральном уровне стал "Акт о дерегуляции депозитных учреждений и монетарный контроль" (DIDMCA) 1980 г.* Часть II Акта предусматривала отмену всех установленных во время Великой депрессии потолков для депозитных ставок и в целом уменьшала конкурентное неравенство между банками и другими финансовыми институтами. Часть I DIDMCA распространяла требования ФРС по обязательным резервам на все депозитные институты, включая тех, которые не являются членами ФРС. Взамен они получали доступ к определенным услугам ФРС, таким как клиринг чеков и кредиты с дисконтного окна.

В 1980 г. произошло еще одно неординарное событие – эксперимент Дж.Картера с введением кредитного контроля, который практически мгновенно отправил экономику в рецессию. В 1969 г. конгрессмены – сторонники административного регулирования экономики – сумели протащить закон "О кредитном контроле" в виде поправки к одному из законов. Согласно Закону "О кредитном контроле", "каждый раз, когда Президент считает такое действие необходимым или целесообразным для предотвращения или контроля над инфляцией, вызванной чрезмерным предоставлением кредита, он может уполномочить Совет управляющих ФРС регулировать и контролировать предоставление некоторых или всех видов кредита". С момента избрания Дж.Картера Президентом США ему постоянно предлагали ввести контроль за кредитом, но он считал его неэффективным, несправедливым и дорогим в администрировании. В 1979 г. потребительская инфляция выросла до 11%. При этом доля личных сбережений в ВВП достигла самого низкого за последние 25 лет значения, а потребительские расходы на товары длительного пользования динамично росли, – возможно, в ожидании повышения цен. Только продажа товаров в рассрочку выросла на 19,4%. Зато темпы роста промышленных инвестиций значительно замедлились из-за неопределенности относительно будущей инфляции. В такой ситуации в 1979 году к Дж.Картеру обратился сам Министр финансов с рекомендацией ввести контроль над потребительским кредитом (Screft, 1990).

Поэтому Дж.Картер действительно дал соответствующее распоряжение ФРС. Во исполнение решения Президента ФРС ввела программу ограничения кредита (Credit Restraint Program (CRP)). Всем отечественным коммерческим банкам, банковским холдинговым компаниям, финансовым компаниям и американским филиалам и представительствам иностранных банков рекомендовалось ограничить общие годовые темпы роста кредитования. Финансовые посредники должны были удерживать темпы прироста кредитов с декабря 1979 г. по декабрь 1980 г. в пределах 6–9%. Никаких правил относительно распределения кредита не было. Совет ФРС просто предостерегал банки от предоставления необеспеченных потребительских кредитов, кредитования корпоративных слияний и поглощений, кредитования спекулятивной деятельности (например, спекулятивных покупок драго-

ценных металлов). И наоборот, приветствовалось кредитование малого бизнеса, фермеров, приобретение жилья и автомобилей (Scرفت, 1990). В целом программа была достаточно мягкой, так как ФРС, с одной стороны, не хотела противоречить Президенту, а с другой – не видела проблемы в чрезмерном кредитовании. Как вспоминал П.Волкер: "Мы не хотели заметных эффектов. Мы хотели просто указать направление" (Самуэльсон, 2010 С. 231).

Но Президент не просто дал соответствующее распоряжение ФРС, но и со свойственным президентским речам драматизмом объявил народу о необходимости ограничить заимствования, чтобы совместными усилиями преодолеть инфляцию. Как вспоминает П.Волкер, "на следующее утро экономика рухнула! Я никогда не видел ничего подобного! ... Внезапно через неделю продажи всего, что мы защищали, – автомобильных трейлеров, передвижных домов и т.п. – упали до нуля. Люди ломали свои кредитки и отсылали их в Белый дом со словами: "Господин Президент, мы хотим быть патриотами" (Самуэльсон, 2010. С. 231). Типичным письмом, которые в то время приходили Президенту от граждан, было письмо Д.Гордона из Сан-Франциско: "Мы поддерживаем Вас, сэр, на сто процентов. Программа борьбы с инфляцией заставила нас найти альтернативы, с которыми совсем не трудно жить. Мы тратим деньги более мудро и не так часто. На протяжении этой борьбы с инфляцией мы стали ближе друг к другу. Вечера, которые мы когда-то проводили за городом, мы теперь проводим вместе дома или дома у друзей. Мы заново открыли комнатные игры, пение песен, длительные прогулки и другие способы "старомодного" отдыха. Я убежден, что я и мои друзья не одиноки в этом. Я верю, что во всей Америке мы объединимся, чтобы выжить, и будем это делать, к нашему удивлению, с удовольствием" (Scرفت, 1990. Р. 42). Тогдашний Председатель СЭК Ч.Шульце писал: "Мы получили самый острый спад за один квартал в нашей истории ... люди чувствовали себя виновными за использование кредита ... и как только Президент сказал что-то о кредите, они не стали читать нормативный документ ... люди просто перестали использовать кредит" (Hetzal, 2008. Р. 157). 3 июля 1980 г. Совет управляющих ФРС объявил об отмене Программы ограничения кредита и Президент Дж.Картер отозвал полномочия ФРС накладывать такие ограничения. Хотя и политики, и бизнес ожидали, что рецессия продлится до конца 1980 г. и станет такой же глубокой, как в 1974–1975 гг., спрос восстановился на удивление быстро.

*Если стабильная связь между денежными агрегатами и инфляцией в условиях финансового дерегулирования была потеряна, что же тогда обеспечило успех политики "практического монетаризма" П.Волкера? Доверие к антиинфляционной направленности монетарной политики П.Волкер получил путем демонстрации устойчивости позиции ФРС в борьбе с инфляцией во время эпизодов, когда стало четко понятно, что ФРС отдает предпочтение стабилизации инфляционных ожиданий, а не экономической активности (Hetzal, 2008. Р. 165–166).*

В течение двух первых лет своего председательства в ФРС П.Волкер неоднократно становился свидетелем того, как после падения ставок ФРС процентные ставки по облигациям росли. Это убедило его в том, что инфляционные ожидания могут разрушить влияние экспансионной монетарной политики на реальный сектор экономики. Когда же после снижения ставок ФРС в первой половине 1982 г. вследствие мексиканского кризиса ставки по облигациям упали, это означало, что антиинфляционная направленность политики ФРС приобретает доверие общества. Когда весной 1983 г. ставки

по облигациям начали расти, несмотря на неизменные ставки ФРС, ФКОР вопреки снижению инфляции повысил ставку по федеральным фондам. Сделав это, П.Волкер положил начало формированию нового номинального якоря. Это не был определенный денежный агрегат, рекомендованный монетаризмом, а скорее ожидание низкой, стабильной инфляции. Впоследствии, выступая в Конгрессе в 1987 г., П.Волкер определял цель ФРС именно через ожидания: "Какой бы ни была фактическая статистика инфляции, люди не должны планировать инфляцию". (Hetzel, 2008. Р. 163) А.Гринспен дал подобное "рабочее определение ценовой стабильности с точки зрения центробанкира" почти через десять лет – в 1996 г., но авторство преимущественно приписывают именно ему. 5 октября 1982 г. ФКОР официально отменил целевые ориентиры по М1. В 1983 г. на смену денежным агрегатам в качестве промежуточной цели монетарной политики имплицитно пришли инфляционные ожидания, индикатором которых были ставки по облигациям. П.Волкер никогда не объявлял о таком изменении операционного механизма монетарной политики ФРС. Уже А.Гринспен, постоянно сосредоточивая внимание на формировании ожиданий, превратил эксперимент П.Волкера в новый монетарный стандарт.

Первым вызовом, который возник перед ФРС после того, как 2 июня в 1987 г. ее возглавил А.Гринспен, стал крах на фондовом рынке 1987 г. ФРС отреагировала в двух направлениях. Во-первых, она занялась ситуацией на Уолл-Стрит, убеждая крупные трейдинговые компании и инвестиционные банки, многие из которых несли колоссальные потери, не сворачивать деятельность. Во-вторых, А.Гринспен убеждал Президента Р.Рейгана, что, поскольку Уолл Стрит больше всего волнует сокращение бюджетного дефицита, Президент должен выразить готовность его снизить (Гринспен, 2008. С. 115).

А.Гринспен проводил активные консультации с Министерством финансов и Администрацией Президента, во время которых от ФРС требовали снижения процентных ставок. Председатель Совета управляющих ФРС требовал взамен уменьшения дефицита бюджета: "эффективный бюджет позволит снизить долгосрочные ставки, поскольку упадут инфляционные ожидания. Монетарная политика в ответ на это должна заключаться в снижении краткосрочных ставок" (Гринспен, 2008. С. 128). В книге "Эпоха потрясений" А.Гринспен писал: "С точки зрения ФРС, для обеспечения стабильности в долгосрочной перспективе главным является решение проблемы бюджетного дефицита" (Гринспен, 2008. С. 149). С июля 1989 г. по июль 1992 г. ФРС около двадцати раз снижала процентную ставку, борясь с последствиями не только кризиса на фондовом рынке, но и краха ссудно-сберегательных ассоциаций и банковского кризиса конца 1980-х гг., связанного с переходом банков от кредитования latinoамериканских стран к спекулятивному кредитованию недвижимости.

Однако во время президентства Дж.Буша-старшего дефицит бюджета рос, достигнув 4,5% ВВП в 1991 г. и 4,7% ВВП в 1992 г., когда процентные платежи стали третьей по величине статьей расходов федерального бюджета после социального обеспечения и обороны.

Построить эффективную координацию монетарной политики с бюджетной, при которой монетарная политика обеспечивает низкие краткосрочные ставки, а политика сокращения бюджетных дефицитов – снижение долгосрочных процентных ставок, А.Гринспену удалось лишь при президентстве Б.Клинтона.

Если в 1993 г. дефицит бюджета составил 3,9%, в 1994 г. – 2,9%, 1995 г. – 2,2%; 1996 г. – 1,4%; 1997 г. – 0,3%; то в течение 1998–2001 гг.

уже имели место профициты государственного бюджета (0,8; 1,4; 2,4; 1,3 соответственно). Впрочем, низкие дефициты и профициты бюджета не были результатом исключительно бюджетного консерватизма правительства и экономического роста – с 1995 г. в экономике США проявились признаки интернет-бума. Начало этому было положено резким неоднократным ростом цен акций компании Netscape. Важную роль в росте налоговых поступлений сыграл именно фондовый рынок, в частности, рост налогооблагаемых доходов в результате выполнения полученных опционов и реализации прироста капитала (опционные программы были главным инструментом, который использовался высокотехнологичными компаниями для привлечения и удержания сотрудников).

*В эпоху Гринспена в 1994 г. ФРС начала оглашать целевые ориентиры по ставке по федеральным фондам, вероятные направления будущей денежно-кредитной политики и другую информацию сразу после заседания ФКОР.* К этому подтолкнул очередной конфликт с Конгрессом, в который раз обвинивший ФРС в излишней секретности. Вот как обосновал это решение сам А.Гринспен: "ФРС в интересах экономической стабильности уже давно пыталась поддерживать высокую ликвидность долговых рынков с помощью, как мы выражались, "конструктивной двусмысленности". Идея в том, что неопределенность динамики процентных ставок вызывает рост числа предложений как по покупке, так и по продаже. Однако к началу 1990-х рынки стали достаточно мощными и ликвидными, чтобы обойтись без такой поддержки со стороны ФРС. Более того, предоставленные игрокам возможности предусматривать дальнейшие действия ФРС способствовали стабилизации долговых рынков" (Гринспен, 2008. С. 156).

В 1994–1995 гг., несмотря на снижение бюджетных дефицитов, денежно-кредитная политика была сдерживающей – среднегодовая федеральная резервная ставка составляла в 1994 г. 4,21% по сравнению с 3,02% в 1993 г., в 1995 г. она выросла до 5,83%. По словам А.Гринспена, *ФРС пыталась устроить экономике мягкую посадку – плавное циклическое замедление. Мягкая посадка означала опережающие действия ФРС еще до ускорения инфляции* (термин вошел в употребление во время космической гонки 1970-х годов, когда США и СССР соревновались друг с другом в запуске беспилотных аппаратов на Венеру и Марс). Поскольку с момента последнего повышения процентных ставок прошло немало времени, А.Гринспен опасался, что это решение встревожит рынки. Поэтому с согласия ФКОР он заявил во время выступления в Конгрессе: "Краткосрочные ставки аномально низкие. В определенный момент, если не произойдет внезапного длительного ослабления экономической активности, мы будем вынуждены их повысить" (Гринспен, 2008. С. 159).

Будучи специалистом по экономике предприятий (он около тридцати лет возглавлял компанию *Townsend-Greenspan & Company*, занимавшуюся бизнес-прогнозированием), А.Гринспен прогнозировал инфляцию на основе эконометрических взаимосвязей, особенно связей между затратами на рабочую силу в расчете на единицу продукции и ценами.

С 1995 г. в США наблюдалось одновременное падение инфляции и безработицы. *Однако на протяжении середины 1997 – середины 1999 г. ФРС отклонилась от своего стандартного операционного механизма, не повышая процентные ставки в ответ на рост коэффициента использования ресурсов, в частности рост напряженности на рынке труда.* Сначала А.Гринспен объяснял падение инфляции с 1995 г. изменением динамики заработной платы. Докладывая в Конгрессе в 1996 г., он высказал предположение, что быстрое развитие технологий усилило страх рабочих поте-



рять работу и смягчило давление на повышение заработной платы. Когда количество рабочих мест начало расти, А.Гринспен объяснял падение коэффициента затрат труда на единицу продукции ростом производительности. *Поэтому А.Гринспен в этот период не видел опасности инфляции, поскольку верил, что ее ограничивает рост производительности труда.*

В макроэкономическом прогнозировании А.Гринспен был представителем научной школы А.Бернса и В.Митчела, положившей начало эмпирическому подходу к прогнозированию делового цикла на основе экономических индикаторов, которые разделяли на опережающие, одновременные и отстающие. Неслучайно А.Гринспен выступал против использования правил в монетарной политике. *Во-первых*, он был убежден, что каждый цикл имеет свои особые характеристики, характер экономики постоянно меняется, поэтому будет меняться и характер монетарной политики. *Во-вторых*, А.Гринспен считал, что минимальный политически оправданный уровень инфляции зависит от различных факторов, находящихся за пределами сферы влияния монетарной политики. Даже после достижения стабильно низкой инфляции он оставался противником инфляционного таргетирования. Он связывал низкую инфляцию не с монетарной политикой, а с совпадением действия различных немонетарных сил. "Размеры и географическая протяженность падения инфляции" свидетельствуют о действии немонетарных сил, среди которых он выделял "политическую поддержку стабильности цен", "глобализацию", "рост производительности". *В-третьих*, по его мнению, инфляционный целевой ориентир помешает эффективному противодействию стабильному поведению инвесторов (Hetzel, 2008. P. 227–229).

Р.Хетцел так подытоживает особенности имплицитного монетарного режима ФРС эры Гринспена. *Во-первых*, это была дискреция в том смысле, что каждый экономический цикл рассматривался как уникальный. *Во-вторых*, целью монетарной политики, как и в эпоху Волкера, стало стремление получить доверие к ее антиинфляционной направленности. Уровень этого доверия оценивался поведением долгосрочных процентных ставок по облигациям. Выступая с приветственной речью на ежегодном международном симпозиуме по вопросам монетарной политики в Джексон Хоуле, который в 1996 г. проходил под названием "Достижение ценовой стабильности", А.Гринспен озвучил свое знаменитое "рабочее определение ценовой стабильности с точки зрения центробанкира", которое используют и сегодня: "Ценовая стабильность достигается, когда экономические агенты больше не учитывают будущие изменения общего уровня цен при принятии экономических решений" (Greenspan, 1996a).

Имплицитное правило монетарной политики ФРС времен П.Волкера–А.Гринспена Р.Хетцел описывает формулой:

$$i_t = i_{t-1} + \alpha(\pi_t^e - \pi^*) + \beta \Delta R_t^{RU}, \text{ где } \alpha, \beta > 0,$$

где  $i$  – ставка по федеральным фондам;  $\pi_t^e$  – ожидаемая инфляция;  $\pi^*$  – имплицитный целевой инфляционный ориентир;  $\Delta R_t^{RU}$  – оценка изменения степени использования ресурсов – показывает, насколько быстрее или медленнее, чем потенциальный объем производства, растет фактический выпуск (Hetzel, 2008. P. 252–253).

Если для преодоления инфляции (особенно обусловленной инфляционными ожиданиями и недостаточным использованием монетарных инструментов) в краткосрочной перспективе необходимы были системная антиинфляционная монетарная политика и решительные действия на началь-

ном этапе, то долгосрочными факторами дезинфляции в 1980–1990-х гг. в США в частности и в мире в целом стали политика экономической глобализации, расширившая доступ к дешевой продукции и факторам производства, и финансовой либерализации, которая привела к росту соотношения между реальными и финансовыми активами и создала новые резервуары для направления денежной массы.

Стремительный рост фондовых индексов в 1990-х гг. порождает вопрос о целесообразности реагирования центрального банка с целью предотвращения резкого обвала фондового рынка. В 1996 г. А.Гринспен выступил со знаменитой речью об *"иррациональном оптимизме"*, в которой говорилось: "Как узнать, когда иррациональный оптимизм начинает вызывать необоснованное повышение стоимости активов, грозит обвалом и длительной депрессией, пример чего мы видим в Японии в последнее десятилетие? И как учесть этот фактор при разработке денежно-кредитной политики?" (*Greenspan, 1996b*). После того, как рынок практически не отреагировал на эту словесную интервенцию, а затем на повышение федеральной резервной ставки, ФРС *отказалась от попытки противодействовать рыночным тенденциям, сделав вывод, что в их основе лежат фундаментальные процессы*. В ответ на азиатский и российский финансовые кризисы ФРС несколько снизила процентные ставки в 1998 и первой половине 1999 г. На фоне неблагоприятных событий в азиатских странах и России рост фондовых рынков в США продолжался, но ФРС приняла решение "не прокалывать пузырь" – по мнению А.Гринспена, незначительного повышения процентных ставок для этого было бы недостаточно, а значительное могло бы нанести серьезный удар по экономике.

В 2000 г. высокотехнологический пузырь лопнул. В 2001 г. темпы роста реального ВВП после обвала фондового рынка упали до 0,8%. Впрочем, финансовые кризисы 1987 и 2000 гг. нанесли сравнительно незначительный вред экономике. Сила разрушительного эффекта от разрыва пузыря определяется не типом активов, которые становятся "токсичными", а уровнем леввериджа, который используют держатели этих токсичных активов. На момент крушения на рынке интернет-компаний в 2000 г. большинство их акций держали домохозяйства, которые тогда еще не имели такого уровня задолженности, как накануне кризиса 2008 г., и пенсионные фонды. Благодаря этому мало кто из кредиторов обанкротился в это время, и лавины банкротств финансовых учреждений удалось избежать. Подобная ситуация имела место и в 1987 г. (*Greenspan, 2013*).

В конце 2001 г. возник еще один фактор нестабильности экономики – угроза новых террористических актов после 11 сентября 2001 г. ФРС решила отреагировать на рост неопределенности серией снижений процентных ставок. С января 2001 г. до июня 2003 г. ФРС снизила ставку по федеральным фондам с 6,5 до 1%. В этом не усматривали угроз, поскольку инфляция была низкой (в 2001 г. – 1,6%; 2002 г. – 2,4%; в 2003 г. – 1,9%). В стране заговорили о риске дефляции и возможности таких же разрушительных ее последствий, как в Японии, поэтому федеральная резервная ставка была снижена до 1%, хотя для стимулирования экономического роста экономика в этом не нуждалась. Цитируя А.Гринспена, "мы хотели прекратить дефляцию, хотя дальнейшее снижение процентных ставок могло породить рыночный пузырь ... с которым придется бороться позже". Уже в 2002 г. темпы экономического роста выросли до 1,6% ВВП, в 2003 г. – до 2,5%, в 2004 г. – до 3,6%.

*Итак, после коллапса на рынках активов в 2000 г., терактов сентября 2001 г., серии громких корпоративных скандалов в 2002 г., войны в Ираке*

в 2003 г., пессимизм и неопределенность относительно будущего усилились. В то же время производительность труда, несмотря на рецессию, продолжала расти. Это и обусловило поддержку низких реальных процентных ставок. Стимулирующая денежно-кредитная политика сопровождалась и ростом бюджетного дефицита. Как только были запущены программы дополнительных расходов, связанных с реакцией на террористические акты, за ними последовали другие программы. В политике царилло ощущение отсутствия угроз как от сохранения сверхнизких процентных ставок, так и от роста дефицита.

В начале 2000-х гг. торговцы на фондовом рынке называли политику А.Гринспена в течение 1987–2000 гг. "пут Гринспена". Имеется в виду "опцион пут" – опцион на продажу. В биржевой торговле это стандартный биржевой контракт, согласно которому покупатель приобретает право продать определенное количество базового актива продавцу опциона по фиксированной цене. Политика ФРС под руководством А.Гринспена не давала упасть цене активов, т.е. ФРС выступала в качестве продавца опциона "пут"<sup>4</sup>.

С 30 июня 2004 г. ФРС начала постепенно сворачивать политику сверхнизких процентных ставок. От одного к другому заявлению ФКОР во второй половине 2004 г. и первом квартале 2005 г. переходило такое обоснование политики: "Комитет убежден, что даже после этого действия [повышения ставки ФРС. – Т.К.] характер монетарной политики остается аккомодативным ... Несмотря на рост цен на энергоносители, инфляция и инфляционные ожидания смягчаются. Комитет оценивает повышательные и понижающие риски для устойчивого роста и ценовой стабильности на следующие несколько кварталов как примерно равные. ... Комитет убежден, что стимулирующая политика будет сворачиваться сдержанными темпами"<sup>5</sup>. 29 июня 2006 г. состоялось последнее повышение процентной ставки ФРС – до 5,25%. После этого ФРС оставляла ставку по федеральным фондам неизменной до сентября 2007 г., когда в полной мере проявился ипотечный кризис.

Известный американский ученый Р.Раджан в своем экономическом бестселлере "Линии разлома" доказывает, что причинами нежелания ФРС "прокалывать" пузырь на рынках активов и стимулирующей монетарной политики в условиях экономического роста в 1990-х и в начале 2000-х годов были не только вера в мудрость и силу рынка, рост производительности труда и страх перед дефляцией в начале 2000-х годов. Он обращает внимание на то, что в США сформировалась чрезвычайно гибкая модель экономики, которая быстро реструктурируется перед лицом кризиса, безжалостно отсекает неэффективные фирмы и работников, чтобы затем использовать их в новом, более адекватном новым условиям бизнесе. Такой модели в числе прочего отвечает модель социальной защиты, которая не позволяет долго существовать на государственные выплаты и максимально стимулирует людей найти новую работу. Но в определенный момент технологический прогресс набрал такую скорость, что даже прославленная гибкость американского рынка труда не позволяла безработным быстро переqualificироваться и найти работу. Так возник феномен, на-

<sup>4</sup> *Financial Times* (2000). "Greenspan put" may be encouraging complacency. – December, 8. – P. 20. <http://www.webcitation.org/query?url=http://www.geocities.com/peronet/120801-fed-complacency.pdf&date=2009-10-26+00:30:04>

<sup>5</sup> *Board of Governors of the Federal Reserve System* (2004). FOMC Statements. <http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/2004monetary.htm> ; *Board of Governors of the Federal Reserve System* (2005). FOMC Statements. <http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/2005monetary.htm>.

званный Р.Раджаном "восстановление без создания рабочих мест". С 1960 по 1991 гг. выходы из рецессий в США, как правило, занимали немного времени. В среднем, чтобы пройти путь от самой низкой точки экономического спада до достижения докризисного уровня производства, достаточно было двух кварталов, а для восстановления потерянных рабочих мест – не более восьми месяцев. Выходы из рецессий в 1991 и 2001 годах сильно отличались от предыдущих. Хотя в 1991 г. производство возобновилось за три квартала и всего за один квартал в 2001 г., нужно было 23 месяца (считая от нижней точки рецессии), чтобы восстановить рабочие места, потерянные во время кризиса 1991 г., и 38 месяцев в случае с кризисом 2001 г. (Раджан, 2011. С. 34). Учитывая особенности системы социальной защиты, проблема безработицы в США воспринимается избирателями и соответственно политиками намного острее, чем в других странах. Политики разных партий нашли выход и паллиатив для борьбы с этой проблемой в стимулировании потребительского и жилищного кредитования. В частности, Президент Б. Клинтон планировал увеличить к концу века число домовладельцев в Америке до наивысшей за ее историю точки. Для того чтобы сделать жилье доступным для тех, кто не может оплатить первый взнос или проценты, он предлагал применять "финансовую стратегию, опирающуюся на креативность и ресурсы частного и государственного секторов" (Раджан, 2011. С. 34). Следует отдать должное А.Гринспену, пытавшемуся обратить внимание Сената на системные риски, которые могут породить созданные по инициативе государства ипотечные агентства (Government-Sponsored Enterprise, GSE). В начале 2004 г. в своей речи перед комитетом Сената он отметил: "Мы не видим ничего на непосредственном горизонте, что может породить системные проблемы. Но чтобы предотвратить возможные системные трудности в будущем, которые мы считаем вероятными, если экспансия GSE не ослабнет, как можно скорее следует принять превентивные меры" (Greenspan, 2013).

Обеспечение полной занятости является частью мандата ФРС, поэтому она не могла остаться в стороне. Поддерживая процентные ставки на низком уровне, сигнализируя о продолжительном характере этой политики и предлагая "путь Гринспена", она всеми силами пыталась убедить фирмы восстановить инвестирование и создание рабочих мест. Р.Раджан пишет: "ФРС, хотя и считается независимой, но перед ней стоит нелегкая задача. Чрезвычайно трудно обеспечить быстрый рост рабочих мест в интегрированной, инновативной экономике, где фирмы стремятся использовать рецессии для переориентации с целью повышения производительности труда или укрепления своих глобальных цепочек поставок, что может потребовать перемещения рабочих мест за границу" (Раджан, 2011. С. 223).

Точка зрения Р.Раджана на причины монетарной экспансии 1990–2000-х оказалась не слишком оппозиционной. Хотя А.Гринспен объясняет принятие решения о снижении процентной ставки по федеральным фондам до 1% угрозой дефляции, в своей книге "Эпоха потрясений" он обращает особое внимание на положительное влияние этого шага на доступность собственного жилья в стране: "Экономику в нелегкий период после 11 сентября поддержали потребительские расходы, связанные с рынком жилья. ... До 2006 г. собственный дом имели почти 69% семей. Особенно существенным был рост числа владельцев за счет испаноязычных и чернокожих американцев – эта группа становилась более богатой, и правительственные программы поддержки низкокачественных кредитов позволили многим представителям национальных меньшинств впервые купить жилье. Я считаю, что повышение доли собственников жилья сделало значительную часть на-

селения кровно заинтересованной в будущем страны, а это способствовало сплочению нации". Сплочение нации – это то, что нужно было перед лицом роста угроз со стороны терроризма (Гринспен, 2008. С. 227).

### Выводы

1. Обострение проблемы инфляции стимулировало принятие законодательных актов, которые наконец наделили ФРС собственными официальными макроэкономическими целями и усилили ее подотчетность. Закон "О реформе Федеральной резервной системы" 1977 г. дополнял Акт "О ФРС" от 1913 г. новой статьей о ее целях: "Совет управляющих и Федеральный комитет открытого рынка должны поддерживать долгосрочный рост монетарных и кредитных агрегатов, соответствующий долгосрочному потенциалу экономики относительно увеличения производства для достижения целей максимальной занятости, стабильных цен и умеренных долгосрочных ставок". Учитывая, что закон был принят еще до того, как ФРС справилась с двузначной инфляцией, поражает глубина и современность формулировки макроэкономических целей ФРС. Она начинается с фундаментального предназначения центрального банка – денежного и кредитного обеспечения долгосрочного потенциала роста производства, его монетизации (о чем часто забывают – особенно страны с ограниченным монетарным суверенитетом) и выходит на цели занятости, стабильных цен и умеренных долгосрочных ставок. Обычно говорят о "двойном мандате" ФРС, поскольку в основном долгосрочные ставки зависят от уровней инфляции. Но, по нашему мнению, третья цель – не атавизм, на который никто не обращает внимания, и не тавтология с целью инфляции, как часто ее трактуют. ФРС под председательством П.Волкера с 1983 г. и в эпоху А.Гринспена использовала долгосрочные ставки как индикатор инфляционных ожиданий. Если долгосрочные ставки растут за счет другого компонента – премии за риск, ФРС также реагирует, о чем свидетельствует политика Operational Twist (сентябрь 2011–2012 гг.), когда ФРС покупала долгосрочные долговые бумаги Казначейства за счет продажи краткосрочных. То есть можно считать цель поддержки долгосрочных ставок, предусмотренную в Законе о ФРС, целью поддержания доверия на финансовых рынках.

2. В лекции с красноречивым названием "Муки центрального банкинга", прочитанной в 1979 г. в фонде Якобсона, Председатель ФРС А.Бернс отмечал, что для ограничения инфляции и преодоления устойчивых инфляционных ожиданий нужна слишком продолжительная жесткая монетарная политика, которая в то время казалась ему невозможной в индустриальных демократиях. Но вскоре П.Волкеру это удалось. Анатомия успеха его политики, которую называют и монетаризмом, и практическим монетаризмом (определение самого Волкера), и псевдомонетаризмом, очень поучительна. Мы бы выделили следующие ее составляющие:

- для борьбы с инфляцией наконец был применен такой мощный инструмент, как монетарная политика, а не "гуманная" и неэффективная политика доходов. Политиком явно был к этому готов, назначая на должность Председателя ФРС человека с соответствующими взглядами;

- введя новую операционную процедуру монетарной политики с динамикой денежной массы вместо процентной ставки в качестве промежуточного ориентира, П.Волкер предложил выход из тупиковой ситуации, когда инфляция оценивалась двузначными числами, но существовала большая вероятность рецессии. Членам Совета управляющих и ФКОР, боявшимся подорвать экономическую активность, психологически легче было проголосовать за денежный ориентир, чем за более высокую процентную ставку. В свое оправдание можно было использовать серьезную и

авторитетную теорию – монетаризм. Тем более, П.Волкер признавался, что у ФРС не было другого хорошего ориентира, чтобы определить, на сколько следует повышать процентные ставки. Политика ограничения денежной массы позволила добиться повышения процентных ставок до уровней, за которые очень трудно было бы собрать достаточно голосов при непосредственном голосовании;

- ФРС удалось взять под контроль инфляционные ожидания. В обществе сформировались устойчивые ожидания, что антиинфляционная политика будет прекращена, как только начнет расти уровень безработицы. Дабы преломить эту тенденцию и вернуть доверие к способности ФРС контролировать инфляцию, во-первых, антиинфляционная политика должна была продолжаться после того, как возрастет уровень безработицы. Во-вторых, инфляция не должна была существенно возрасти во время экспансии, которая наступит после рецессии. Доверие к антиинфляционной направленности монетарной политики П.Волкер приобрел путем демонстрации устойчивости позиции ФРС в борьбе с инфляцией во время эпизодов, когда стало четко понятно, что ФРС предпочитает стабилизацию инфляционных ожиданий стабилизации экономической активности;

- монетарное таргетирование просуществовало всего три года – с октября 1979 г. по октябрь 1982 г., поскольку в условиях финансового дерегулирования стабильная связь между денежными агрегатами и инфляцией была потеряна. В 1983 г. на смену денежным агрегатам в качестве промежуточной цели монетарной политики имплицитно пришли инфляционные ожидания, индикатором которых были ставки по облигациям. Примером поведения по логике этого монетарного режима было повышение ставки по федеральным фондам весной 1983 г., после того как в условиях неизменных ставок ФРС и снижения инфляции ставки по облигациям начали расти. Выступая в Конгрессе в 1987 г., П.Волкер определял цель ФРС именно через ожидания: "Какой бы ни была фактическая статистика инфляции, люди не должны планировать инфляцию". Как видим, знаменитое определение ценовой стабильности для центробанкира принадлежит не столько А.Гринспену, как П.Волкеру. А.Гринспен в 1996 г. на симпозиуме в Джексон Хоуле сформулировал его так: "Ценовая стабильность достигается, когда экономические агенты больше не учитывают будущие изменения общего уровня цен при принятии экономических решений". Приобретая доверие к способности центрального банка контролировать инфляцию, государство могло позволить себе этим воспользоваться для достижения других макроэкономических целей, что и произошло в эпоху А.Гринспена и происходит до сих пор;

- наряду с появлением системной антиинфляционной монетарной политики и ростом научности в проведении и коммуникации монетарной политики долгосрочными факторами дезинфляции в США и в мире в целом стали экономическая глобализация и финансовая либерализация.

3. Денежный режим, заложенный П.Волкером, был сохранен и в эпоху Гринспена. В его рамках процентная ставка центрального банка изменяется в ответ на отклонение инфляционных ожиданий от ценового ориентира (имплицитно – явным он стал уже в 2012 г.) и оценку изменения степени использования производственных ресурсов.

4. Целью координации политики ФРС с Казначейством и Администрацией Президента со стороны ФРС всегда с 1951 г. было стремление ограничить действие бюджетного фактора инфляции, а со стороны Президента и Казначейства – конечно, добиться более мягкой монетарной политики. Впрочем каждый Председатель ФРС, Президенты и их команды при-

давали этой координации особые черты. У.Мартин стремился донести властям важность ценовой стабильности и бюджетной дисциплины как фактора этой стабильности, но если уж дефицит был утвержден, считал долгом ФРС обеспечить способность финансовых рынков его профинансировать на условиях, установленных Казначейством. Поэтому как только бюджетные дефициты начали расти, способность ФРС контролировать инфляцию стала падать. А.Бернс считал монетарную политику слишком жестким и неэффективным инструментом борьбы с инфляцией, прежде всего инфляцией издержек. В его понимании роль ФРС в координации заключалась в поощрении Президента и Казначейства к борьбе с инфляцией при помощи политики доходов. В обмен на соответствующие действия он предлагал мягкую монетарную политику. Поскольку трактовка инфляции как инфляции спроса или инфляции издержек, а следовательно, и выбор инструментов борьбы с ней фактически зависели от правильности оценки потенциальных ВВП или темпов его роста, а также поскольку политика доходов теряет эффективность, если применяется слишком долго, потребительские цены в этот период росли двузначными темпами. В конце концов, в исполнении А.Гринспена формула координации с Казначейством и Администрацией Президента выглядела так: эффективный бюджет как способ снизить долгосрочные процентные ставки за счет уменьшения инфляционных ожиданий в обмен на снижение краткосрочных ставок ФРС.

5. Переход ФРС к таргетированию инфляционных ожиданий позволил безболезненно перейти от секретности к прозрачности монетарной политики. В 1994 г. ФРС начала оглашать целевые ориентиры по ставке по федеральным фондам, вероятные направления будущей денежно-кредитной политики и другую информацию сразу после заседания ФКОР.

6. А.Гринспен вернул в практику монетарной политики опережающую антициклическую, которую У.Мартин называл изъятием чаши с пуншем в разгар вечеринки, а Гринспен – космическим термином "мягкая посадка", намекавшим на виртуозность управления финансовым рынком, – так собственно его политику и воспринимали. Такую "мягкую посадку" – плавное циклическое замедление – ФРС устроила экономике в 1994–1995 гг. Процентные ставки были повышены еще до ускорения инфляции, чтобы потом не применять еще более жесткую политику. Смягчить реакцию финансовых рынков ФРС пыталась и путем заблаговременного предупреждения о необходимости и возможности повышения ставок.

7. Конечно, и под председательством в ФРС П.Волкера, и тем более во время длительной эпохи А.Гринспена ФРС не забывала о той части своего мандата, которая касается занятости. Напротив, стабилизация инфляционных ожиданий расширила возможности для монетарной поддержки экономики. С середины 1997 г. до середины 2004 г. ФРС проводила чрезвычайно мягкую монетарную политику, несмотря на низкую инфляцию и признаки появления пузырей на рынках активов. Основаниями для такой политики были:

- повышение производительности труда (показатель, которому А.Гринспен как специалист по бизнес-прогнозированию уделял очень большое внимание), что оправдывало монетизацию здорового экономического роста;
- стремление поддержать уверенность в экономике после коллапса на рынках активов в 2000 г., терактов сентября 2001 г., серии громких корпоративных скандалов в 2002 г., войны в Ираке в 2003 г.;
- вера в мудрость и объективность (рост в результате фундаментальных процессов) финансовых рынков;

- рост могущества финансового сектора, а значит и его возможностей лоббировать свои интересы (в 1995-1999 гг. Казначейство США возглавлял Р.Рубин, который до этого двадцать шесть лет работал в Goldman Sachs, а в 2006–2008 гг. – Г. Полсон, ранее проработавший в этом же инвестиционном банке более тридцати лет).

- страх перед дефляцией и угрозой потерянного десятилетия, которое переживала Япония;

- обострение проблемы "восстановление без создания рабочих мест". Одна из его причин – в определенный момент технологический прогресс набрал такую скорость, что даже прославленная гибкость американского рынка труда не позволяла безработным быстро переквалифицироваться и найти работу. Вторая причина – чрезвычайно гибкая и инновативная экономика США, где фирмы реагируют на рецессии совершенствованием технологий, перемещением рабочих мест за границу и т.п. При системе социальной защиты, не позволяющей долго просуществовать без работы, самое меньшее обострение проблемы занятости становится очень болезненным для общества и политикума. В ее решение включаются все органы власти, в том числе ФРС, у которой занятость является частью мандата. Поддерживая процентные ставки на низком уровне, сигнализируя о продолжительном характере этой политики и предлагая "путь Гринспена", ФРС всеми силами пыталась убедить фирмы восстановить инвестирование и создание рабочих мест;

- поддержка государственной политики в жилищной сфере, которая благодаря увеличению доли собственников жилья имела целью укрепление среднего класса, компенсацию неопределенности, связанной с феноменом восстановления без создания рабочих мест и сплочение нации перед лицом роста террористических угроз.

Имплицитный общественный договор в этот период предусматривал свободу и поддержку финансового сектора в обмен на кредитование социальных программ и создание новых рабочих мест.

### **Литература**

- Гринспен А.* (2008). Эпоха потрясений: Проблемы и перспективы мировой финансовой системы; пер. с англ. М.: Альпина Бизнес Букс.
- Гриценко А.А., Кричевська Т.О.* (2006). Середньострокова монетарна стратегія: зарубіжний досвід та основні засади формування в Україні / Ін-т екон. та прогнозів. – К.
- Раджан Р.* (2011) Линии разлома: скрытые трещины, все еще угрожающие мировой экономике / пер. с англ. И.Фридмана при участии Н.Эдельмана. М.: Изд. Института Гайдара.
- Самуэльсон П.* (2010). О чем думают экономисты: Беседы с нобелевскими лауреатами / под ред. П.Самуэльсона и У.Барнетта; пер. с англ., 2-е изд. М.: ООО "Юнайтед Пресс".
- Goodfriend M.* Monetary Mystique: Secrecy and Central Banking // Federal Reserve Bank of Richmond Working Paper 85-7, August 1984.
- Greenspan A.* (1996a) Achieving Price Stability. Opening remarks. – Jackson Hole, Wyoming: A symposium sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City. – August 29–31. <http://www.kc.frb.org/publicat/sympos/1996/pdf/s96green.pdf>.
- Greenspan A.* (1996b) The Challenge of Central Banking in a Democratic Society. Remarks at the Annual Dinner and Francis Boyer Lecture. – Washington, D.C.: The American Enterprise Institute for Public Policy Research. December 5, 1996. <http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/1996/19961205.htm>
- Greenspan A.* (2013) The Map And The Territory: Risk, Human Nature, and the Future of Forecasting. – New York: The Penguin Press.
- Hetzel R.* (2008) Monetary Policy of the Federal Reserve: A History. – Cambridge: Cambridge University Press.
- Meltzer A. H.* (2009). A History of the Federal Reserve. – Volume 2. Book 2: 1970–1986. – Chicago: Chicago University Press.
- Screff S.* Credit Controls: 1980 // FRB Richmond Economic Review. – 1990. – Vol. 76. № 6. November/December. PP. 25–55. ([http://richmondfed.org/publications/research/economic\\_review/1990/pdf/er760603.pdf](http://richmondfed.org/publications/research/economic_review/1990/pdf/er760603.pdf))



## References

- Grinspen A. (2008). *Jepoha potrasenij: Problemy i perspektivy mirovoj finansovoj sistemy* [The Age of Turbulence: Challenges and Prospects for the Global Financial System]. Moskva: Al'pina Biznes Buks. (In Russian)
- Hrytsenko A.A., Krychevska T.O. (2006). *Serednostrokovna monetarna stratehiia: zarubizhnyi dosvid ta osnovni zasady formuvannia v Ukraini* [Medium-term Monetary Strategy: International Experience and Basic Principles of Formation in Ukraine]. In-t ekon. ta prohnozuv. – Kiev. (In Ukrainian)
- Radzhan R. (2011) *Linii razloma: skrytye treshhiny, vse eshhe ugrozhajushhie mirovoj jekonomike* [Fault Lines: Hidden Cracks, Still Threatening the Global Economy]. Moskva: Izd. Instituta Gajdara. (In Russian)
- Samujel'son P. (2010). *O chem dumajut jekonomisty: Besedy s nobelevskimi laureatami* [What do they Think Economists: Conversations with Nobel Laureates]/ pod red. P.Samujel'sona i U.Barnetta; per. s angl., 2-e izd. Moskva: OOO "Junajted Press". (In Russian)
- Goodfriend M. *Monetary Mystique: Secrecy and Central Banking*. *Federal Reserve Bank of Richmond Working Paper* 85–7, August 1984. (In English)
- Greenspan A. (1996a) *Achieving Price Stability*. Opening remarks. Jackson Hole, Wyoming: A symposium sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City. August 29–31. <http://www.kc.frb.org/publicat/sympos/1996/pdf/s96green.pdf>. (In English)
- Greenspan A. (1996b) *The Challenge of Central Banking in a Democratic Society*. Remarks at the Annual Dinner and Francis Boyer Lecture. Washington, D.C.: The American Enterprise Institute for Public Policy Research. December 5, 1996. <http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/1996/19961205.htm> (In English)
- Greenspan A. (2013) *The Map And The Territory: Risk, Human Nature, and the Future of Forecasting*. New York: The Penguin Press. (In English)
- Hetzel R. (2008) *Monetary Policy of the Federal Reserve: A History*. Cambridge: Cambridge University Press. (In English)
- Meltzer A. H. (2009). *A History of the Federal Reserve*. Volume 2. Book 2: 1970–1986. Chicago: Chicago University Press. (In English)
- Screit S. *Credit Controls: 1980* // *FRB Richmond Economic Review*. 1990. Vol. 76. № 6. November/December. PP. 25–55. ([http://richmondfed.org/publications/research/economic\\_review/1990/pdf/er760603.pdf](http://richmondfed.org/publications/research/economic_review/1990/pdf/er760603.pdf)) (In English)

Поступила в редакцию 10.03.2016 г.

---



---

**HISTORY OF THE INSTITUTIONS OF MONETARY REGULATION  
IN THE UNITED STATES  
ARTICLE 4. From the formation of systemic anti-inflationary policy  
to encouraging the economy with the help of a creative  
financial sector (1977–2007)**

***Tatiana Krichevskaja***

**Author affiliation:** PhD in Economics, Leading Researcher, Institute for Economics and Forecasting, NAS of Ukraine. E-mail: [tetyanakrychevska75@gmail.com](mailto:tetyanakrychevska75@gmail.com).

This is the fourth and final part of the series on the development of institutions of monetary regulation in the United States. The article covers the period in the history of the Fed, when economic theory and political environment allowed it to make maximum use of monetary policy to perform both parts of its mandate. The author reveals the anatomy of success of P.Volcker's anti-inflationary policy and various specific features in the implementation of the Fed's goals of price stability and employment in the era of Greenspan. It is proposed to also look at the role of the third objective specified in the Federal Reserve Act, which is targeting moderate long-term interest rates.

**Keywords:** Federal Reserve, US Treasury, anti-inflation policy, monetary aggregates, trust, inflation expectations, the federal funds rate, long-term interest rates, credit control, financial deregulation, recovery without job creation, employment, price stability, coordination.

JEL: N12.