

Тетяна Кричевська

ІСТОРІЯ ІНСТИТУТІВ ГРОШОВО-КРЕДИТНОГО РЕГУЛЮВАННЯ США

Стаття 4. Від становлення системної антиінфляційної політики до стимулювання економіки за допомогою креативного фінансового сектора (1977–2007)

Четверта, завершальна, частина циклу про розвиток інститутів грошово-кредитного регулювання у США. Стаття охоплює той період в історії ФРС, коли економічна теорія і політичне середовище дозволяли їй максимально використовувати монетарну політику для виконання обох частин свого мандату. Розкрито анатомію успіху антиінфляційної політики П.Волкера та особливості реалізації ФРС цілей цінової стабільності і зайнятості в епоху А. Грінспена. Пропонується також погляд на роль третьої цілі, зазначеної в законі про ФРС, – цілі помірних довгострокових відсоткових ставок.

Ключові слова: Федеральна резервна система, Казначейство США, антиінфляційна політика, монетарні агрегати, довіра, інфляційні очікування, ставка за федеральними фондами, довгострокові відсоткові ставки, кредитний контроль, фінансова дерегуляція, відновлення без створення робочих місць, зайнятість, цінова стабільність, координація.

JEL: N12.

Зростання інфляції загостило суспільну увагу до монетарного регулятора. У 1975–1976 рр. Раді керуючих ФРС довелося пояснювати федеральним судам, чому вона тримає в секреті свої директиви (Гриценко, Кричевська, 2006. С. 10–11). У березні 1975 р. студент юридичного факультету Джорджтаунського університету Д.Мерілл подав вимогу, щоб Рада керуючих згідно із Законом "Про свободу інформації" оприлюднила протоколи засідань за січень і лютий 1975 р. Мерілл посилався на те, що Закон вимагає швидкого оприлюднення протоколів, а не із п'ятирічною затримкою, як це робила Рада керуючих ФРС. Рада відхилила цю вимогу, і студент подав позов до суду, домагаючись оприлюднення протоколів і директив ФКВР у день засідання. Аргументи на користь секретності переважно стосувалися ризику посилення спекуляцій. ФРС доводила, що невизначеність щодо майбутньої політики сприяє більш обережній поведінці учасників ринку. Окружний суд ухвалив рішення на користь позивача. Тоді Рада керуючих ФРС подала апеляцію до Вищого суду. До попередніх аргументів на користь секретності директив ФКВР вона додала твердження, що прозорість у цьому разі наносить

Кричевська Тетяна Олександрівна (tetyanakrychevska75@gmail.com), канд. екон. наук, старш. наук. співр.; провідний науковий співробітник ДУ "Інститут економіки та прогнозування НАН України".

комерційну шкоду. ФРС виступає агентом Казначейства, а директива ФКВР містить інструкції щодо купівлі і продажу державних цінних паперів, і їх розкриття загрожує функціонуванню ринку державних цінних паперів і виконанню бюджету. Цей аргумент спрацював, і у 1981 р. Вищий суд ухвалив рішення на користь ФРС (Goodfriend, 1984).

Глибока рецесія, висока й стійка інфляція, історично високі відсоткові ставки й рівень безробіття привернули увагу Конгресу до політики ФРС. У 1975 р. Конгресом було ухвалено резолюцію № 133, що вимагала від ФРС: 1) встановлення і оприлюднення річного цільового орієнтуру щодо приросту грошової маси; 2) підтримання довгострокового зростання монетарних і кредитних агрегатів, відповідного довгостроковому потенціалу зростання виробництва і 3) доповіді Ради керуючих двічі на рік на відкритих слуханнях в банківських комітетах Палати представників і Сенату. Потім ці положення увійшли до Закону "Про реформування ФРС" (Federal Reserve Reform Act) 1977 р. Резолюція № 133 змушувала ФРС відійти від надмірного зосередження на поточній ситуації та переорієнтуватися на більш тривалу перспективу. Водночас вона залишала монетарному регулятору простір для гнучкості, адже давала можливість щопівроку коригувати цільові орієнтири, доповідаючи про причини на парламентських слуханнях. (Meltzer, 2009. Р. 970). ФРС зуміла уникнути жорсткого контролю з боку Конгресу, оголошуючи річні цільові орієнтири одночасно щодо М1, М2, М3 і сукупних депозитів, переглядаючи їх щокварталу і зміщуючи базу порівняння. Останнє означало, що коли темпи приросту грошової маси перевищували цільові, нові орієнтири вже відштовхувалися від нової величини і зміни нагромаджувалися. Тож ця політика мала небагато спільного з політикою націлювання на монетарні орієнтири, яку у 1980–1981 рр. проводив П.Волкер. Проте Резолюція № 133 була кроком до зростання прозорості монетарної політики. Вперше суспільство отримало хоча б розпливчатий індикатор майбутньої політики монетарного регулятора (Meltzer, 2009. Р. 890).

Зрештою, у кінці 1970-х рр. було ухвалено законодавчі акти, в яких було сформульовано макроекономічні цілі ФРС і більш чітко артикульовано макроекономічні цілі уряду.

По-перше, було ухвалено Закон "Про реформу Федеральної резервної системи" 1977 р., який доповнював Акт "Про ФРС" від 1913 р. новою статтею щодо її цілей: "Рада керуючих і Федеральний комітет відкритого ринку повинні підтримувати довгострокове зростання монетарних і кредитних агрегатів, що відповідає довгостроковому потенціалу економіки щодо збільшення виробництва, з метою досягнення цілей максимальної зайнятості, стабільних цін і помірних довгострокових ставок". Акт 1977 р. також посилив підзвітність ФРС. Раду керуючих зобов'язали двічі на рік проводити консультації з Конгресом під час слухань у профільних комітетах Сенату і Палати Представників.

Підзвітність ФРС Конгресові посилили також за рахунок механізму призначення її керівних осіб: Голову Ради керуючих і його заступника за поданням Президента став затверджувати Конгрес, а термін їх перебування на посаді скорочено до 4 років з можливим повторним обранням. Закон "Про реформу Федеральної резервної системи" також розширив перелік секторів, інтереси яких мають представляти директори Федеральних резервних банків. До сільського господарства, торгівлі і промисловості додали послуги, робочу силу і споживачів¹.

¹ 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

По-друге, було ухвалено Акт "Про зайнятість" 1978 р. Гемфрі-Гоукінза. Закон встановлював такі макроекономічні цілі уряду: "підтримувати повну зайнятість і виробництво, збільшення реального доходу, збалансоване зростання, збалансований федеральний бюджет, адекватне зростання продуктивності, належну увагу до національних пріоритетів, покращення торговельного балансу... і прийнятну стабільність цін". Закон 1978 р. детально описує структуру Економічного звіту Президента перед Конгресом і систему короткострокових і середньострокових цілей, які мають встановлюватися цим документом. Закон містив такі кількісні цілі: зниження до 1983 р. безробіття до рівня не вище 3% серед осіб 20 і старше років, і 4% – серед осіб 16 і старше років, а рівня інфляції споживчих цін – до рівня 3%. До 1988 р. інфляція мала бути знижена до 0%. Закон дозволяв Конгресові переглядати ці цілі².

Акт Гемфрі-Гоукінза 1978 р. ще більше посилив підзвітність ФРС. Він передбачав, що Рада керуючих ФРС має не пізніше 20 лютого і 20 липня кожного року передавати звіти щодо цілей і планів Ради керуючих і ФКВР та їх взаємозв'язку з цілями, встановленими в Економічному звіті Президента, та іншими короткостроковими цілями, затвердженими Конгресом, профільними комітетами обох палат Конгресу і проводити консультації з приводу цих звітів у відповідних комітетах³.

6 серпня 1979 р. Головою ФРС став П.Волкер. На той момент уже накопичилося суспільне невдоволення інфляцією (у 1974 р. вона становила 11%, у 1975 р. – 9,1%, у 1976 р. – 5,7%, у 1977 р. – 6,5%, у 1978 р. – 7,6%). Досвід роботи на фінансових ринках у федеральному резервному банку Нью-Йорка і нагляду за Бреттон-Вудською системою у Казначействі навчив П.Волкера приділяти основну увагу очікуванням. Він вірив, що монетарна політика, яка користується довірою суспільства, зможе цілеспрямовано впливати на формування очікувань.

На слуханнях у Конгресі під час затвердження його кандидатури на посаду Голови ФРС П.Волкер підкреслив різницю між реальними і номінальними відсотковими ставками і пояснив, що для отримання перманентного зниження відсоткових ставок ФРС повинна зменшити інфляцію (Meltzer, 2009. Р. 1014).

6 жовтня 1979 р. ФРС перейшла до нової процедури монетарної політики, за якої її проміжною ціллю ставала динаміка грошової маси, а не відсоткові ставки. Економічні історики, автори підручників і навіть ряд тодішніх членів ФКВР пояснюють цю зміну операційного устрою прагненням відвернути увагу суспільства від наступних підвищень відсоткової ставки (на той час ставка за федеральними фондами вже перевищила 10%) – буцімто П.Волкер хотів "напустити інформаційного туману", щоб зробити необхідну болісну корекцію. Але сам П.Волкер дає дещо інші пояснення. "Що справді спонукало мене до необхідності змін, то це друге підвищення дисконтної ставки. Підсумок голосування становив 4:3 (рішення про дисконтну ставку приймає не ФКВР, а Рада керуючих. – Т.К.). Я вважав, що це був справді сильний крок і ми отримаємо потрібну реакцію на ринку, але цього не сталося. У відповідь ми почули: "ФРС видихалася. Підсу-

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>.

² 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>.

³ Ibid.

мок голосування 4:3, і, отже, це останнє підвищення дисконтної ставки". Ринок відреагував на такий крок ФРС мляво, що здивувало мене. ... Я не ліз зі шкіри, щоб переконати тих трьох, хто голосував проти, не голосувати таким чином. Я знав, що у мене є чотири голоси. Якби нам було необхідно ще раз підвищити дисконтну ставку, то результат був би тим же – 4:3. Але ринок сприйняв це інакше. І я зрозумів, що проблема довіри ще серйозніша, ніж я думав. Це й спонукало мене по-справжньому задуматися про інший підхід. Коли я представив свою ідею, всі її дружно підтримали, навіть ті, хто голосував проти підвищення відсоткових ставок" (*Самуельсон*, 2010. С. 229–230). Як ми вже говорили вище, в суспільстві небезпідставно сформувалися очікування, що антиінфляційна політика буде нетривалою і будь-яку ознаку цього сприймали дуже серйозно. Тож слід було запропонувати якусь альтернативу. П.Волкер зізнавався: "...у нас не було іншого хорошого орієнтира, щоб визначити, на скільки слід підвищувати відсоткові ставки у розпал нестабільної інфляційної ситуації" (*Самуельсон*, 2010. С. 228). Натомість обмеження грошової маси в умовах, коли ціни зростають, виглядає природним, бо "людям не потрібен передовий курс економіксу, щоб зрозуміти, що інфляція якось пов'язана з надто великою кількістю грошей" (*Hetzl*, 2008. Р. 152–153). Члени Ради керуючих не були монетаристами чи навіть "практичними монетаристами", яким називав себе П.Волкер, і тим не менше вони підтримали нову політику. Не випадково під час голосування про підвищення дисконтної ставки голоси розділилися майже порівну: ситуація в економіці справді була суперечливою. З одного боку, інфляція продовжувала оцінюватися двозначними числами, а з іншого – існувала висока ймовірність рецесії. Тому всі погодилися, коли П.Волкер запропонував хоч якесь рішення.

П.Волкер заявляв: "В минулому ... нас, як правило, більше турбувала імовірність ослаблення економічної активності в короткостроковому періоді... ніж вплив наших дій на майбутню інфляцію... Метою політики має стати подолання цієї загрозливої моделі її проведення. ...Я не бачу альтернатив поступальному сповільненню темпів зростання грошових агрегатів". Хоча новий операційний механізм дозволяв ФРС істотно підвищувати відсоткові ставки, він сам по собі не забезпечував довіри до монетарної політики. На той час суспільство не могло знати, чи такого роду заяви керівництва ФРС справді означають зміну моделі проведення грошово-кредитної політики, чи просто чергову фазу "стій" старої моделі "стій–іди". Лише після того, як ФРС не вдалася до чергової фази "йди", антиінфляційна спрямованість її монетарної політики почала здобувати довіру.

У суспільстві сформувалися стійкі очікування, що антиінфляційну політику буде припинено, як тільки почне зростати рівень безробіття. Щоб переламати цю тенденцію і повернути довіру до спроможності ФРС контролювати інфляцію, по-перше, антиінфляційна політика мала тривати після того, як зросте рівень безробіття. По-друге, інфляція не повинна була істотно зрости під час експансії, що настане після рецесії (*Meltzer*, 2009. Р. 1014).

Майже відразу після переходу до націлювання на грошові агрегати у США відбулися інституційні зміни, що значно ускладнили контроль за грошовими агрегатами. Судовий прецедент 1973 р. в Массачусетсі дозволив ощадно-позичковим інституціям відкривати нау-рахунки, що за своєю суттю були рахунками до запитання, за якими сплачували відсотки. Це привело до поширення дерегуляції в банківській і фінансовій галузях. Протягом 1974–1980 рр. до законодавства штатів і федерального законодавства вносили зміни, які послаблювали контроль за фінансовими інсти-

туціями і скасовували обмеження щодо сплати відсотків за депозитами до запитання. Кульмінацією руху дерегуляції на федеральному рівні став "Акт про дерегуляцію депозитних інституцій і монетарний контроль" (DIDMCA) 1980 р. Частина II Акта передбачала скасування всіх встановлених під час Великої депресії стель для депозитних ставок і загалом зменшувала конкурентну нерівність між банками та іншими фінансовими інституціями. Частина I DIDMCA поширювала вимоги ФРС щодо обов'язкових резервів на всі депозитні інституції, включаючи тих, що не є членами ФРС. Натомість вони отримували доступ до певних послуг ФРС, таких як кліринг чеків і кредити з дисконтного вікна.

У 1980 р. відбулася ще одна неординарна подія – експеримент Дж.Картера із запровадженням кредитного контролю, що практично миттєво відправив економіку в рецесію. У 1969 р. конгресмени – прихильники адміністративного регулювання економіки – зуміли протягнути Закон "Про кредитний контроль" у вигляді поправки до одного із законів. Згідно з Законом "Про кредитний контроль", "щоразу, коли Президент вважає таку дію необхідною чи доцільною для запобігання чи контролю за інфляцією, викликаною надмірним наданням кредиту, він може вповноважувати Раду керуючих ФРС регулювати і контролювати надання деяких чи всіх видів кредиту". Від моменту обрання Дж.Картера Президентом США йому постійно пропонували запровадити контроль за кредитом, але він вважав його неефективним, несправедливим і дорогим в адмініструванні. У 1979 р. споживча інфляція зросла до 11%. При цьому частка особистих заощаджень у ВВП досягла найнижчого за останні 25 років значення, а споживчі витрати на товари тривалого вжитку динамічно зростали, – можливо, в очікуванні підвищення цін. Лише продаж товарів у розстрочку зріс на 19,4%. Натомість темпи зростання промислових інвестицій значно сповільнилися через невизначеність щодо майбутньої інфляції. У такій ситуації у 1979 р. до Дж.Картера звернувся сам Міністр фінансів з рекомендацією запровадити контроль за споживчим кредитом (Screft, 1990).

Тож Дж.Картер справді дав відповідне розпорядження ФРС. На виконання рішення Президента ФРС запровадила Програму обмеження кредиту (Credit Restraint Program (CRP)). Усім вітчизняним комерційним банкам, банківським холдинговим компаніям, фінансовим компаніям і американським філіям та представництвам іноземних банків рекомендувалося обмежити загальні річні темпи зростання кредитування. Фінансові посередники мали утримати темпи приросту кредитів з грудня 1979 по грудень 1980 р. в межах 6–9%. Жодних правил щодо розподілу кредиту не було. Рада ФРС просто застерігала банки від надання незабезпечених споживчих кредитів, кредитування корпоративних злиттів і поглинань, кредитування спекулятивної діяльності (наприклад, спекулятивних купівель дорогоцінних металів). І навпаки, віталосся кредитування малого бізнесу, фермерів, придбання житла та автомобілів (Screft, 1990). Загалом програма була досить м'якою, бо ФРС, з одного боку, не хотіла суперечити Президентові, а з іншого – не вбачала проблеми надмірного кредитування. Як згадував П.Волкер: "Ми не хотіли помітних ефектів. Ми хотіли просто вказати напрям" (Самуельсон, 2010. С. 231).

Та Президент не просто дав відповідне розпорядження ФРС, але і з властивим президентським промовам драматизмом оголосив народові про необхідність обмежити запозичення, щоб спільними зусиллями подолати інфляцію. Як згадує П.Волкер, "на наступний ранок економіка впала! Я ніколи не бачив нічого подібного! ...Раптово через тиждень продажі всього,

що ми захищали, – автомобільних трейлерів, пересувних будинків і т.п. – впали до нуля. Люди ламали свої кредитки і надсилали їх у Білий дім зі словами: "Пане Президенте, ми хочемо бути патріотами" (Самуельсон, 2010. С. 231). Типовим листом, які в той час надходили Президенту від громадян, був лист Д.Гордона з Сан-Франциско: "Ми підтримуємо Вас, сер, на сто відсотків. Ваша програма боротьби з інфляцією змусила нас знайти альтернативи, з якими зовсім не важко жити. Ми витрачаємо гроші більш мудро, і не так часто. Впродовж цієї боротьби з інфляцією ми стали ближчими одне до одного. Вечори, які ми колись проводили за містом, ми тепер проводимо разом удома або вдома у друзів. Ми заново відкрили кімнатні ігри, спів пісень, тривалі прогулянки та інші способи "старомодного" відпочинку. Я переконаний, що я і мої друзі не поодинокі у цьому. Я вірю, що у всій Америці ми об'єднаємося, щоб вижити, і будемо це робити, на наш подив, із задоволенням" (Screft, 1990. Р. 42). Тодішній Голова РЕК Ч.Шульце писав: "Ми отримали найгостріший спад за один квартал у нашій історії... Люди почувалися винними за використання кредиту... і як тільки Президент сказав щось про кредит, вони не стали читати нормативний документ ... люди просто перестали використовувати кредит" (Hetzl, 2008. Р. 157). 3 липня 1980 р. Рада керуючих ФРС оголосила про скасування Програми обмеження кредиту й Президент Дж.Картер відкликав повноваження ФРС накладати такі обмеження. Хоча й політики, і бізнес очікували, що рецесія триватиме до кінця 1980 р., і стане такою ж глибокою, як у 1974–1975 рр., попит відновився навдивовижу швидко.

Якщо стабільний зв'язок між грошовими агрегатами й інфляцією в умовах фінансової дерегуляції було втрачено, що ж тоді забезпечило успіх політики "практичного монетаризму" П.Волкера? Довіру до антиінфляційної спрямованості монетарної політики П.Волкер здобув шляхом демонстрації стійкості позиції ФРС у боротьбі з інфляцією під час епізодів, коли стало чітко зрозуміло, що ФРС віддає перевагу стабілізації інфляційних очікувань, а не економічній активності (Hetzl, 2008. Р. 165–166).

Протягом двох перших років свого головування у ФРС П.Волкер неодноразово ставав свідком того, як після падіння ставок ФРС відсоткові ставки за облігаціями зростали. Це переконало його в тому, що інфляційні очікування можуть зруйнувати вплив експансійної монетарної політики на реальний сектор економіки. Коли ж після зниження ставок ФРС у першій половині 1982 р. внаслідок мексиканської кризи ставки за облігаціями впали, це означало, що антиінфляційна спрямованість політики ФРС здобуває довіру суспільства. Коли навесні 1983 р. ставки за облігаціями почали зростати, незважаючи на незмінні ставки ФРС, ФКВР всупереч зниженню інфляції підвищив ставку за федеральними фондами. Зробивши це, П.Волкер започаткував формування нового номінального якоря. Це не був певний грошовий агрегат, рекомендований монетаристами, а радше очікування низької, стабільної інфляції. Пізніше, виступаючи у Конгресі в 1987 р., П.Волкер визначав ціль ФРС саме через очікування: "Якою б не була фактична статистика інфляції, люди не повинні планувати інфляцію" (Hetzl, 2008. Р. 163). А.Грінспен дав подібне "робоче визначення цінової стабільності з точки зору центробанкіра" майже через десять років – у 1996 р., але авторство здебільшого приписують саме йому. ФКВР 5 жовтня 1982 р. офіційно скасував цільові орієнтири щодо M1. У 1983 р. на зміну грошовим агрегатам у ролі проміжної цілі монетарної політики імпліцитно прийшли інфляційні очікування, індикатором яких були ставки за облігаціями. П.Волкер ніколи не оголошував про таку зміну операційно-

го механізму монетарної політики ФРС. Вже А.Грінспен, постійно зосереджуючи увагу на формуванні очікувань, перетворив експеримент П.Волкера на новий монетарний стандарт.

Першим викликом, який постав перед ФРС після того, як 2 червня у 1987 р. її очолив А.Грінспен, став крах на фондовому ринку 1987 р. ФРС відреагувала у двох напрямках. *По-перше*, вона зайнялася ситуацією на Уолл-Стріт, переконуючи великі трейдингові компанії й інвестиційні банки, багато з яких несли колосальні збитки, не згортати діяльність. *По-друге*, А.Грінспен переконував Президента Р.Рейгана, що, оскільки Уолл Стріт найбільше хвилює скорочення бюджетного дефіциту, Президент повинен висловити готовність його знижувати (Грінспен, 2008. С. 115).

А.Грінспен проводив активні консультації з Міністерством фінансів і Адміністрацією Президента, під час яких від ФРС вимагали зниження відсоткових ставок. Голова Ради керуючих ФРС вимагав взамін зменшення дефіциту бюджету: "ефективний бюджет дозволить знизити довгострокові ставки, оскільки впадуть інфляційні очікування. Монетарна політика у відповідь на це має полягати в зниженні короткострокових ставок" (Грінспен, 2008. С. 128). В книзі "Епоха потрясінь" А.Грінспен писав: "З точки зору ФРС, для забезпечення стабільності в довгостроковій перспективі головним є розв'язання проблеми бюджетного дефіциту" (Грінспен, 2008. С. 149). Із липня 1989 р. по липень 1992 р. ФРС близько двадцяти разів знижувала відсоткову ставку, борючись з наслідками не лише кризи на фондовому ринку, але й краху позичково-ощадних асоціацій та банківської кризи кінця 1980-х рр., пов'язаної з переходом банків від кредитування латиноамериканських країн до спекулятивного кредитування нерухомості.

Проте під час президентства Дж.Буша старшого дефіцит бюджету зростав, досягши 4,5% ВВП у 1991 р. та 4,7% ВВП у 1992 р., коли відсоткові платежі стали третьою за величиною статтею видатків федерального бюджету після соціального забезпечення і оборони.

Побудувати ефективну координацію монетарної політики з бюджетною, за якої монетарна політика забезпечує низькі короткострокові ставки, а політика скорочення бюджетних дефіцитів – зниження довгострокових відсоткових ставок, А.Грінспену вдалося лише за президентства Б.Клінтона.

Якщо 1993 р. дефіцит бюджету становив 3,9%, 1994 р. – 2,9, 1995 р. – 2,2; 1996 р. – 1,4; 1997 р. – 0,3%; то протягом 1998–2001 рр. уже мали місце профіцити державного бюджету (0,8; 1,4; 2,4; 1,3 відповідно). Втім, низькі дефіцити і профіцити бюджету не були результатом винятково бюджетного консерватизму уряду і економічного зростання – з 1995 р. в економіці США проявилися ознаки інтернет-буму. Початок цьому було покладено різким кількарізовим зростанням цін акцій компанії Netscape. Важливу роль у зростанні податкових надходжень відіграв саме фондовий ринок, зокрема зростання оподатковуваних доходів населення в результаті виконання отриманих опціонів і реалізації приросту капіталу (опціонні програми були головним інструментом, що використовувався високотехнологічними компаніями для залучення і утримання співробітників).

В епоху Грінспена у 1994 р. ФРС почала оприлюднювати цільові орієнтири щодо ставки за федеральними фондами, імовірні напрями майбутньої грошово-кредитної політики та іншу інформацію відразу після засідання ФКВР. До цього підштовхнув черговий конфлікт з Конгресом, який вкотре звинуватив ФРС у надмірній секретності. Ось як обґрунтував це рішення сам А.Грінспен. "ФРС в інтересах економічної стабільності

вже давно намагалася підтримувати високу ліквідність боргових ринків за допомогою, як ми висловлювалися, "конструктивної двозначності". Ідея в тому, що невизначеність динаміки відсоткових ставок спричиняє до зростання числа пропозицій як щодо купівлі, так і щодо продажу. Однак до початку 1990-х ринки стали достатньо потужними і ліквідними, щоб обійтися без такої підтримки з боку ФРС. Більш того, надані гравцям можливості передбачати подальші дії ФРС сприяли стабілізації боргових ринків" (Грінспен, 2008. С. 156).

У 1994–1995 рр., незважаючи на зниження бюджетних дефіцитів, грошово-кредитна політика була стримуючою – середньорічна федеральна резервна ставка становила в 1994 році 4,21% порівняно з 3,02% в 1993 році, в 1995 р. вона зросла до 5,83%. За словами А.Грінспена, ФРС намагалася влаштувати економіці м'яку посадку – плавне циклічне сповільнення. М'яка посадка означала випереджальні дії ФРС ще до прискорення інфляції (термін увійшов у вжиток під час космічної гонки 1970-х років, коли США і СРСР змагалися одне з одним у запуску безпілотних апаратів на Венеру і Марс). Оскільки з моменту останнього підвищення відсоткових ставок сплило немало часу, А.Грінспен остерігався, що це рішення стривожить ринки. Тому за згоди ФКВР він заявив під час виступу у Конгресі: "Короткострокові ставки аномально низькі. В певний момент, якщо не відбудеться раптового тривалого ослаблення економічної активності, ми будемо змушені їх підвищити" (Грінспен, 2008. С. 159).

Будучи спеціалістом з економіки підприємств (він близько тридцяти років очолював компанію Townsend-Greenspan & Company, що займалася бізнес-прогнозуванням), А.Грінспен прогнозував інфляцію на основі економетричних взаємозв'язків, особливо зв'язків між затратами на робочу силу в розрахунку на одиницю продукції та цінами.

З 1995 р. у США спостерігалася одночасне падіння інфляції і безробіття. Проте протягом середини 1997 – середини 1999 р. ФРС відхилилася від свого стандартного операційного механізму, не підвищуючи відсоткові ставки у відповідь на зростання коефіцієнта використання ресурсів, зокрема зростання напруженості на ринку праці. Спершу А.Грінспен пояснював падіння інфляції з 1995 р. зміною динаміки заробітної плати. Доповідаючи в Конгресі в 1996 р., він висловив припущення, що швидкий розвиток технологій посилив страх робітників втратити роботу і пом'якшив тиск на підвищення заробітної плати. Коли кількість робочих місць почала зростати, А.Грінспен пояснював падіння коефіцієнта витрат праці на одиницю продукції зростанням продуктивності. Тож А.Грінспен у цей період не вбачав небезпеки інфляції, оскільки вірив, що її обмежує зростання продуктивності праці.

У макроекономічному прогнозуванні А.Грінспен був представником наукової школи А.Бернса і В.Мітчела, що започаткувала емпіричний підхід до прогнозування ділового циклу на основі економічних індикаторів, які поділяли на випереджальні, одночасні і відстаючі. Невипадково А.Грінспен виступав проти використання правил у монетарній політиці. По-перше, він був переконаний, що кожен цикл має свої особливі характеристики, що характер економіки постійно змінюється, тому змінюватиметься і характер монетарної політики. По-друге, А.Грінспен вважав, що мінімальний політично виправданий рівень інфляції залежить від різних факторів, що знаходяться за межами сфери впливу монетарної політики. Навіть після досягнення стабільно низької інфляції він залишався противником інфляційного таргетування. Він пов'язував низьку інфляцію не з монетарною

політикою, а зі збігом дії різних немонетарних сил. "Розміри і географічна протяжність падіння інфляції" свідчать про дію немонетарних сил, серед яких він виділяв "політичну підтримку стабільності цін", "глобалізацію", "зростання продуктивності". По-третє, на його думку, інфляційний цільовий орієнтир перешкодить ефективній протидії стадній поведінці інвесторів (Hetzel, 2008. Р. 227–229).

Р.Гетцел так підсумовує особливості імпліцитного монетарного режиму ФРС ери Грінспена. По-перше, це була дискреція в тому сенсі, що кожен економічний цикл розглядався як унікальний. По-друге, метою монетарної політики, як і в епоху Волкера, стало прагнення здобути довіру до її антиінфляційної спрямованості. Рівень цієї довіри оцінювався поведінкою довгострокових відсоткових ставок за облігаціями. Виступаючи з вітальною промовою на щорічному міжнародному симпозиумі з питань монетарної політики у м. Джексон Хоулі, що у 1996 р. проходив під назвою "Досягнення цінової стабільності", А.Грінспен озвучив своє славнозвісне "робоче визначення цінової стабільності з точки зору центробанкіра", яке використовують і сьогодні: "Цінова стабільність досягається, коли економічні агенти більше не враховують майбутні зміни загального рівня цін при прийнятті економічних рішень" (Greenspan, 1996a).

Імпліцитне правило монетарної політики ФРС часів П.Волкера–А.Грінспена Р.Гетцел описує формулою:

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

де i – ставка за федеральними фондами; π_t^e – очікувана інфляція; π^* – імпліцитний цільовий інфляційний орієнтир; ΔR_t^{RU} – оцінка зміни ступеня використання ресурсів – показує, наскільки швидше чи повільніше від потенційного обсягу виробництва зростає фактичний випуск (Hetzel, 2008. Р. 252–253).

Якщо для подолання інфляції (особливо зумовленої інфляційними очікуваннями і недостатнім використанням монетарних інструментів) у короткостроковій перспективі необхідні були системна антиінфляційна монетарна політика і рішучі дії на початковому етапі, то довгостроковими чинниками дезінфляції у 1980-х–1990х рр. у США зокрема й у світі загалом стали політика економічної глобалізації, яка розширила доступ до дешевої продукції і факторів виробництва, і фінансової лібералізації, яка спричинила до зростання співвідношення між реальними та фінансовими активами і створила нові резервуари для спрямування грошової маси.

Стрімке зростання фондових індексів у 1990-х рр. породжувало запитання щодо доцільності реагування центрального банку, щоб запобігти різкому обвалу фондового ринку. В 1996 р. А.Грінспен виступив із знаменитою промовою про "іраціональний оптимізм", в якій говорилося: "Як дізнатися, коли іраціональний оптимізм починає викликати необґрунтоване підвищення вартості активів, що загрожує обвалом і тривалою депресією, приклад чого ми бачимо в Японії в останнє десятиріччя? І як врахувати цей фактор при розробці грошово-кредитної політики?" (Greenspan, 1996b). Після того, як ринок практично не відреагував на цю словесну інтервенцію, а потім на підвищення федеральної резервної ставки, ФРС відмовилася від спроби протидіяти ринковим тенденціям, зробивши висновок, що в їх основі лежать фундаментальні процеси. У відповідь на азійську і російську фінансові кризи ФРС децю знизила відсоткові ставки

в 1998 і першій половині 1999 р. На тлі несприятливих подій в азійських країнах і Росії зростання фондових ринків у США тривало, але ФРС прийняла рішення "не проколювати бульбашку" – на думку А.Грінспена, незначного підвищення відсоткових ставок для цього було б недостатньо, а значне могло б завдати серйозного удару економіці.

У 2000 р. високотехнологічна бульбашка луснула. В 2001 р. темпи зростання реального ВВП після обвалу фондового ринку впали до 0,8%. Втім, фінансові кризи 1987 і 2000 рр. завдали порівняно незначної шкоди економіці. Сила руйнівного ефекту від розриву бульбашки визначається не типом активів, що стають "токсичними", а рівнем леввериджу, що використовують держателі цих токсичних активів. На момент краху на ринку інтернет-компаній у 2000 р. більшість їхніх акцій тримали домогосподарства, які тоді ще не мали такого рівня заборгованості, як напередодні кризи 2008 р., і пенсійні фонди. Завдяки цьому мало хто з кредиторів збанкрутував у цей час, і лавини банкрутств фінансових установ вдалося уникнути. Подібна ситуація мала місце і у 1987 р. (Greenspan, 2013).

Наприкінці 2001 р. постав ще один фактор нестабільності економіки – загроза нових терористичних актів після 11 вересня 2001 р. ФРС вирішила відреагувати на зростання невизначеності серією знижень відсоткових ставок. З січня 2001 р. до червня 2003 р. ФРС знизила ставку за федеральними фондами з 6,5 до 1%. В цьому не вбачали загроз, оскільки інфляція була низькою (2001 року – 1,6%; 2002 р. – 2,4%; 2003 року – 1,9%). В країні заговорили про ризик дефляції і можливість таких же руйнівних її наслідків, як у Японії, тому федеральну резервну ставку було знижено до 1%, хоча для стимулювання економічного зростання економіка цього не потребувала. Цитуючи А.Грінспена, "ми хотіли припинити дефляцію, хоча подальше зниження відсоткових ставок могло породити ринкову бульбашку... з якою доведеться боротися пізніше". Вже в 2002 р. темпи економічного зростання зросли до 1,6% ВВП, в 2003 році – до 2,5%, в 2004 – до 3,6%.

Отже, після колапсу на ринках активів у 2000 р., терактів вересня 2001 р., серії гучних корпоративних скандалів у 2002 р., війни в Іраку у 2003 р. песимізм і невизначеність щодо майбутнього посилилися. Водночас продуктивність праці, незважаючи на рецесію, продовжувала зростати. Це і зумовило підтримку низьких реальних відсоткових ставок. Стимулююча грошово-кредитна політика супроводжувалася і зростанням бюджетного дефіциту. Як тільки було започатковано програми додаткових видатків, пов'язаних з реакцією на терористичні акти, за ними пішли інші програми. В політиці панувало відчуття відсутності загроз як від збереження наднизьких відсоткових ставок, так і від зростання дефіциту.

На початку 2000-х років торгівці на фондовому ринку називали політику А.Грінспена протягом 1987–2000 рр. "пут Грінспена". Мається на увазі "опціон пут" – опціон на продаж. У біржовій торгівлі це стандартний біржовий контракт, відповідно до якого покупець купує право продати певну кількість базового активу продавцю опціону за фіксованою ціною. Політика ФРС під керівництвом А.Грінспена не давала впасти ціні активів, тобто ФРС виступала як продавець опціону "пут"⁴.

З 30 червня 2004 р. ФРС почала поступово згортати політику наднизьких відсоткових ставок. З однієї до другої заяви ФКВР у другій поло-

⁴ *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>.

вині 2004 р. і першому кварталі 2005 р. переходило таке обґрунтування політики: "Комітет переконаний, що навіть після цієї дії [підвищення ставки ФРС. – Т.К.] характер монетарної політики залишається акомодативним... Незважаючи на зростання цін на енергоносії, інфляція й інфляційні очікування пом'якшуються. Комітет оцінює підвищувальні і понижувальні ризики для стійкого зростання і цінової стабільності на наступні кілька кварталів як приблизно рівні. ... Комітет переконаний, що стимулююча політика буде згортатися стриманими темпами"⁵. 29 червня 2006 р. відбулося останнє підвищення відсоткової ставки ФРС – до 5,25%. Після цього ФРС залишала ставку за федеральними фондами незмінною аж до вересня 2007 р., коли повною мірою проявилася іпотечна криза.

Відомий американський вчений Р.Раджан у своєму економічному бестселері "Лінії розлому" доводить, що причинами небажання ФРС "проколювати" бульбашки на ринках активів і стимулюючої монетарної політики в умовах економічного зростання в 1990-х та на початку 2000-х років були не лише віра в мудрість і силу фінансового ринку, зростання продуктивності праці і страх перед дефляцією на початку 2000-х років. Він звертає увагу на те, що у США сформувалася надзвичайно гнучка модель економіки, яка швидко реструктуризується перед лицем кризи, безжалісно відтинає неефективні фірми і працівників, щоб потім використати їх у новому, більш адекватному новим умовам бізнесу. Такій моделі в числі іншого відповідає модель соціального захисту, яка не дає змоги довго існувати на державні виплати і максимально стимулює людей знайти нову роботу. Але у певний момент технологічний прогрес набрав такої швидкості, що навіть уславлена гнучкість американського ринку праці не давала змогу безробітним швидко перекваліфікуватися і знайти роботу. Так виник феномен, названий Р.Раджаном "відновлення без створення робочих місць". З 1960 по 1991 рр. виходи з рецесій у США, як правило, займали небагато часу. В середньому, щоб пройти шлях від найнижчої точки економічного спаду до досягнення докризового рівня виробництва, досить було двох кварталів, а для відновлення втрачених робочих місць – не більше восьми місяців. Виходи з рецесій у 1991 і 2001 роках сильно відрізнялися від попередніх. Хоча в 1991 р. виробництво відновилося за три квартали і всього за один квартал у 2001 р., потрібно було 23 місяці (рахуючи від нижньої точки рецесії), щоб відновити робочі місця, втрачені під час кризи 1991 р., і 38 місяців у випадку з кризою 2001 р. (Раджан, 2011. С. 34). З огляду на особливості системи соціального захисту, проблема безробіття у США сприймається виборцями і відповідно політиками набагато гостріше, ніж в інших країнах. Політики різних партій знайшли вихід і паліатив для боротьби з цією проблемою у стимулюванні споживчого і житлового кредитування. Зокрема, Президент Б.Клінтон планував збільшити до кінця століття число домовласників в Америці до найвищої за її історію точки. Для того щоб зробити житло доступним для тих, хто не може сплатити перший внесок чи відсотки, він пропонував застосовувати "фінансову стратегію, що спирається на креативність і ресурси приватного й державного секторів" (Раджан, 2011. С. 34). Слід віддати належне А.Грінспену, який намагався звернути увагу Сенату на системні ризики, які можуть породити створені за ініціативою держави іпотечні агентства

⁵ 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>.

(Government-Sponsored Enterprise, GSE). На початку 2004 р. у своїй промові перед комітетом Сенату він сказав: "Ми не бачимо нічого на безпосередньому горизонті, що може породити системні проблеми. Але щоб запобігти можливим системним труднощам у майбутньому, які ми вважаємо імовірними, якщо експансія GSE не ослабне, якомога швидше слід вжити превентивних заходів" (Greenspan, 2013).

Забезпечення повної зайнятості є частиною мандата ФРС, тож вона не могла залишитися осторонь. Підтримуючи відсоткові ставки на низькому рівні, сигналізуючи про тривалий характер цієї політики і пропонуючи "пут Грінспена", вона всіма силами намагалася переконати фірми відновити інвестування і створення робочих місць. Р.Раджан пише: "ФРС, хоч і вважається незалежною, але перед нею стоїть нелегке завдання. Надзвичайно важко забезпечити швидке зростання робочих місць в інтегрованій, інновативній економіці, де фірми прагнуть використати рецесії для переорієнтації з метою підвищення продуктивності праці чи зміцнення своїх глобальних ланцюжків поставок, що може потребувати переміщення робочих місць за кордон" (Раджан, 2011. С. 223).

Точка зору Р.Раджана на причини монетарної експансії 1990–2000-х виявилася не надто опозиційною. Хоча А.Грінспен пояснює ухвалення рішення про зниження відсоткової ставки за федеральними фондами до 1% загрозою дефляції, у своїй книзі "Епоха потрясінь" він звертає особливу увагу на позитивний вплив цього кроку на доступність власного житла в країні: "Економіку в нелегкий період після 11 вересня підтримали споживчі витрати, пов'язані з ринком житла. ... До 2006 р. власний дім мали майже 69% сімей. Особливо істотним було зростання числа власників за рахунок іспаномовних і чорношкірих американців – ця група ставала більш заможною, і урядові програми підтримки низькоякісних кредитів дозволили багатьом представникам національних меншин вперше купити житло. Я вважаю, що підвищення частки власників житла зробило значну частину населення кривно зацікавленою в майбутньому країни, а це сприяло згуртуванню нації". Згуртування нації – це те, що потрібно було перед лицем зростання загроз з боку тероризму (Грінспен, 2008. С. 227).

Висновки

1. Загострення проблеми інфляції стимулювало ухвалення законодавчих актів, що нарешті наділили ФРС власними офіційними макроекономічними цілями та посилили її підзвітність. Закон "Про реформу Федеральної резервної системи" 1977 р. доповнював Акт "Про ФРС" від 1913 р. новою статтею щодо її цілей: "Рада керуючих і Федеральний комітет відкритого ринку повинні підтримувати довгострокове зростання монетарних і кредитних агрегатів, що відповідає довгостроковому потенціалу економіки щодо збільшення виробництва, з метою досягнення цілей максимальної зайнятості, стабільних цін і помірних довгострокових ставок". Враховуючи, що закон було ухвалено ще до того, як ФРС впоралася з двозначною інфляцією, вражає глибина і сучасність формулювання макроекономічних цілей ФРС. Воно починається з фундаментального призначення центрального банку – грошового і кредитного забезпечення довгострокового потенціалу збільшення виробництва, його монетизації (про що часто забувають – особливо країни з обмеженим монетарним суверенітетом) і виходить на цілі зайнятості, стабільних цін і помірних довгострокових ставок. Зазвичай говорять про "подвійний мандат" ФРС, оскільки здебільшого довгострокові ставки залежать від рівнів інфляції. Але, на нашу думку, третя ціль – не атавізм, на який ніхто не зважає, і не тавтологія з ціллю інфляції, як часто її трактують. ФРС

за головування П.Волкера з 1983 р. і в епоху А.Грінспена використовувала довгострокові ставки як індикатор інфляційних очікувань. Якщо довгострокові ставки зростають за рахунок іншого компонента – премії за ризик, ФРС також реагує, про що свідчить політика Operational Twist (вересень 2011–2012 рр.), коли ФРС купувала довгострокові боргові папери Казначейства за рахунок продажу короткострокових. Тобто можна вважати ціль підтримки довгострокових ставок, передбачену в Законі про ФРС, ціллю підтримки довіри на фінансових ринках.

2. У лекції з промовистою назвою "Муки центрального банкінгу", прочитаній у 1979 р. у фундації Якобсона, Голова ФРС А.Бернс зазначав, що для обмеження інфляції і подолання стійких інфляційних очікувань потрібна надто тривала жорстка монетарна політика, яка на той час видавалася йому неможливою в індустріальних демократіях. Та невдовзі П.Волкеру це таки вдалося. Анатомія успіху його політики, яку називають і монетаризмом, і практичним монетаризмом (визначення самого Волкера), і псевдомонетаризмом, є дуже повчальною. Ми б виділили такі її складові:

- для боротьби з інфляцією нарешті було застосовано такий потужний інструмент, як монетарна політика, а не "гуманну" і неефективну політику доходів. Політикум вочевидь був до цього готовий, призначаючи на посаду Голови ФРС людину з відповідними поглядами;

- запровадивши нову операційну процедуру монетарної політики з динамікою грошової маси замість відсоткової ставки в ролі проміжного орієнтиру, П.Волкер запропонував вихід із тупикової ситуації, коли інфляція оцінювалася двозначними числами, але існувала велика ймовірність рецесії. Членам Ради керуючих і ФКВР, що боялися підірвати економічну активність, психологічно легше було проголосувати за грошовий орієнтир, ніж за вищу відсоткову ставку. На своє виправдання можна було використати серйозну і авторитетну теорію – монетаризм. Тим паче, П.Волкер зізнавався, що у ФРС не було іншого хорошого орієнтира, щоб визначити, на скільки слід підвищувати відсоткові ставки. Політика обмеження грошової маси дала змогу досягти підвищення відсоткових ставок до рівнів, за які дуже важко було б зібрати досить голосів при безпосередньому голосуванні;

- ФРС вдалося взяти під контроль інфляційні очікування. *У суспільстві сформувалися стійкі очікування, що антиінфляційну політику буде припинено, як тільки почне зростати рівень безробіття. Щоб переламати цю тенденцію і повернути довіру до спроможності ФРС контролювати інфляцію, по-перше, антиінфляційна політика мала тривати після того, як зросте рівень безробіття. По-друге, інфляція не повинна була істотно зрости під час експансії, що настане після рецесії.* Довіру до антиінфляційної спрямованості монетарної політики П.Волкер здобув шляхом демонстрації стійкості позиції ФРС у боротьбі з інфляцією під час епізодів, коли стало чітко зрозуміло, що ФРС віддає перевагу стабілізації інфляційних очікувань перед стабілізацією економічної активності;

- монетарне таргетування проіснувало лише три роки – з жовтня 1979 по жовтень 1982 р., оскільки в умовах фінансової дерегуляції стабільний зв'язок між грошовими агрегатами й інфляцією було втрачено. У 1983 р. на зміну грошовим агрегатам у ролі проміжної цілі монетарної політики імпліцитно прийшли інфляційні очікування, індикатором яких були ставки за облігаціями. Прикладом поведінки за логікою цього монетарного режиму було підвищення ставки за федеральними фондами навесні 1983 р., після того як в умовах незмінних ставок ФРС і зниження інфляції ставки за облігація-

ми почали зростати. Виступаючи у Конгресі в 1987 р., П.Волкер визначав ціль ФРС саме через очікування: "Якою б не була фактична статистика інфляції, люди не повинні планувати інфляцію". Як бачимо, славнозвісне визначення цінової стабільності для центробанкіра належить не стільки А.Грінспену, як П.Волкеру. А.Грінспен у 1996 р. на симпозіумі в Джексон Хоулі сформулював його так: "цінова стабільність досягається, коли економічні агенти більше не враховують майбутні зміни загального рівня цін при прийнятті економічних рішень". Здобувши довіру до спроможності центрального банку контролювати інфляцію, держава могла дозволити собі цим скористатися для досягнення інших макроекономічних цілей, що й відбулося в епоху А.Грінспена і відбувається дотепер;

- поряд з появою системної антиінфляційної монетарної політики і зростанням науковості у проведенні і комунікації монетарної політики довгостроковими чинниками дезінфляції у США і у світі в цілому стали економічна глобалізація і фінансова лібералізація.

3. Монетарний режим, закладений П.Волкером, було збережено і в епоху Грінспена. В його рамках відсоткова ставка центрального банку змінюється у відповідь на відхилення інфляційних очікувань від цінового орієнтира (імпліцитного – явним він став уже в 2012 р.) і оцінку зміни ступеня використання виробничих ресурсів.

4. Метою координації політики ФРС з Казначейством і Адміністрацією Президента з боку ФРС завжди з 1951 р. було прагнення обмежити дію бюджетного чинника інфляції, а з боку Президента і Казначейства – звісно, домогтися більш м'якої монетарної політики. Втім кожен Голова ФРС, Президенти та їх команди надавали цій координації особливих рис. В.Мартін прагнув донести органам влади важливість цінової стабільності і бюджетної дисципліни як фактора цієї стабільності, але якщо вже дефіцит було затверджено, вважав обов'язком ФРС забезпечити спроможність фінансових ринків його профінансувати на умовах, встановлених Казначейством. Тож як тільки бюджетні дефіцити почали зростати, спроможність ФРС контролювати інфляцію стала падати. А.Бернс вважав монетарну політику надто жорстким і неефективним інструментом боротьби з інфляцією, перш за все інфляцією витрат. У його розумінні роль ФРС у координації полягала у заохоченні Президента і Казначейства до боротьби з інфляцією за допомогою політики доходів. В обмін на відповідні дії він пропонував м'яку монетарну політику. Оскільки трактування інфляції як інфляції попиту чи інфляції витрат, а отже, і вибір інструментів боротьби з нею фактично залежали від правильності оцінки потенційних ВВП чи темпів його зростання, а також оскільки політика доходів втрачає ефективність, якщо застосовується надто довго, споживчі ціни в цей період зростали двозначними темпами. Зрештою, у виконанні А.Грінспена формула координації з Казначейством і Адміністраціями президентів виглядала так: ефективний бюджет як спосіб знизити довгострокові відсоткові ставки за рахунок зменшення інфляційних очікувань в обмін на зниження короткострокових ставок ФРС.

5. Перехід ФРС до таргетування інфляційних очікувань дозволив безболісно перейти від секретності до прозорості монетарної політики. У 1994 р. ФРС почала оприлюднювати цільові орієнтири щодо ставки за федеральними фондами, імовірні напрями майбутньої грошово-кредитної політики та іншу інформацію відразу після засідання ФКВР.

6. А.Грінспен повернув у практику монетарної політики випереджальну антициклічність, яку В.Мартін називав вилученням чаші з пуншем

у розпал вечірки, а Грінспен – космічним терміном "м'яка посадка", що натякав на віртуозність управління фінансовим ринком, – так власне його політику і сприймали. Таку "м'яку посадку" – плавне циклічне сповільнення – ФРС влаштувала економіці у 1994–1995 р. Відсоткові ставки було підвищено ще до прискорення інфляції, щоб потім не застосовувати ще більш жорстокої політики. Пом'якшити реакцію фінансових ринків ФРС намагалася і шляхом завчасного попередження про необхідність і можливість підвищення ставок.

7. Звичайно, і за головування у ФРС П.Волкера, і тим більше під час тривалої епохи А.Грінспена ФРС не забувала про ту частину свого мандату, що стосується зайнятості. Навпаки, стабілізація інфляційних очікувань розширила можливості для монетарної підтримки економіки. Із середини 1997 р. до середини 2004 р. ФРС проводила надзвичайно м'яку монетарну політику, незважаючи на низьку інфляцію і ознаки появи бульбашок на ринках активів. Підставами для такої політики були:

- підвищення продуктивності праці (показник, якому А.Грінспен як фахівець з бізнес-прогнозування приділяв дуже велику увагу), що виправдовувало монетизацію здорового економічного зростання;

- прагнення підтримати впевненість в економіці після колапсу на ринках активів у 2000 р., терактів вересня 2001 р., серії гучних корпоративних скандалів у 2002 р., війни в Іраку у 2003 р.;

- віра в мудрість і об'єктивність (зростання внаслідок фундаментальних процесів) фінансових ринків;

- зростання могутності фінансового сектора, а отже і його можливостей лобювати свої інтереси (у 1995–1999 рр. Казначейство США очолював Р.Рубін, який до цього двадцять шість років працював у Goldman Sachs, а у 2006–2008 рр. – Г.Полсон, який пропрацював у цьому ж інвестиційному банку понад тридцять років);

- страх перед дефляцією і загрозою втраченого десятиліття, яке переживала Японія;

- загострення проблеми "відновлення без створення робочих місць". Одна з його причин – у певний момент технологічний прогрес набрав такої швидкості, що навіть уславлена гнучкість американського ринку праці не давала змогу безробітним швидко перекваліфікуватися і знайти роботу. Друга причина – надзвичайно гнучка й інновативна економіка США, де фірми реагують на рецесії удосконаленням технологій, переміщенням робочих місць за кордон і т.п. За системи соціального захисту, що не дає змоги довго проіснувати без роботи, найменше загострення проблеми зайнятості стає дуже болючим для суспільства і політикуму. У її вирішення включаються всі органи влади, в тому числі ФРС, у якої зайнятість є частиною мандату. Підтримуючи відсоткові ставки на низькому рівні, сигналізуючи про тривалий характер цієї політики і пропонуючи "пут Грінспена", ФРС усіма силами намагалася переконати фірми відновити інвестування і створення робочих місць;

- підтримка державної політики у житловій сфері, що завдяки збільшенню частки власників житла мала на меті зміцнення середнього класу, компенсацію невизначеності, пов'язаної з феноменом відновлення без створення робочих місць і згуртування нації перед лицем зростання терористичних загроз.

Імпліцитний суспільний договір у цей період передбачав свободу і підтримку фінансового сектора в обмін на кредитування соціальних програм і створення нових робочих місць.

Література

- 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 прогнозув. – 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.
- Hetzl 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.
- Sc्रेft 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)

References

- Grinspen A. (2008). Jepoha potrjasenij: 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). Serednostrokovaya 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 prognosuv. – 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: ООО "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)
- Sc्रेft 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) (In English)

Надійшла до редакції 10.03.2016 р.

**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)**

Tetiana Krychevska

Author affiliation: PhD in Economics, Leading Researcher, Institute for Economics and Forecasting, NAS of Ukraine. E-mail: 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.