

КОНЕЦ ПРЕКРАСНОЙ ЭПОХИ

К уходу Алана Гринспэна с поста руководителя ФРС

Трофимов Г. Ю.

*Везение – это сухой остаток
трезвого расчета*

Завтра пройдет последнее заседание Федеральной Комиссии Открытых Рынков с участием Алана Гринспэна, после чего он оставит свой пост. Выражаясь пафосно, с ним уходит целая эпоха. Прошедшие 18 лет его руководства Федеральной Резервной Системой (ФРС) были самыми успешными в экономической истории США последнего столетия. Сам Гринспэн стал неформально олицетворять экономическую власть не только в Америке, но и во многих странах, интегрировавшихся в глобальную экономику. До него ни один глава ФРС не играл такой важной роли. Некоторое время назад мы посвятили обзор его преемнику – новому руководителю этого ведомства Бену Бернанке. Здесь рассматриваются ключевые аспекты и значимые эпизоды, характеризующие монетарную политику под руководством Гринспэна.

1. Основные результаты

В период Гринспэна завершилась борьба с инфляцией в США, начавшаяся в 1979 г. Долговременные инфляционные ожидания были локализованы в узком интервале около 2% годовых. Показателем доверия является устойчивый 2-х процентный разрыв по ставкам номинальных и индексированных казначейских облигаций. Фактическая инфляция в США снизилась с 4% в конце 80-х годов до 1.5% в начале текущего десятилетия. По некоторым оценкам, разделяемым самим Гринспэном, задача обеспечения ценовой стабильности была окончательно решена к середине 2003 г.

Как следствие этих изменений, заметно расширились возможности монетарной политики. Ее реальные эффекты были невелики в условиях инфляционного «фона», сохранявшегося еще в 80-е годы. Попытки воздействовать на агрегированный спрос и предложение с помощью денежных инъекций лишь усиливали инфляцию. Поэтому вплоть до 80-х годов монетарной политике отводилась второстепенная роль. В период Гринспэна произошли радикальные сдвиги: монетарная политика стала основным инструментом антициклического регулирования.

В результате за прошедшие 18 лет удалось добиться стабилизации экономической динамики и обеспечения устойчивого долговременного роста. Среднегодовой рост ВВП был на уровне выше 3%. Две произошедшие (в начале 90-х и в начале 2000-х годов) рецессии носили необычайно быстротечный и неглубокий характер. Произошло снижение безработицы до уровня, близкого к естественному, то есть не усиливающему инфляцию. Она составила в среднем 5.6% в период 1988-2003, опускаясь даже до 4% в периоды напряженного рынка труда.

По нашему мнению, именно снижение волатильности ВВП и занятости, а не собственно контроль над инфляцией можно считать главным конечным результатом политики Гринспэна. С точки зрения стратегии долговременного роста управление инфляцией – это скорее средство, а не цель. Американская экономика стабилизировалась и ускорила рост в эпоху глобальной нестабильности и кризисных ситуаций. В большой мере это произошло благодаря монетарной политике, проводившейся под руководством Гринспэна.

2. Начало

До начала руководства монетарной политикой США, Гринспэн не имел к ней прямого отношения. Он занимался много лет консалтинговой деятельностью в разных структурах, был топ-менеджером крупнейших корпораций, таких как Алкоа, J. P. Morgan, General Foods и других. Несколько лет (1974-77) он занимал пост руководителя группы экономических советников при президенте Форде. В 80-е годы Гринспен был председателем национальной комиссии по реформированию пенсионной системы и работал в команде советников при Рейгане. Он занимал множество общественных позиций и получил ряд престижных наград. Не имея непосредственного отношения к денежно-кредитной сфере, Гринспен все-таки неслучайно стал председателем Федерального Резерва.

Это произошло 8 августа 1987 г. незадолго до октябрьского кризиса на американском фондовом рынке. Проблема была в том, что 20%-ному обвалу рынка 20 октября предшествовал трехлетний период ослабления монетарной политики (с лета 1984 до весны 1987 г.). Вместе с раздувавшимся фондовым пузырем создавалась угроза инфляционного давления, уже проявившегося в падении курса доллара. Поэтому первым шагом нового руководителя стало повышение учетной ставки на 50 базисных пунктов (в начале сентября). Однако последовавший вскоре крах рынка заставил Гринспена резко изменить намерения, а также инструменты политики. По его инициативе в начале января 1988 г. ФРС сократила учетную ставку и отказалась от механизма целевых заданий по

кредитам банковской системе. Целью экстренных мер было массированное впрыскивание ликвидности в экономику для стабилизации финансовых рынков, поддержки банковской и платежной системы и недопущения резкого спада потребительских расходов. Действия Гринспэна выглядели непоследовательными, почему и вызвали резкое сопротивление коллег в руководящем органе ФРС – Федеральной Комиссии Открытого Рынка (ФКОР). Однако быстрое преодоление кризиса, угрожавшего глубокой рецессией, подтвердило его правоту. Уже весной 1988 г. ФРС вновь вернулась к антиинфляционной политике, продолжив цикл повышения учетной ставки.

События 1987-88 гг. продемонстрировали незаурядные способности Гринспэна в роли антикризисного управляющего. В дальнейшем он не раз проявлял готовность незамедлительно и эффективно действовать в экстренных ситуациях. Список последующих шоковых событий, в которых проявился этот талант, достаточно широк. Это и первая война в Ираке 1991 г., и российский дефолт 1998 г. с последовавшим крахом хедж-фонда Long Term Capital Management, и события 2001 г. – крах фондового рынка и террористическая атака 11 сентября 2001 г, и другие эпизоды. В большинстве этих случаев Федеральный Резерв обеспечивал экстренное предложение ликвидности для предотвращения расстройств финансовых рынков.

3. Теоретическая парадигма

Судя по всему, Гринспэн был с самого начала свободен от каких-либо догм и установок кроме главной цели ФРС – поддержания долговременной ценовой стабильности и устойчивого роста. Его теоретическая парадигма создавалась постепенно, с учетом накопленного опыта и решения конкретных проблем. На первом этапе его руководства теоретические вопросы особо не обсуждались, а Гринспэн действовал исключительно как прагматик. Однако в последнее время им все чаще формулируются положения, которые можно считать концептуализацией собственной деятельности.

Гринспэн исходит из сложности, непредсказуемости и нестационарности реальной экономики. Для нее в принципе не существует какой-то правильной макромоделей. Есть спектр «рабочих» моделей, которые должны настраиваться и оцениваться по новой информации. Каждая из них дает частичный ответ на вопросы или воспроизводит один из возможных сценариев развития. Всегда есть вероятность выбора модели (сценария), адекватной в одних ситуациях, но ошибочной в других. Поэтому принятие решений в монетарной политике должно учитывать, прежде всего, фактор неопределенности.

Ключевым понятием в теоретической парадигме Гринспэна является управление рисками на основе байесовского подхода. Под этим подразумевается оценка возможных

состояний экономики, вероятностей их реализации и воздействий монетарной политики на окончательные исходы. Решения должны приниматься не только на основе распределения вероятностей, но и с учетом ожидаемых потерь или выигрышей. Максимизация целевой функции (ожидаемой полезности) диктует благоразумный выбор: в некоторых случаях надо отказаться от рассмотрения наиболее вероятных сценариев, ради того, чтобы избежать маловероятных, но опасных ситуаций. Из этой концептуальной системы принятия решений следуют два неформальных правила, которыми Гринспэн неизменно руководствовался. Во-первых, нужно делать упор на вероятностное прогнозирование, разрабатывая сценарии альтернативных исходов и вероятностей их реализации. Во-вторых, необходимо принимать упреждающие меры против особо опасного исхода, даже если его вероятность невелика.

Если говорить о принадлежности к конкретному направлению экономической теории, то Гринспэна можно считать неортодоксальным монетаристом. Он не принимал идеи стабильных формальных правил монетарной политики, хотя руководствовался долговременными установками. Для ФРС это явно сформулированная двойная цель: контроль над инфляцией и поддержка экономического роста (обеспечение занятости). Гринспэн аргументировал свое отношение к формальным правилам политики тем, что в сложных правилах нет смысла, так как они малопонятны и неоперациональны. А простые правила часто неприменимы в нестандартных ситуациях, и тогда от них следует отказываться. Но в таком случае сами правила теряют смысл.

Это, в частности, относится к установлению учетной ставки в зависимости от инфляции и безработицы (типа так называемого правила Тэйлора) и целевых заданий инфляции (таргетированию). Учетная ставка является главным инструментом ФРС, и жесткое следование подобному правилу может быть неоптимальным в нестандартных условиях, на которые оно не распространяется. Например, адекватной моделью экономики в каких-то случаях может оказаться не монетаристская, а кейнсианская, и прямолинейное следование правилу Тэйлора будет заведомой ошибкой.

В целевых заданиях инфляции, по мнению Гринспэна, также нет необходимости, если статус независимой монетарной власти уже утвержден. Эти задания являются одним из решений проблемы доверия, так как сам факт их установления демонстрирует серьезность намерений монетарной власти, повышает планку ответственности и прозрачности политики. Но доверие было достигнуто и в ряде стран, не применявших таргетирование инфляции, а установивших долговременную стабильность цен в качестве приоритетной цели. Кроме того, эта же система может усугубить недоверие к политике, если заявленные задания систематически не выполняются.

4. Инновации

Если исходить из известных теоретических схем, Гринспэн представляет собой тип консервативного центрального банкира. Он действовал не по правилам, а скорее по усмотрению, но по личным убеждениям был и остается последовательным противником инфляции. Теоретически, наличие такой фигуры у руля может решить проблему доверия к политике. Однако консерватизм Гринспэна является в данном случае лишь синонимом его антиинфляционных принципов. На практике он проявлял гораздо больше новаторства, чем консерватизма.

Помимо упомянутого выше подхода к управлению рисками, можно отметить такие инновационные черты его политики как игра на упреждение, гибкость стратегии и эффективное управление долгосрочными и краткосрочными инфляционными ожиданиями. Кроме того, следует обратить внимание на новаторский стиль коммуникации с рынками и принятия решений в рамках Федерального Резерва.

Необходимость упреждающих действий обусловлена сложностью механизма монетарной трансмиссии в экономике с развитой финансовой системой. В очень упрощенной форме, он действует по следующей цепочке причинных связей. Изменение учетной ставки приводит к переоценке активов и обязательств финансовыми рынками. Далее фирмы и домохозяйства принимают решения о реальных инвестициях и сбережениях, что ведет к изменениям в производстве и занятости. Изменения дисбалансов на рынках товаров и факторов (например, снижение или рост безработицы) влекут усиление или ослабление инфляционного давления. Работа такого механизма требует длительного периода (в среднем 1.5 года) для передачи импульса учетной ставки на фактический темп инфляции. Поэтому, принимая эффективные антиинфляционные меры, необходимо действовать заранее, реагируя на самые ранние сигналы.

Гибкий подход к монетарной политике необходим из-за нестационарности экономики. В последние два десятилетия в экономике США ускорились структурные изменения, а сама она приобрела большую степень гибкости. Наиболее ярко эти сдвиги проявились в неожиданном росте продуктивности с середины 90-х и в угрозе дефляции в начале 2000-х, возникшей впервые за много десятилетий. В такой «нестационарной среде» неприменимы не только жесткие правила, но и более общие и «устоявшиеся» теоретические рекомендации монетарной политики.

Хотя Гринспэн отказался от целевых заданий инфляции, ФРС использует неявное таргетирование с долговременным значением 2% и коридором для краткосрочных инфляционных ожиданий. Такая система дает властям свободу маневра в краткосрочном

периоде без риска сползания в инфляционную спираль. Фактическая инфляция в США варьировала в 90-е и начале 2000-х годов от 1.5 до 3.5% годовых, при этом отклонения вверх от долговременной цели не приводили к усилению инфляционного давления. Подобное положение позволило воздействовать на инфляцию и экономическую активность без ощутимых последствий. Например, временные смягчения политики уже не вызывали массовых пересмотров номинальных контрактов. Действие инфляционной спирали заметно ослабло, что стало возможным благодаря доверию к долговременному целевому значению. Система неявного таргетирования краткосрочных инфляционных ожиданий была двусторонней, так как в связи с дефляционными рисками в начале 2000-х де-факто была введена нижняя граница коридора.

Специфика коммуникации с рынками заключалась в том, что ФРС действовала и как рациональный игрок, и как координатор ожиданий. Цель долговременной ценовой стабильности постоянно поддерживалась недвусмысленными и регулярными выступлениями Гринспена. Одних лишь действий с помощью краткосрочных инструментов недостаточно для обеспечения долговременного доверия. Понадобилось также повышение информационной прозрачности, системности и предсказуемости политики. В большинстве случаев решения ФКОР прогнозировались рынками заранее и с высокой степенью точности. При этом отсутствие формальных правил не было помехой: движения ставок по длинным бумагам нередко опережали изменения учетной ставки.

Выработка и принятие решений в ФРС были в достаточной мере открытыми. Во многих случаях у Гринспэна и его коллег не было готовых ответов, и решения рождались в процессе дискуссий. Благодаря своему председателю Федеральный Резерв усилил акцент на научно-исследовательскую деятельность как основу принятия решений. Особый интерес лично Гринспэна был к совершенствованию получения данных о реальной экономике. Научная составляющая работы ФРС заключалась не только в применении строгих математических моделей, но и в учете исторических параллелей, а также мнения практиков. Нередко оказывался востребованным опыт отдаленного прошлого, например, Великой Депрессии.

Коммуникации с рынками и стиль принятия решений под руководством Гринспэна представляют собой отдельную интересную тему, выходящую за рамки данного обзора. Ниже мы остановимся на некоторых аспектах монетарной политики, демонстрирующих его новаторский подход.

5. Управление рисками

Подход к управлению рисками является ключевым в концепции Гринспэна. Монетарной власти всегда приходится иметь дело с неопределенными исходами и распределениями вероятностей. Но в условиях быстро меняющейся экономики апробированные модели и количественные прогнозы становятся особенно ненадежными, поэтому следует также опираться на субъективные оценки рисков. Все решения Гринспэна, так или иначе, отвечали такой установке, но две ситуации ярче других иллюстрируют его подход.

Первая связана с последствиями российского дефолта 1998 г. Он мог вызвать цепочку банкротств американских финансовых институтов и расшатать рынки (крах LTCM был началом процесса). Предвидя такую возможность, ФРС пошел на резкий сдвиг политики. В тот момент экономика США находилась на устойчивой траектории роста, и, начиная с 1994 г., ФРС постепенно повышал учетную ставку, обеспечивая контроль над инфляцией. Однако на короткий период, в четвертом квартале 1998 г., данная тенденция была резко ослаблена, и банки получили необходимый объем ликвидности. Это было необходимо для поддержки длинных позиций на финансовых рынках, снижения кредитных спрэдов и предотвращения общей паники. Гринспэн понимал, что вероятность финансового кризиса в тот момент была на самом деле мала, но возможные потери были несопоставимы с последствиями незначительного повышения инфляции. К концу 1999 г. инфляция не превысила 3%, но худший из рисков был заранее снят.

В чем-то схожая ситуация возникла в период рецессии, начавшейся в 2001г., после обвала американского фондового пузыря в сентябре 2000 г., и усугубившейся из-за террористической атаки 11 сентября и корпоративных скандалов. Впервые за 40 лет ФРС пошел на беспрецедентное снижение учетной ставки. За весь 2001 год она была снижена на 475 базисных пунктов, а затем – еще на 75 пунктов, достигнув 1% к июню 2003 г. Рецессию удалось смягчить: как и в начале 90-х спад оказался незначительным и быстро сменился восстановлением, что произошло во многом благодаря ФРС. Угроза полномасштабной рецессии тогда реально существовала, причем потери были бы несопоставимы с инфляционными эффектами, вероятность которых была не очень велика. Угроза инфляции к тому моменту отошла на второй план, в основном, благодаря стабилизации инфляционных ожиданий в 90-е годы. Однако инфляционный риск необходимо было принимать в расчет – поэтому выбор Гринспэна был далеко не так однозначен, как может казаться «задним числом».

6. Политика упреждения

Отличие действий Гринспэна от предшествующих не очень удачных опытов применения анти-циклической политики заключалось в эффективной игре на опережение. Ранее монетарная власть не успевала вовремя среагировать на изменения цикла, в результате чего политика не сглаживала, а еще больше раскачивала экономику. Например, повышение ставки в фазе разогрева срабатывало уже на понижательной стадии цикла и усугубляло рецессию.

Действия ФРС на опережение демонстрируются оценками регрессий для так называемого модифицированного правила Дж. Тэйлора. Оно выражает линейную зависимость *номинальной* учетной ставки от фактического изменения темпа инфляции и отклонения безработицы от естественного уровня. Коэффициенты регрессии для периода 1987-2003 превосходят единицу и даже близки к 2. Это означает что, во-первых, ФРС руководствовалась принципом, рекомендованным Тэйлором: зарождающийся инфляционный всплеск следует гасить увеличением *реального* процента. Во-вторых, в указанном периоде монетарная власть принимала активные превентивные меры, так как циклические сдвиги безработицы опережают изменения инфляции.

Политика упреждения использовалась Федеральным Резервом с первых лет руководства Гринспэна в отношении трех основных рисков – рецессии, инфляции и дефляции. В первом случае применялось ослабление политики, во втором – ужесточение, а в третьем – приспособливающееся ослабление. Рассмотрим соответствующие эпизоды.

Смягчение политики происходило в 1989-90 гг. для предотвращения надвигавшейся рецессии. В предыдущие два года (после упомянутого выше кризиса 1987 года) происходило быстрое увеличение процентных ставок для подавления возникшей ранее инфляционной тенденции. В результате этой политики учетная ставка достигла почти 10%. Поэтому, начиная с лета 1989 г. процентные ставки снижались для предотвращения рецессии, несмотря на инфляционный всплеск (базовая инфляция в начале 1990 г. достигала даже 5%). Выполнить эту задачу не удалось, однако рецессия, все-таки начавшаяся в конце 1990-го, была одной из самых мягких в послевоенный период. Такое смягчение было обеспечено, несмотря на два негативных обстоятельства. Это, во-первых, скачок нефтяных цен из-за войны в Кувейте и, во-вторых, кризисное состояние банковской системы, отчасти вызванное предыдущим циклом повышения процентных ставок. Чтобы поддержать процесс восстановления, фаза мягкой политики продолжалась три года – до сентября 1992 г., когда учетная ставка достигла тридцатилетнего минимума 3%.

Антиинфляционные превентивные действия предпринимались, начиная с февраля 1994. За последующий год учетная ставка повысилась на 300 базисных пунктов до 6%.¹ Агрессивное ужесточение политики происходило при фактической инфляции 2.5-3% для предотвращения ее возможного усиления. Благодаря этим мерам инфляцию удалось удержать до конца 90-х в пределах 3%, однако темпы роста ВВП в 1995-1997 гг. оказались ниже потенциально возможных (без принятия жестких упреждающих мер) примерно на один процентный пункт. Как отмечал сам Гринспэн, в тот период было важно закрепить достижения монетарной политики предшествующих 15 лет. Поэтому определенные жертвы были вполне оправданы. Кроме того, ФРС избежала необходимости действовать еще более жестко и возможно с большими потерями для подавления уже усилившейся инфляции. Напротив, в 1995-1996 г. власть смогла пойти на некоторое смягчение политики (относительно правила Тэйлора), несмотря на то, что фактическая инфляция превышала долговременную цель.

Упреждающие анти-дефляционные меры проводились в 2002-2004 г. Экономика тогда уже вышла из рецессии, но агрегированный спрос еще был вялым. Из-за агрессивного снижения учетной ставки (до 1% в июне 2003 г.) возникла угроза дефляции. (Этому были и причины немонетарного характера, например, рост продуктивности и удешевление импорта). Приближение учетной ставки к нулевому уровню представляло большую опасность. При нулевом номинальном проценте и падающих ценах начался бы рост реального процента, еще больше угнетающий экономическую активность. Подобная ликвидная ловушка, в которую попала экономика Японии в конце 90-х, могла привести к длительной стагнации. В такой ситуации стимулирующие возможности монетарной политики резко сужаются, так как не может быть использован ее главный рычаг – процентная ставка.

Сопоставляя вероятные потери и выигрыши, ФРС поставил на первый план угрозу дефляции. Смысл превентивных анти-дефляционных мер, предпринятых в 2002-2004 г., заключался в том, чтобы сохранить максимально допустимую мягкую политику, но не оказаться на нулевой границе процентной ставки. Инфляция за 2002 г. поднялась с 1.3% до 2%, но незначительная вероятность дефляции еще сохранялась. Поэтому уровень 1% поддерживался еще много месяцев, вплоть до июля 2004 г.

¹ Аналогичным образом ФРС действовала с начала 1999 по май 2000 г., поднимая для предотвращения инфляции учетную ставку с 5% до 6.5%.

7. Политика последствий

Проблема, которая была и остается дискуссионной, это отношение монетарной власти к ценам активов. В свое время известный экономист Алкиан обосновывал включение цен финансовых и прочих активов в некий обобщенный индекс инфляции. В последнее время такие предложения не рассматривались, но серьезную критику вызывало нежелание Гринспэна принимать меры против раздувания фондового пузыря во второй половине 90-х (в последние годы подобная критика больше касалась пузыря на рынке недвижимости).

Рост американского фондового рынка имел тогда множество причин, таких как глобализация, финансовая либерализация и бум вокруг «новой экономики». Но немалую роль сыграла и стабилизация инфляционных ожиданий, давшая устойчивый экономический рост и открывшая новые перспективы для получения прибылей. В какой-то мере раздувание фондового пузыря было порождено успешной политикой Федерального Резерва. Рост котировок акций, в свою очередь, стимулировал новые инвестиции, технологические сдвиги и повышение продуктивности. Все это накладывалось на оптимистический настрой участников рынка, которые, по всей видимости, переоценивали происходившие фундаментальные изменения.

В данном случае Гринспэн не захотел идти на превентивные меры для охлаждения спекулятивной игры, хотя для его оппонентов угроза обвала рынка и шоковых последствий для экономики казалась очевидной. Его аргументация основывалась на сложности формальной идентификации фондового пузыря и на имевшихся данных о влиянии процента на фондовый рынок. Они свидетельствовали, что умеренное ужесточение монетарной политики не способно дать сдерживающий эффект, если большинство участников настроено на рост. Например, в упомянутых выше ситуациях повышения учетной ставки в 1989 г. (на 300 б. п.) и в 1999 г. (на 150 б. п.), фондовый рынок продолжал расти несмотря на ужесточающие меры. Более радикальные шаги, может быть, и остановили бы спекулятивную игру, но имели бы разрушительное воздействие на экономику. Поэтому Гринспэн считал более правильным не предотвращать обвал рынка активов неоправданно высокой ценой, а принимать антикризисные меры «задним числом». Так он действовал в силу обстоятельств после краха 1987 г. и уже намерено – после обвала 2000 г.

8. Гибкость политики

Выше упоминалось модифицированное правило Тэйлора, которое характеризует общую тенденцию проводившейся политики. Однако инновационные, нестандартные

действия Федерального Резерва выявляются не коэффициентами регрессии для подобного правила, а остаточными членами. Отклонения от тенденции особенно значительны в те периоды, когда решения принимались вопреки рекомендациям теории и правилам монетарной политики.

В таких ситуациях проявлялась способность Гринспэна распознавать начало совершенно новых процессов в экономике. Яркий пример – структурные сдвиги второй половины 90-х годов. В тот период реализовались технологические изменения, благодаря которым ускорился рост продуктивности, и снизился естественный уровень безработицы. Но рынок труда оказался сильно перегретым: темп роста почасовой зарплаты ускорился с 2.2% в 1995 г. до 7% в 2000 г. В то же время рост цен сдерживался ускоряющейся производительностью, и по этой причине не возникала инфляционная спираль «заработная плата-цены». Это позволило ФРС не ужесточать политику², даже когда уровень безработицы опустился до 4%, то есть оказался ниже существовавшей долговременной оценки инфляционного «порога». В предыдущие годы такие действия привели бы к росту инфляции, но в данной ситуации удалось поддержать относительно высокие темпы роста ВВП (примерно 4%), сохранив приверженность цели долговременной ценовой стабильности.³

Внешне такой сдвиг политики мог выглядеть как рискованный шаг. Однако он был выверен кропотливыми систематическими исследованиями на микроуровне, проводившемся под руководством Гринспэна еще с 1993 года. Он уже тогда обратил внимание на необычно высокий уровень заказов на новое высокотехнологичное оборудование в ряде секторов. В дальнейшем структурный сдвиг нашел отражение в статистических макроданных, которые однако были бы запоздалыми для принятия подобного решения. Количественные макромоделю, оцененные по прошлым временным рядам, также не позволяли своевременно выявить снижение естественного уровня безработицы.

В течение 90-х годов было много разговоров о рождении «новой экономики». Руководство ФРС более трезво оценивало происходившие сдвиги и осознавало ограниченность временных рамок для данных процессов. Поэтому оно пошло на упреждающие меры уже при первых признаках инфляционных рисков в конце десятилетия.

² Поэтому в период 1996-98 гг. остаточные члены в уравнении правила Тэйлора оказываются отрицательными.

³ Похожим образом ФРС действовала в период «подъема с безработицей» 2003-2005 г., придерживаясь длительное время нейтральной политики. Но это происходило при необычайно низких темпах роста заработной платы.

9. Наследство

Оценка «наследия» Гринспэна является в данное время предметом дискуссий, равно как и многие его прошлые решения в бытность главой ФРС. Но основной факт бесспорен: американская экономика качественно изменилась в период его руководства. Достаточно вспомнить, что еще в 80-е годы она приводилась в качестве примера недостаточной эффективности и динамичности по сравнению, например, с японской экономикой, сотворившей «чудо роста». Сейчас ни японская, ни европейская модели не выдерживают сравнения с американской по главным качествам – гибкости и динамизму. Экономика США демонстрирует поразительную устойчивость к внешним шокам, таким как трехкратный рост цен на нефть. Эти качества развились не в последнюю очередь благодаря достигнутой стабилизации ценовых ожиданий, и они же могут облегчить проведение эффективной монетарной политики в дальнейшем. О других результатах руководства Гринспэна мы говорили в самом начале.

Неоднозначность оценок вытекает, главным образом, из наличия глубоких макроэкономических дисбалансов, накопленных США в последние годы (дефициты бюджета и платежного баланса, пузыри активов, государственный и частный долг). Но они возникли из-за множества процессов помимо политики ФРС, включая фискальную экспансию, происходящую с 2001 г. Федеральному Резерву вменяют в вину необычайно низкие процентные ставки, создавшие избыток ликвидности на рынках активов и усугубившие дисбалансы. Однако, как говорилось выше, такая политика была оправдана ввиду угрозы рецессии и дефляции.

Тем не менее, руководство ФРС продолжает считать, что лучше до какой-то поры накапливать дисбалансы, чем действовать на опережение, идя на слишком большие потери. Возможно, это и правильная стратегия, если учитывать, что будущее может предоставить более легкие средства для ликвидации последствий данных процессов. Например, если вдруг ускорится рост продуктивности, или еще больше повысится гибкость американской экономики, то возможности «антикризисного менеджмента» существенно расширятся.

Проблема, однако, не только в самих дисбалансах и угрозе «жесткой посадки». Запас прочности в механизме стабилизации инфляционных ожиданий, созданном Гринспэном, конечно, имеется, но он ограничен. В ближайшие годы вероятно повторение сценария конца 80-х. Падение курса доллара, неизбежное при огромном дефиците платежного баланса, возобновит действие инфляционных тенденций. Перед ФРС встанет тогда необходимость повышать учетную ставку до 6%, а может и намного выше. Иначе возможен возврат в инфляционное прошлое, которого Гринспэн старался избежать любой

ценой. В 1988-1989 г. шоковый метод предотвращения инфляции был приемлемым, поскольку американская экономика была не так чувствительна к резкому увеличению процента, как в настоящее время. Сейчас же Федеральный Резерв настроен на очень осторожный темп повышения учетной ставки. Однако в какой-то момент монетарная власть может оказаться перед жестким выбором между двумя альтернативами: борьбой с инфляцией либо с безработицей, а сама возможность одновременного достижения этих целей останется в «прекрасном прошлом».