

ФЕДЕРАЛЬНАЯ РЕЗЕРВНАЯ СИСТЕМА США НА ПОРОГЕ ПЕРЕМЕН

Новый этап в истории Федеральной резервной системы США (ФРС) – «эра пост-Гринспена», считают эксперты, уже началась. Она связана с именем одного из самых влиятельных членов совета управляющих ФРС Б. Бернанка (B. Bernanke).

В то время как продолжительный срок пребывания 77-летнего А. Гринспена (A. Greenspan) в должности председателя совета управляющих ФРС подходит к концу, в недрах центрального банка США растет осознание необходимости переосмысления его политики. Хотя президент Дж. Буш сказал, что намерен вновь предложить А. Гринспена на должность главы ФРС еще на четырехлетний период, большинство экспертов полагают, что он покинет свой пост на следующий год после предстоящих президентских выборов, вероятно, в 2005 году.

А. Гринспен, приверженец гибкого подхода к денежно-кредитной политике, считает, что ФРС нуждается в максимальной свободе действий, чтобы управлять риском и бороться с финансовыми кризисами. Б. Бернанк, который вошел в состав совета управляющих ФРС в августе 2002 г., а до этого времени возглавлял факультет экономики Принстонского университета, является горячим сторонником таргетирования инфляции центральным банком, что, по его мнению, делает денежно-кредитную политику более предсказуемой.

Среди своих коллег по совету управляющих Б. Бернанк уже прослыл как независимый, классический университетский ученый. Миссия Б. Бернанка, по-видимому, состоит в том, чтобы встряхнуть ФРС. Р. Г. Хаббард (R. G. Hubbard), бывший глава Совета экономических консультантов при президенте США, а сейчас – преподаватель Колумбийского университета, который рекомендовал Б. Бернанка в совет управляющих ФРС, отметил, что «ФРС нуждается в известном экономисте, в применении новых идей и обсуждении их». По мнению нынешнего главы Совета экономических консультантов Н. Г. Мэнкью (N. G. Mankiw), очень важно, чтобы в ФРС работала группа талантливых людей, способных к серьезным размышлениям, и в этой роли Б. Бернанк может быть очень эффективным.

Взгляды Б. Бернанка отождествляются с двумя тесно переплетающимися проблемами, которые оказывали сильное влияние на деятельность ФРС в течение всего послевоенного периода: таргетирование инфляции и повышение прозрачности центрального банка. Б. Бернанк уже завоевал сторонников в ФРС. Ключевой фигурой среди них является У. Пул (W. Poole), президент Федерального резервного банка Сент-Луиса, который высказался за публичное объявление центральным банком допустимого предела инфляции. Таргетирование инфляции поддержал также Дж. А. Броддас (J. A. Broadus), президент Федерального резервного банка Ричмонда.

Б. Бернанк старательно избегает прямых столкновений со своими противниками, в частности с А. Гринспеном. Отношения между ними остались уважительными, но Б. Бернанк не поддерживает публично председателя Совета управляющих даже по вопросам, в которых их позиции сходятся.

Вопреки мнению, что профессору стать политиком труднее, чем актеру, Б. Бернанк всего за год преодолел психологический барьер и, как считают эксперты, комфортно чувствует себя в новой должности. Будучи экономистом, Б. Бернанк не

выставляет напоказ свои политические взгляды. Он скорее склонен к политической беспристрастности, свойственной ученым. Назначенный президентом Дж. Бушем на 14-летний срок, чтобы придать новое дыхание руководству ФРС, Б. Бернанк стимулировал активные и очень своевременные дискуссии о будущем центрального банка. Рост влияния Б. Бернанка в ФРС, считают эксперты, обусловлен не его авторитетом как эксперта по денежно-кредитной политике, а его умением четко излагать сложные экономические аргументы и убеждать других в правильности своей точки зрения.

Сам Б. Бернанк считает, что мнение экспертов о его разногласиях с А. Гринспеном ошибочно и связано с неправильным пониманием таргетирования инфляции. Так, одни считают, что это чисто механическое правило, которое никем не может оспариваться. Другие полагают, что таргетирование вызывает «маниакальное внимание» к инфляции, а не к экономическому росту или безработице. Оба взгляда ошибочны. Чтобы преодолеть это неправильное понимание, необходимо пройти этап всеобщего обучения, этап размышлений и дискуссий, в частности по поводу того, к чему ведет таргетирование инфляции и как оно отразится на деятельности ФРС. Затем следует выделить логически обоснованные возражения, спорные вопросы, которые необходимо продумать.

Один из таких вопросов состоит в том, как определять стабильность цен. Некоторые члены комитета по операциям на открытом рынке ФРС (Federal Open Market Committee) считают, что стабильность цен следует выражать в «качественной форме» - как уровень инфляции, при котором рост цен не влияет на принятие решений домашними хозяйствами и фирмами. Сторонники таргетирования инфляции (среди них и Б. Бернанк), в отличие от этого, убеждены, что стабильность должна определяться количественно с помощью индекса цен, что позволяет фиксировать пределы инфляции. В связи с этим возникает законный вопрос о том, в какой мере количественный подход, с одной стороны, ограничивает гибкость принятия решений, а с другой, делает процесс принятия решений более прозрачным и информативным.

Таргетирование инфляции, полагает Б. Бернанк, следует применять гибко, что согласуется с взглядами А. Гринспена на управление риском. При этом он подразумевает под рисковым менеджментом «трезвую политику» страхования на случай непредвиденных обстоятельств. Такой подход не противоречит, по мнению Б. Бернанка, таргетированию инфляции, которое позволяет рынку увидеть, какой должна быть инфляция в условиях стабильной экономики. В основе концепции таргетирования инфляции лежит убеждение, что «формирование доверия к низкой и стабильной инфляции является ключевым элементом денежно-кредитной политики и ценным активом, который надо беречь». В последние два года значимость этого «ценного актива» возросла благодаря решительной либерализации политики ФРС с целью поддержки экономики и почти полному отсутствию инфляционных ожиданий. Этого удалось добиться за счет потрясающего укрепления доверия. Сохранить это доверие сейчас как никогда важно.

По мнению Б. Бернанка, политика ФРС должна оставаться понятной и последовательной даже в кризисных условиях, подобных тем, что сложились на фондовом рынке летом 2003 г. Нестандартные методы денежно-кредитной политики следует применять только при непредвиденных обстоятельствах. Таргетирование инфляции позволяет людям понять, при каких условиях и в какое время ФРС может изменить свою политику – ужесточить ее или, напротив, либерализовать.

Политика ФРС, считает Б. Бернанк, должна быть более открытой, в частности в отношении ее целей, и рынок должен получать на регулярной основе больше соответствующей информации.

Б. Бернанк получил диплом бакалавра в 1975 г. в Гарвардском университете, затем диплом доктора в области экономики в 1979 г. в Массачусетском технологическом институте. Работая в школе бизнеса Стэнфордского университета, молодой профессор быстро завоевал репутацию преподавателя первой величины за способность доходчиво объяснять самые сложные теоретические понятия. Наибольшую известность как экономист Б. Бернанк получил в 1983 г. благодаря своей статье в престижном журнале *American Economic Review*, посвященной причинам Великой депрессии. В этой работе он коренным образом изменил подход к событиям, сыгравшим ключевую роль в истории центрального банка.

Нобелевский лауреат Милтон Фридмен и его коллега Анна Шварц в свое время сделали важный вывод о том, что Великая депрессия была обусловлена главным образом решением ФРС не предоставлять ликвидные средства (*not to provide liquidity*) после краха фондового рынка в 1929 г. Б. Бернанк пошел дальше в своих рассуждениях, доказав, что Великая депрессия была ускорена из-за неудачи попыток ФРС преодолеть банковский кризис после краха фондового рынка.

В 1985 г. Б. Бернанк перешел на должность профессора в Принстонский университет, где он как ведущий специалист в области макроэкономики в 1996 г. возглавил факультет экономики. Б. Бернанк опубликовал десятки статей и несколько монографий, в том числе одну, посвященную таргетированию инфляции. Он был руководителем программы в области монетарной экономической теории в Национальном бюро экономических исследований (*National Bureau of Economic Research*). В 2001 г. он был назначен редактором *American Economic Review*. Б. Бернанк знаком с ведущими банкирами, политиками и учеными США и других стран мира.

Б. Бернанк привлек к себе внимание неакадемического сообщества, когда в августе 1999 г. в период окончания беспрецедентного бума фондового рынка в США выступил в августе 1999 г. (на совещании *Jackson Hole*) с докладом, посвященным тому, как должны вести себя центральные банки в условиях необоснованного вздутия цен на фондовые активы («фондовых пузырей» - *bubbles*). Он заявил, что центральные банки не должны ничего предпринимать, поскольку их денежно-кредитная политика должна концентрироваться на инфляции, а не на росте цен на активы. Однако когда «фондовый пузырь» разрывается, то ФРС следует быстро снизить процентную ставку, чтобы избежать высокого риска дефляции. Рассуждения Б. Бернанка были правильно поняты ФРС, и после взрыва «фондового пузыря» летом 2003 г. центральный банк фактически воспользовался его советами.

К удивлению Б. Бернанка и его сторонников, его взгляды не вызвали бури в средствах массовой информации. Журналисты и ученые интерпретировали их как подтверждение решения А. Гринспена не трогать «фондовый пузырь».

Когда год назад в совете управляющих ФРС образовались две вакансии, то в списке кандидатов на них, предложенном администрацией Дж. Буша, Б. Бернанк находился на первом месте. На вторую вакансию в качестве противовеса Б. Бернанку администрация предложила Д. Кона (*D. Kohn*), протеже А. Гринспена, долгое время занимавшего один из высших постов в ФРС. Д. Кон, как и Б. Бернанк, пользуется большим уважением благодаря опыту в области монетарной экономической теории и является решительным сторонником политики А. Гринспена.

Администрация отдала предпочтение специалистам в области денежно-кредитной политики, поскольку, по ее мнению, в ФРС не хватает экономистов и слишком много специалистов в области рынка и банковской деятельности.

В ноябре 2002 г., два месяца спустя после своего назначения в совет управляющих ФРС, Б. Бернанк выступил с докладом в Национальном экономическом клубе (*National Economics Club*) в Вашингтоне по поводу рисков дезинфляции или даже

дефляции, возникающих после взрыва «фондового пузыря». Он указал на необходимость убедить рынки в том, что центральный банк имеет силы противодействовать падению цен, даже если потребуется еще большее снижение процентных ставок, которые приблизились к рекордно низкому уровню. Правительство США, отметил он, располагает для этого необходимыми возможностями. В условиях выпуска бумажных денег решительные действия правительства всегда могут генерировать рост расходов и, таким образом, позитивную динамику инфляции. Более того, ФРС имеет также нетрадиционные инструменты для сдерживания дефляции, такие как прямое кредитование банков, поддержка падения доллара или скупка долгосрочных казначейских облигаций. Это выступление вызвало панику среди фондовых игроков, которые начали приобретать казначейские облигации.

Четырьмя неделями позднее примерно та же тема прозвучала в выступлении А. Гринспена, что стимулировало дальнейшую смену стратегии рыночных трейдеров. В итоге в марте 2003 г. на рынке казначейских фьючерсов произошло повышение инфляционных ожиданий более чем на 60 базисных пунктов.

Однако тенденция в пользу дефляции усилилась в мае, когда ФРС, державшая процентные ставки постоянными на уровне 1,25%, тем не менее, предупредила, что «вероятность нежелательного существенного снижения инфляции превышает вероятность ее повышения с нынешнего уже достаточно низкого уровня». После подтверждения возросшей опасности дефляции А. Гринспеном в июне в выступлении на конференции Института международных финансов (Institute of International Finance) в Берлине трейдеры стали еще энергичнее скупать казначейские облигации, опасаясь, что центральный банк снизит процентные ставки.

В конце июня, когда центральный банк снизил курс федеральных ценных бумаг только на 25 базисных пунктов вместо 50, как предполагал рынок, удивленные трейдеры сделали вывод, что ФРС отказывается от своей агрессивной антидефляционной позиции. При этом для рынка имело малое значение, что, объясняя свои действия, ФРС не переставала повторять о нежелательности потенциально возможного поворота в сторону инфляции. Отчасти эти заявления были следствием того, что экономические показатели свидетельствовали о наступлении периода роста.

Застигнутые врасплох трейдеры и инвесторы начали сбрасывать казначейские облигации. Несмотря на попытку А. Гринспена приуменьшить угрозу дефляции на выступлении в конгрессе в середине июля, возник эффект снежного кома, который привел фондовый рынок в критическое состояние, наихудшее за последние два десятилетия. Агрегированный индекс облигаций Lehman Brothers упал на 3,3%, что стало причиной огромных убытков. Одна только компания Total Return Fund понесла убытки в размере почти 3 млрд. долл. по своим активам стоимостью в 76 млрд. долл.

Впоследствии Б. Бернанк указал, что так или иначе вероятность возникновения дефляции и того, что ФРС использует нетрадиционные инструменты, была преувеличена из-за постоянных дискуссий по этому поводу, что стало источником взаимного непонимания между ФРС и фондовыми игроками. По его мнению, ФРС следовало более четко указать, что речь шла об общем подходе к применению нетрадиционных мер при непредвиденных обстоятельствах, а не о том, что они обязательно будут использованы в нынешней ситуации.

Описанные события заставили некоторых трейдеров обвинить Б. Бернанка во введении в заблуждение, однако многие игроки направили свой гнев на А. Гринспена. В любом случае, чем бы ни было спровоцировано падение фондового рынка летом 2003 г., оно обострило дискуссии о том, как ФРС должно информировать общество о своих намерениях и политике, а также о прозрачности деятельности центрального банка. Прозрачность также имеет свои подводные камни. Проблема заключается в том,

что 19 членам совета управляющих ФРС не всегда удается достичь согласия относительно предполагаемых действий центрального банка. Кроме того, постоянно существует вероятность неправильного понимания рынком заявлений руководителей ФРС. В этой связи Б. Бернанк отметил, что его задача состоит в том, чтобы «быть откровенным и искренним в позитивном плане, т.е. сообщать о намерениях, а не стараться вызвать переполох».

В начале сентября 2003 г., когда финансовый рынок был поставлен в тупик туманным заявлением ФРС о намерении сохранять низкий уровень процентных ставок в течение «значительного периода», Б. Бернанк попытался прояснить ситуацию. Он указал, что центральный банк не будет ужесточать денежно-кредитную политику так же быстро, как это происходило в прошлом на стадии подъема экономики, поскольку нужно время, чтобы заработали избыточные производственные мощности, что уменьшит дезинфляционное давление. Он также указал, что если безработица не сократится, то придется еще снизить процентные ставки. Реакция фондовых рынков последовала незамедлительно: произошло некоторое улучшение конъюнктуры, так как трейдеры поверили в то, что ФРС до будущего года не будет ужесточать свою политику.

По мнению Б. Бернанка, ФРС должна выражаться более ясно и недвусмысленно, быстрее обнародовать протоколы совещаний совета управляющих, руководить «мышлением банков» по главным проблемам. К чести А. Гринспена, он смог придать ФРС большую коммуникативность, чем когда-либо в ее истории. Сейчас ФРС сообщает о курсе своей политики, объявляет об изменениях процентных ставок (эта практика была введена только в середине 1990-х годов) и публикует протоколы обсуждений процентных ставок на своих совещаниях. Вопрос в том, насколько далеко может заходить стратегия предоставления информации, следует ли раскрывать задачи денежно-кредитной политики и как это надо делать, чтобы не скомпрометировать эффективность политики ФРС среди рыночных игроков.

Поставленный на повестку дня Б. Бернанком вопрос о таргетировании инфляции обострил также дискуссию о прозрачности ФРС. По его мнению, таким путем можно содействовать коммуникативности ФРС и лучшему руководству финансовыми рынками. Вместо жесткой, основанной на нормативах денежно-кредитной политики Б. Бернанк выступает за гибкое таргетирование инфляции, которое дает ФРС свободу отклоняться от объявленных целевых цифр инфляции, когда нужно противостоять финансовому кризису или другим разрушительным процессам.

С начала 1990-х годов более 20 стран мира приняли в той или иной форме таргетирование инфляции, в том числе промышленно развитые (Канада, Великобритания, Новая Зеландия и другие) и развивающиеся страны (Бразилия, Чили). При этом они по-разному ответили на основные связанные с таргетированием вопросы: какие индексы инфляции выбрать для таргетирования, как скоро надо пытаться вернуться к целевым заданиям, если пришлось от них отойти из-за непредвиденных обстоятельств, как создать и оценить эту систему? Например, центральный банк Австралии взял на себя двойную задачу – содействовать экономическому росту и стабильности цен, а Банк Англии, в отличие от этого, решил сосредоточиться на одной, главной цели - стабильности цен.

Проведенное недавно исследование Института международной экономики (Institute of International Economics) показало, что чистые выгоды от таргетирования инфляции очень скромные, хотя в целом это хорошая идея. В случае США эффект таргетирования самый слабый, поскольку таким путем удастся очень несущественно повысить прозрачность ФРС. В ЕС этот метод помогает в большей мере повысить прозрачность Европейского центрального банка. Наибольший эффект достигается в

Японии, где рассматриваемый метод хотя и не решает проблему дефляции, но может служить средством страхования.

Многие члены совета управляющих ФРС, включая А. Гринспена, относятся к таргетированию инфляции скептически, считая его менее гибким методом, чем используемый в настоящее время механизм, и ненужным. По их мнению, введение таргетирования приведет к тому, что задача регулирования инфляции выдвинется на первый план, понизив значимость других важных целей, и это неизбежно нанесет ущерб гибкости политики. Учитывая, что преодоление финансовых кризисов требует гибкости, политика ФРС не может быть жестко привязана к одной норме – таргетированию. В ответ Б. Бернанк указывает, что не собирается переубеждать своих оппонентов, а только хочет объяснить, как система таргетирования должна работать и влиять на политику ФРС.

Оценивая перспективы Б. Бернанка в ФРС, большинство экспертов отмечают, что, несмотря на уважение, которым он пользуется как ведущий теоретик в области денежно-кредитной политики, ему не хватает политического мандата доверия (*political credentials*) и опыта работы, чтобы получить в 2004 г. должность главы центрального банка. Тем не менее, в процессе подготовки к смене руководителя ФРС Б. Бернанк играет решающую роль.

Литература:

1. Gopinath D. Rethinking the Fed // *Institutional investor*. – N.Y., 2003. – November. – P. 66-72.
2. Why Bernanke likes targeting // *Ibid.* – P. 68-69.

Автор обзора – Г.В. Семеко,
канд. экон. наук, ИНИОН РАН