




БЕН Ш. БЕРНАНКЕ

МОНЕТАРНАЯ
ПОЛИТИКА

XXI
ВЕКА

ЭВОЛЮЦИЯ ФЕДЕРАЛЬНОЙ
РЕЗЕРВНОЙ СИСТЕМЫ
ОТ ВЕЛИКОЙ ИНФЛЯЦИИ
ДО ПАНДЕМИИ COVID-19

 **БОМБОРА**
ИЗДАТЕЛЬСТВО
Москва

УДК 336.7(73)
ББК 65.26
Б51

Dr. Ben Bernanke
21-ST CENTURY MONETARY POLICY
Copyright © 2022 by Ben S. Bernanke
W. W. NORTON & COMPANY, INC. is the first publisher of the Work.

Бернанке, Бен Шалом.

Б51 Монетарная политика XXI века. Эволюция Федеральной резервной системы от Великой инфляции до пандемии COVID-19 / Бен Ш. Бернанке ; [перевод с английского Д. Дворцовой]. — Москва : Эксмо, 2025. — 496 с. — (Top Economics Awards).

ISBN 978-5-04-220972-7

Бен Бернанке — лауреат Нобелевской премии по экономике 2022 года, председатель Федеральной резервной системы с 2006 по 2014 год, в 2009 году журнал Time назвал его «Человеком года».

Великая инфляция 1960-1970-х годов, мировой кризис 2008 года, пандемия COVID-19 в 2020-2022-х годах — это лишь малая часть серьезных потрясений, через которые прошли США. И несмотря на это, их экономика остается одной из самых сильных в мире. Почему? Во многом благодаря деятельности Федеральной резервной системы.

В своей книге Бернанке объясняет важность многих инструментов, которые применялись главами ФРС на протяжении почти века, и рассказывает:

- о драматических событиях в экономике, во время которых многое зависело от решений ФРС;
- о людях, возглавлявших Федеральный резерв и противостоявших кризисам;
- о том, какие вызовы ждут ФРС в будущем, включая возвращение инфляции, криптовалюты, повышенные риски финансовой нестабильности.

УДК 336.7(73)
ББК 65.26

ISBN 978-5-04-220972-7

© Д. Дворцова, перевод на русский язык, 2025
© Оформление. ООО «Издательство «Эксмо», 2025

ОГЛАВЛЕНИЕ

ВВЕДЕНИЕ	7
----------------	---

ЧАСТЬ I.

ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНАЯ ПОЛИТИКА XX ВЕКА.

Взлет и падение инфляции

ГЛАВА 1. ВЕЛИКАЯ ИНФЛЯЦИЯ	32
ГЛАВА 2. БЕРНС И ВОЛКЕР	56
ГЛАВА 3. ГРИНСПЕН И БУМ ДЕВЯНОСТЫХ	79

ЧАСТЬ II.

ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНАЯ ПОЛИТИКА

XXI ВЕКА. Мировой финансовый кризис и Великая рецессия

ГЛАВА 4. НОВЫЙ ВЕК, НОВЫЕ ЗАДАЧИ	123
ГЛАВА 5. МЕЖДУНАРОДНЫЙ ФИНАНСОВЫЙ КРИЗИС	147
ГЛАВА 6. НОВАЯ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНАЯ СИСТЕМА: ОТ QE1 К QE2	180
ГЛАВА 7. ЭВОЛЮЦИЯ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ: QE3 И СТРАХ ОТКАТА	216

ЧАСТЬ III.

ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНАЯ ПОЛИТИКА XXI ВЕКА.

От взлета до пандемии COVID-19

ГЛАВА 8. ВЗЛЕТ	249
ГЛАВА 9. ПАУЭЛЛ И ТРАМП	278
ГЛАВА 10. ПАНДЕМИЯ	304

ЧАСТЬ IV.

ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНАЯ ПОЛИТИКА XXI ВЕКА.

Что ждет впереди

ГЛАВА 11. ИНСТРУМЕНТАРИЙ ФРС ПОСЛЕ 2008 ГОДА	335
ГЛАВА 12. ДОСТАТОЧНО ЛИ ФРС НЫНЕШНИХ ИНСТРУМЕНТОВ?	365
ГЛАВА 13. УСИЛЕНИЕ ПОЛИТИКИ	390
ГЛАВА 14. ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНАЯ ПОЛИТИКА И ФИНАНСОВАЯ СТАБИЛЬНОСТЬ	430
ГЛАВА 15. НЕЗАВИСИМОСТЬ ФРС И ЕЕ РОЛЬ В ОБЩЕСТВЕ	471

Приглашение к обсуждению	490
--------------------------------	-----

Благодарность	491
---------------------	-----

ВВЕДЕНИЕ

29 января 2020 года Джей Пауэлл, уже третий год занимающий пост главы Федеральной резервной системы (ФРС)¹, бодро зашагал к трибуне, планируя начать свою первую пресс-конференцию. Он открыл белую папку, поднял взгляд, приветствуя собравшихся репортеров, зачитал подготовленное заявление. Мистер Пауэлл держался сдержанно, но некоторые назвали бы его настроение мрачным. Однако содержание его выступления внушало оптимизм: экономика США перешла к 11-му году рекордно длительной экспансии, показатели уровня безработицы самые низкие за последние 50 лет, а люди, занимающие низкооплачиваемые должности, наконец дождались повышения зарплат после нескольких лет застоя. Напряжение, царившее на финансовых рынках последние два года, снизилось, и, судя по всему, глобальный экономический рост стабилизировался.

Попутно глава ФРС отметил «неопределенные факторы», влияющие на экономические перспективы, «в том числе вызванные новой коронавирусной инфекцией». Уточняющий вопрос касательно коронавируса от Донны Борак из CNN прозвучал лишь на 21 минуте пресс-конференции, общая длительность которой составила всего 54 минуты. На тот момент было известно лишь о нескольких случаях заражения за пределами Китая. Вирус, как осторожно признал Пауэлл, был «крайне серьезной проблемой», способной вызвать «некоторые перебои деловой активности в Китае и, возможно, во всем мире».

¹ Федеральная резервная систем (ФРС) — независимое агентство, созданное 23 декабря 1913 года. Оно выполняет функции центрального банка и осуществляет централизованный контроль над коммерческой банковской системой США. — Прим. науч. ред.

Прошло чуть больше месяца, и уже 3 марта Пауэлл на той же трибуне тем же спокойным тоном зачитал журналистам гораздо менее оптимистичное послание. Он отметил пагубное влияние COVID-19 на экономику многих стран и предположил, что меры по сдерживанию эпидемии «на некоторое время определенно отяготят экономическую деятельность и здесь, и за рубежом». Федеральный резерв, по его словам, урезал процентные ставки, стремясь «помочь экономике сохранить сильные позиции перед лицом новых рисков». Пауэлл намекнул на грядущие новые осложнения. Из-за COVID-19 состояние мировой экономики кардинально изменилось — и политика Федерального резерва изменилась вместе с ним.

В промежутке между пресс-конференциями от 29 января и 3 марта вирус превратился из локализованной проблемы в зарождающийся мировой кризис. Количество случаев заражения COVID-19 возросло с 10 000 (почти все — в Китае) до 90 000 по всему миру. Италия объявила карантин, а Иран сообщил о первых вспышках инфекции на своей территории. А 29 февраля от вируса скончался первый человек в Соединенных Штатах: мужчина в возрасте 50 лет, проживающий недалеко от Сиэтла. После этого количество заражений и смертей в стране росло в геометрической прогрессии, угрожая обвалить систему здравоохранения в Нью-Йорке и других городах.

Страх перед новым смертоносным заболеванием спровоцировал худшую неделю на американских финансовых рынках со времен кризиса 2007–2009 годов¹, сигнализируя о грядущих экономических проблемах. Индекс Доу-Джонса², месяцем ранее достигший рекордных значений, обрушился более чем на 12% за последнюю неделю февраля. В марте начал падать рынок облигаций.

Ситуация на рынке на самом деле была предвестником экономического кризиса. Предприятия и школы стремительно закрывались на карантин — добровольно или по настоянию местных властей, — экономическая активность населения падала с беспрецедентной скоростью. В феврале 2020 года в результате длительного

¹ Имеется в виду ипотечный кризис США, когда обанкротилось большее количество банков, а цены на акции упали настолько, что начался мировой экономический кризис, длящийся с 2007 по 2009 год. — Прим. науч. ред.

² Промышленный индекс Доу-Джонса — один из нескольких фондовых индексов и старейший из них. По его динамике обычно делают вывод о состоянии экономики США. — Прим. науч. ред.

восстановления после Великой рецессии¹ уровень безработицы равнялся всего 3,5%. Спустя всего два месяца он составлял уже 14,8% — шокирующий рост, не в полной мере отражающий ущерб, нанесенный рынку труда. В апреле же более 20 миллионов человек лишились работы — на данный момент беспрецедентный показатель за все время наблюдения с 1939 года. Комитет по отслеживанию экономических циклов, находящийся в составе Национального бюро экономических исследований², изучающий время наступления рецессий и экспансий, впоследствии установил, что рецессия, связанная с пандемией, началась именно в феврале.

↑
Страх перед новым смертоносным заболеванием спровоцировал худшую неделю на американских финансовых рынках со времен кризиса 2007–2009 годов.
→

Так как я занимал пост главы Федеральной резервной системы в течение мирового финансового кризиса 2007–2009 годов, то мог понять, какой стресс испытывает Пауэлл и его коллеги в момент пандемии коронавируса. Но я застал катастрофу, которая разворачивалась почти два года, мои же коллеги наблюдали одномоментный крах всего. Федеральный резерв руководствуется принципом по возможности опередить кризис, а потому под руководством Пауэлла были приняты впечатляющие меры по снижению финансового напряжения и защите экономики. Процентную ставку снизили почти до нуля и обещали удерживать ее на этом уровне столько, сколько потребуется. Чтобы помочь восстановить нормальное функционирование рынков краткосрочного капитала и рынков долговых обязательств Министерства финансов США, Федеральный резерв предоставил кредиты финансовым фирмам, испытывающим нехватку средств, и покупал на открытом рынке ценные бумаги Минфина и ипотечные ценные бумаги на сотни миллиардов долларов. Он снова ввел финансовые программы кризисного периода

¹ Мировой экономический кризис, или Великая рецессия — кризисное состояние мировой экономики, которое последовало за ипотечным кризисом США. Во многих странах длился с 2008 по 2013 год, а в некоторых его последствия сохраняются до сих пор. По масштабам и последствиям можно сопоставить разве что с Великой депрессией 1930-х годов. — Прим. науч. ред.

² Национальное бюро экономических исследований — частная некоммерческая организация в США, основанная в 1920 году. Изучает циклы деловой активности, проводит высококачественный анализ микро-, макро- и международных аспектов экономики страны. — Прим. науч. ред.

в попытке поддержать бизнес и рынки потребительского кредита. Работа с иностранными центральными банками обеспечила мировые рынки достаточным запасом долларов — мировой резервной валюты. И в итоге Федеральный резерв пообещал продолжить крупные покупки ценных бумаг — политику, известную как «количественное смягчение», — до тех пор пока не наступит значительное улучшение экономических условий.

Все эти меры были заимствованы из руководства, разработанного во время финансового кризиса 2007–2009 годов. Но Пауэлл не остановился на этом. В сотрудничестве с Конгрессом и Министерством финансов ФРС разработала новые программы для поддержки корпоративных и муниципальных рынков долговых обязательств, а также финансирования банковских займов среднему бизнесу и некоммерческим организациям. А в августе 2020 года Пауэлл объявил о значительных изменениях в формировании денежно-кредитной политики — наступивших как итог процесса, запущенного еще до пандемии и направленных на усиление политики в периоды, когда процентная ставка уже на низком уровне. В последующие месяцы ФРС конкретизировала свой подход, обещав сохранить низкий уровень процентных ставок столько времени, сколько будет необходимо для преодоления кризиса.

Конечно, Федеральный резерв не мог никак повлиять на развитие вируса — первоначального источника всех бед. Не мог он и собирать налоги, направляя их на поддержку людей и предприятий, наиболее пострадавших от заболевания. Это могли сделать только администрация и Конгресс. Однако ФРС использовали денежно-кредитную политику и кредитные ресурсы, чтобы обеспечить стабильность финансовой системы, регулировать приток средств в экономику, поддерживать потребительские и предпринимательские расходы, а также способствовать созданию рабочих мест. И это сыграло значительную роль в восстановлении экономики, которое последовало после окончания пандемии.

Будучи главой ФРС, я нередко повторял, что денежно-кредитная политика — не панацея. Но деньги могут многое. И как демонстрирует реакция ФРС под руководством Пауэлла, денежно-кредитная политика в XXI веке — и работа центрального банка в целом — поверглась впечатляющим инновациям и изменениям. Разнообразные и обширные действия ФРС в пандемию, а также скорость принятия решений когда-то показались бы немыслимыми. Не только Федеральному резерву 1950-х и 1960-х годов под руководством первого лидера современного агентства — Уильяма

Макчесни Мартина-младшего. Но даже в 1990-х, когда резерв возглавлял один из выдающихся руководителей центрального банка в истории — Алан Гринспен, такая слаженная оперативная работа была просто-напросто недостижимой высотой. Как признал впоследствии сам Пауэлл, «мы много раз переходили черту, за которую прежде никто не ступал».

Цель этой книги — помочь вам понять, как ФРС, заправляющая денежно-кредитной политикой США, пришла к своему нынешнему состоянию, чему научилась, справляясь с разнообразными проблемами, и как она может измениться в будущем. Хотя мои наблюдения концентрируются именно на Федеральной резервной системе — центральном банке, с которым я знаком лучше всего, — я также буду освещать опыт и других крупных Центробанков, столкнувшихся с аналогичными проблемами. Они сделали собственные выводы и тоже ввели определенные новшества в свою работу.

И конечно же, я рассматриваю сегодняшнюю Федеральную резервную систему и будущее главным образом сквозь призму истории. И не представляю другого способа в полной мере понять, как инструменты, стратегии и коммуникационная политика ФРС оказались в своем нынешнем состоянии. Мне кажется уместным начать свой рассказ с послевоенных лет. Усвоив уроки истории ФРС, мы будем готовы рассуждать и о ее будущем.

Бесспорно, во многих аспектах 1950-е и 1960-е годы положили начало деятельности современного центрального банка. К тому времени ФРС больше не была скована ни золотым стандартом 1920-х и 1930-х годов, ни принятой во время Второй мировой войны обязанностью помогать с финансированием займов военного времени, чтобы удержать процентную ставку на низком уровне. Также именно в это время в Соединенных Штатах все большую популярность приобретали идеи британского экономиста Джона Мейнарда Кейнса¹. Он скончался в 1946 году, но последователи, ссылаясь на работы Кейнса времен Великой депрессии, старались привлечь внимание к потенциалу макроэкономической политики, в том числе денежно-кредитной, для контроля инфляции и борьбы с рецессиями. Так называемое кейнсианство в его модернизированном виде

¹ Джон Мейнард Кейнс — английский экономист, основатель кейнсианского направления в экономической науке. Одним из ключевых принципов кейнсианства является идея о важности государственных расходов для поддержания стабильности экономики. — Прим. науч. ред.

остаётся центральной парадигмой ФРС и других центральных банков.

В 1960-е годы также началось одно из наиболее травматичных событий послевоенной истории экономики США, а также одна из явных неудач разработки экономической политики, которую мы сейчас зовём Великой инфляцией. Пока ФРС с Полом Волкером во главе потратила 1980-е на безуспешные попытки справиться с ней ценой потерянных рабочих мест, Великая инфляция росла, превратившись в угрозу политической стабильности страны. Мы извлекли из этого уроки. Или думаем, что извлекли. Тем не менее эти события неоспоримо влияют на разработку экономической и эволюцию денежно-кредитной политики по сей день.

Как показала реакция ФРС под руководством Пауэлла на пандемию, инструменты, структура политики и методы коммуникации ФРС радикально изменились с тех пор, как Соглашение ФРС и Министерства финансов в 1951 году позволило центральному банку преследовать макроэкономические цели.

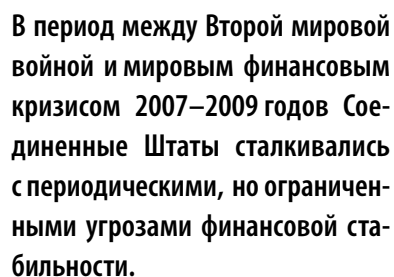
Общий же тезис моей работы заключается в том, что эти перемены по большей части выступают результатом не изменений экономических теорий или формальных полномочий ФРС, а трех широких факторов, которые в совокупности сформировали видение центральным банком своих целей и ограничений.

Первый из этих факторов — постоянное изменение поведения инфляции *и, в частности, ее связи с трудовой занятостью*. С 1950-х годов денежно-кредитная политика США испытывает значительное влияние взглядов экономистов и политиков на связь между инфляцией и рынком труда. Разработчики политики 1960-х и 1970-х неправильно оценили эту связь и не учли дестабилизирующий эффект так называемой «инфляционной психологии», и эта двойная ошибка внесла свою лепту в длившийся полтора десятилетия стремительный рост цен — Великую инфляцию.

Восстановление репутации ФРС как эффективного борца с инфляцией в 1980-х и 1990-х годах под руководством председателей Волкера и Гринспена могло бы принести немалую выгоду, и контроль за этим показателем получил центральное значение для стратегии ФРС в тот период. Однако, как мы увидим, в последующие годы произошли значительные изменения в поведении инфляции, в том числе явное ослабление связи между ней и безработицей. После 2000 года разработчики политики также признали, что инфляция может быть как чрезмерно высокой, так и слишком низкой. Эти изменения привели к новым политическим стратегиям

и тактикам, в том числе к новой структуре, введенной ФРС под руководством председателя Пауэлла в августе 2020 года. Тогда, в 2021 году, дефициты и сдерживающие факторы, связанные с возвращением на рынок после пандемии, способствовали резкому всплеску инфляции, несмотря на тот факт, что уровень показателей занятости остался гораздо ниже того, который был до пандемии. Почему же поведение инфляции, в том числе ее связь с рынком труда, изменилось с течением времени? Какие последствия в связи с этим ждут денежно-кредитную политику и экономику — сейчас и в будущем?

Второй фактор, рассматриваемый мною, — *долгосрочное снижение нормального уровня процентных ставок*. Частично из-за более низкой инфляции общий уровень процентных ставок — даже без дополнительной стимуляции экономики со стороны денежно-кредитной политики — гораздо ниже, чем



В период между Второй мировой войной и мировым финансовым кризисом 2007–2009 годов Соединенные Штаты сталкивались с периодическими, но ограниченными угрозами финансовой стабильности.

в прошлом. Что особенно важно, в результате этого ограничиваются возможности ФРС и других центральных банков в отношении урезания процентных ставок в кризисные периоды. В 2008 году во время мирового финансового кризиса и в 2020 году, когда весь мир пострадал в результате пандемии, ставка по федеральным фондам достигла нуля, но экономике требовалось гораздо больший рычаг для стимуляции и стабилизации. Как же ФРС и другим центральным банкам выкручиваться, когда краткосрочные процентные ставки остаются на уровне, относительно близком к нулю? Какие инструменты использовались в прошлом, как они работали, и как учесть этот опыт в будущем? Какую роль должна играть фискальная политика — правительственные расходы и налогообложение — в стабилизации экономики?

Третий и последний долгосрочный фактор моих исследований — это *возросший риск системной финансовой нестабильности*. ФРС была основана, чтобы способствовать поддержанию стабильности финансовой системы. Ее существование должно было предотвратить паники и крахи, опасные для экономики. Федеральный резерв не справился со своей задачей во время Депрессии. В период между Второй мировой войной и мировым финансовым кризисом 2007–2009 годов Соединенные Штаты сталкивались с периодическими, но ограниченными угрозами финансовой стабильности. Однако

мировой кризис показал, что тяжелая финансовая нестабильность — это не историческая диковинка и происходит не только на отстающих рынках. Она может случиться даже с самыми продвинутыми экономиками и самыми сложно устроенными системами, нанеся им ужасный ущерб. Кризис 10-х годов вынудил ФРС во время моего срока на посту председателя разработать новые инструменты для борьбы с финансовой нестабильностью. А в пандемию коронавируса ФРС достигла, казалось бы, невозможных результатов за всю историю своей деятельности. Повышенная нестабильность также мотивировала значительные регуляторные реформы и более интенсивный надзор за финансовой системой. Достаточно ли этих мер? Можно ли сделать больше? До какой степени следует учитывать риски финансовой стабильности при проведении денежно-кредитной политики?

По большей части это экономические факторы, но для понимания решений ФРС также требуется внимание к ее политической и социальной среде. Среди наиболее важных факторов при принятии решений ФРС — степень ее независимости. Аспекты структуры Федеральной резервной системы, например длительные сроки службы управляющих и бюджетная автономия, способствуют независимости ее политики. С другой стороны, Конгресс может в любой момент изменить структуру и полномочия ФРС. И демократическая ее легитимность требует, чтобы ФРС подчинялась воле народа в лице законодательной и исполнительной ветвей власти. Каковы современные аргументы в пользу независимости центральных банков? В каких случаях им следует сотрудничать с Министерством финансов или другими частями правительства? Должна ли денежно-кредитная и фискальная политики быть более координированными? Может ли ФРС взять на себя больше социальных целей, например снизить экономическое неравенство или бороться с климатическими изменениями?

На важнейшие вопросы, затронутые в этой книге, невозможно ответить абстрактно; это возможно сделать, лишь погрузившись в исторический контекст, в котором возникли эти проблемы и в котором же создавалась политика ФРС. Разделы 1, 2 и 3 этой книги изучают эволюцию политики Федерального резерва по мере того, как он реагировал на меняющуюся экономическую и политическую среду, начиная с раннего послевоенного периода и до наших дней. В 4 разделе мы обращаем взгляд в будущее, делая выводы из полученных уроков прошлого и настоящего. Рассмотрим текущие проблемы и перспективы денежно-кредитной политики США

и необходимые политические меры для сохранения финансовой стабильности.

Надеюсь, эта книга будет полезна моим коллегам-экономистам и их студентам, но я постарался сделать ее доступной для любого человека, интересующегося экономической политикой, финансами или работой центральных банков. Роль ФРС в кризис, связанный с пандемией, как никогда показала, как важно понимать цели Федерального резерва, а также инструменты и стратегии, используемые для достижения этих целей. Без этого вы не сможете разобраться в мировой экономике в целом.