

Стивен С. Роач

ВЕЛИКИЙ КРАХ?

ПОСЛЕДСТВИЯ ИПОТЕЧНОГО КРИЗИСА

ДЛЯ АЗИИ И ГЛОБАЛЬНОЙ ЭКОНОМИКИ¹

В настоящее время идет борьба с последствиями очередного лопнувшего пузыря в крупнейшей экономике мира — на сей раз огромного пузыря, возникшего в секторе американской недвижимости. Крах субстандартной ипотеки — это вершина куда более крупного айсберга, проедающих активы американских потребителей, которые продолжают поддерживать непомерный уровень расходов, беспрецедентный в новейшей истории мировой экономики. Семь лет тому назад лопнувший пузырь интернет-компаний вызвал инвестиционный коллапс, погрузивший американскую и глобальную экономику в умеренную рецессию. На сей раз преодоление последствий лопнувшего пузыря, скорее всего, скажутся на американском потреблении, которое, составляя 72% американского ВВП, более чем в пять раз превосходит расходы семилетней давности в этом секторе. Это куда более острая проблема, которая может иметь серьезные последствия для Соединенных Штатов и остального мира.

Мы имеем дело не просто с потенциальным спадом в глобальном цикле деловой активности. Очередная встряска, связанная с преодолением последствий пузыря, бросает серьезный вызов старому подходу к борьбе с инфляцией, используемому центральными банками. Она также бросает фундаментальный вызов терпимому отношению государства и во многих случаях поддержке с его стороны нового, основанного на использовании активов глобального экономического роста. Последствия кризиса субстандартной ипотеки только начали проявляться, а споры о том, что вызвало этот кризис, уже вовсю идут.

¹ Stephen S. Roach, «The Great Meltdown? A Subprime Outlook for Asia and the Global Economy», *Japan Focus*, October 24, 2007. <http://www.japanfocus.org/products/topdf/2556>.

ИГРЫ ДЛЯ АМЕРИКАНСКОГО ПОТРЕБИТЕЛЯ КОНЧИЛИСЬ

Американский потребитель был главной движущей силой на стороне спроса мировой экономики на протяжении последних 11 лет. При реальном росте потребления, составлявшем в среднем 4% в период с 1996 по 2006 год, американские потребительские расходы превысили 9,6 триллиона долларов или 19% мирового ВВП (по рыночным валютным курсам).

Рост спроса американских потребителей поддерживается двумя силами — доходами и богатством. С середины 1990-х влияние доходов слабело, а эффекты богатства становились все более мощной движущей силой американского потребления. Это особенно заметно в нынешнем экономическом росте, сочетающем недостаточный рост занятости и отсутствие серьезных изменений в реальной заработной плате. В результате за последние 69 месяцев компенсации в частном секторе — важнейшая мера, влияющая на трудовые доходы в американской экономике, — выросли всего на 17% в реальном (т. е. учитывающем инфляцию) выражении. Если брать средние 28%-е показатели роста за сопоставимый период в течение последних четырех экономических циклов в Соединенных Штатах, разница с нынешним циклом составит почти 480 миллиардов долларов не в пользу последнего.

В отсутствие поддержки со стороны трудового дохода, американские потребители обратились к эффектам богатства от быстро дорожающих активов — в основном жилья — для подпитки стремительно растущего потребления. По оценкам Федеральной резервной системы, размеры кредита, который можно получить под залог имеющегося жилья за вычетом остатка задолженности по ипотеке, выросли с 3% располагаемого личного дохода в 2001 году до почти 9% в 2005 году — более чем достаточно для возмещения нехватки трудовых доходов и поддержания быстрого роста потребления. Проявляющиеся активы американского потребителя было не остановить.

Так было раньше. И эффекты дохода, и эффекты богатства теперь сталкиваются со все более серьезными трудностями, а потребителям остается только умерить свои чрезмерные аппетиты. Тенденция, связанная с недостаточным ростом трудовых доходов, еще больше усилится под действием циклической коррекции экономики в производстве и занятости. В августе и сентябре 2007 года «платежные ведомости несельскохозяйственного (частного) сектора» росли в среднем всего на 52.000 человек в месяц, что составляет ровно треть от средних темпов роста последних двух лет (157.000 человек в месяц). Кроме того, это резкое ослабление естественной способности американской экономики к созданию рабочих мест, скорее всего, усугубится в результате резкого сокращения занятости в строительном секторе в следующие месяцы. Количество рабочих мест в строительном секторе сократилось только на 5% по сравнению с пиковым уровнем, несмотря на сокращение объемов нового строительства на 40%; коррекция числа рабочих мест в этом крайне циклическом и переживающем в настоящее время спад секторе не заставит себя долго ждать.

Кроме того, лопнувший пузырь недвижимости разрушил потребительский эффект богатства. После пика в 13,6% в середине 2005 года рост цен на жилье в стране резко сократился до 3,2% в середине 2007 года. Принимая во внимание избыточное предложение непроданных домов, я подозреваю, что цены на жилье в Америке в 2008–2009 годах могут снизиться, и это станет беспрецедентным событием в новейшей истории американской экономики. В подтверждение этой тенденции величина кредитов под залог жилья за вычетом остатка задолженности по ипотеке уже сократилась, упав до менее чем 5,5% располагаемого личного дохода в 2007 году и потеряв более половины своего роста с 2001 года. Кризис субстандартной ипотеки может только усилить эту тенденцию, ограничив рефинансирование ипотечных кредитов и выкачивание денег из своей собственности американскими домовладельцами.

В обстановке, когда для доходов и эффекта богатства настали не лучшие времена, я не вижу, как не имеющие сбережений американские потребители с огромными долгами могут поддерживать непомерно растущее потребление. Для американской экономики с рекордной 72%-й долей личного потребления капитуляция потребителей означает высокий и растущий риск рецессии. К сожалению, тот же прогноз относится и к по-прежнему американоцентричной глобальной экономике.

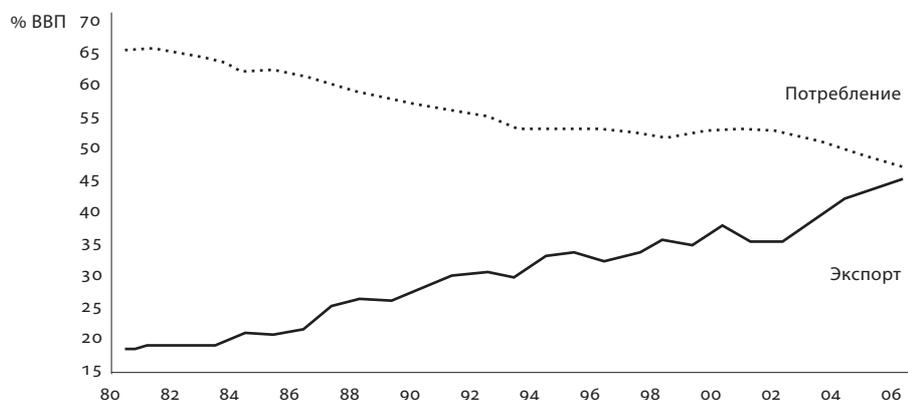
НЕ РАССЧИТЫВАЙТЕ НА ГЛОБАЛЬНОЕ ОБОСОБЛЕНИЕ

Капитуляция американского потребителя создает серьезные трудности для мировой экономики. Этот вывод, конечно, явно противоречит идее «глобального обособления» — все более широко распространенного представления, в соответствии с которым мировой экономике, наконец, удалось преодолеть зависимость от подъемов и спадов американской экономики.

Идея глобального обособления основывается на серьезном противоречии: во все более интегрированном мире, связи между различными странами становятся все более важными — поэтому глобализация и обособление внутренне противоречивы. И в этой связи недавние данные вызывают определенные вопросы. В конце концов, мир, кажется, неплохо держится перед лицом замедления темпов роста американского ВВП, начавшегося в 2006 году. Но это замедление американского роста почти целиком было связано с жилищным строительством — не самым важным сектором американской экономики. Если я прав и потребление теперь начнет снижаться, такое замедление темпов роста затронет один из самых важных секторов Соединенных Штатов. И я подозреваю, что такое замедление темпов роста в важнейшем секторе Америки будет иметь гораздо более серьезные последствия для мира в целом, чем это было до сих пор.

Скорее всего, оно будет иметь свои последствия в Азии — наиболее быстро растущем регионе мира и одном из основных кандидатов на глобальное обособление. Но, как явно показывает Граф. 1, в макроструктуре развивающейся Азии сохраняется перекосяк в сторону зависимого от экспорта роста.

График 1. Миф об «обособлении» Азии
Зависимое от экспорта развитие Азии



Источник: МВФ, Исследование Morgan Stanley

	Экспортные связи с Соединенными Штатами	
	Доля экспорта в ВВП	Доля экспорта в Соединенные Штаты
Китай	36,6	21,0
Япония	14,8	22,5
Корея	36,7	13,3
Тайвань	59,0	14,4
АСЕАН	72,7	13,6

Для региона в целом доля экспорта выросла более чем вдвое за последние 25 лет — взлетев с менее чем 20% в 1980 году до более чем 45% сегодня. И точно так же доля внутреннего частного потребления — сектор, который должен был бы привести к обособлению Азии, — за тот же период упала с 67% до менее чем 50%.

При этом не может быть никакой ошибки относительно основного внешнего рынка для зависимых от экспорта азиатских экономик. Здесь без труда побеждают Соединенные Штаты — 21% китайского экспорта приходится на Америку. Да, в последние годы произошло резкое ускорение торговли внутри региона, подкрепившее надежды и мечты об азиатском обособлении. Но немалая доля этой интеграции отражает развитие китаецентричной паназиатской цепочки поставок, которая по-прежнему зависит от спроса на американском рынке. Это значит, что, если американские потребители умерят теперь свои аппетиты, что, как мне кажется, и произойдет, это окажется серьезным потрясением для Азии, выявив давнюю уязвимость звеньев международной цепи поставок и поставив тем самым под вопрос тезис о гло-

бальном обособлении. Снижение роста американского потребления по-разному скажется на различных частях Азии. Быстро растущая китайская экономика имеет достаточную защиту, чтобы смягчить такой удар. Рост китайского ВВП может замедлиться с 11% до примерно 8% — не самая большая беда для любой экономики, и это вполне совместимо с тем, чего Пекин пытался достичь с помощью своей кампании «охлаждения» в течение последних нескольких лет. Но замедление внешнего спроса под влиянием Соединенных Штатов может причинить куда более серьезный вред. В особенности это касается Японии, экономика которой со своим 2%-м ростом может оказаться в особенно неприятной ситуации из-за падения американского спроса и сокращения японского экспорта для китайской цепочки поставок. Хотя они и менее уязвимы, чем Япония, Тайвань и Южная Корея также могут пострадать от американского и китайского замедления темпов роста. Для остальной Азии, особенно Индии и экономики АСЕАН, основной рост достаточно прочен, чтобы справиться с ослаблением американского потребительского спроса. Но в конечном итоге ошибки быть не может: вопреки распространенному оптимизму инвесторов и разработчиков политики, динамика азиатского роста весьма уязвима для заметного замедления темпов роста американского потребления.

НЕНАДЕЖНЫЙ ДОЛЛАР

Эта расстановка сил может оказаться особенно неблагоприятной для американского доллара. Валюты отражают, прежде всего, относительные цены, сравнивая, по сути, действительную стоимость одной экономики с другой. Поэтому мир не сожалел о снижении стоимости Соединенных Штатов в течение последних нескольких лет. Расширенный индекс доллара, показывающий соотношение американской валюты с валютами большинства торговых партнеров Америки, снизился примерно на 20% по сравнению с пиковыми показателями 2002 года. Недавно произошло новое снижение по отношению к евро и канадскому доллару — признак еще большего грядущего ослабления.

К сожалению, в этом обесценивании американской валюты нет ничего удивительного. Поскольку американцы на протяжении долгого времени не создавали достаточных сбережений, Соединенным Штатам для роста приходилось импортировать избыточные сбережения. И в результате для привлечения иностранного капитала был создан рекордный дефицит платежного и торгового баланса. Дефицит текущих счетов Соединенных Штатов — самый большой дисбаланс Америки по отношению к остальному миру — побил рекордные 6,2% ВВП в 2006 году перед небольшим сокращением в первой половине 2007 года. Америка должна привлекать по три миллиарда долларов иностранного капитала ежедневно для поддержания роста своей экономики.

Экономическая теория весьма недвусмысленно говорит о последствиях такого огромного дисбаланса: иностранным кредиторам нужна компенса-

ция за передачу редкого капитала стране с дефицитом. И чем больше дефицит, тем большей должна быть необходимая компенсация. И сильнее всего от этого обычно страдает валюта страны, имеющей дефицит. Следовательно, пока Соединенные Штаты не займутся проблемой своих сбережений, их огромный дефицит платежного баланса никуда не исчезнет, а доллар продолжит падать.

Некоторые надежды внушает то, что эта коррекция курса американской валюты происходила довольно спокойно — темпы снижения расширенного индекса доллара составляли менее 4% в год с начала 2002 года. Но возрастает вероятность хаотичной коррекции с потенциально серьезными последствиями для американской и глобальной экономики.

Основной причиной этого служит возрастание риска спада в Америке. Как отмечалось выше, взрыв ипотечного пузыря, поразительно напоминающего интернет-компаний 1990-х, вполне может стать поворотным моментом. В обоих случаях финансовые рынки и разработчики политики отрицали такую опасность. Но последствия пузыря очевидны. Достаточно взглянуть на находящуюся в стагнации Японию. И, конечно, Соединенные Штаты сами пережили спад после лопнувшего пузыря интернет-компаний в 2000–2001 годах. К сожалению, последствия для Соединенных Штатов сегодня могут быть намного серьезнее, чем семь лет тому назад. Во многом это объясняется тем, что американский потребитель сегодня оказался в уязвимом положении, а потребительские расходы в настоящее время составляют рекордные 72% ВВП — беспрецедентный показатель для новейшей мировой истории.

Этот покупательский бум поддерживался жилищным и кредитным пузырями. Тем не менее, как было отмечено выше, оба этих пузыря сегодня начинают лопаться, и это может привести к резкому сокращению спроса американских потребителей и создать для Соединенных Штатов сложности в борьбе со спадом.

Напуганные возможностью этого и действиями Федеральной резервной системы, иностранные инвесторы становятся все более осторожными в покупке долларовых активов. Влияние ипотечного кризиса на рынки других активов — особенно ценных бумаг, обеспеченных закладными, и обеспеченных активами коммерческих бумаг — только усугубляет эти проблемы. В результате интерес иностранцев к сложным и непрозрачным американским финансовым инструментам, скорее всего, резко ослабнет. И это нарушит приток капитала и вызовет дальнейшее ослабление доллара.

Политическая обстановка также не благоприятствует доллару. В Вашингтоне обе партии увлеченно ругают Китай. Новое законодательство, скорее всего, наложит торговые санкции на Китай, если он не займется своей валютой. Мало того, что попытка преодоления многостороннего дефицита с более чем 40 странами с помощью валютной корректировки с одной была бы грубой политической ошибкой, это было бы равнозначно обложению налогами Вашингтоном одного из основных иностранных кредиторов Америки.

Это, несомненно, ослабило бы интерес Китая к американским активам, а в отсутствие роста интереса со стороны других иностранных покупателей доллар подвергнется еще большему давлению. Наконец, чем больше Федеральная резервная система при Бене Бернанке проводит политику дешевых денег, отвечающую дружественному для рынка сценарию Алана Гринспена, тем больше риск для доллара.

Зачем беспокоиться насчет ослабления доллара? Импорт товаров и услуг в Соединенные Штаты составил в 2006 году 2,2 триллиона долларов. Резкое падение доллара сделает эти товары значительно дороже – функциональный эквивалент роста налогов для потребителей. Это также может подогреть страхи насчет инфляции, вызвав повышение долгосрочных процентных ставок и еще большее давление на финансовые рынки и экономику, увеличив тем самым риски спада. Оптимисты могут рассуждать о перспективах роста экспорта и оживления экономики вследствие роста конкурентоспособности доллара. Тем не менее история показывает, что ни одна страна никогда не приходила к процветанию за счет обесценивания своей валюты.

До сих пор слабость доллара не создавала больших проблем. Но теперь все может измениться. По отношению к остальному миру Соединенные Штаты выглядят ненадежным заемщиком. То же можно сказать и об их валюте.

НЕСОСТОЯТЕЛЬНОСТЬ ПОЛИТИКИ ЦЕНТРАЛЬНОГО БАНКА

Недавняя череда событий произошла не в вакууме. На самом деле, во второй раз за семь лет лопнувший крупный пузырь активов причинил серьезный вред мировым финансовым рынкам. В обоих случаях – пузыря на фондовом рынке в 2000 году и кредитного пузыря в 2007 году – центральные банки пренебрежительно относились к выполнению своих обязанностей. Отсутствие монетарной дисциплины стало отличительным признаком безудержной глобализации. Центральные банки не в состоянии были оказать необходимую поддержку мировым финансовым рынкам и все более зависимой от активов глобальной экономике.

В своих истоках это печальное положение вещей может восходить к событиям, с которых все началось десять лет тому назад. Привыкнув успешно бороться с инфляцией, центральные банки решили, что дешевые деньги будут миру только на пользу.

Рост производительности высокотехнологичных компаний в Америке в конце 1990-х послужил манящей песней сирены для Федеральной резервной системы под руководством Гринспена, которая убедила американский центральный банк в том, что он не должен мешать быстрому экономическому росту или созданию избыточной ликвидности. Оглядываясь в прошлое, в этом был «первородный грех» мира, полного пузырей, – в Федеральной резервной системе, которая потворствовала фондовому пузырю конца 1990-х и продающей активы американской экономике, порожденной им. Это запу-

стило череду событий, которая позволила одному пузырю породить другой— от ценных бумаг до ипотеки и кредита.

Пузыри неизбежно лопаются. И когда это произошло с фондовым пузырем 2000 года, центральные банки наплевали на все предостережения и вывели огромные ликвидные активы на мировые финансовые рынки, чтобы избежать опасной дефляции. С глобализацией, ограничивающей инфляцию, и реальными экономиками, переживавшими вялое восстановление в начале 2000-х, эта избыточная ликвидность напрямую перетекла на рынки активов.

Благодаря появлению новых финансовых инструментов— особенно деривативов, стоимость которых сегодня во всем мире превышает 440 триллионов долларов,— мир захлестнула новая культура долга и леввериджа. Жаждающие получения прибыли инвесторы, заиклившиеся на пенсионных нуждах стареющих домохозяйств, вели себя так, будто им нечего было бояться. Риск не вызывал беспокойства в эпоху неограниченных кредитов, поддерживаемых множеством амортизаторов в виде деривативов.

И как всегда цикл риска и алчности перешел все мыслимые пределы. Точно так же, как интернет-компании вызвали кризис семь лет тому назад, так и ипотека возвещает о наступлении кризиса сегодня. В обоих случаях наблюдаются поразительные сходства в отрицании кризиса, который неизбежно начинает разрастаться, когда пузырь активов лопается. Когда в начале 2000 года пузырь интернет-компаний лопнул, оптимисты говорили, что беспокоиться не о чем— в конце концов, акции интернет-компаний составляли всего лишь около 6% общей капитализации американского фондового рынка в конце 1999 года. К несчастью, индекс S&P 500 упал примерно на 49%, а перенапряженная корпоративная Америка привела Соединенные Штаты и глобальную экономику к спаду. Точно так же сегодняшние оптимисты выступают с той же проповедью: зачем беспокоиться, говорят они, когда субстандартная ипотека составляет всего около 14% американского долга по секьюритизованной ипотеке? Тем не менее раскручивание намного более широкого кредитного цикла, не говоря уже о застывании ключевых краткосрочных финансовых рынков, дает серьезные основания для беспокойства— особенно для перенапряженных американских потребителей и все еще остающейся американоцентричной глобальной экономики.

Центральные банки вынуждены производить чрезвычайные вливания ликвидности. Неясно, насколько этим усилиям удастся прекратить нынешнюю неразбериху на перегретых кредитных рынках. Будучи тактически целесообразными, эти действия могут быть стратегически порочными, не разрешая дилеммы моральных рисков, которая продолжает поддерживать зависимые от активов экономики. Можно ли управлять мировой экономикой таким образом сегодня?

Ответом будет безоговорочное «нет». Как всегда, политики поспешно возлагают вину за проблемы, от которых страдают необразованные, неквалифицированные заемщики, на финансовые органы. Тем не менее рынкам прекрасно удастся наказывать и тех, и других. Наоборот, государство долж-

но повнимательнее присмотреться к себе, особенно к поведению разработчиков политики и регулирующих органов ведущих центральных банков мира.

Ведущим денежно-кредитным учреждениям самое время принять новые процедуры, а именно — учитывать состояние рынков активов при просчете вариантов политики. Нравится нам это или нет, мы живем теперь в зависимости от активов мире. Как показывает все большее распространение пузырей, неспособность признать взаимодействие между состоянием рынков активов и реальной экономикой составляет вопиющую политическую ошибку.

Это не значит, что центральные банки должны заниматься прежде всего рынками активов. Но это значит, что они должны перестать заботиться исключительно об инфляции и начать следить за тем, что происходит со стоимостью активов. Это не так уж сложно. Когда фондовые рынки перегреваются и возникают перекосы в зависимых от активов экономиках, как это уже было в конце 1990-х, центральные банки должны проводить более жесткую денежно-кредитную политику, чем нужно для борьбы с инфляцией. Точно так же, когда рынки недвижимости перегреваются, когда количество ненадежных заемщиков начинает зашкаливать или когда корпоративный кредит становится доступным под смехотворно низкий процент, центральные банки должны «дуть против ветра». Нынешний финансовый кризис — это тревожный звонок для современных центральных банков. Мир не может позволить себе и дальше метаться от одного пузыря к другому. Ценой пренебрежительного отношения центральных банков к своим обязанностям становятся невероятно высокие системные риски, которые могут представлять серьезную угрозу во все более интегрированной мировой экономике. Оно также может вызвать необдуманное вмешательство политиков, подрывав политическую независимость центральных банков. Искусство и наука политики центральных банков требуют серьезного пересмотра.

ПОЛИТЭКОНОМИЯ ПУЗЫРЕЙ АКТИВОВ

Все это может иметь более глубокий смысл. Нельзя сказать, что центральные банки сознательно позволили пузырям активов надуться и лопнуть, чтобы затем просто работать с последствиями. Напротив, они имеют дело с непреднамеренными последствиями нового глобального динамичного роста, основанного на проедании активов, который сам во многом является следствием политической экономии роста и процветания.

Этот результат отражает сочетание трех мегатенденций — глобализации, революции в информационных технологиях и пенсионном обеспечении пожилых работников. Глобализация создала новый мощный стимул к дезинфляции в последней четверти прошлого столетия — облегчение арбитража стоимости и цен, которое неизбежно сказалось на ценообразовании на товары и многие услуги. В то же время рост производительности благодаря информационным технологиям — сначала в Соединенных Штатах,

а теперь все более заметно и в других экономиках — убедил центральные банки в возможности неинфляционного роста в соответствующих экономиках. Наконец, быстро стареющее население в Японии, Европе и Соединенных Штатах требует от государственных и частных пенсионных фондов большей инвестиционной отдачи для финансирования все большего объема нефундированных пенсий.

Ключевым результатом взаимодействия первых двух этих мегатенденций — глобализации дезинфляции и связанного с информационными технологиями роста производительности — было резкое сокращение номинальных процентных ставок на суверенные инструменты с фиксированным доходом для кратко- и долгосрочных ценных бумаг. В условиях недостаточной (для финансирования пенсий) отдачи от таких безрисковых активов, инвесторы и доверенные лица вкладывались во все более рискованные активы, пытаясь совершить невозможное. Это, в сочетании с обильным предоставлением ликвидности центральными банками, научившимися справляться с инфляцией, снизило разницу в доходности во множестве рискованных активов — от складывающихся рынков и высокодоходного корпоративного долга до обеспеченных ипотекой облигаций и множества других сложных продуктов. В эпоху сокращения разницы в доходности и стремления к прибыли растущий поток обильной ликвидности накрыл собой множество острых и опасных скал. Но по мере отхода волны, эти скалы выходят на поверхность. Кризис субстандартной ипотеки — классический пример того, что может открыться при отливе.

Те же силы оказывают не менее значительное воздействие на инвестиционные стратегии индивидуальных инвесторов. В отсутствие традиционной прибыли от сберегательных вкладов и государственных облигаций, семьи попытались увеличить доход от инвестиций за счет акций и, позднее, собственного жилья. Это создало естественный спрос на этот класс активов, которые затем начали жить своей собственной жизнью — с ростом цен, вызывающим еще больший рост цен, и возникающими в результате спекулятивными пузырями. Сосредоточенность центральных банков, озабоченных проблемой инфляцией, исключительно на индексе потребительских цен создавала все условия для возникновения целого ряда различных пузырей при следующем крупном цикле ликвидности.

В конце концов, государство должно оценивать целесообразность такого устройства: стоит ли внутренняя нестабильность все более зависящих от активов и подверженных появлению пузырей экономик подобно-го риска. В отсутствие четкого механизма обратной связи для вынесения такого вердикта, центральные банки мира, стоящие на страже экономической и финансовой стабильности, должны вместе заниматься решением этой проблемы. В этом состоит особая сложность. Нужен по-настоящему независимый центральный банк, чтобы занять принципиальную позицию по отношению к системным рискам, которые могут возникать из стремления государства к росту, и «убрать бочонок с пивом в самый разгар вечеринки», перефразируя мудрый совет одного из легендарных центральных

банкиров Соединенных Штатов Уильяма Макчесни Мартина. Тем не менее недавно ушедший в отставку глава Федеральной резервной системы Алан Гринспен признает: «как это ни прискорбно, от независимости Федеральной резервной системы не осталось и следа».

Признание Гринспена высвечивает важное различие между двумя моделями центрального банкира — по-настоящему политически независимым и более политически податливым. Соединенные Штаты имели оба типа. Я бы, конечно, отнес Пола Волкера к первой категории; посреди возгласов протеста, его борьба с губительной двузначной инфляцией требовала большой решимости и готовности пойти на политический риск. И все же он проводил денежно-кредитную политику, которая не зависела от политического давления. Напротив, Артур Бернс, с которым я работал в 1970-х, был крайне политизирован в своих решениях, пытаясь избежать неприятной жесткой денежно-кредитной политики, необходимой для борьбы с инфляцией. Дружественная по отношению к рынку позиция Алана Гринспена — и возникшая в результате зависимость от активов американская экономика — была больше совместима с моделью податливого центрального банкира, соглашающегося со стремлением государства к росту. Воспоминания Гринспена посвящены в равной степени политике и экономике, что свидетельствует о его намного большей чувствительности к взаимодействию этих двух сил, чем должен обладать независимый центральный банкир.

Тем не менее основная проблема Гринспена вполне понятна: центральному банкиру непросто совершать непопулярные шаги, особенно если ему приходится работать в крайне напряженной политической обстановке. Но здесь следовало бы провести границу. При всем уважении к Алану Гринспену, по-настоящему независимый центральный банкир не должен рассчитывать на политическую популярность. Надо признать, что для проведения нового подхода к денежно-кредитной политике, отстаиваемого мной, нужна большая политическая смелость. Но, как показывает наследие Пола Волкера, это возможно.

В конце концов, чтобы получить политический предлог для перехода от ограниченных мер, связанных с борьбой с инфляцией и заикленных на ценовой стабильности, центральным банкам понадобится кризис. И как знать, может, такой кризис вот-вот наступит? И в обстановке раскручивания кредитного цикла одновременно с переходом Вашингтона к протекционизму и огромными долгами американских потребителей попустительское отношение к зависимым от активов и подверженным образованию пузырей экономикам в конечном итоге может быть поставлено под вопрос.

Перевод с английского Артема Смирнова