



Институт «Центр развития» ГУ-ВШЭ



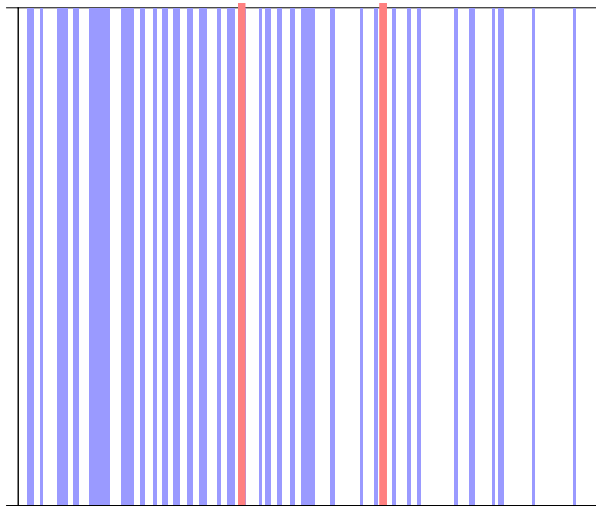
Сергей Смирнов

**Ошибки денежных властей как
фактор экономических кризисов
(на примере США, после 1970 г.)**

X Международная научная конференция ГУ-ВШЭ
Москва, 8 апреля 2009

В последнем кризисе все винят ФРС. А что было раньше?

Датировка спадов в США,
1855-2009 гг.



1860
1870
1880
1890
1900
1910
1920
1930
1940
1950
1960
1970
1980
1990
2000

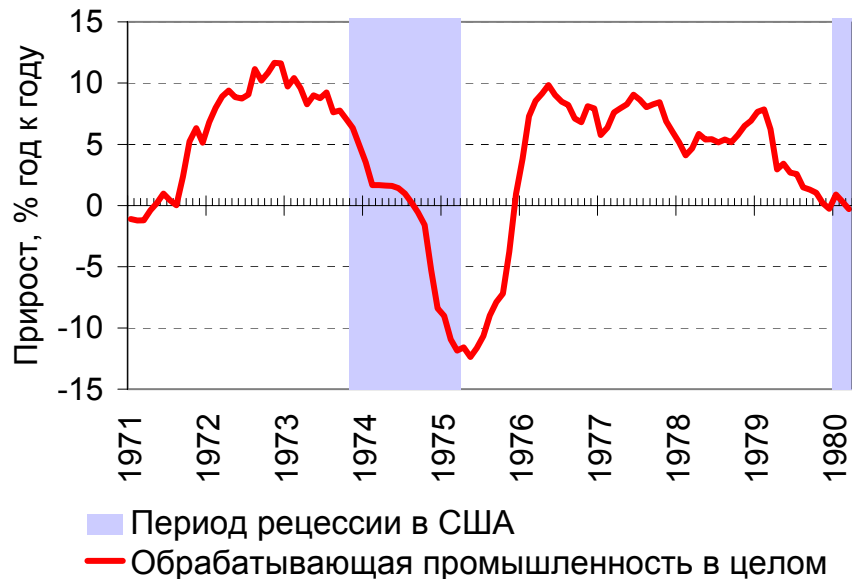
■ 1913 г.: создание ФРС
■ 1951 г.: независимость ФРС
■ Рецессии

- За 1855-1951 гг. спад наблюдался в 40% всех месяцев
- За 1951-2009 гг. спад наблюдался в 16% всех месяцев
- «За последние 40 лет ни один из экономических подъемов не умер от старости в своей постели. Каждый из них был жестоко убит Федеральным резервом». *Рудигер Дорнбуш (конец 1990-х)*

Первый «нефтяной шок» и кризис 1973-74 гг.

Глобальный контекст:

- Авг. 1971: крах «золотого стандарта»
- Янв. 1973: окончание войны во Вьетнаме
- Окт. 1973: «война Судного дня»



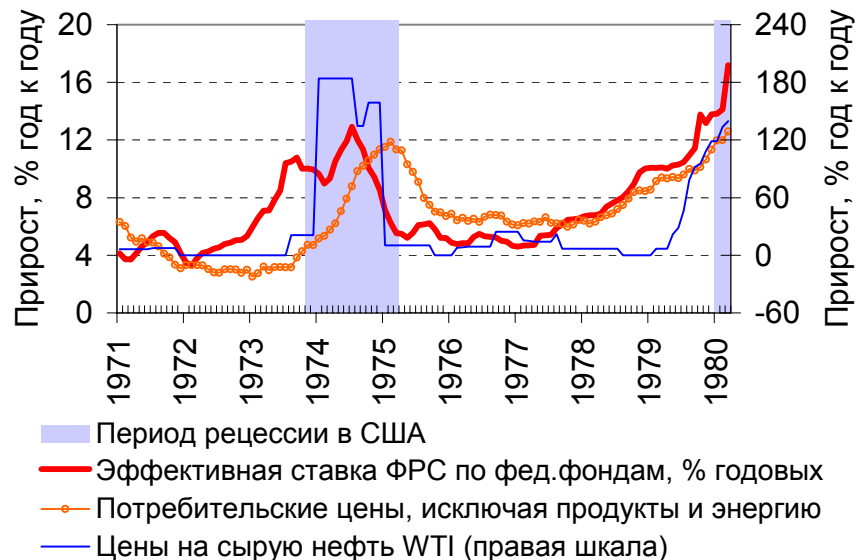
Ситуация в США

- В 1972 – начале 1973 ВВП растет на 6-8%, а промышленность на 10% и более
- Рост цен на нефть WTI:
 - август 1973: +20%; январь 1974: +135%; октябрь 1974: +11%;
 - всего: с \$3,6 в июле 1973 до \$11,2 в октябре 1974 (в 3,1 раза)
- Официальная дата начала спада: декабрь 1973
- При этом за январь - ноябрь 1973:
 - разрешения на строительство: -38%;
 - индекс S&P 500: -17%;
 - потребительские расходы на товары длительного пользования: -2,6% г/г

Кризис 1973-74 гг. и действия денежных властей

Оценка рисков

- До сент. 1973: угроза «перегрева»
- Окт. 1973 - февр. 1974: угроза спада
- Март-июль 1974: угроза инфляции
- Авг. 1974 – май 1975: угроза спада



Действия властей

- Март 1972 - сент. 1973: рост ставки ФРС с 3,3% до 10,8%
- Снижение ставки ФРС: окт. 1973 – февр. 1974 (с 10,8 до 9,0%)
- Повышение ставки ФРС с марта по июль 1974 (с 9,0 до 12,9%)
- Снижение ставки ФРС: авг. 1974 – май 1975 (с 12,9 до 5,2%)
- Ноябрь 1973: контроль за ценами

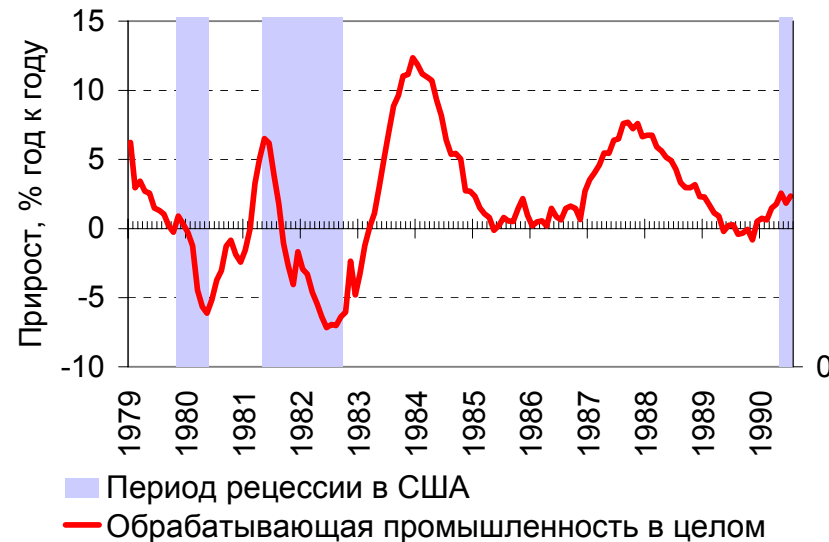
Итоги

- Дефицит нефти (вплоть до 1981)
- Усугубление спада в середине 1974
- Отрицательная реальная ставка (сент. 1974 – янв. 1978) → почва для стагфляции 1980-х

Второй «нефтяной шок», стагфляция и «двойной» кризис начала 1980-х

Глобальный контекст:

- Апр. 1979: установление «исламской республики» в Иране
- Апр. 1980: обострение ирано-иракских отношений (сент. 1980 - начало войны)
- С 1986: низкие цены на нефть



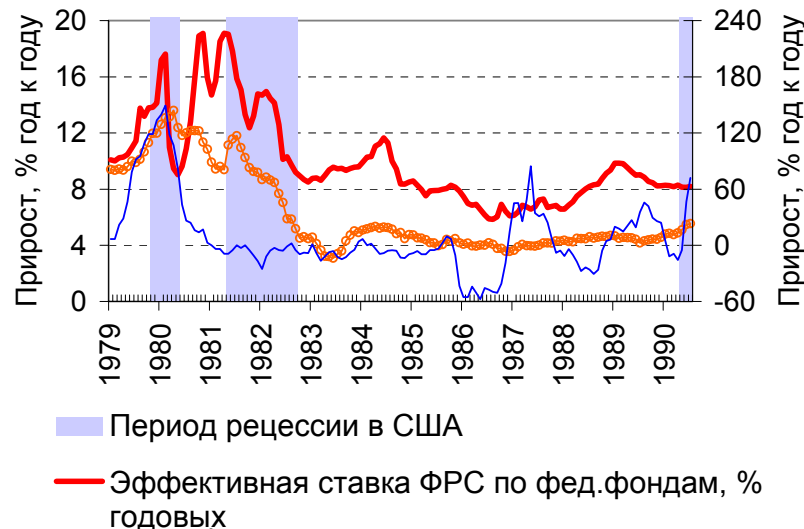
Ситуация в США

- Раскручивание инфляции: базовая инфляция выросла с 6,3% г/г в марте 1978 до 13,6% г/г в июне 1980
- Стагфляция
- Рост цен на нефть WTI: с \$15,9 в апреле 1979 до \$39,5 в апреле 1980 (в 2,5 раза)
- Высокая ставка: → дестимулирование потребительских и инвестиционных расходов
- Официальная дата начала спада: февраль 1980. К этому моменту:
 - с мая 1978 прекратился рост потребительских расходов на товары длительного пользования
 - с февраля 1979 прекратился промышленный рост
 - разрешения на строительство: -40% по отношению к «пику» (июнь 1978);
 - в 4 кв. 1979 г. инвестиции снизились на 4% г/г

Кризис 1980-х и действия денежных властей

Оценка рисков

- До апреля 1980: угроза инфляции
- Май - июль 1980: угроза спада
- Авг. 1980 – ноябрь 1986: угроза инфляции



Действия властей

- Янв. 1977 - апр. 1980: рост ставки ФРС с 4,6% до 17,6%
- Снижение ставки ФРС: апр. 1980 – июль 1980 (с 17,6 до 9,0%)
- Повышение ставки ФРС с августа 1980 по июнь 1981 (с 9,0 до 19,1%). Потом - колебания ставки в зависимости от инфляции
- Высокие ставки → законы по либерализации деятельности ссудо-сберегательных касс и коммерческих банков (1981-82 гг.)

Итоги

- Победа над инфляцией ценой второй волны спада (авг. 1981-нояб. 1982)
- Волна банкротств банков и касс в середине 1980-х – начале 1990-х

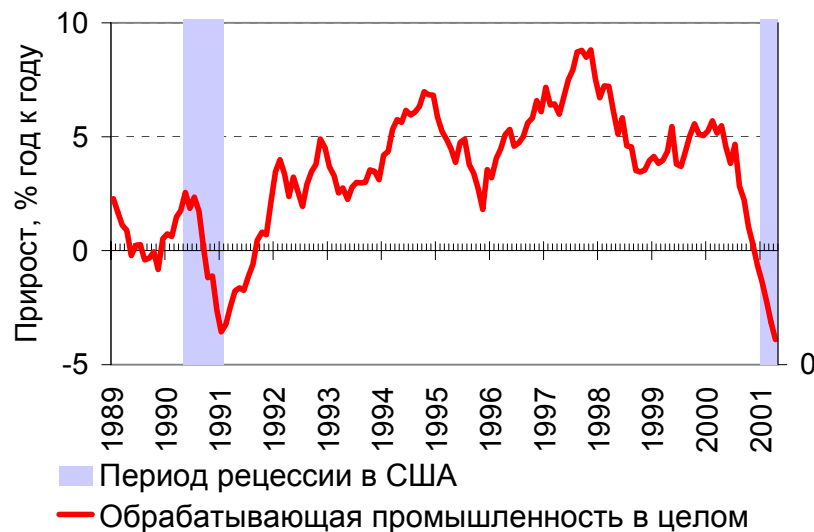
Кризис 1990-91 гг.

Глобальный контекст:

- Авг. 1990: вторжение Ирака в Кувейт
- Дек. 1991: распад СССР
- 1990-е: Глобализация мировой экономики и внедрение микропроцессорной техники
- Рост производительности

Ситуация в США

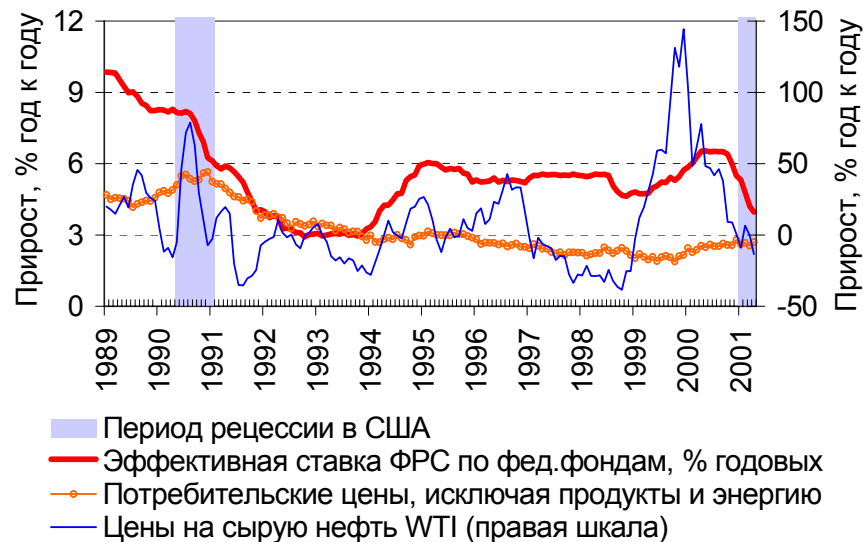
- Оплата труда растет быстрее выработки: → снижение прибыли и инвестиций
- Рост цен на нефть WTI: с \$18,6 в июле 1990 до \$36,5 в октябре 1990 (в 1,9 раза)
- Официальная дата начала спада: август 1990. К этому моменту:
 - разрешения на строительство: -38% по отношению к «пику» (январь 1990);
 - в 3 кв. 1990 г. инвестиции снизились на 5% к «пику» (1 кв. 1989)



Кризис 1990-91 и действия денежных властей

Оценка рисков

- До декабря 1992: угроза спада
- Янв. – дек. 1993: нейтральный риск
- Янв. 1994 – март 1995: угроза инфляции дальше – «тонкая настройка»
- 1999-2000: угроза «перегрева»
- С декабря 2000: угроза спада



Действия властей

- До декабря 1992: снижение ставки ФРС (с 9,85% в марте 1989 до 3% в декабре 1992)
- В 1993: стабильная ставка ФРС (3%)
- Повышение ставки ФРС с января 1994 по март 1995 (с 3% до 6%).
- Потом - колебания ставки в зависимости от инфляции и темпов экономического роста

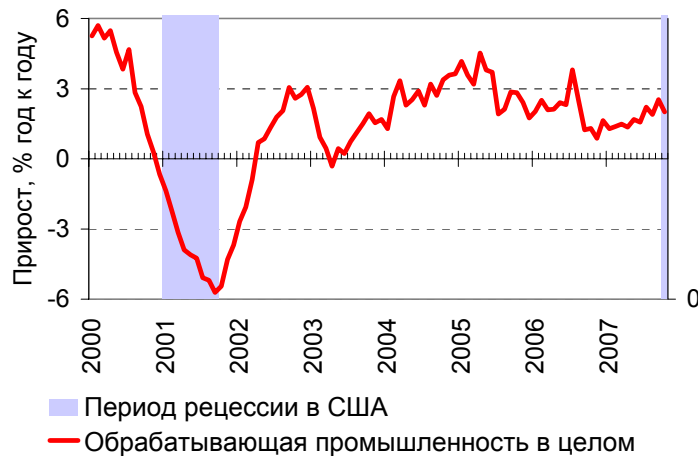
Итоги

- Кризис 1990-91 - короткий (8 мес.)
- Инфляция под контролем
- Повышение ставок в 1994 чуть не погубило рост, но вовремя остановились
- «Азиатский кризис» 1998 не затронул США
- Вовремя началось снижение ставок в преддверие спада 2001

Кризис 2001 г.

Глобальный контекст:

- Дек. 1998 – март 2000: «интернет-пузырь»
- 11 сентября 2001: теракт Аль-Каиды



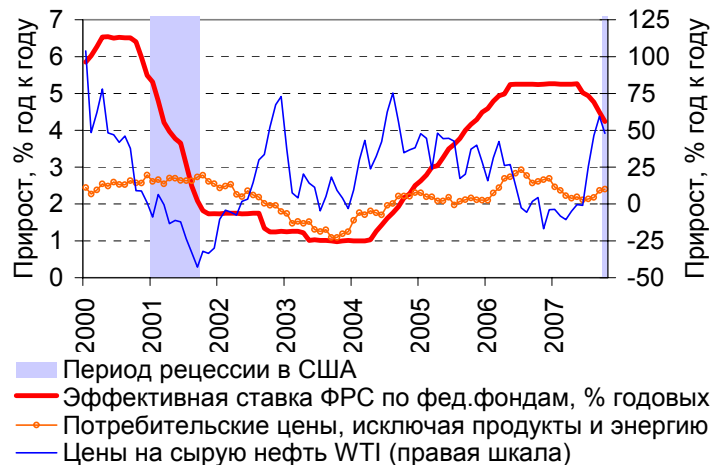
Ситуация в США

- С декабря 1998 по март 2000 индекс NASDAQ вырос в 2,1 раза, а индекс S&P 500 – на 22%
- Оплата труда стала расти быстрее производительности → снижение прибыли
- Теракт 9/11 → многолетний спад в строительстве нежилкой недвижимости
- Стабильность потребительского спроса
- Официальная дата начала спада: апрель 2001. К этому моменту:
 - промышленное производство: -2,4% по отношению к «пику» (июнь 2000);

Кризис 2001 и действия денежных властей

Оценка рисков

- До июля 2003: угроза спада
- До июня 2004: нейтральный риск
- До июля 2006: угроза инфляции
- До июля 2007: нейтральный риск
- С августа 2007: угроза спада



Действия властей

- Агрессивные манипуляции ставкой в соответствии с оценкой рисков
- Поощрение развития деривативов (без должного их контроля)

Итоги

- Кризис 2001 - короткий (8 мес.)
- Инфляция под контролем
- Вовремя началось снижение ставок в преддверие спада 2001
- Но! Слишком долго держали сверхнизкую ставку (декабрь 2002-июнь 2004) → а) «пузырь» на рынке ипотеки; б) избыточный приток капитала на развивающиеся рынки

Кризис 2008-09 гг.

Глобальный контекст:

- Повсеместно низкие ставки и низкая потребительская инфляция
- Глобализация, приток капитала на emerging markets
- «Эра дорогой нефти»
- Стремительное развитие деривативов



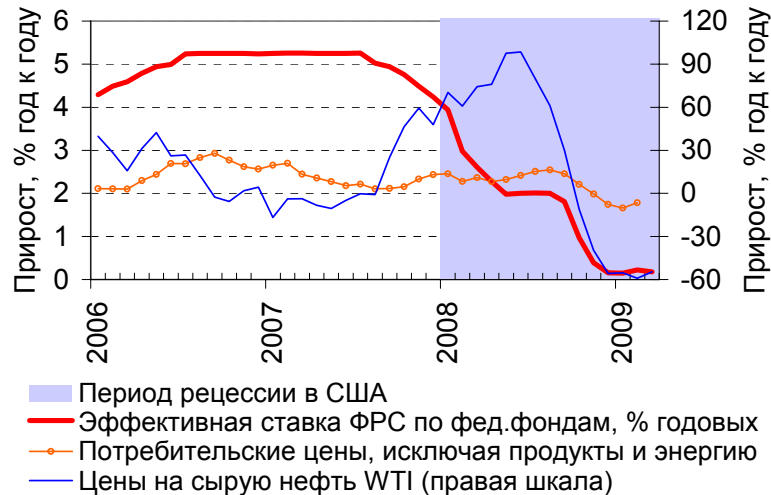
Ситуация в США

- Август 2007: кризис ликвидности из-за невозвратов по ипотеке sub-prime
- 15 Сентября 2008: банкротство Lehman Brothers
- Ухудшение потребительских настроений
- Официальная дата начала спада: январь 2008. К этому моменту:
 - разрешения на строительство: -51% по отношению к «пику» (сентябрь 2005)

Кризис 2008-2009 гг. и действия денежных властей

Оценка рисков

- С августа 2007: угроза спада



Действия властей

- Агрессивное двухэтапное снижение ставок
- Денежные аукционы, валютные свопы и другие инструменты предоставления ликвидности
- Масштабные антикризисные меры (поддержка рынка ипотеки и банковского сектора)
- Наращивание бюджетного дефицита
- Финансирование дефицита за счет ФРС (впервые с 1951)
- Курс на контроль за деривативами (в рамках решений саммита G-20)

Итоги

- Катастрофы удалось избежать
- Ставка близка к нулю → этот инструмент на время выпал из арсенала ФРС
- Инфляция остается низкой. Надолго ли?
- Массированные денежные инъекции: не рухнет ли доллар?
- Большой рост бюджетных расходов. Хватит ли средств на пенсии?
- «Дешевые деньги» → «пузырь» неизбежен. Но где?

Своевременность действий ФРС

Кризис	Начало спада (по НБЭР)	Первое снижение ставки ФРС	Опережение (месяцев)
1973-74	Дек. 1973	Окт. 1973*	2
Начало 1980-х	Фев. 1980	Май 1980*	-3
1991	Авг. 1990	Окт. 1990	-3
2001	Апр. 2001	Дек. 2000	4
2008-09	Янв. 2008	Авг. 2007	5

* Впоследствии в ходе кризиса ставка повышалась в целях борьбы с инфляцией

Удачи и неудачи денежных властей или Не ошибается тот, кто ничего не делает

- ***Есть некоторые явные удачи:***

- конечная победа над стагфляцией (начало 1980-х);
- длительный период стабильности (краткий кризис 1991; рекордный по длительности 10-летний подъем; устойчивость к «азиатскому кризису»; «мягкая посадка» в 2001);
- избежание краха финансового сектора (2008-2009)

- ***Есть некоторые явные неудачи***

- контроль над нефтяными ценами в 1970-80-е;
- отрицательная реальная ставка в 1975-77 гг., вызвавшая стагфляцию
- «пузырь» на рынке ипотеки и его последствия;
- бесконтрольное развитие рынка деривативов

- ***Есть промежуточные ситуации***

- вторая волна кризиса начала 1980-х как плата за победу над стагфляцией;
- смягчение контроля за банками и ссудо-сберегательными кассами, приведшее к волне их банкротств
- избыточный приток капитала на emerging markets после 2001 г.

Можно ли считать нынешний кризис крахом рынка и рыночных механизмов?

- Наоборот, это крах попыток планового установления цены денег
- Всего две ошибки одного человека* обошлись так дорого

*После кризиса 2001 г. г-н Гринспен а) ратовал за развитие деривативов, считая их инструментом распределения рисков; б) недооценил степень «перегрева» на рынке жилья и ипотеки