

УДК 338.12

ДЕНЕЖНАЯ ПОЛИТИКА АДМИНИСТРАЦИИ ОБАМЫ

© 2014 г. **А.Ю. Давыдов***
Институт США и Канады РАН, г. Москва

Статья рассматривает актуальные проблемы современной кредитно-денежной политики США. Анализируются основные функции ФРС. Рассматриваются факторы, определяющие спрос и предложение на денежном рынке.

Ключевые слова: денежная политика, денежный рынок, Федеральная резервная система, казначейские долговые обязательства, ипотечные долговые бумаги, сбережения и инвестиции.

В январе 2014 г. в финансово-экономической системе США появилась новая серьёзная фигура: председателем Федеральной резервной системы (ФРС) стала Дженет Йеллен, выполнявшая ранее обязанности заместителя главы американского Центробанка. В своё время Йеллен работала одним из экономических советников в администрации президента Клинтона. В 2004 г. она возглавила Федеральный резервный банк Далласа, а последние годы была заместителем председателя ФРС.

Йеллен славится как удивительно точный экономический прогнозист. Это неудивительно: будущее американской экономики в очень большой степени зависит от действенной кредитно-денежной политики США. В 2007 г. Йеллен сумела предсказать ипотечный кризис 2008 г. и последующую рецессию.

«Я обязуюсь сделать всё, что смогу, чтобы соответствовать оказанному мне доверию и выполнить стоящие перед ФРС обязательства – содействовать максимальной занятости, обеспечивать достаточно стабильные цены и сильную, устойчивую финансовую систему», – сказала Йеллен, выступая в Сенате США. «ФРС может и должна защищать финансовую систему, – уточнила Йеллен и добавила – ФРС может гарантировать, что инфляция останется под нашим под контролем и не будет подрывать растущую экономику» [5].

Действительно, одним из достоинств современной американской экономической модели является невысокий уровень инфляции. Инфляционное таргетирование (планирование инфляционных ожиданий) является важным направлением денежной политики США и большинства других индустриальных стран, потому что достижение относительной устойчивости цен (то есть невысокого уровня инфляции) является фактором, обеспечивающим экономический рост.

* ДАВЫДОВ Андрей Юрьевич – кандидат экономических наук, ведущий научный сотрудник ИСКРАН. E-mail: stulovo2@mail.ru

Основные полномочия Федеральной резервной системы

Федеральная резервная система является важнейшим финансовым институтом США. Выполняя функции центрального банка, она контролирует деятельность крупнейших финансовых учреждений и определяет национальную кредитно-денежную политику США.

ФРС регулирует предложение денег в национальной экономике и деятельность финансовых институтов с целью обеспечить экономическую и финансовую стабильность в стране, а также эффективную платёжную систему.

До 1914 г. Соединённые Штаты не имели собственного центрального банка. Национальное денежное предложение создавалось отдельными банками, выпускавшими депозитные обязательства и банкноты. Поскольку риск банкротства банков существовал всегда, банкноты часто обменивались на рынке с дисконтом к их номинальной стоимости. С 1836 г. до середины 1860-х годов денежная масса в США колебалась в широких пределах, так как в периоды экономических подъёмов банки выдавали много кредитов и эмитировали больше денег, а во время рецессий сокращали свою кредитную активность и объёмы денежного предложения. Таким образом, национальное денежное предложение варьировалось не только по своему качеству, но также расширялось и сжималось в зависимости от фазы экономического цикла, тем самым, возможно, способствуя его углублению.

В конце XIX века США приняли ряд важных национальных законов в сфере кредитно-денежного регулирования. В результате улучшилось качество национальной денежной массы, расширились продажи гособлигаций. Банки, эмитировавшие банкноты, должны были платить 10% налога на эмиссию, что делало её недешёвой. Вместе с тем, региональным банкам было разрешено получать лицензии национального (*National Bank*) и эмитировать банкноты при условии, что они будут удовлетворять определённым условиям (прежде всего по достаточности собственного капитала) и подчиняться регулированию со стороны федеральной администрации.

Но банки штатов продолжали действовать и после принятия законов о национальной банковской системе, поскольку они выпускали срочные денежные инструменты, а не банкноты. Поскольку депозиты до востребования не были застрахованы, а банки несли на себе риск банкротства, депозитные обязательства до востребования в форме чеков, если их использовали при совершении финансовых операций часто дисконтировались. Риск банкротства банков повышался при эмиссии больших объёмов депозитов до востребования по отношению к имеющимся объёмам наличных денег и депозитам в других банках.

Проблема осложнялась тем, что законы о национальной банковской системе позволяли банкам рассматривать депозиты в других банках в качестве резервов. Фактически формировалась «пирамида резервов», создававшая возможность банковского кризиса. Поскольку национальное предложение банкнот было ограничено количеством размещённых государственных ценных бумаг, то, когда населению требовалось больше денег, банковская система часто сталкивалась с дефицитом наличности, создавая проблемы для американской экономики в целом. В результате экономика пострадала от ряда тяжёлых ре-

цессий и случаев финансовой «паники», достигших кульминации во время кризиса 1907 года.

Принятый в 1913 г. закон «О Федеральной резервной системе» был призван устранить недостатки, присущие системе национальных банков и ставшие очевидными после кризиса 1907 г. Закон преследовал ряд целей:

- создать руководящие денежно-кредитные учреждения, которые бы регулировали предложение денег в соответствии с потребностями экономики;
- стимулировать развитие института «кредитора последней инстанции», который бы предоставлял банкам дополнительные финансовые ресурсы во время кризисов;
- создать эффективную систему расчётов по чекам вне зависимости от места их выдачи;
- развить систему контроля над коммерческими банками.

Предоставленное ФРС право регулировать количество денег в обращении было обусловлено стремлением предотвратить банковские кризисы, которые возникали из-за превышения спроса на деньги над их предложением. Эластичность предложения денег была достигнута благодаря предоставлению Федеральному резервному банку (ФРБ) права выпускать купюры нового типа – банкноты ФРБ. Банки – члены ФРС могли получить банкноты ФРБ в любой момент, когда у них возникала потребность в дополнительных наличных средствах. В настоящее время банкноты ФРБ являются основным видом наличных денег в обращении.

Поскольку американцы подозрительно относились к любой идее централизации власти, закон о ФРС предусматривал создание 12 региональных банков ФРС, обладавших определённой автономией; их деятельность координировалась Советом управляющих, находящимся в Вашингтоне. Согласно закону, каждый региональный банк отвечал за удовлетворение потребностей экономики в своей зоне, а каждый коммерческий банк, купивший акции регионального банка, становился его совладельцем.

По мере изменения экономических условий роль и цели работы ФРС также менялись. Сегодня многие прежние полномочия региональных банков перешли к Совету управляющих, при этом главной задачей остаётся поддержание экономической стабильности путём регулирования предложения денег.

Важную роль в формировании национальной кредитно-денежной политики играет Комитет по операциям на открытом рынке (*Federal Open Market Committee – FOMC*), входящий в структуру ФРС. В этот комитет входят семь членов Совета управляющих ФРС и пять президентов региональных банков. Значение комитета велико, поскольку он определяет национальную кредитно-денежную политику, а также необходимые размеры резервов финансовых институтов. Благодаря контролю над денежной базой комитет может также влиять на количество денег в обращении и в конечном счёте на уровень экономической активности в стране.

Совет управляющих ФРС, по существу, определяет денежную политику страны, а поэтому является наиболее влиятельным финансовым органом. В административном отношении он не подчиняется ни Конгрессу, ни президенту Соединённых Штатов.

Чтобы обеспечить политическую независимость ФРС, Конгресс США постановил, что члены Совета управляющих ФРС должны назначаться на 14 лет, причём каждые два года один из них заменяется. Нередко члены Совета уходят с этой должности добровольно в коммерческие структуры. В этом случае приходится оперативно подбирать новых кандидатов. Одного из членов Совета управляющих президент назначает на должность председателя Совета сроком на четыре года. Все назначения должны быть одобрены Сенатом.

Председателя ФРС нередко называют вторым по влиятельности человеком в США после президента страны. Именно он формирует кредитно-денежную политику государства, так как имеет возможность контролировать ход заседаний Совета управляющих ФРС и Комитета по операциям на открытом рынке. Кроме того, он регулярно выступает в Конгрессе, мотивируя основные направления кредитно-денежной политики ФРС.

Со времен «Великой депрессии» 1929–1933 гг. вопрос выработки сбалансированной кредитно-денежной политики является краеугольным камнем государственного регулирования американской экономики. В разные периоды развития в государственной экономической политике доминировали консервативные и либеральные подходы, однако в экономической науке после обнародования теорий Кейнса проблема воздействия прироста денежной массы на расширение производства, с одной стороны, и на повышение темпов роста цен – с другой, всегда занимала центральное место.

Кейнс и его последователи (Н. Калдор, Джоан Робинсон) считали, что в условиях высокой безработицы и незагруженных производственных мощностей расширение денежной массы стимулирует рост производства, а не рост цен. Монетаристы, напротив, полагали, что изменение массы денег в обращении отражается главным образом на уровне инфляции, но не на ускорении экономического роста.

Оба этих крайних подхода не отражают реалий современной экономической жизни. Монетаристы заблуждаются, когда призывают к отказу от расширения денежной массы, полагая, что это может остановить инфляцию. Последователи Кейнса ошибаются, считая, что безработицу и недогрузку производственных мощностей можно искоренить путём дополнительной денежной эмиссии и что увеличение денежной массы стимулирует именно хозяйственную активность, а не рост цен.

«Великая депрессия» заставила общество признать значимость роли ФРС в осуществлении кредитно-денежной политики, что выразилось в частности в учреждении Комитета по операциям на открытом рынке, который формировался исключительно из членов Совета управляющих ФРС и президентов федеральных резервных банков. Помимо этого, согласно закону «О банковских операциях» 1933 г. ФРС получила возможность регулировать максимальное значение процентной ставки, которую банки могли устанавливать по вкладам населения (*Предписание Q*). Это было сделано для того, чтобы предотвратить чрезмерную и деструктивную конкуренцию среди банков за средства частных вкладчиков. В дальнейшем Предписание Q не раз оказывало отрицательный эффект на состояние финансовых рынков, поскольку затрудняло банкам привлечение средств в условиях высокого рыночного уровня процентных ставок. Предписание Q способствовало развитию паевых фондов денежного рынка в

ущерб банкам и другим депозитным учреждениям, лишённым возможности устанавливать процентные ставки по вкладам выше определённого уровня. В конечном счёте Предписание Q было отменено законами «О депозитных институтах и денежно-кредитном регулировании» (*DIDMCA*) 1980 г. и «О депозитных институтах» 1982 года.

Во время «Великой депрессии» ФРС было предоставлено право регулировать количество денег, которые можно было взять в ссуду для покупки акций. Таким образом, ФРС устанавливала предельные кредитные требования для фондового рынка и не допускала чрезмерных биржевых спекуляций. Необходимость такого регулирования была обусловлена тем, что чрезмерные объёмы выдачи кредитов для покупки ценных бумаг считались основной причиной краха фондового рынка в 1929 году.

После установления предельных требований на объём кредита появилась возможность снизить вероятность панического сброса акций. В настоящее время доля заёмных средств в общей сумме денег, направляемых на покупку прошедших листинг акций, не может превышать 50%. Можно предположить, что по итогам изучения опыта последних лет эта доля будет снижаться.

Со временем ФРС были предоставлены новые права. Так, во время Второй мировой войны и войны в Корее ФРС было предоставлено право снижать величину процентных выплат и изменять предельные сроки погашения по многим видам потребительских ссуд (*Предписание W*). После начала корейской войны ФРС и Минфин достигли соглашения, согласно которому ФРС имела право не поддерживать цены на государственные облигации и проводить независимую денежную политику.

В 1968 г. был принят закон «О порядке предоставления кредитов», который предоставил ФРС право требовать предоставления информации о ставках по потребительским ссудам, выдаваемых банками, кредитными союзами, финансовыми компаниями и предприятиями розничной торговли (*Предписание Z*).

Позднее ФРС получила право самостоятельно издавать распоряжения, регламентирующие деятельность финансовых институтов. К числу таких распоряжений одобрённые Конгрессом законы «О равных кредитных возможностях» (*Предписание B*), «О местном реинвестировании» (*Предписание C*) и некоторые другие нормативные акты, направленные на защиту потребителя и устранение дискриминационных правил.

В соответствии с законом 1980 г. «О депозитных институтах и денежно-кредитном регулировании» ФРС получила право устанавливать резервные требования по депозитам для небанковских кредитных учреждений (*Предписание D*), а также предоставлять этим учреждениям кредиты через «дисконтные окна» (*Предписание A*).

Таким образом, в настоящее время ФРС обладает более обширными полномочиями, чем при своём создании. Она получила власть над банками, банковскими холдингами, небанковскими депозитными учреждениями, торговыми фирмами, выдающими потребительские кредиты, участниками рынка ценных бумаг, а также иностранными банками на территории США.

Можно сказать, что, определяя американскую денежно-кредитную политику, ФРС может влиять на каждого заёмщика и каждого кредитора, а также

на всех людей, использующих при осуществлении сделок американский доллар – как в США, так и во всём мире.

Представляет интерес и структура баланса ФРС, поскольку изменение активов и пассивов является причиной изменения денежной базы и оказывает влияние на национальную кредитно-денежную политику. Денежная база включает в себя находящиеся в обращении наличные деньги и средства финансовых институтов на счетах, открытых в ФРС.

Основную часть активов ФРС составляют ценные бумаги, выпущенные федеральным правительством и его агентствами. Свыше 80% активов ФРС составляют ценные бумаги Минфина (Казначейства) США и правительственных агентств, а также соглашения об их приобретении с последующим выкупом. ФРС может проводить сделки купли-продажи ценных бумаг, совершая операции на открытом рынке. Осуществляя покупку и продажу государственных ценных бумаг, ФРС влияет на изменение объёма денежной массы.

Одна из задач, поставленных перед ФРС при её создании, заключается в выполнении функции кредитора последней инстанции. Поэтому депозитные институты, испытывающие потребность в дополнительных средствах, могут получать кредит через «дисконтные окна» ФРС. Поскольку процентная ставка по таким займам обычно ниже, чем по другим видам ссуд, логично было бы предположить, что депозитные институты станут постоянно занимать деньги именно у ФРС. Однако на практике ФРС выдаёт кредиты банкам лишь в случае крайней необходимости. Дело в том, что регулярное обращение к помощи «дисконтных окон» негативно сказывается на имидже коммерческих банков, что ограничивает их обращение за подобными дешёвыми ссудами. В результате ссуды банкам составляют лишь малую долю активов ФРС.

Поскольку одной из функций ФРС является клиринг чеков, важной частью активов выступают денежные документы, подлежащие проводке по счету (*CIPC*). Денежные документы, подлежащие проводке по счёту – это финансовые документы, прошедшие процедуру клиринга в ФРС, но средства по которым ещё не получены (объём этих средств значителен). В распоряжении ФРС также имеется небольшое количество монет, выпущенных Казначейством, которые, в случае необходимости предоставляются банкам, желающим обменять на них часть своих средств на резервных счетах. Кроме того, в ФРС по-прежнему находятся на хранении золото и сертификаты Казначейства, подлежащие обмену на золото. ФРС хранит также специальные права заимствования (СДР) Международного валютного фонда и активы, номинированные в иностранной валюте, так как ФРС нередко совершает операции «своп» с центральными банками других стран.

В собственности ФРС находятся здания, оборудования, автомобили и прочее имущество, необходимое для работы.

Наиболее значительную часть пассивов ФРС составляют находящиеся в обращении банкноты. На всех купюрах обязательно присутствует печать Федерального резервного банка-эмитента.

Вторую по величине часть пассивов составляют средства, хранящиеся на резервных и клиринговых счетах депозитных учреждений. Эти суммы могут переводиться со счетов одного учреждения на счета другого путём осуществ-

ления клиринговых операций. ФРС может их использовать и для регулирования национального предложения денег. Предельная сумма вкладов, которую банки могут привлекать на свои счета, ограничена. Ограничения обусловлены тем, что банки должны обеспечивать определённую часть привлечённых средств либо остатком наличных денег, либо средствами, хранящимися на резервных счетах в федеральных резервных банках, с которых коммерческие банки могут снять наличные, когда в них возникает потребность.

Другую важную часть пассивов ФРС составляют депозиты Казначейства США. С государственным Казначейством ФРС работает как финансовый агент. Значительные колебания величины остатка денежных средств (зачисление и списание) на счетах Казначейства в ФРС способны повлиять на процесс обслуживания ФРС резервных счетов депозитных институтов. Поэтому Казначейство стремится свести к минимуму колебания размера остатка на своих счетах в ФРС. К тому же оно информирует ФРС о предстоящих крупных изменениях состояния своих счетов, чтобы избежать негативного воздействия на резервы депозитных институтов.

К пассивам ФРС относятся денежные обязательства с отсроченным получением денег (*DACI*), которые представляют собой стоимость чеков, депонированных в ФРС депозитными институтами, на счета которых ещё не зачислены причитающиеся средства.

К прочим пассивам ФРС относятся её неоплаченные чеки и другие платёжные документы. Основную часть капитала ФРС составляют средства, полученные от входящих в её структуру банков. ФРС выплачивает по своим акциям 6% дивидендов независимо от уровня реальных доходов. Львиная доля этих сумм возвращается каждый год государственному Казначейству.

Как было упомянуто выше, ФРС осуществляет достаточно успешный контроль над предложением денег. Этот контроль осуществляется с помощью инструментов кредитно-денежной политики, а именно:

- операций на открытом рынке;
- изменения учётной ставки;
- установления нормы обязательных резервов для коммерческих банков.

Изменение нормативов банковских резервов влияет на величину депозитов банков напрямую. В случае повышения резервных требований сумма депозитов, создаваемых в результате предоставления банкам кредитов, должна снижаться. И, напротив, в случае снижения резервных требований, объём денежной массы в обращении возрастает. Изменение ставки резервных требований находится в компетенции Совета управляющих ФРС.

Норматив банковских резервов зависит от размера обязательств каждого коммерческого банка. С 21 декабря 2006 г. обязательства коммерческих банков объёмом до 8,5 млн. долл. освобождаются от резервных требований. Обязательства банков от 8,5 млн. долл. до 45,8 млн. долл. облагаются обязательным резервированием в объёме 3%, а для обязательств объёмом свыше 45,8 млн. долл. установлен норматив обязательных резервов в объёме 10%.

Воздействие на сферу кредита посредством изменения учётной ставки, т.е. ставки процента по займам, предоставляемым федеральными резервными банками коммерческим банкам – членам ФРС, предусматривалось законом 1913 г. о создании ФРС и активно используется ею в качестве регулирующего

инструмента на протяжении всех лет её существования. Путём изменения учётной ставки ФРС определяет привлекательность учёта банками ценных бумаг и тем самым воздействует на величину их резервов и объём кредитных операций, являющихся важным фактором, регулирующим экономическую активность в стране.

ФРС предлагает кредитным организациям три кредитные программы: первичные кредиты, вторичные кредиты и сезонные кредиты. Все кредиты ФРС обеспечены залогами.

По первичным кредитам ссуда предоставляется на очень короткое время, обычно на сутки. Кредитные организации, не имеющие права на получение первичных кредитов, но испытывающие финансовые трудности, могут обратиться за вторичным кредитом. Сезонные кредиты обычно предоставляются небольшим банкам, которые испытывают сезонные колебания фондов, например, банкам, кредитующим аграрный сектор или курортный бизнес.

В принципе процентные ставки являются функцией спроса и предложения на кредит. Эта зависимость является не односторонней, а взаимной, поэтому в дополнение к технике денежного контроля, влияющей на величину процентных ставок, ФРС может контролировать отдельные виды процентных ставок непосредственно с целью стимулирования или сдерживания кредитной активности. Федеральные резервные банки устанавливают дисконтную ставку. По ней они готовы в любой момент покупать банковские акцепты, срок по которым ещё не наступил, и другие инструменты денежного рынка от банков – членов ФРС. Федеральные резервные банки также устанавливают процентные ставки по кредитам из резервов, которые они готовы предоставлять банкам – членам ФРС.

Поскольку абсолютный контроль над денежными потоками физически невозможен, ФРС в настоящее время сталкивается с двумя проблемами, способными повлиять на нормальное функционирование кредитно-денежной системы.

Первая проблема состоит в том, что федрезерв не контролирует размеры средств, которые население собирается держать на вкладах в банках. А чем больше сумма вкладов населения, тем выше резервы банков и тем больше денег генерирует банковская система. Иными словами, объём денежной массы в экономике может изменяться без вмешательства ФРС.

Вторая проблема состоит в том, что ФРС не контролирует объёмы выдаваемых банками ссуд. Средства, помещённые в банк, создают новые деньги только при условии, что они выданы в виде кредитов. Однако банки могут иметь в резервах больше средств, чем это определено требованиями ФРС, т.е. обладать избыточными резервами.

Поэтому там, где действует система частичного банковского резервирования*, количество денег в экономике зависит и от поведения вкладчиков, и от действий банкиров. А так как ФРС не в состоянии предугадать действия этих экономических агентов или существенно повлиять на их действия, она лишена возможности осуществлять полный контроль над предложением денег.

* Система частичного банковского резервирования – система, при которой банки держат в резервах только часть своей прибыли.

Спрос и предложение на денежном рынке

Изучение функции спроса на деньги является одним из важнейших разделов макроэкономики. Наметившаяся в последние годы тенденция выхода американской экономики из депрессивного состояния стала основополагающим фактором, который способствовал повышению спроса на денежную массу. Проблема в том, как определить оптимальный объём денежной массы, достаточный для динамичного экономического роста при невысокой инфляции.

С точки зрения количественной теории денег уровень денежного спроса можно определить как произведение физического объёма реализованных товаров на их цены, а уровень фактического поступления денег в обращение – как произведение массы платёжных средств на скорость их обращения. Тогда уравнение равновесия денежного сектора экономики примет следующий вид:

$$MV = \sum P_i q_i, \quad (1.1)$$

где:

M – масса денег в обращении в определенный период времени;

V – скорость обращения денег;

P_i – цена (*Price*) товара определённого вида;

q_i – количество этого товара на рынке.

Левая часть уравнения (1.1) отражает уровень предложения денег в определённый период времени, правая часть – спрос на деньги. Любое увеличение объёма производства или рост цен требует расширения объёма денежной массы или возрастания скорости обращения денег. В свою очередь, и любой прирост денежной массы или ускорение оборачиваемости при неизменных ценах должны соотноситься с соответствующим увеличением предложения товаров и услуг. На практике, однако, темпы прироста денежной массы обычно превышают рост предложения товаров и услуг, а несоответствие между объёмами денежной и товарной массы балансируется путём подстраивания системы цен.

Общее условие равновесия экономических систем в формализованном виде (1.1) было впервые предложено американским экономистом И. Фишером [3]. И хотя впоследствии Фишера критиковали за механистический подход к теории денег, в целом предложенный им подход реально отражает зависимость между ценами и денежной массой на макроуровне.

При исследовании современных процессов формирования спроса на деньги необходимо учитывать тесную взаимосвязь денежной эмиссии и движения финансовых активов. Через финансовые рынки временно свободные капиталы мобилизуются и используются для обеспечения экономического роста, принося при этом прибыль своим владельцам. Поэтому участники рынка стремятся инвестировать сбережённые суммы в различные виды финансовых активов. Вместе с тем, для нормального хозяйственного оборота необходимы и наличные деньги. При определении уровня потребностей в деньгах необходим учёт всех факторов, влияющих на денежный спрос.

Функцию спроса на деньги в самом общем виде можно представить следующим образом:

$$M/P = f(Y; r_m; r_b; r_e; dP; u) \quad (1.2)$$

где:

Y – ВВП;

gm – ожидаемая норма доходности кассовых остатков;
rb – ожидаемая норма доходности облигаций;
re – ожидаемая норма доходности акций;
dP – ожидаемый масштаб изменения цен (*Prices*);
u – прочие факторы.

Предложение денег представляет собой процесс создания платёжных средств, поступающих в наличное и безналичное обращение. Механизмом, регулирующим предложение, выступает эмиссия денег, осуществляемая Федеральной резервной системой.

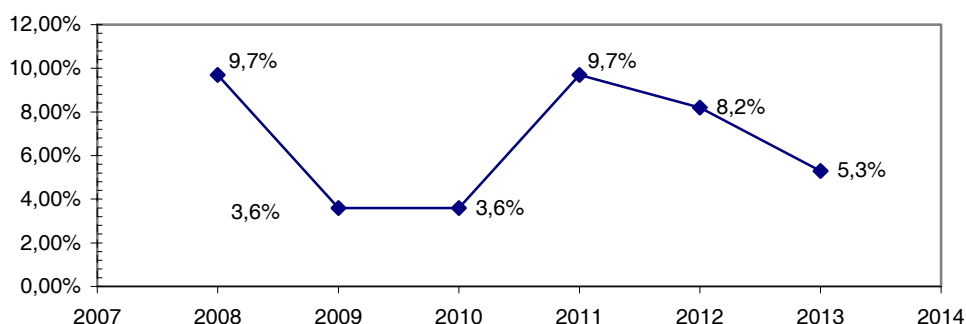
Существует несколько способов воздействия ФРС на объём денежной массы в обращении. Изменение нормативов банковских резервов влияет непосредственно на величину депозитов банков. В случае повышения резервных требований сумма депозитов, создаваемых в результате предоставления банкам кредитов, должна снижаться. И, напротив, в случае снижения резервных требований объём денежной массы может возрасти. Резервное требование в размере 10% означает, что каждая тысяча долларов резервов может поддерживать депозиты на общую сумму 10 тыс. долл. Требование в 20% снизит данную сумму до 5 тыс. долл. Изменение ставки резервных требований находится в компетенции Совета управляющих Федрезерва.

Операции на открытом рынке также влияют на количество денег в экономике. Когда ФРС покупает облигации Казначейства США на открытом рынке, эти действия вызывают рост денежной массы следующим образом. Чек, выписываемый в пользу продавца, уполномочивает последнего на владение депозитом в ФРС, причём приобретаемая облигация служит активом, балансирующим это депозитное обязательство ФРС. Продавец индоссирует (передаёт) чек в пользу коммерческого банка в обмен на кредитование своего текущего счёта. В этот момент и увеличивается денежная масса (продавец заместил инвестиционный инструмент платёжным). Коммерческий банк, принявший чек, получает доступ к депозиту на сумму чека в Федеральном резервном банке и рассматривает его как резерв, на основании которого он может расширить кредитную деятельность. Динамика денежной массы в 2008–2013 гг. показана на рисунке.

Когда ФРС продаёт на открытом рынке правительственные облигации, находящиеся в её портфеле, денежная масса сокращается. Именно такие действия ФРС осуществляла в сентябре – октябре 2001 г. непосредственно после террористических актов в Нью-Йорке и Вашингтоне, предотвратив масштабный обвал финансового рынка США. Решение о том, какую позицию займёт ФРС в течение того или иного периода времени, принимается комитетом ФРС по операциям на открытом рынке.

Процентные ставки являются функцией спроса и предложения на кредит. Эта зависимость является не односторонней, а взаимной, поэтому в дополнение к технике денежного контроля, влияющей на величину процентных ставок, ФРС может контролировать отдельные виды процентных ставок непосредственно для стимулирования или сдерживания кредитной активности. Федеральные резервные банки устанавливают дисконтную ставку. По ней они готовы в любой момент покупать банковские акцепты, срок по которым ещё не наступил, и другие инструменты денежного рынка от банков – членов ФРС. Федеральные резервные банки также устанавливают процентные ставки по кредитам из резервов, которые они готовы предоставлять банкам – членам ФРС.

Рисунок. Динамика денежного агрегата М2 в 2008–2013 гг.



Economic Report of the President 2014, Table B 18. [1, Table B 18].

В настоящее время руководство ФРС переходит к регулированию роста денежной массы, рассмотренной в достаточно широких денежных агрегатах *М2* и *М3*.^{*} Кроме того, ФРС старается быстро и гибко реагировать на все возникающие изменения в финансово-экономических сферах, понимая под этим гамму факторов: воздействие изменений правил правительственного и банковского контроля на скорость обращения денег, состояние экономики в целом, условия функционирования мировой экономики, проблемы международной задолженности.

С другой стороны, ФРС продолжает объявлять пределы роста агрегатов денежной массы, но не столь строго корректирует возникающие изменения, руководствуясь принятой тактической установкой. В своих повседневных операциях ФРС уделяет основное внимание резервам, полученным путём займа.

После кризиса 2008–2009 гг. Совет управляющих Федеральной резервной системы начал испытывать весьма обоснованные опасения, что слишком большое внимание к уровню резервов, полученных путём займа, рассматриваемых в качестве тактической цели денежно-кредитной политики, приводит к резким колебаниям процентных ставок по федеральным резервным фондам. После этого потрясения Федеральная резервная система направила свои усилия на фиксацию норм процента федеральных резервных фондов на очень низком уровне (0–0,25%) в пределах установленного диапазона. Такая денежно-кредитная политика, отличающаяся эластичностью, плавными изменениями и корректировками, трудно поддаётся графической интерпретации. Её курс пролегает между крайностями денежно-кредитной политики, жёстко фиксирующей количество денег, с одной стороны, и денежно кредитной политики, строго регламентирующей уровень норм процента – с другой.

Современная кредитно-денежная политика США основывается на вышеизложенной концепции. Американское законодательство обязывает ФРС устанавливать пределы росту денежной и кредитной массы. Целью кредитно-денежной политики является обеспечение высокого уровня занятости и поддержание стабильности цен. Для достижения этого ФРС необходимо ежегодно объявлять

^{*} Денежные агрегаты: М0 – наличные деньги в обращении; М1 = М0 + чеки и вклады до востребования; М2 = М1 + срочные вклады; М3 = М2 + сбер. вклады и гос. облигации.

величину денежной массы и кредитных ресурсов на следующий год, что должно воздействовать на ожидаемое функционирование экономики и темпы инфляции.

Признавая, что не всегда можно поддерживать желаемое соотношение между ростом денежной массы и темпами экономического развития, действующие правила не обязывают ФРС точно соблюдать заявленные параметры денежной массы. Однако, в случае если расхождение имеет место, ФРС должна объяснить их причины. Величины денежной массы и кредитной эмиссии объявляются в марте каждого года и корректируются в докладе, представляемом в Конгресс в июле. В этом докладе также называются предварительные оценки указанных величин на следующий год.

Данная политика преследует три основные цели:

- во-первых, ограничение роста цен;
- во-вторых, извещение общественности о будущей стратегии ФРС, чтобы юридические и физические лица могли соотносить свое экономическое поведение с намерениями ФРС;
- в-третьих, усиление подотчётности и ответственности ФРС за принимаемые ею решения и достижение намеченной цели.

Нужно отметить, что опыт американских экономистов в области борьбы с инфляцией может быть полезен при проведении антиинфляционных мер, тем более что данное направление экономической реформы признано приоритетным и в российском правительстве.

Несмотря на эффективную макроэкономическую политику нынешней американской администрации, в 2008–2013 гг. темпы роста американской экономики существенно замедлились. Исходя из общепринятых постулатов экономической теории, можно предположить, что на экономику США заметно повлияло совпадение краткосрочного цикла экономического роста (три с половиной года) и среднесрочного торгово-промышленного цикла длиной 7–11 лет. Негативное совместное воздействие этих краткосрочных и среднесрочных факторов хозяйственного роста в течение примерно двух лет сдерживало и распространение «длинной» волны экономической динамики (продолжительностью 50–60 лет).

Основным направлением преодоления экономических проблем в 2008–2013 гг. стала макроэкономическая политика, осуществлявшаяся через отработанные многолетней практикой механизмы косвенного регулирования экономических процессов: кредитно-денежную политику (регулирование денежной массы в обращении, учётная ставка, операции на открытом рынке), налоговую и бюджетную политику.

Кредитно-денежная политика администрации Обамы

Ещё в 2008 г. в период экономического спада, ФРС начала очередной цикл смягчения кредитно-денежной политики. В конце 2008 г. базовая (*prime-rate*) процентная ставка ФРС для первоочередных заёмщиков была понижена до 0–0,25% и на этом уровне она сохраняется и в настоящее время. В сфере кредитной политики у администрации Обамы и ФРС не осталось места

для манёвра, так как возможности для регулирования через снижение ставки исчерпаны.

Поэтому вторым важным направлением смягчения денежной политики стал выкуп государством казначейских облигаций. Этот выкуп осуществлялся в несколько этапов. Первый этап – «количественное смягчение 1» (*Quantitative Easing 1 – QE1*) реализовывался в 2008–2009 гг., в результате его ФРС выкупила облигации на сумму 1725 млрд. долларов.

В 2010–2011 гг. ФРС провела второй этап количественного смягчения (*Quantitative Easing 2 – QE2*), выкупив облигаций на 600 млрд. долл. В 2012–2013 гг., в рамках третьего этапа количественного смягчения (*QE3*), ФРС ежемесячно выделяла на выкуп облигаций 85 млрд. долл. В июле 2014 г. ежемесячный объём выделяемых ФРС средств был уменьшен до 25 млрд. долл. в месяц, при этом программа продолжает работать.

С целью стимулирования экономического роста США вынуждены перенести упор на точечные финансовые вливания в ключевые сферы экономики (разработка источников чистой энергии, распространение широкополосного Интернета, здравоохранение).

В период спада были предоставлены краткосрочные кредиты банкам и инвестиционным компаниям, осуществлявшим вложения в производные финансовые инструменты, на сумму 2,5 трлн. долл. Также была инициирована Программа помощи проблемным активам (*Troubled Asset Relief Program – TARP*) на общую сумму в 700 млрд. долл., увеличенная впоследствии ещё на 350 млрд. долларов.

Администрация Обамы задействовала все институты и механизмы (как традиционные, так и нетрадиционные), прибегая к более решительным мерам по многим направлениям. В целях поддержки ведущих финансовых институтов была увеличена доля государства в акционерном капитале «Ситигруп» (*Citigroup*). В начале 2012 г. государство владело 34% акций «Ситигруп». Регуляторы заставили «Ситигруп» нанять внешних консультантов, которые должны были оценить, способен ли менеджмент компании вывести её из кризисной ситуации. Была оказана финансовая помощь крупнейшей страховой компании Эй-ай-джи (*AIG*) в размере 180 млрд. долл., что превысило объём помощи, когда-либо выделявшиеся правительством одной частной компании. Государство было вынуждено учитывать последствия её возможного краха для мирового рынка.

ФРС продолжает развивать программу предоставления через аукционы чрезвычайных краткосрочных (24-дневных и 84-дневных) кредитов банкам, столкнувшимся с проблемой дефицита ликвидности. Эта мера, безусловно, помогает предотвратить панику на финансовых рынках, но её было недостаточно, чтобы стабилизировать финансовую систему в целом.

Министерство финансов вернулось к идее выкупа плохих активов (Программа *TARP*). По данным ФРС, в начале 2011 г. американские банки имели активов, требующих списания, на сумму 599 млрд., а по оценкам МВФ и «Голдман Сакс» – в размере около 1 трлн. долл. Надежда возлагается на то, что освобождённые от плохих активов финансовые институты начнут выдавать кредиты. В рамках плана по финансовой стабилизации предполагается создать совместно с частными инвесторами ряд инвестиционных фондов, кото-

рые должны консолидировать выкупленные у банков «токсичные» активы под гарантии Министерства финансов. Эти гарантии будут предоставлены, если получатели направят все полученные средства на кредитование населения и предприятий. Государство будет проводить свой аудит, не доверяя проверкам частных аудиторских фирм. По мнению многих экспертов, пока этому плану (как в своё время и программе ТАРП – *TARP*) не хватает чётких юридически обязывающих конкретных положений, ограничивающих использование предоставленных средств.

В 2009 г. Федеральная резервная система США объявила о реализации программы стимулирования потребительского кредитования через созданный в ноябре 2008 г. соответствующий фонд ТАЛФ (*Term Asset Backed Securities Lending Facility – TALF*). В то время планировалось, что объём фонда составит 200 млрд. долл. Программа должна была осуществляться через скупку ценных бумаг, обеспеченных потребительскими кредитами, включая долги по кредитным картам. Её цель – повышение доступности кредитов для малого бизнеса и потребителей, активизация займов на образование и автокредитование. Реализация программы затянулась. В 2010 г. администрация Обамы увеличила финансирование ТАЛФ до 1 трлн. долл. и продлила сроки действия программы.

В 2009 г. Министерство финансов США и ФРС выступили с совместным заявлением о том, что в рамках антикризисной программы они могут конвертировать долю государства в капитале банков из привилегированных (негосударственных) акций в обычные. Некоторые эксперты назвали этот шаг «ползучей национализацией». До последнего времени идея национализации считалась в США абсолютно немыслимой. Теперь же государство может усилить своё присутствие в банковском секторе, но при этом подчёркивается, что власти США не планируют национализировать банки. Поддержка банков за счёт средств налогоплательщиков не пользуется широкой поддержкой. Идея национализации банков также вызывает неприятие общественности, тем более что в США акциями владеют широкие круги населения, и в случае национализации они боятся потерять свои вложения.

Федеральные регуляторы проверили состояние 19 крупнейших банков с активами более 100 млрд. долл., получивших государственную помощь в рамках ТАРП (*Stress-Tests*). Был сделан вывод, что при неблагоприятных экономических условиях потери этих банков могут составить 600 млрд. долл. Десяти банкам было предписано увеличить капитал на 75 млрд. долларов.

Администрацией рассматривались различные варианты реформирования деятельности крупнейших ипотечных агентств США «Фанни Мэй» (*Fannie Mae*) и «Фредди Мак» (*Freddie Mac*). ФРС выкупила у этих компаний долговые и ценные бумаги на сумму более 1,4 трлн. долл., а администрация обязалась инвестировать в них до 400 млрд. долл. В сфере жилищного рынка разработана программа рефинансирования домовладельцев (*The Home Affordable Refinance Program*), имеющих хорошую платёжную историю по ипотеке, закладные которой принадлежат «Фанни Мэй» и «Фредди Мак». Это программа оказалась доступна почти 5 млн. домовладельцев. В соответствии с другой программой, объявленной администрацией Обамы (*The Home Affordable Modification Program*),

государство должно истратить 75 млрд. долл. на стимулирование ипотечных компаний, которые обязались снизить платежи для попавших в беду домовладельцев. По данным Министерства финансов, программа должна спасти от потери домов до 4 млн. домовладельцев. Администрация Обамы приложила также большие усилия, чтобы Конгресс в срочном порядке принял закон «О помощи семьям в сохранении их домов» (*Helping Families Save Their Homes Act*), вошедший в силу 20 мая 2009 г. Среди прочих мер закон продлил временное увеличение страхового покрытия по вкладам до конца 2013 года.

Государственные меры помогли восстановить доверие инвесторов и потребителей финансовых услуг. Улучшается функционирование рынка краткосрочного кредитования, включая рынки межбанковского кредитования и коммерческих бумаг. Частный сектор стал меньше полагаться на федеральные программы, по мере того как ослабевают рыночные стрессы, что и было одной из ключевых целей государственных интервенций. Выпуск корпоративных ценных бумаг под обеспечение кредитными картами, автокредитами и студенческими займами стал расти, что поддерживается соответствующей федеральной программой. На рынках долгосрочного кредитования выпуск облигаций нефинансовыми институтами также расширился.

Летом 2011 г. крупнейшие финансовые институты, получившие государственную помощь, выплатили Министерству финансов свои долги. При этом государство получило прибыль от инвестиций в эти институты: 4,1 млрд. долл. от «Голдман Сакс», 1,3 млрд. долл. – от «Морган Стенли», 414 млн. долл. – от «Америкэн экспресс», от 100 до 334 млн. долл. – от пяти других крупных банков, и ещё 35 млн. государство заработало на помощи 14-ти небольшим банкам, которые выплатили свои займы.

Кризис 2008–2009 гг. показал, что система регулирования денежного рынка в США нуждается в серьёзном реформировании. Последовательная либерализация финансовой системы, осуществлявшаяся в США на протяжении последних десятилетий, привела к гипертрофированному расширению финансового сектора экономики и увеличила риск развития кризиса. 17 июня 2009 г. администрация обнародовала проект реформы системы регулирования финансовых рынков, а 22 марта 2010 г. состоялись слушания в сенатском Комитете по вопросам банковского дела, жилищной и городской политики. В ходе слушаний был одобрен проект финансовой реформы, который получил название – закон «О восстановлении финансовой стабильности» 2010 г. (*Restoring American Financial Stability Act of 2010 – RAFFSA*).

В соответствие с этим законом был создан Совет по контролю за предоставлением финансовых услуг (*Financial Services Oversight Council – FSOC*). Совет должен способствовать обмену информацией между государственными ведомствами, выявлять финансовые компании и банки, чья рискованная экономическая экспансия может стать угрозой финансовой стабильности в США. Для крупных финансовых компаний и банков были ужесточены стандарты по достаточности собственного капитала, ликвидности и управлению рисками. Таким образом, администрация пытается исключить возможность повторения ситуации, когда деньги налогоплательщиков могут пойти на восстановление крупных финансовых институтов.

21 июля 2010 г. был принят закон «О реформировании Уолл-стрит и защите потребителей» (*Wall Street Reform and Consumer Protection Act*), известный как Закон Додда – Фрэнка (*Dodd-Frank Act*). Закон существенно ужесточил влияние монетарных властей, регулирующих денежный рынок.

Красной нитью закона стало правило, названное по имени бывшего председателя ФРС Пола Волкера (*Volcker Rule*), разделяющее инвестиционное и кредитное направления финансовой деятельности. После вступления закона в силу банкам разрешат инвестировать в ценные бумаги не более 3% своего уставного капитала. Банки уже не смогут совмещать различные виды финансовой деятельности – кредитование бизнеса и домохозяйств, а также торговлю ценными бумагами с банковских счетов, что должно минимизировать конфликт интересов между банками и их клиентами. Правило будет распространяться и на филиалы иностранных банков, работающих в США. В соответствии с «правилом Волкера» администрация предлагает запретить банкам владение хедж-фондами и фондами частных инвестиций и вкладывать в них деньги. Банки будут также лишены права участвовать в биржевой торговле напрямую со спекулятивными целями – они смогут покупать ценные бумаги только по поручению своих клиентов.

Администрация предложила чётко разделить обязанности федеральных агентств, регулирующих работу банковского сектора США. При этом Федеральная корпорация страхования банковских вкладов (*Federal Deposit Insurance Corporation – FDIC*) должна контролировать деятельность банков с активами менее 50 млрд. долл. В этом же направлении будет работать Управление контроля за денежным обращением (*Office of the Comptroller of the Currency – OCC*).

Федеральная резервная система США будет осуществлять надзор за крупнейшими банками, банковскими группами и финансовыми институтами с активами, превышающими 50 млрд. долл., а также анализировать «системные риски» и представлять отчёты о проведённой работе в Сенат каждые полгода.

Особое внимание в процессе реформирования финансового сектора уделено вопросу регулирования рынка производных ценных бумаг. Комиссия по ценным бумагам и биржам (*Securities and Exchange Commission – SEC*) и Комиссия по срочной биржевой торговле (*Commodity Futures Trading Commission – CFTC*) будут более жёстко регулировать рынок ценных бумаг. Эти государственные структуры будут оценивать риски, возникающие при эмиссии различных производных ценных бумаг, контролировать отчётность в процессе эмиссий и листинга на биржах.

По предложению администрации, государственные органы должны получить право вмешиваться во все операции финансовых организаций, которые могут повлиять на национальную безопасность. Планируется создать агентство, которое будет отслеживать риски потребительских и ипотечных кредитов.

Стоит отметить, что увеличение полномочий ФРС вызывает у специалистов двойственную реакцию. С одной стороны, это именно то усиление регулирования на финансовом рынке, о недостатке которого говорили многие. С другой стороны, для успешного развития американской экономической модели роль государства традиционно должна быть незаметна, а исходя из осуществ-

ляемых администрацией реформ, участие государства будет иметь принудительный характер для финансовых институтов, работа которых будет постоянно контролироваться.

Значительное влияние на динамику финансовых потоков имеет бюджетная политика США. Острота бюджетных проблем достигла пика в октябре 2013 г., когда американский Сенат отказался повысить потолок государственного долга страны.

Лишь 16 октября 2013 г. республиканцы и демократы в Сенате смогли договориться об условиях повышения потолка госдолга. При этом главной задачей администрации должно стать сокращение федеральных расходов, что необходимо для сдерживания дефицита бюджета. Для того, чтобы это сделать, будут сокращены все расходы, кроме жизненно необходимых. Замораживание не коснётся расходов на обеспечение безопасности – военный бюджет США в любом случае останется более крупным, чем у остальных стран мира, вместе взятых.

Президент Обама предлагает в течение ближайших 10 лет сократить бюджетный дефицит на 3 трлн. долл. посредством увеличения налогов для тех, кто зарабатывает более 1 млн. долл. в год, а также полностью выведя войска из Афганистана.

Растущий дефицит бюджета, а также безработица – ключевые экономические проблемы администрации Обамы в 2014 г. Однако, как показывают оценки Бюджетного управления Конгресса, практическая реализация экономических реформ Обамы, направленных на решение этих проблем, может привести к дальнейшему росту бюджетного дефицита государственного долга США. По оценкам Бюджетного управления Конгресса, финансирование экономических реформ Обамы может привести к тому, что государственный долг США уже в 2020 г. достигнет объёма ВВП. Необходимость финансирования госдолга будет сдерживать национальные и зарубежные инвестиции в экономику США, что может понизить темпы экономического роста.

Ещё одна непростая проблема для американской экономики – снижение доли сбережений в национальном доходе на фоне растущего потребления. Дополнительные расходы федерального правительства усилили проблему сбережений и инвестиций в масштабе страны. Неадекватность сбережений и внутренних инвестиций потребностям экономического роста всегда оценивалась в США как серьёзная проблема. Доля сбережений в ВВП сильно зависит от фаз среднесрочного и долгосрочного экономических циклов. В 2010–2012 гг. этот показатель хотя и вырос с 13% до 14,4%, но остался на невысоком уровне. В 2013 г. доля сбережений в ВВП выросла до 17,5% [4], что позволяет говорить об оживлении экономической активности в стране. Но хотя доля чистых сбережений в национальном доходе США, находившаяся в 2010–2012 гг. на «отрицательной территории» (от -0,7% до -0,3%), в 2013 г. выросла до 2,3% [4], это всё равно невысокий показатель для индустриальной экономики.

30 июля 2014 г. председатель Федеральной резервной системы Дженет Йеллен провела пресс-конференцию, на которой обнародовала ключевые направления деятельности ФРС в 2014 г. [6]. В заявлении, опубликованном ФРС после пресс-конференции, видится убеждённость в том, что, несмотря на медленные темпы роста экономики в начале 2014 г., снижение влияния временных

факторов должно стимулировать оживление экономической активности во второй половине года.

Йеллен остановила своё внимание на долговременных факторах, таких как медленный рост расходов потребителей, низкая активность на рынке жилья, жёсткость условий кредитования, экономия бюджетных средств [6]. Председатель ФРС отметила также негативное влияние дефляции. В последнее время рост потребительских цен в годовом исчислении составляет менее 2%, а это сдерживает экономическую активность. Подобное ценовое давление рассматривается ФРС как временное. Прогнозируется, что уровень инфляции в течение ближайших кварталов поднимется до 3% или чуть выше.

В рамках третьего этапа количественного смягчения ФРС ежемесячно (начиная с августа 2014 г.) выкупает ипотечные долговые ценные бумаги на сумму 10 млрд. долл., а также казначейские долгосрочные обязательства на 15 млрд. долл. в месяц. Таким образом ежемесячный объём выделяемых ФРС средств уменьшается в 2014 г. до 25 млрд. долл. [6], но при этом программа «мягкой» денежной политики продолжает работать.

Председатель ФРС подчеркнула, что, если экономика страны продолжит демонстрировать слабость, у ФРС имеются инструменты для того, чтобы обеспечить дополнительное стимулирование.

Речь Дженет Йеллен отражает значительную степень неопределённости экономических перспектив на текущий момент. Учитывая риски со стороны Европы и неопределённость политической ситуации в Вашингтоне, ФРС чувствует такую же неуверенность. В то время как ФРС ожидает ускорения темпов экономического роста и дальнейшего снижения безработицы, она не готова делать на это ставку, хотя и готова предпринять всё необходимое, если реальность не будет соответствовать ожиданиям.

Финансовые рынки позитивно отреагировали на заявление о том, что ФРС располагает инструментами для того, чтобы продолжать дальнейшее смягчение денежной политики. Йеллен дала понять, что ФРС может рассмотреть новые программы по выкупу активов, если экономика останется слабой, а «дефляционные риски вновь проявятся». В то же время Йеллен отметила, что этот сценарий развития событий не является базовым и что у ФРС также есть чёткая стратегия сворачивания стимулирующих мер, если экономические перспективы улучшатся.

В то время как риски денежной политики обозначились, представляется маловероятным ускорение темпов роста экономики США во второй половине 2014 г. Если же нынешние тенденции продлятся, то ФРС предпримет шаги по корректировке денежной политики.

Список литературы

1. Economic Report of the President 2014.
2. FRS Monetary Policy Report, July 2013.
3. Fisher I. The Purchasing Power of Money. New York, 1911. P. 29.
4. <http://www.bea.gov/2014/nationalincome>
5. <http://www.km.ru/economics/2013/10/14/barak-obama/722828-fedrezerv>
6. <http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20140730a.htm>