

УДК 339.5

ФЕДЕРАЛЬНАЯ РЕЗЕРВНАЯ СИСТЕМА ПЕРЕСМАТРИВАЕТ СВОЮ ПОЛИТИКУ В УСЛОВИЯХ ВЯЛОГО РОСТА

© 2017 г. **О.О. Белоусов, М.А. Портной***

Статья поступила в редакцию 11.08.2017.

В статье рассматривается происходящее в ФРС переосмысление опыта антикризисной и стимулирующей денежно-кредитной политики, которую ведомство проводило в течение последнего десятилетия, и его усилия по выработке адекватной модели этой политики на предстоящие годы. Проводится анализ аргументов деятелей из состава руководства ФРС относительно оправданности прошлой политики низких ставок процента и количественного смягчения. Представлены суждения руководителей ФРС относительно влияния денежно-кредитной политики на экономику, её финансовую систему, на интересы населения. Представлены планы ФРС по сокращению образовавшегося на её балансе большого массива облигаций, а также намерения относительно изменения величины ставки процента.

Ключевые слова: США, ФРС, денежно-кредитная политика, ставки процента, облигации казначейства, федеральные фонды.

"Остановиться, оглянуться..." – это принадлежащее российскому поэту образное выражение можно принять как совет осмыслить произошедшие в предыдущем десятилетии в ФРС процессы денежно-кредитной политики. Со времени финансово-экономического кризиса 2008–2009 гг., в руководстве ФРС продолжается анализ и обсуждение её чрезвычайной политики с точки зрения соответствия задачам обеспечения финансовой стабильности и динамичного роста экономики США.

Напомним основные моменты уникальной денежно-кредитной политики ФРС в этот период.

- Начиная с середины 2007 г., едва прокатилась первая волна финансовых потерь у крупнейших банков США по линии обеспеченных ипотекой облигаций, ФРС стала понижать ключевую процентную ставку (в США это ставка по операциям с федеральными фондами). Ставка в несколько приёмов была понижена с 5,75% в августе 2007 г. до 0,0–0,25% в ноябре 2008 г. и удерживалась на столь низком уровне до октября 2014 года.

* БЕЛОУСОВ Олег Олегович – младший научный сотрудник ИСКРАН. Российская Федерация, 121069 Москва. Хлебный пер. 2/3 (belousov@me.com).

ПОРТНОЙ Михаил Анатольевич – доктор экономических наук, профессор, руководитель Центра внешнеэкономических исследований ИСКРАН. Российская Федерация 121069 Москва, Хлебный пер. 2/3 (portm@mail.ru).

- За период 2008–2014 гг. посредством политики количественного смягчения (*Quantitative Easing*) ФРС пополнила денежную массу в стране на 4,5 трлн долл., заместив этой суммой массив выкупленных у финансовых институтов государственных и обеспеченных ипотеками облигаций. Облигации на эту сумму до сих пор остаются на балансе ФРС.

- Был введён в действие ряд регулятивных мер, включая повышение требований к минимальному размеру капитала банков, повышение нормативов ликвидности и т.п., многие из которых получили воплощение в законе Додда – Фрэнка 2010 года.

Обосновывая правомерность и целесообразность этих мер, руководители ФРС в качестве главного аргумента называют масштабы развернувшегося в 2008–2009 гг. финансово-экономического кризиса, который получил название “Великой рецессии”, напоминая “Великую депрессию” 1929–1933 годов.

Хотя в этом названии явно заметна погоня за красным словом, оно заслуживает быть особо отмеченным. Считается, что главным его признаком, оправдывающим такое сравнение, стали масштабы роста безработицы в ходе этого кризиса. В конце 2009 г. она достигла 10%, чего не случалось более четверти века. По одной из оценочных моделей, экономические потери США от этого кризиса были равны четверти годового объёма ВВП, по другим методикам они оценивались в размере в 40–90% годового объёма ВВП страны¹.

Руководство ФРС, подчёркивая обоснованность своей денежно-кредитной политики, ссылается на высокие результаты в развитии экономики, достигнутые за годы после окончания кризиса: уровень безработицы в мае 2017 г. сократился до 4,3%; за прошедшие семь лет было создано 18 млн рабочих мест; инфляция остаётся ниже 2% в год. При этом руководство ФРС не устаёт напоминать, что оно действует в соответствии с возложенными на него полномочиями по содействию максимальной занятости и стабильности цен².

Ссылаясь на многочисленные исследования, руководящие деятели ФРС признают, что среди причин кризиса большую роль сыграли такие факторы, как изъяны в системе надзора и регулирования финансовых институтов, слабая структура капитала по срочности и ликвидности в этих институтах, неумение адекватно оценивать риски и недостатки в управлении ими. Фактически многие крупные финансовые институты, чьи провалы могли угрожать стабильности финансовой системы страны, оказались вне поля государственного регулирования. Одним из наиболее опасных явлений был так называемый теневой банкинг с использованием схем долгосрочного финансирования за счёт возобновляемых краткосрочных пассивов. Оценивая задним числом кризисные события, руководители ФРС с полным основанием утверждают, что экстраординарный характер кризиса требовал экстраординарных мер для противодействия ему. Но в момент самих событий, осознание их экстраординарности пришло далеко не сразу.

¹ Financial Regulation Since the Crisis. Remarks by Daniel K. Tarullo, Member, Board of Governors of the Federal Reserve System. Washington, DC. December 2, 2016.

² Statement by Janet L. Yellen. Chair Board of Governors of the Federal Reserve System before the Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs U.S. Senate. February 14, 2017.

Пересматривая теперь прошлые события, руководители ФРС с осуждением указывают, что крушение большого инвестиционного банка "Бир Стирнс" (*Bear Stearns*) в марте 2008 г. не стало для органов регулирования (откровенный намёк на упущения администрации Дж. Буша-младшего) адекватным предупреждением о том, что это были первые раскаты приближающейся кризисной грозы, и при этом отмечают, что только ФРС действовала в нужном стиле. Действительно, ФРС тогда помогла кредитами банку "Дж. П. Морган" (*J.P.Morgan*) приобрести "Бир Стирнс", а "Бэнк оф Америка" (*Bank of America*) – обанкротившуюся "Мерилл Линч" (*Merrill Lynch*) без явного финансового и репутационного ущерба для материнской компании. Не остался без поддержки ФРС и крупный банк "Вэллс Фарго" (*Wells Fargo*), когда он приобрёл "Ваковиа" (*Wachovia*), а также ряд других финансовых институтов – инициаторов слияний и поглощений³.

Но и ФРС не осталась безгрешной в части упущений в кризисные времена. Нежелание или неспособность ФРС спасти от крушения банк "Леман бразерс" (*Lehman Brothers*) в сентябре 2008 г., когда государство кинулось спасать "Фанни Мэй" (*Fannie Mae*) и "Фредди Мак" (*Freddie Mac*), а также крупнейшую страховую компанию "Америкен интернэшнл групп" (*American International Group – AIG*) неслыханным до того времени дефицитным финансированием, было по меркам надлежащей политики большим упущением. Крушение "Лемана" стало толчком к полномасштабному финансово-экономическому кризису.

Вместе с тем, именно крушение "Лемана" привело ФРС и финансовые власти США к пониманию, что необходимы срочные меры для подкрепления денежными ресурсами капитала крупных финансовых институтов, чтобы предотвратить их банкротство, а уж затем заняться их лечением на систематической основе. Это и было сделано путём срочных бюджетных вливаний и кредитов ФРС. Напомним, что сначала администрация Дж. Буша-младшего получила в октябре 2008 г. согласие Конгресса потратить 700 млрд долл. на программу спасения экономики от кризиса, а потом аналогичное одобрение на программу в 787 млрд долл. получила в начале 2009 г. Администрация Обамы. Вместе со срочными кредитами ФРС эти меры подкрепили устойчивость финансовых институтов США и дали возможность в более спокойной обстановке провести разработку и принятие в 2010 г. закона Додда – Фрэнка, ориентированного на обеспечение финансовой устойчивости на системной основе. Теперь руководство ФРС утверждает, что эти меры дали позитивный результат, и устойчивость финансовой системы США находится на высоком уровне⁴. Характерно, что один из новых финансовых инструментов из сферы секьюритизации – кредитный дефолтный своп (*Credit Default Swap – CDS*), послуживший причиной кризисных событий, теперь активно используется в качестве индикатора уровня кредитных рисков не только финансовым бизнесом, но и органами регулирования⁵. Это служит доказательством того, что порождаемые

³ Financial Regulation Since the Crisis. Remarks by Daniel K. Tarullo, Member, Board of Governors of the Federal Reserve System. Washington, DC. December 2, 2016. P.3.

⁴ Ibid., p. 5-6.

⁵ Ibidem.

рынком новые финансовые инструменты и приёмы их использования заслуживают тщательного изучения и включения в арсенал денежно-кредитной политики.

Необычный характер кризиса потребовал быстрой компенсации образовавшихся крупных финансовых потерь и принятия мер для противодействия силам дестабилизации. Ход событий показал, что органы регулирования в США во многом действовали методом проб и ошибок, в основном отвечая в порядке реакции на действия рынка. Спустя годы, некоторые руководители ФРС прямо признают, что плохо понимали, что творилось в экономике и финансовой системе, когда наступила кризисная ситуация⁶.

На большие финансовые потери власти ответили вливанием в экономику большой массы денежных ресурсов. Когда же острая фаза кризиса миновала, руководство ФРС предприняло усилия, чтобы выстроить меры своей кредитно-денежной политики как осмысленный курс. Было решено, что главная задача должна состоять в том, чтобы обеспечить устойчивую, достаточно оснащённую капиталом, хорошо регулируемую финансовую систему, способную противостоять сильным шокам и обеспечивать денежными ресурсами рост экономики – так охарактеризовал кредитно-денежную политику этого периода член Совета управляющих ФРС Джером Пауэл⁷.

В ходе анализа руководители ФРС обращали особое внимание на поиски решения проблемы, которую они относят к самым трудным: необходимо обеспечить в повседневной регулятивной деятельности правильную оценку возникающих ситуаций и своевременное принятие нужных мер. По сути, речь идёт о том, чтобы по поведению экономических и финансовых показателей обнаружить приближение или первые проявления нарушений в работе финансового рынка и оперативно ответить на них адекватными мерами. Нетрудно заметить, что к обеспечению такого предвидения направлены многие усилия всех органов регулирования экономики, так что ничего нового в такой постановке вопроса нет. Проблема состоит в том, что действие сил рынка создаёт новые ситуации, адекватная реакция на которые требует новых подходов.

Вице-председатель ФРС Стэнли Фишер перечисляет четыре показателя, которые должны быть установлены в качестве главных индикаторов благополучия. На них в качестве критериев должна ориентироваться денежно-кредитная политика. Это 1) величина финансового рычага в финансовом секторе⁸; 2) задолженность нефинансового сектора; 3) показатели ликвидности и структуры кредитных инструментов по срокам; 4) поведение показателя роста

⁶ Remarks by Stanley Fischer, Vice Chairman of the Board of Governors of the Federal Reserve System at the IMF Workshop on Financial Surveillance and Communication: Best Practices from Latin America, the Caribbean, and Advanced Economies Washington, D.C. June 27, 2017. P.3

⁷ Remarks by Jerome H. Powell, Member of the Board of Governors of the Federal Reserve System at the Salzburg Global Seminar. Salzburg, Austria. June 26, 2017.

⁸ Финансовый рычаг, или левередж – это отношение двух финансовых показателей. В данном случае – это отношение величины собственного капитала к величине активов, выданных кредитов и т.п.

стоимости активов⁸. Таким образом, можно заключить, что речь идёт о поиске несложных, но выразительных индикаторов, на поведение которых ФРС могла бы быстро реагировать без опасений совершить серьёзную ошибку. Проблема, однако, состоит в том, что для отмеченных индикаторов нет принятого эталона, в сравнении с которым могут обнаруживаться опасные отклонения, и нет методики оценки, какой размер отклонений считать опасным. По этой причине в рекомендациях ФРС в качестве ориентиров были приняты некие исторически средние величины, которые следует считать показателями нормы.

На практике действия по укреплению денежно-кредитной системы свелись к нескольким несложным, но сильным мерам, предпринятым в банковской системе США в последние годы в рамках следования рекомендациям Базельского комитета и положениям закона Додда – Фрэнка. В частности, одним из главных было требование существенного увеличения собственного капитала кредитных институтов. При этом показатели минимального и приемлемого размера капитала для разных категорий банков, а также дополнительные надбавки для крупных банков, устанавливались на основе анализа исторических данных о состоянии капитала банков, потерпевших крушение, чтобы их судьба стала уроком для действующих кредитных учреждений. Особое внимание при этом уделяется нормативам ликвидного капитала для покрытия возможных требований. В последние годы руководство ФРС обдумывает, как дополнить критерии по определению минимальных размеров необходимого капитала показателями, полученными в результате регулярного стресс-тестирования банков⁹. Хотя отмеченные меры по укреплению финансовой устойчивости банков одновременно удорожают кредиты и другие услуги банков, считается, что обеспечение финансовой стабильности стоит того, чтобы нести эти издержки¹⁰.

Следует особо отметить показатель стоимости активов применительно к акциям, вследствие существенных методологических трудностей его адекватной оценки и использования в роли ориентира в денежно-кредитной политике. На финансовом рынке не существует утверждённого показателя, свидетельствующего о перегреве рынка акций и приближении угрозы обвала, хотя профессионалы принимают в расчёт некоторые индикаторы. Достаточно понятным для наблюдателей является, например, показатель отношения стоимости акции к величине прибыли компании в расчёте на одну акцию. Грубо говоря, это число покажет, за сколько лет окупится для инвестора такая акция. Показатель 7–10 считается признаком активного, но здорового состояния рынка, а более высокие показатели расцениваются как признаки наступающего или

⁸ Remarks by Stanley Fischer, Vice Chairman of the Board of Governors of the Federal Reserve System at the IMF Workshop on Financial Surveillance and Communication: Best Practices from Latin America, the Caribbean, and Advanced Economies Washington, D.C. June 27, 2017. P.3

⁹ Financial Regulation Since the Crisis. Remarks by Daniel K. Tarullo. Member. Board of Governors of the Federal Reserve System at Federal Reserve Bank of Cleveland and Office of Financial Research 2016 Financial Stability Conference. Washington, DC. December 2, 2016. P. 9. Available at: www.federalreserve.gov/newsevents/speech/tarullo20161202htm.

¹⁰ Daniel K. Tarullo. “Next Steps in the Evolution of Stress Testing,” speech delivered at the Yale University School of Management Leaders Forum, New Haven, CT, September 26, 2016. Available at: www.federalreserve.gov/newsevents/speech/tarullo20160926a.htm.

уже происходящего перегрева рынка. В 2015–2016 гг. значения форвардов на этот показатель по индексу S&P 500 колебались возле показателя 17 лет, на что с тревогой указывали финансовые аналитики¹¹

На деле всё не так просто. Во-первых, участники торгов на биржевом рынке, как правило, не ориентированы на длительное владение акциями и получение дивидендов. Их задача, в самом простом представлении, состоит в том, чтобы дёшево купить и тут же дорого продать акцию. Поэтому, когда на биржевом рынке наблюдается рост курсов акций, это привлекает спекулянтов, рассчитывающих на ещё более высокий уровень цен завтра. Они знают, что рискуют, но надеются, что их риск оправдается.

На уровне ФРС анализом поведения курсов отдельных акций заниматься некогда, поэтому предметом внимания служат обычно биржевые индексы. И здесь опять старые мерки оказались неэффективными для новых условий. В последние несколько лет часто звучали предостережения, что индекс Доу-Джонса показывает неоправданно высокое значение, как, впрочем, и другие биржевые индексы, и это означает опасность близкого биржевого краха.

Однако биржевого краха не происходит, а индексы продолжают расти. Действительно, промышленный индекс Доу-Джонса в октябре 2009 г., когда проводился первый раунд политики количественного смягчения, колебался вокруг величины 8000 пунктов, к осени 2014 г., когда эта программа была завершена, превысил 17 000 пунктов, а осенью 2017 г. уже колебался в районе 21 500 пунктов. Специалисты приписывают этот феномен последствиям денежно-кредитной политики ФРС. Аналитики утверждают, что из-за вялой реакции бизнеса, значительная часть денег, направленных ФРС в экономику, ушла на спекулятивные финансовые рынки, этим и объясняется биржевая активность и высокие значения индексов.

Получается, что задача определить ограниченный набор показателей, характеризующих положение дел в сфере кредитных институтов, отклонения от которых означают приближение кризисных явлений, далека от решения и по-прежнему остается актуальной. При этом среди суждений руководителей ФРС относительно разных аспектов регулирования привлекает внимание парадоксальное положение о том, что при всех стараниях обеспечить финансовую стабильность, следует всё-таки допускать возможность крушения хотя бы одного из крупных финансовых институтов, соответствующих критерию "слишком велик, чтобы допустить крах", правда, не допуская негативных последствий. Остаётся загадкой, как такое можно осуществить на деле, но сама постановка вопроса свидетельствует, что ФРС не полагается целиком на действие регулятивных требований и хочет, чтобы в среде финансовых институтов оставался "страх божий" или нечто в этом роде¹².

¹¹ ФРС загнала фондовый рынок США в долговую ловушку. Available at: <http://www.cotinvestor.ru/novosti/frs-zagnala-fondovyyj-rynok-ssha-v-dolgovuyu-lovushku/> 27.10.2016.

¹² Financial Regulation Since the Crisis. Remarks by Daniel K. Tarullo. Member. Board of Governors of the Federal Reserve System at Federal Reserve Bank of Cleveland and Office of Financial Research 2016 Financial Stability Conference. Washington, DC. December 2, 2016. P. 12. Available at: www.federalreserve.gov/newsevents/speech/tarullo20161202htm.

Одно из новых сильных средств денежно-кредитной политики ФРС в течение последнего десятилетия – это использование очень низких ставок процента. Время показало, что низкие ставки (а с учетом инфляции – в реальности отрицательные) оказывают влияние на финансовую систему и экономику по многим направлениям, которым прежде не давалась должная оценка. Существовало общее представление, что низкие ставки процента выгодны для размещения гособлигаций и обслуживания госдолга и что при этом они облегчают кредитование бизнеса и одновременно оказывают повышательное влияние на курс акций, но этим, пожалуй, представления и ограничивались.

Теперь, когда применение низких процентных ставок происходит уже в течение почти десятилетия, руководители ФРС полагают, что накопленный опыт позволяет сделать некоторые выводы относительно их обоснованности, целесообразности и эффективности.

Во-первых, складывается представление, что низкие ставки процента стали закономерностью для вялой экономической динамики в развитых странах мира в последнее десятилетие, и они послужили важным фактором в формировании той модели её роста, которая сложилась в этот период. Всё это характерно и для США. Если исключить кризисный 2009 г., то получится, что за период 2010–2016 гг. среднегодовые темпы прироста ВВП составили в США 2,1% по сравнению с 2,6% за 1999–2008 гг., а с учётом сокращения на 2,8% в 2009 г. картина будет ещё более мрачной¹³.

Полоса тяжёлых кризисных процессов и сменившие её годы неуверенного слабого роста обусловили общий низкий уровень темпов экономического роста практически во всех развитых странах, включая, в первую очередь, США. При этом низкие ставки, по мнению руководства ФРС, выступают не в качестве причины, а в качестве естественного атрибута такой модели роста. Аргументируя обоснованность такого вывода, в руководстве ФРС указывают на необычно низкий показатель роста производительности в последнее десятилетие. По их данным, прирост производства по часовой выработке в период 2006–2015 гг. составлял 1,25% в расчёте на год, в то время как за период 1949–2005 гг. он составлял в среднем 2,5% в год¹⁴.

Здесь не место подвергать проверке аргументы деятелей из ФРС относительно показателей производительности, но важно отметить, что при оценке задач и методов своей денежно-кредитной политики они полагают нужным обратиться к осмыслению особенностей экономического процесса в США и в ряде других развитых стран в начале XXI века, не в узко финансовом аспекте, а в контексте фундаментальных закономерностей этих процессов.

Важно указать при этом, что в настоящее время в качестве инструмента оперативного регулирования в арсенале ФРС остались только изменения ставки по федеральным фондам и ставки рефинансирования, к которым те-

¹³ World Economic Outlook. April 2017. IMF. P. 198.

¹⁴ Longer-Term Challenges for the U.S. Economy. Remarks by Stanley Fischer, Vice Chairman, Board of Governors of the Federal Reserve System at “A Conversation with Stanley Fischer,” sponsored by the Council on Foreign Relations, New York, New York. November 21, 2016. P. 3-4.

перь и приковано внимание делового сообщества, политиков и аналитиков¹⁵. Это произошло потому, что активное применение политики количественного смягчения сделало ненужным использование инструмента обязательных резервов, поскольку на резервных счетах банков образовались огромные суммы денежных ресурсов. Завершение программы количественного смягчения означает наступление определенного перерыва в применении этого инструмента. Так и вышло, что текущая денежно-кредитная политика свелась к управлению ставками процента.

Поэтому стремление руководства ФРС определить, что называется, объективно обоснованный уровень процентных ставок вполне объяснимо. Интересна логика аргументации, которая при этом сложилась. Поскольку показатель прироста производительности считается главным фактором, определяющим темпы роста экономики, логично считать, что низким темпам прироста производительности и ВВП соответствуют низкие ставки процента. Опираясь на такую логику, председатель Совета управляющих ФРС Дженет Йеллен пришла к выводу, что, с учётом исторического опыта, равновесная ставка ФРС, не сдерживающая рост, но и не подстегивающая его, соответствует 3% для современной экономики США. Поэтому она, при поддержке своих коллег, полагает целесообразным путем последовательных повышений довести ставку по федеральным фондам до 3% к концу 2019 г., в случае если экономика продолжит свой умеренный рост, приближаясь к такому же показателю¹⁶. Такой план действий соответствует установке ФРС на длительный период действия низких процентных ставок и темпов роста экономики, и это оправдывает стремление более полно представить эффект от использования этого инструмента денежно-кредитной политики.

Опыт антикризисной политики обнаружил, что низкие ставки процента в первую очередь выступают мощным средством содействия казначейству при размещении гособлигаций и последующем обслуживании государственного долга. Можно с уверенностью утверждать, что установленные в ноябре 2008 г. ставки по федеральным фондам на уровне 0,0–0,25% стали главным фактором, обеспечившим успешное размещение в 2009 г. казначейских облигаций на сумму 1444 млрд долл. для мобилизации денежных ресурсов по программам противодействия кризису. При ставках по банковским депозитам 1,5–2,0% в обстановке кризиса, ставки по 10-летним гособлигациям на уровне 2,3%, а по 30-летним – на уровне 3,4%, с учётом их надёжности, стали желанным прибежищем для инвесторов. Такое поведение характерно для домохозяйств, которые в условиях кризиса и неустойчивого восстановления экономики на первый план выдвигают интересы сохранения своих денежных ресурсов, несколько отодвигая задачу их приумножения. И конечно, отмеченные ставки вполне удовлетворяли иностранные центральные банки и других инвесторов,

¹⁵ Statement by Janet L. Yellen, Chair, Board of Governors of the Federal Reserve System before the Joint Economic Committee. U.S. Congress. November 17, 2016.

¹⁶ The Goals of Monetary Policy and How We Pursue Them. Remarks by Janet L. Yellen, Chair, Board of Governors of the Federal Reserve System at The Commonwealth Club. San Francisco, California. January 18, 2017. P. 7.

заинтересованных, в первую очередь, в сохранении международных резервов в виде гособлигаций США.

Низкие ставки процента существенно влияют на поведение населения по выбору финансовых инструментов для размещения своих сбережений. По показателям структуры финансовых активов населения, приведенной далее, отчетливо видно, что доля денежных ресурсов, которые домохозяйства держат на банковских счетах, устойчиво составляет около 15% всех активов. Это говорит о многолетней выверенной практике населения в данном вопросе. С учётом более высокой ликвидности банковских депозитов по сравнению с другими финансовыми инструментами, можно полагать, что домохозяйства считают такую долю своих финансовых ресурсов достаточной, чтобы держать их "под рукой".

Одновременно с этим интересно отметить возрастание привлекательности для населения казначейских облигаций среди других долговых инструментов в условиях низких процентных ставок. На фоне традиционно больших показателей владения муниципальными облигациями, достойно быть отмечено резкое возрастание объёма казначейских облигаций во владении населения в 2009–2010 гг. и удержание этого уровня в последующие годы при сильном сокращении портфеля облигаций корпораций и иностранных эмитентов.

Таблица 1

Основные виды облигаций во владении домохозяйств США, млрд долл.

Виды облигаций	2008 г.	2009 г.	2010 г.	2013 г.	2015 г.	2016 г.
Казначейские	232	791	1115	1140	1138	1410
Муниципальные	1722	1829	1873	1833	1641	1676
Корпораций и иностранных эмитентов	1968	2257	2271	1081	1126	810

Показатели округлены до целых чисел.

Flow of Funds Accounts of the United States. March 7, 2013. June 8, 2017. L100, L101.

Отмечая высокую роль населения как инвестора, нелишне будет напомнить в теоретическом плане, что именно утвердившаяся система современных кредитных денег открыла регулятивным органам простор для проведения политики общего снижения процентных ставок. Действительно, практически всеохватная система существования денег в виде записей на счетах позволяет проводить политику низких и даже отрицательных процентных ставок, поскольку держатели банковских депозитов (как текущих, так и срочных) в определённом смысле оказываются в положении заложников системы. Естественное вытеснение наличных денег из хозяйственного оборота благодаря распространению – банковских карт и других подобных инструментов и невыгодность их накопления из-за отсутствия процента не оставляет другой возможности движения денег, кроме как на банковских счетах. И если вкладчики прибегнут к изъятию депозитов и размещению денег в ценные бумаги государства и корпораций, то это станет как раз тем, к чему их подталкивают творцы государственной финансовой политики: "отдайте ваши средства напрямую либо государству, либо бизнесу".

Некоторым удивлением для руководства ФРС стало то обстоятельство, что низкие ставки процента не дали ожидаемого всплеска заимствований по линии инвестиционной активности бизнеса, и более половины денежных средств из

4,5 трлн долл., направленных в экономику через механизм количественного смягчения (2666 млрд долл. на конец 2014 г.), остались без движения на резервных счетах кредитных институтов. Зато оказалось, что низкие ставки процента стимулировали повышение спроса со стороны населения, поскольку хранение денег на банковских счетах означало их обесценение вследствие инфляции и было ограничено определёнными суммами. Проведённые по инициативе ФРС специальные исследования показали, что чувствительный к изменениям процентной ставки сектор производства товаров длительного пользования, а также жилищное строительство откликнулись на денежно-кредитную политику ФРС несколько более активным ростом, чем другие отрасли экономики¹⁷.

Таблица 2

Финансовые активы и долги домохозяйств США

Финансовые активы и долги домохозяйств	2007 г., млрд долл.	%	1 кв. 2009 г., млрд долл.	%	2016 г. млрд долл.	%
Финансовые активы, всего	52808	100	40295	100	75334	100
Депозиты в банках и наличные	7495	14,2	7881	19,6	11295	15,0
Облигации разные	4865	9,2	4264	10,7	4318	5,7
Акции корпораций	10448	19,8	5178	12,8	15621	20,7
Акции во взаимных фондах	4869	9,2	3305	8,2	6999	9,3
Резервы компаний страхования жизни	1077	2,0	1170	2,9	1340	1,8
Накопления пенсионных фондов	13236	25,1	9903	24,6	22268	29,6
Собственность в личном бизнесе	9329	17,7	7155	17,8	11268	15,0
Прочие активы	1579	3,0	1140	2,8	2227	3,0
Долговые обязательства, всего	13689	100	14140	100	15116	100
Ипотека	10580	77,3	10465	74,0	9769	64,6
Потребительский кредит	2506	18,3	2521	17,8	3540	23,4
Прочие	603	4,4	1155	8,2	1285	12,0

Примечание: Только деньги, без вещественного богатства. Показатели округлены до целых чисел.

Flow of Funds Accounts of the United States. March 7, 2013. L100.; June 6, 2013. L100.; June 8, 2017. L101.

Один из важных аспектов политики низких процентных ставок состоит в стимулировании процесса трансформации сбережений в инвестиции. В этом ракурсе при оценке денежно-кредитной политики ФРС интерес представляет картина изменений в предпочтениях населения при размещении денежных

¹⁷ Engen, Eric M., Thomas Laubach, and David Reifschneider. "The Macroeconomic Effects of the Federal Reserve's Unconventional Monetary Policies," Finance and Economics Discussion Series 2015-005. Washington: Board of Governors of the Federal Reserve System, January, 2015. Available at: <https://www.federalreserve.gov/econresdata/feds/2015/files/2015005pap.pdf>.

ресурсов в инструменты финансового рынка, которые произошли за последнее десятилетие. Конечно, при этом следует принимать во внимание общее воздействие экономического развития за этот период, полагая, что политика ФРС была его составной частью.

Представленные в таблице данные характеризуют структуру финансовых активов домохозяйств США в благоприятные годы – 2007 г. и 2016 г. – и в разгар кризиса в I квартале 2009 г., отражая размещение только денежных средств, без учета недвижимости, автомашин, драгоценностей и других материальных элементов богатства.

При рассмотрении структуры размещения финансовых активов американских домохозяйств, первое, что бросается в глаза, – преобладание общего объёма финансовых инвестиций над величиной банковских депозитов. При этом характерно, что величина денежных средств в форме банковских депозитов не только не уменьшилась в кризисном 2009 г., но ещё больше выросла в последующие годы, оставаясь на уровне 14–15% в благополучные годы. То обстоятельство, что кризис не вызвал сокращения банковских депозитов, во многом было обусловлено повышением в 2008 г. потолка 100%-ного страхования депозитов с прежних 100 тыс. долл. до 250 тыс. долл. в расчёте на одного вкладчика. По данным ФРС, более 90% американских вкладчиков обладают депозитами меньшей суммы, так что у них не было оснований беспокоиться о судьбе своих денег, доверенных банкам. При этом возрастание доли банковских депозитов в условиях кризиса с совершенной очевидностью объясняется сокращением стоимости ряда других финансовых активов вследствие резкого падения курсов акций.

Характерной чертой современности является высокая доля стоимости акций в составе финансовых активов домохозяйств. Этот показатель характеризует то обстоятельство, что для многих домохозяйств в США владение акциями стало привычным делом. В благополучные годы доля домохозяйств, владеющих акциями, составляет 52%, а среди глав домохозяйств в возрастной группе старше 45 лет эта доля повышается до 62%. Доля вложений в акции остаётся высокой, несмотря на падение стоимости акций в кризисные годы. Это указывает на то, что американские домохозяйства научились воспринимать снижение стоимости акций в годы кризиса как неизбежное, но временное явление и в целом научились успешно управлять пакетами акций в своих финансовых активах.

Столь же устойчивой является доля акций взаимных фондов, которая колеблется около величины 9% в составе активов. Важно обратить внимание на то, что общие вложения в акции в сумме с вложениями во взаимных фондах образуют более 30% финансовых активов американских домохозяйств. Это отражает высокую степень вовлечённости американского населения в интересы бизнеса.

В составе финансовых активов домохозяйств США сильно выделяется показатель пенсионных накоплений. Суммарные накопления в пенсионных фондах всех категорий превышают четвертую часть финансового богатства домохозяйств и имеют тенденцию к дальнейшему возрастанию их значения. В значительной степени сильно возросшая величина этих накоплений в последние

годы объясняется высоким курсом акций на фондовом рынке США, а пенсионные фонды традиционно держат значительную часть своих ресурсов в акциях, хотя закон и не позволяет им, чтобы доля таких вложений превышала 50% их капитала. Из таблицы 2 хорошо видно, насколько сильно сокращается объём пенсионных накоплений из-за падения курсов акций во время кризиса, и как он потом восстанавливается и растёт во время подъёма экономики.

В целом, можно утверждать, что денежно-кредитная политика ФРС оказывает влияние на поведение населения в качестве инвестора в русле действия рыночных сил: она стимулирует процесс трансформации сбережений в инвестиции и подталкивает население к тому, чтобы оно отдавало предпочтение государству и бизнесу, покупая ценные бумаги этих эмитентов и отводя банковским накоплениям скромное место.

При осмыслении состояния и перспектив денежно-кредитной политики ФРС её руководство долго не знало, как подступиться к вопросу о том, что делать с накопленным на балансе массивом облигаций в размере 4,5 трлн долл., образовавшимся в результате проведения политики количественного смягчения. Мешала обстановка вялого экономического роста в последние годы, которая не позволяла предпринять какие-то заметные действия из опасения сорвать рост экономики. Ещё в сентябре 2014 г. Комитет по операциям на открытом рынке, отмечая завершение программы количественного смягчения, принял общий документ, именуемый "Принципы и планы нормализации политики Комитета", где отмечалось, что в нужное время будут предприняты надлежащие меры относительно накопившегося массива облигаций. Теперь, когда при невысоких темпах роста экономика практически достигла состояния полной занятости, показателем чего считается уровень безработицы около 4%, пришло время определиться и в отмеченном щекотливом вопросе.

Начиная с весны 2017 г. руководящие деятели ФРС приступили к разработке долговременного плана операций в отношении накопленного массива облигаций, чтобы запустить механизм его последовательного сокращения. Представленный на июньском заседании Комитета по операциям на открытом рынке план первых шагов в указанном направлении заслуживает того, чтобы обратить внимание на его основные положения.

Прежде всего, следует отметить чрезвычайную осторожность данного плана. Речь пока не идёт о том, чтобы начать навязывать кредитным институтам выкупленные ранее у них облигации через механизм операций на открытом рынке. План касается судьбы тех выплат, которые ФРС получает от казначейства по линии погашения облигаций, срок которых истёк. Теперь предлагается ограничить сумму обратного реинвестирования полученных денег путем введения потолка для полученных платежей. План таков:

– Для казначейских облигаций предлагается для начала установить ежемесячный потолок в размере 6 млрд долл. Это означает, что с начала действия программы в покупку новых облигаций будут реинвестированы только суммы от поступлений, превышающие этот потолок. После начала реализации программы каждые три месяца этот потолок будет увеличиваться на 6 млрд долл., пока он не достигнет величины 30 млрд долл. через 12 месяцев. Далее будут реинвестироваться только суммы, превышающие эту величину:

– для облигаций, покрытых ипотекой, и других облигаций агентств начальный потолок устанавливается на уровне 4 млрд долл. в месяц, после чего он будет увеличиваться на 4 млрд долл. каждые три месяца, пока не достигнет 20 млрд долл. через 12 месяцев;

– режим реинвестирования полученных выплат сверх указанных потолков будет оставаться в силе, и последовательное и плавное сокращение массива облигаций будут происходить до тех пор, пока Комитет не сочтёт, что на балансе ФРС останется такой объём облигаций, который соответствует его потребностям при проведении нормальной денежно-кредитной политики;

– последовательное сокращение массива облигаций на балансе ФРС приведёт к соответствующему сокращению сумм на резервных счетах банков. Комитет рассчитывает, что со временем на резервных счетах образуются суммы, которые будут существенно ниже нынешних, но выше тех, что существовали до кризиса. Возникшие в итоге суммы должны будут обеспечивать потребности банков и одновременно позволять Комитету эффективно проводить в будущем его денежно-кредитную политику. Конкретное значение этих показателей будет установлено в результате дальнейших исследований;

– подтверждая, что регулирование ставки по федеральным фондам остается приоритетным средством его денежно-кредитной политики, Комитет оставляет открытой возможность пересмотреть режим сокращения массива облигаций, если произойдет ухудшение экономической обстановки. Более того, если обстановка того потребует, Комитет использует все свои полномочия для проведения политики, соответствующей требованиям момента.

Таким образом, можно видеть, что принятый план приведет к постепенному сокращению массива облигаций на балансе ФРС в течение нескольких лет, причём это будет происходить дольше календарного погашения облигаций, так как часть полученных от их погашения сумм все-таки пойдет на реинвестирование в новые облигации и некая величина массива всё-таки останется на балансе ФРС. Но самое, пожалуй, интригующее в этом плане заключается в том, что Комитет объявит о начале его реализации только тогда, когда сочтёт, что экономическая обстановка в стране для этого созрела, а завершит, когда сочтёт оставшийся массив облигаций достаточным для задач его политики¹⁸.

Federal Reserve System Reviews Its Policy Under a Slack Economic Growth

(USA ❖ Canada Journal, 2017, no. 11, p.69-82)

Received:11.08.2017.

BELOUSOV Oleg Olegovich, Institute for the U.S. and Canadian Studies, Russian Academy of Sciences (ISKRAN). 2/3 Khleby per., Moscow 121069, Russian Federation. (ser.belousov@me.com)

¹⁸ Minutes of the Federal Open Market Committee. June 13–14, 2017. P.3.

PORTNOY Mikhail Anatolyevich, Institute for the U.S. and Canadian Studies, Russian Academy of Sciences (ISKRAN). 2/3 Khlebnny per., Moscow 121069, Russian Federation. (portn@mail.ru)

There are considered some ideas expressed by economists who discuss the Federal Reserve's monetary policy during the last ten years. Opinions of the Federal Reserve Board members are presented on main questions of this policy. The influence of the low interest rates on various economic and financial processes is analyzed. The structure of the financial assets and debts belonging to American households is presented and the influence of Federal Reserve's monetary policy on these assets is examined. The main measures of the Federal Reserve's plan to decline the amount of Treasury and other securities in it's balance are presented.

Keywords: *Federal Reserve, monetary policy, low interest rates, Treasury securities, federal funds.*

About the authors:

BELOUSOV Oleg Olegovich – Junior Researcher.

PORTNOY Mikhail Anatolievich – Doctor of Sciences (Economics). Professor. Head of the Center for Foreign Economic Studies.