

**Татьяна Кричевская**

**ИСТОРИЯ ИНСТИТУТОВ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОГО  
РЕГУЛИРОВАНИЯ США**

**Статья 2. Федеральная резервная система  
в поисках баланса между функциями гаранта  
золотого стандарта, банка банков и банка  
правительства (1913–1951 гг.)**

*Вторая статья цикла о развитии институтов денежно-кредитного регулирования в США. Раскрыты экономические, политические, институциональные и научные основы создания Федеральной резервной системы США. Показано, как в испытаниях двумя мировыми войнами, Великой депрессией и банковскими кризисами и соответственно в противоречиях между деятельностью как гаранта золотого стандарта, банка правительства и банка банков кристаллизовались ее функции как центрального банка.*

*Ключевые слова:* Федеральная резервная система, Казначейство США, монетарная политика, золотой стандарт, доктрина реальных векселей, банковский кризис, Великая депрессия, государственные ценные бумаги, дисконтирование, операции на открытом рынке, доверие, процентные ставки, банки.

*JEL:* N12.

На момент создания Федеральной резервной системы в 1913 г. функции денежно-кредитного регулирования в США в той или иной мере выполняли четыре института:

1) золотой стандарт, определявший долгосрочную динамику денег в экономике;

2) национальная банковская система – большие городские банки, которые хранили резервы "сельских" банков, но не могли полноценно выполнять функцию банка банков во время кризисов, поскольку в первую очередь их целью было получение прибыли;

3) Казначейство, которое регулировало деятельность национальных банков, где хранились бюджетные средства, периодически манипулировало бюджетными средствами с целью влияния на резервы банковской системы и под залог ценных бумаг которого осуществлялась эмиссия банкнот национальных банков;

4) Национальные денежные ассоциации, которым согласно Акту Олдрича-Риланда (Aldrich-Wreeland Act) предоставлялось право осуществлять эмиссию "платежных средств для чрезвычайных ситуаций", как это до 1908 г. делали ассоциации клиринговых домов, но уже под контролем Министерства финансов.

---

*Кричевская Татьяна Александровна (tetyanakrychevska75@gmail.com), канд. экон. наук, старш. науч. сотруд.; ведущий научный сотрудник ГУ "Институт экономики и прогнозирования НАН Украины".*

Против золотого стандарта возражений не было, но к тому времени уже созрело понимание, что предложение денег должно быть более гибким и более тонко подстраиваться к потребностям экономики, чем это могут сделать потоки золота. Национальная банковская система была законной резервной системой, но неэффективной в условиях кризиса. Казначейство обвиняли в том, что оно взяло на себя чрезмерные интервенционные функции. Незадолго до основания ФРС ученые, политики и журналисты почти единогласно осуждали "самовольную" монетарную политику министра финансов Л.Шоу (о ней см. в статье 1 цикла). В ответ на критику Министр доказывал, что взял на себя такую ответственность, стремясь отреагировать на серьезную монетарную проблему того времени – *нехватку сезонной эластичности денежного предложения* (Timberlake, 1993. P. 254).

Актом Олдрича-Риланда было предусмотрено создание Национальной денежной комиссии Конгресса, которая должна была разработать законопроект о реформировании системы денежно-кредитного регулирования. По заказу комиссии американскими и европейскими учеными были проведены многочисленные эмпирические и институциональные исследования, и в 1910 г. их результаты опубликовали в 24 томах, заключительный из которых содержал выводы о принципах организации центрального банка в США.

Для демократов создание центрального банка в его классическом понимании означало "концентрацию в одном месте слишком большого богатства, которое может быть использовано против народа США". Популисты характеризовали центральный банк как монополиста, которым управляют банкиры-кровопийцы, получившие от государства специальные привилегии обирать бедных, завышать процентные ставки, устраивать заговоры со спекулянтами с Уолл Стрит (Timberlake, 1986 Г. 745). Даже более умеренные конгрессмены выступали за создание децентрализованного учреждения, больше похожего на ассоциацию клиринговых домов, чем на классический центральный банк.

На основе рекомендаций Национальной денежной комиссии был разработан законопроект о создании Национальной резервной ассоциации. После выборов 1912 г. Президентом США стал демократ В. Вильсон, большинство в обеих палатах Конгресса также заняли демократы, которые подали свой законопроект о создании национальной резервной ассоциации, но уже под другим, отличающимся от предложенного республиканцами названием – Федеральная резервная система (ФРС). Президент В. Вильсон подписал Акт "О Федеральном резерве" 23 декабря 1913 г.

*К.Гласс, представляя законопроект о создании ФРС, указывал на два основных недостатка действующей денежно-кредитной системы. Во-первых, существующая валюта базировалась на "долге нации", то есть на государственных ценных бумагах, а не на бумагах, которые отражали бы изменчивые потребности бизнеса, в частности, краткосрочных коммерческих бумагах. Во-вторых, в трудные времена банковской системе не хватало резервов.*

Большинство конгрессменов считали, что именно реальный продукт экономики генерирует изменения в денежном предложении, а ФРС лишь формализует механизм реализации этого процесса. *ФРС должна была решать проблему обеспечения сезонной эластичности денежного предложения не по воле Министерства финансов, как это было раньше, а по инициативе бизнеса и самих коммерческих банков с помощью коммерческих банков высшего уровня – федеральных резервных банков. Банки-члены ФРС удовлетворяли потребности бизнеса в деньгах, дисконтируя их векселя, а федеральные резервные банки в случае необходимости*

должны были пополнять ликвидность банков-членов преимущественно путем редисконтирования этих векселей и, в меньшей степени, путем операций с государственными и муниципальными ценными бумагами на открытом рынке.

Одно из положений Закона "О Федеральном резерве" предусматривало, что "ничего в этом Акте не может рассматриваться как такое, что отменяет соответствующие положения Акта, ратифицированного 14 марта 1900 г.", т.е. Акта "О золотом стандарте". Иными словами, ФРС не должна была узурпировать функции золотого стандарта. Золотой стандарт должен был регулировать денежное предложение в долгосрочном периоде, а ФРС – в краткосрочной перспективе. Таким образом, в регулировании денежного предложения в краткосрочной перспективе акцент сместился с дискреционной политики правительственного учреждения к автоматической и саморегулируемой политике рынка, на потребности которого должна была отвечать ФРС. ФРС должна была стать своего рода саморегулируемым приложением к саморегулируемой системе золотого стандарта.

Таким образом, доверие к деньгам, эмитированным такой системой, должно было основываться на таких опорах: 1) ограниченное предложение золота; 2) ограниченное количество краткосрочных коммерческих бумаг (под которые будет осуществляться кредитная эмиссия ФРС); 3) благоразумие коммерческих банков, которые будут заботиться о прибыльности своего бизнеса; 4) политика федеральных резервных банков, которые будут учитывать ситуацию на региональном уровне, и наконец 5) политика Совета Федерального резерва, которая будет принимать во внимание общенациональные условия и интересы (Timberlake, 1993. P. 249–250).

Поскольку ФРС должна была обеспечивать потребности рынка, Конгресс не ограничивал ее политику эксплицитными правилами и целями.

Что касается второй проблемы денежно-кредитной системы, которую, по мнению К.Гласса, должна была решить новая резервная система – обеспечения банковской системы резервами в кризисных ситуациях – ФРС унаследовала прежнюю функцию клиринговых домов, а с 1908 гг. – Национальных резервных ассоциаций – по выпуску "валюты для чрезвычайных ситуаций". Эмиссия платежных средств для чрезвычайных ситуаций, которую самовольно осуществляли ассоциации клиринговых домов, была легитимизирована и поставлена под контроль Министра финансов еще в 1908 г. с созданием Национальных денежных ассоциаций (об этом см. статью 1 цикла). Но в отличие от них, ФРС была органом, управление которым осуществлялось не только банками, но и представителями других секторов экономики (директора федеральных резервных банков класса В, см. ниже) и народа в целом (Совет Федерального резерва и директора класса С федеральных резервных банков, см. ниже), то есть в ФРС обеспечение экономики ликвидностью во время кризиса поднималось на более высокий общественный уровень.

Консервативные республиканцы выступали за небольшое количество резервных банков, наиболее популистские представители сельских провинций в Конгрессе предлагали по одному банку для каждого штата. Рациональный подход к выбору количества резервных банков был предложен сенатором Дж. Шефросом. Согласно этому подходу резервный банк, к которому банк, нуждающийся в ликвидности в условиях набега вкладчиков, будет обращаться в затруднительном положении, должен находиться на расстоянии одной ночи езды на поезде. Президент пострадавшего банка собирает коммерческие бумаги со сроком погашения в 30, 60 и 90 дней, под которые собирается получить наличные, садится на

поезд и едет в город, где находится резервный банк. Кроме того, что такое расстояние поможет быстро остановить панику, преимуществом региональной системы является то, что она будет способствовать поддержке персональных отношений между руководством коммерческих и резервного банков (Timberlake, 1993 P. 217–221).

Координировать работу ФРС должен был Совет Федерального резерва – альтруистический орган без узких финансовых интересов, представитель всего американского народа.

*Таким образом, Акт "О Федеральном резерве" был попыткой совместить полномочия, которыми пользовались Казначейство и клиринговые дома, в институте, который был бы одновременно легитимным, независимым, имел научную основу, был федеративным и эффективным (Timberlake, 1993. P. 255).*

Что касается научной основы политики ФРС, то авторы закона о ФРС адаптировали к центральному банку доктрину реальных векселей, разработанную когда-то в отношении коммерческих банков. Согласно этой доктрине, чтобы избежать спекулятивной деятельности и как следствие – набега вкладчиков и банкротства, банк должен эмитировать банкноты только под "качественные", надежные краткосрочные коммерческие векселя.

Согласно Закону 1913 г., организационный комитет в составе Министра финансов, Министра сельского хозяйства и Контролера денежного обращения должен был разделить континентальную часть США на 8–12 федеральных резервных округов, в каждом из которых создавался федеральный резервный банк (*100 Years Federal Reserve System, 1913*). 2 апреля 1914 организационный комитет объявил о создании двенадцати федеральных резервных округов: Бостон, Нью-Йорк, Филадельфия, Кливленд, Ричмонд, Атланта, Чикаго, Сент-Луис, Миннеаполис, Канзас-Сити, Даллас, Сан-Франциско.

Членами ФРС должны были стать все банки, имевшие статус национальных (если они не делали этого на протяжении определенного законом периода, то теряли этот статус) и, по желанию, другие банки. Банки-члены должны были приобрести акции федеральных резервных банков в размере 6% от суммы своего оплаченного капитала и резервов. Организационный комитет, занимавшийся созданием ФРС, мог принять решение о проведении публичной подписки на акции федеральных резервных банков, но при этом ни один индивид или корпорация, кроме банков-членов, не могли владеть этими акциями на сумму свыше 25 тыс. долл. (*100 Years Federal Reserve System, 1913*).

Каждый банк-член получал предусмотренные законом 6% дивидендов на акции резервных банков.

Хотя ФРС находится в частной собственности, владельцы акций, согласно закону, не имеют права голоса, непосредственно связанного с владением акциями. Федеральными резервными банками согласно Акту 1913 г. руководят Советы директоров, состоящие из 9 директоров трех классов: класс А представляет банки, являющиеся акционерами федерального резервного банка, класс В – нефинансовый сектор округа, а директоров класса С назначает Совет Федерального резерва. Выборы директоров классов А и В проходят следующим образом. Организационный комитет ФРС, когда выборы проходили впервые, а в дальнейшем Управляющий Совета директоров федерального резервного банка (с 1935 г. эта должность именуется Президент Совета директоров) разделяет все банки-члены федерального резервного округа на три группы с приблизительно равным количеством банков и суммой их капиталов. Каждый банк-член на заседании совета директоров избирает члена коллегии выборщи-

ков и извещает об этом федеральный резервный банк своего округа. Федеральный резервный банк по каждой из трех групп банков формирует списки коллегии выборщиков и рассылает их всем членам коллегии. В каждой группе все банки-члены номинируют по одному кандидату на директора класса А и директора класса В. На первых выборах организационный комитет ФРС, а в дальнейшем Управляющий Совет директоров федерального банка формирует по каждой из трех групп банков округа список кандидатов и банков, которые их номинировали, и рассылает его членам избирательной коллегии. Последние в течение 15 дней со дня получения списка осуществляют рейтинговое голосование отдельно по кандидатам в директора класса А и класса В. Это означает, что они ранжируют всех кандидатов в списке. Побеждает тот кандидат, который у большинства избирателей оказался первым номером в списке. Если ни один из кандидатов не набирает большинства по первому номеру, тогда добавляются голоса по первому и второму номеру, и так далее, пока кто-нибудь не наберет большинства голосов. Директорами федеральных резервных банков не могут быть ни члены Сената, ни члены Палаты представителей Конгресса США. Директора и работники банков не могут быть директорами классов В и С (*100 Years Federal Reserve System, 1913*).

Такая система управления федеральными резервными банками должна была максимально представить и сбалансировать интересы банков с интересами рынка и американского народа.

Квинтэссенция доктрины реальных векселей содержалась в статье 13 Акта 1913 г., согласно которой федеральным резервным банкам разрешалось предоставлять кредиты банкам-членам и выпускать банкноты под залог "нот и векселей, возникших на основе реальных коммерческих сделок; то есть нот и векселей, выпущенных для сельскохозяйственных, промышленных или коммерческих целей", срок их погашения не мог превышать 90 дней с момента дисконтирования, а для векселей и нот, выпущенных для сельскохозяйственных нужд – шести месяцев (*100 Years Federal Reserve System, 1913*).

Федеральные резервные банки самостоятельно устанавливали ставки дисконтирования по различным классам ценных бумаг, но под контролем Совета Федерального резерва и так, чтобы "способствовать торговле и бизнесу" (*100 Years Federal Reserve System, 1913*).

Хотя предполагалось, что основным инструментом федеральных резервных банков будет редисконтирование коммерческих векселей, Акт 1913 г. также предоставлял им право проводить операции на открытом рынке. В частности, согласно статье 14 Акта "О Федеральном резерве" они имели право:

1) осуществлять операции с золотыми монетами и слитками, обменивать банкноты Федерального резерва на золото, золотые монеты или золотые сертификаты;

2) покупать и продавать в стране и за ее пределами облигации и ноты США, векселя, ноты, облигации под будущие доходы\*, варранты со сроком погашения от даты покупки не более 6 месяцев, выпущенные под будущие поступления от сбора налогов или других доходов любого штата, округа, муниципалитета или иного политического подразделения США. Правила проведения таких операций должны были разрабатываться Советом Федерального резерва;

---

\* revenue bonds – муниципальные облигации, стоимость и доходы по которым выплачиваются с доходов от инвестиционного проекта, для финансирования которого они выпускаются.

3) покупать и продавать банкам-членам векселя, выпущенные на основе коммерческих трансакций и соответствующие требованиям к дисконтированию.

Согласно первоначальному тексту закона о ФРС от 1913 г. Совет Федерального резерва (СФР) состоял из семи членов, и в него по должности входили Министр финансов и Контролер денежного обращения. Остальные пять членов СФР назначались Президентом США по представлению Сената. С одного федерального резервного округа не могло быть назначено более одного члена СФР. Назначая членов Совета Федерального резерва, Президент должен был учитывать справедливое представительство различных секторов экономики и ее географических регионов. Из этих пяти членов СФР по меньшей мере двое должны были иметь опыт работы в банковской сфере либо финансах. Чтобы обеспечить постепенную ротацию, во время первого назначения один из них назначался на 2, один на 4, один на 6, один на 8 и один на 10 лет. Во время последующих назначений все члены СФР назначались на 10 лет. В 1933 г. срок их пребывания в должности было увеличен до 12, а в 1935 г. – до 14 лет (*Board of Governors of the Federal Reserve System, 2014*). Из этих пяти членов Президент США назначал Председателя и Вице-председателя СФР (*100 Years Federal Reserve System, 1913*). Ни один из членов СФР не мог быть служащим или директором любого банка, банковского учреждения, трастовой компании, федерального резервного банка или владеть акциями банка или трастовой компании.

Согласно первоначальной редакции закона о ФРС Совет Федерального резерва был наделен следующими полномочиями:

1) получать и проверять отчетность, бухгалтерские документы и деятельность федеральных резервных банков и каждого банка-члена ФРС. Еженедельно СФР должен был публиковать отчетность каждого федерального резервного банка и консолидированную отчетность всех федеральных резервных банков;

2) давать разрешение или при согласии не менее пяти членов СФР требовать от федеральных резервных банков редисконтировать ценные бумаги, дисконтированные другими федеральными резервными банками по ставкам, зафиксированным Советом Федерального резерва (ранее такими полномочиями пользовался Министр финансов, который мог по своему усмотрению переводить депозиты правительства из одних банков в другие);

3) осуществлять надзор и регулировать с помощью Управления Контролера денежного обращения эмиссию и изъятие банкнот федеральных резервных банков;

4) требовать списания сомнительных или потерявших стоимость активов с балансов Федеральных резервных банков;

5) осуществлять общий надзор за федеральными резервными банками (*100 Years Federal Reserve System, 1913*).

Акт 1913 г. предусматривал возможности существенного влияния Министра финансов на работу ФРС (ст. 10): "Ничего в этом законе не должно толковаться как уменьшение полномочий Министра финансов по надзору, управлению и контролю за Казначейством, и когда любое полномочие, предоставленное этим Законом Совету федерального резерва ... вступает в конфликт с полномочиями Министра финансов, такие полномочия должны осуществляться под наблюдением и контролем Министра финансов" (*100 Years Federal Reserve System, 1913*).

Эмиссия банкнот Федерального резерва осуществляется по решению Совета Федерального резерва (при этом изготовлением банкнот занимается подразделение Казначейства США). Эти банкноты федеральные резерв-

ные банки получали под залог дисконтированных ценных бумаг. Согласно Акту 1913 г. эти банкноты являются обязательствами США и должны приниматься всеми национальными банками и банками-членами и федеральными резервными банками, а также для оплаты всех налогов, пошлин и других публичных платежей. Они подлежали обмену на золото в Казначействе, в городе Вашингтон, и в любом федеральном резервном банке. Каждый федеральный резервный банк должен был хранить резерв в золоте и законных средствах платежа в размере не менее 35% от суммы депозитов, и резервы в золоте в размере не менее 40% от суммы выпущенных им в обращение банкнот (*100 Years Federal Reserve System, 1913*).

Акт 1913 г. учреждал следующую систему резервирования по депозитам. *Банки-члены, расположенные в центральных резервных городах* (Нью-Йорк, Чикаго, Сент-Луис), поддерживают резервы в размере 18% от суммы депозитов до востребования и 5% от суммы срочных депозитов. 6/18 этих резервов они держат в своих хранилищах, 7/18 в федеральном резервном банке своего округа, а остальную часть – на выбор банков – в собственных хранилищах либо федеральном резервном банке. *Банки-члены, расположенные в резервных городах*, поддерживают резервы в размере 15% от суммы депозитов до востребования и 5% от суммы срочных депозитов. Из них в собственных хранилищах в течение первых трех лет с момента создания федерального резервного банка – 6/15 от общей суммы, а в дальнейшем – 5/15. В федеральном резервном банке своего округа в течение первого года с момента его создания – не менее 3/15 плюс 1/15 каждые следующие полгода, пока эта доля не достигала 6/15, каковой и должна постоянно поддерживаться в дальнейшем. Остальные резервы в течение первых трех лет с момента образования федерального резервного банка округа могли на выбор банка-члена храниться в собственном хранилище, федеральном резервном банке либо в национальном банке в резервном или центральном резервном городе. Через три года эта остальные резервы должны были храниться только либо в хранилище банка, либо в федеральном резервном банке округа, либо там и там в выбранной банком пропорции. *Банки-члены, расположенные в городах, не являющихся резервными либо центральными резервными*, должны были поддерживать резервы в размере 12% от суммы депозитов до востребования и 5% от срочных депозитов. Из них в собственном хранилище такой банк должен хранить в течение первых трех лет с момента основания федерального резервного банка округа 5/12, а в дальнейшем – 4/12 резерва. В федеральном резервном банке своего округа такие банки должны были хранить 2/12 резервов в течение года с момента образования федерального резервного банка плюс 1/12 каждые следующие полгода, пока эта доля не достигала 5/12, каковой и должна была постоянно поддерживаться в дальнейшем. Остальные резервы такие банки в течение первых трех лет с момента создания федерального резервного округа могли по своему усмотрению хранить в собственных хранилищах, федеральном резервном банке либо в национальных банках в резервных или центральных резервных городах. В дальнейшем эти остальные резервы могли храниться только в собственных хранилищах, федеральном резервном банке либо там и там в любой пропорции на выбор банка-члена (*100 Years Federal Reserve System, 1913*). Таким образом, в течение трех лет все банки-члены ФРС должны были перейти от хранения резервов в национальных банках к хранению их в федеральных резервных банках.

Федеральной резервной системе, основанной в достаточно спокойном 1913 г., вскоре пришлось пройти через испытания Первой мировой войной и Великой депрессией. С началом Первой мировой войны золо-

той стандарт начал терять свою эффективность в качестве основы долгосрочной динамики денежного предложения. *Изменился характер международной торговли. Ее основными субъектами в странах – участницах войны стали не частные индивиды, которые реагировали на ценовые стимулы, а государства, которые сами контролировали финансовые механизмы (Friedman, Schwartz, 1963. С. 198–199).* Соответственно, и на динамику потоков золота, которую генерировали государства, должны были отвечать государства, а не рынки, не автоматическая система золотого стандарта. Однако Закон о ФРС, исходящий из полноценного функционирования золотого стандарта, не устанавливал конкретных ориентиров для принятия политических решений в монетарной сфере.

Правительства европейских стран – участниц Первой мировой войны стали источником интенсивного спроса на американские товары, создавая в США профицит торгового баланса. До официального вступления США в Первую мировую войну 6 апреля 1917 г. страны-союзники финансировали свой торговый дефицит по отношению к США за счет перевозки золота и привлечения кредитов на частных рынках капитала. Даже если бы ФРС решилась на самостоятельную политику и решила нейтрализовать (стерилизовать) приток золота, угрожавшего ростом внутренних цен, у нее еще не было для этого достаточного объема облигаций или других активов, чтобы продать их и мобилизовать денежные средства. Также она не имела права выпускать собственные ценные бумаги или в иной форме осуществлять заимствования на открытом рынке. Не было у нее и прямого способа повлиять на соотношение между депозитами и резервами и депозитами и наличными. На тот момент самое большое, что она в этом плане могла сделать, – это избегать увеличения монетарной базы. Но даже такая политика казалась ФРС слишком аскетичной, так как требовала, чтобы федеральные резервные банки не покупали никаких активов, приносящих доход, а свои расходы финансировали исключительно за счет дополнительных вкладов банков-членов.

Вступление США в Первую мировую войну, когда государство начало кредитовать союзников, изменило тенденцию притока золота в страну на его отток. 7 сентября 1917 г. Президент США запретил экспорт золота без разрешения Совета Федерального резерва и Казначейства и ввел валютный контроль. В июне 1919 г. запрет на вывоз золота был отменен, и его отток продолжился, но был более чем компенсирован кредитной активностью ФРС – преимущественно редисконтированием векселей и частично покупкой государственных ценных бумаг и банковских акцептов, связанных с внешнеторговыми операциями (Friedman, Schwartz, 1963. Р. 222). Инфляция потребительских цен в США в 1917 г. достигла 17,8%, в 1918 г. – 17,3% и в 1919 г. – 15,2%. Реакция ФРС на рост цен ограничилась "нравственным увещанием" – рекомендацией банкам более внимательно относиться к разграничению "необходимых" и "не необходимых" кредитов. Дисконтные же ставки федеральных резервных банков находились на уровне, заметно ниже рыночного. В этот раз пассивность политики ФРС уже не была вызвана отсутствием технических возможностей для проведения нужной политики, как это было в 1914 г., ведь ФРС уже накопила достаточный портфель ценных бумаг и могла также повысить учетную ставку. *Первой причиной ее пассивности было отсутствие опыта проведения денежно-кредитной политики.* Большинство Управляющих федеральных резервных банков и членов Совета Федерального резерва опасались повышения процентных ставок, которое, по их мнению, могло бы повредить "продуктивному" кредитованию, а отдавали предпочтение рекомендательным мерам, нацеленным на ограничение "спекулятивного" кредитования.



Руководство ФРС также еще не обладало данными о продолжительности лага между ее действиями по монетарной экспансии или рестрикции и их последствиями, поэтому слишком поздно нажимало на тормоза, а затем давило слишком долго и, не видя немедленного эффекта, нажимало снова. (Friedman, Schwartz, 1963. 225–227, 239). Второй причиной была интеллектуальная среда и господствующие экономические теории – в то время считали, что рост денежной массы был следствием, а не причиной роста цен (Friedman, Schwartz, 1963. 223). Третьей причиной пассивности ФРС была слабость ее институциональной позиции, ведь ее предназначением было удовлетворять потребности рынка, а не вести активную политику. Лишь отдельные харизматичные личности в таких обстоятельствах – такие, как Б.Стронг, который, возглавляя Федеральный резервный банк Нью-Йорке, сотрудничал с центральными банками других стран, – готовы были принимать решительные меры. Другие на такое не решались. Один из тогдашних членов СФР У.Хардинг писал в своих мемуарах: "... Совет чувствовал, что он обязан сотрудничать с Казначейством. Неспособность делать это была бы равносильной диктату Совета Федерального резерва над политикой Казначейства. В таком случае, я думаю, к Совету был бы применен Акт Овермана, который предоставляет право Президенту своим приказом передавать любую функцию Совета Федерального резерва Министру финансов либо любому другому правительственному чиновнику" (Friedman, Schwartz, 1963. Р. 228). Поэтому Федеральная резервная система пыталась способствовать Казначейству в размещении государственных ценных бумаг и не допускать падения цен на государственные облигации, тем более, что коммерческие банки все еще держали в своих портфелях значительные суммы "Займа победы" и "Займа свободы" и предоставляли значительные суммы кредитов своим клиентам под эти ценные бумаги.

*Следующим испытанием для ФРС, не имевшей четко определенных законодательных целей денежно-кредитной политики, стал бум на рынке акций в 1920-х гг.*

"Бычий" рынок акций породил конфликт между целью содействия деловой активности и желанием ограничить спекуляцию на фондовом рынке. Цены на акции на протяжении 1921 – сентября 1929 г. росли в атмосфере всеобщего оптимизма. Благосостояние граждан повышалось: в их жизнь вошли автомобили, телефоны, другие технологические новинки. Обычные люди инвестировали все большие суммы в акции и облигации, чему способствовали новые финансовые институты, такие как брокерские дома, инвестиционные трасты, и новые финансовые инструменты, такие как маргинальные счета, которые давали возможность обычным гражданам покупать корпоративные ценные бумаги в кредит под залог этих же бумаг. В лучшие времена маржа (сумма, которую нужно было внести за ценные бумаги) падала до 10%. Бум опирался не на мечты о богатстве, которое можно заполучить в дальних краях, как это было в Великобритании во время спекулятивной лихорадки, связанной с Компанией Южных морей, или во Франции, связанной с компанией Дж.Лоу – люди в США в 1920-х годах финансировали прогресс в своей стране, который они сами могли наблюдать и чувствовать. Это укрепляло оптимизм – уверенность, что каждый человек может стать богатым, и доверие людей друг к другу (Гэлбрейт, 2009). В 1929 г. профессор Дайс отмечал: "Народ верит своим лидерам. Мы уже не рассматриваем капитанов индустрии как жуликов и проходимцев. Разве мы не слышим их голоса по радио? Разве мы не знакомы с их мыслями, амбициями и идеалами, которыми они делятся с нами, словно с близкими друзьями?" (Гэлбрейт, 2009. С. 225). Кроме того, насе-

ление накопило определенные сбережения благодаря длительному периоду процветания, что дало толчок массовому инвестированию.

Отсутствие решительных действий властных структур, направленных на прекращение спекуляций в США в 1920-х годах в определенной степени можно объяснить, учитывая оппортунистические основы самосохранения чиновника: даже успешные действия могли бы иметь такие же ужасные последствия, как и бездействие, а виновным всегда оказывается тот, кто пытается хоть что-то сделать (Гэлбрейт, 2009. С. 44). Статус ФРС – вновь созданного квазигосударственного регулятора с преимущественно рыночными методами, единственными законодательно установленными критериями относительно политики которого были "обеспечивать эластичность валюты и механизмы для редисконтирования коммерческих бумаг" и "устанавливать учетные ставки так, чтобы удовлетворять потребности торговли и бизнеса" – тем более не способствовал активной политике. Наконец, даже сегодня, после того, как на эту тему проведены сотни исследований, пережит не один финансовый кризис, в экспертной и политической среде все еще отсутствует консенсус относительно оптимальной реакции центральных банков на появление пузырей на рынках активов (например, относительно того, макропруденциальные или монетарные инструменты предпочесть) как и консенсус по поводу идентификации самых пузырей.

Как и накануне кризиса 2008 г., буму на фондовом рынке 1929 г. предшествовало почти десятилетие низкой инфляции, порой переходящей в дефляцию (рис. 1). В обоих случаях это затрудняло принятие решения о проведении жесткой монетарной политики.

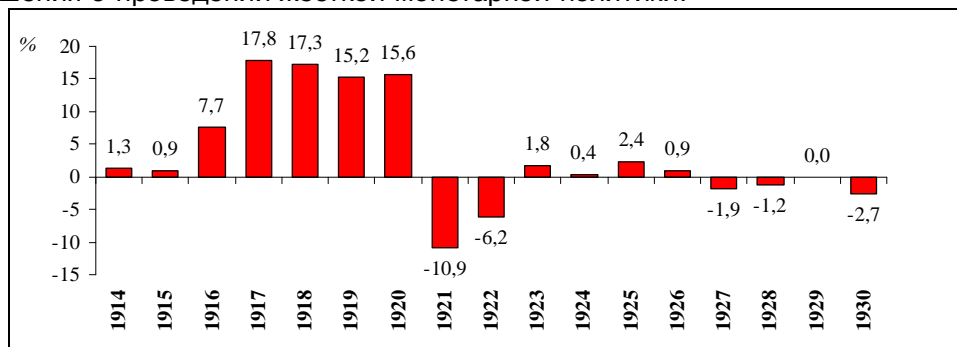


Рисунок 1. США: среднегодовое изменение ИПЦ, 1914–1930 гг., %

Источник: построено по:

[http://www.minneapolisfed.org/community\\_education/teacher/calc/hist1913.cfm](http://www.minneapolisfed.org/community_education/teacher/calc/hist1913.cfm)

Когда наконец в 1929 г. нездоровый характер бума на фондовом рынке уже перестал вызывать сомнения, внутри ФРС начались острые дискуссии относительно адекватной политики и противостояние между Советом Федерального резерва и Федеральным резервным банком Нью-Йорка. В Совете Федерального резерва опять считали, что "прямое давление" на банки является лучшим средством ограничения кредитов на спекулятивные цели без чрезмерного ограничения их предложения для производительных целей, тогда как повышение дисконтных ставок или объемов продаж ценных бумаг на открытом рынке слишком сильно ударят по деловой активности в целом. Федеральный резервный банк Нью-Йорка, наоборот, всегда выступал против административных инструментов избирательного действия, отдавая предпочтение общей политике изменения учетной ставки. (Friedman, Schwartz, 1963. P. 259). М.Фридман и

А.Шварц объясняли нежелание Совета Федерального резерва повысить процентную ставку для противодействия спекуляциям подчиненности его политики интересам Казначейства. Не желая удорожать государственный долг, СФР одновременно, применяя административные инструменты и рекомендации банкам, пытался продемонстрировать, что делает что-то для решения неотложных проблем (*Friedman, Schwartz, 1963. P. 266*). В то же время Дж.Гэлбрейт доказывал, что "повышение процентных ставок нанесло бы удар по всем, кроме спекулянтов. Покупателю акций "Radio" в 1928 г. приходилось платить по кредиту в среднем 10%, но если бы даже эта ставка была вдвое больше, он ничуть бы не опечалился. Ведь в этом году за счет роста курсовой стоимости акций он мог получить прибыль в размере 500%". По мнению Дж.Гэлбрейта, ФРС следовало требовать от Конгресса полномочий на запрет осуществления некоторых видов сделок за заемные средства или введения ограничений на эту деятельность (*Гэлбрейт, 2009. С. 52–54*).

В конце концов, в 1930 г. ФРС практически прекратила редисконтирование ценных бумаг, не желая подогреть спекулятивную активность. Но было уже слишком поздно – крах фондового рынка привел к банкротству банков, которые активно инвестировали в ценные бумаги. На момент краха фондового рынка в 1929 г. более 8000 коммерческих банков были членами ФРС, но около 16 000 – ими не состояли. Банки, которые не были членами ФРС, часть своих резервов держали в наличности в хранилищах, а часть – в виде депозитов в банках-корреспондентах. Недостатки национальной резервной системы (где национальные банки, которые выполняли функции резервных, были такими же коммерческими банками, нацеленными на получение прибыли, поэтому не могли стать кредиторами последней надежды во время кризиса), существовавшей до ФРС, прекрасно осознавались, и все они были описаны в отчете Национальной денежной комиссии, которая разрабатывала закон о ФРС. Но дело было в том, что этот закон предлагал решение проблемы резервирования только для тех банков, которые добровольно вступали в Федеральную резервную систему. *Недостатки национальной системы резервирования превратили крах в 1930 г. – первой половине 1931 г. финансовых компаний и банков, которые слишком много инвестировали в ценные бумаги, в региональные банковские кризисы.*

М.Фридман и А.Шварц приводят следующие причины запоздалой и недостаточной реакции ФРС на банкротства банков в 1930 – вначале 1931 гг. годов. *Во-первых*, среди федеральных резервных банков лишь Нью-Йоркский был фактически национальным по масштабам своей деятельности и привык считать себя банком, который формирует условия кредитного рынка, а не просто реагирует на них. Это и объясняет его активную позицию в денежно-кредитном регулировании. Пассивность остальных банков объяснялась тем, что они находились дальше от центра финансовой жизни и были более склонны реагировать на финансовые потоки, чем их инициировать. Как отмечают М.Фридман и А.Шварц, изучение корреспонденции Федерального резервного банка Нью-Йорка с другими резервными банками демонстрирует впечатляющее отличие между ними в уровне понимания монетарных вопросов. Многолетний опыт работы и непосредственная ответственность Федерального резервного банка Нью-Йорка за проведение политики на центральном денежном рынке страны, а также длительный опыт сотрудничества с другими центральными банками выработали в техническом персонале этого банка общенациональное видение и понимание эффектов различных мероприятий монетарной политики. Между тем эти качества отсутствовали у дру-

гих резервных банков, которые преимущественно занимались вопросами местного и регионального характера, а также у Совета Федерального резерва, далекого от проведения монетарной политики. Поразительно отличался от других Управляющих федеральных резервных банков и харизматичный Управляющий Федерального резервного банка Нью-Йорка Б.Стронг. Карьере Б.Стронга в ФРС предшествовал опыт работы руководителем банка и председателя комитета, созданного финансовыми лидерами Нью-Йорка для спасения банковской системы во время паники 1907 г. Стронг владел знаниями, безусловным авторитетом в стране и мире, уверенностью и умением убеждать, а также мужеством для реализации своих идей и принятия на себя ответственности. По мнению М.Фридмана и А.Шварца, а также многих его современников, в том числе И.Фишера, если бы Б.Стронг не умер в 1928 г. и руководил Федеральным резервным банком Нью-Йорка осенью 1930 г., он, вероятно, осознал бы приближение кризиса ликвидности и был бы готов принять активные и надлежащие меры для того, чтобы прекратить его. М.Фридман и А.Шварц приводят отрывок из письма Б.Стронга, где он сравнивает существование лагов в эффектах монетарной политики с отложенными эффектами нарушений режима большим туберкулезом (о чем он, к сожалению, хорошо знал по собственному опыту). Поэтому зная, что от монетарных мер не следует ожидать немедленных эффектов, он, вероятно, не сошел бы с экспансионного курса, не получив быстрого прекращения спада (*Friedman, Schwartz, 1963. 407–419*). Во-вторых, служащие ФРС не чувствовали ответственности перед банками, которые не были ее членами. В 1921–1929 гг. и в течение первых десяти месяцев 1930 г. большинство обанкротившихся банков не были членами ФРС, но в них находилась значительная часть депозитов. В-третьих, в этот период случаи банкротства случались преимущественно среди меньших банков, а поскольку наиболее влиятельные фигуры в ФРС были банкирами из крупных городов и были не в восторге от существования малых банков, то они воспринимали банкротства "лилипутов" как естественный процесс. В-четвертых, банкротство нескольких крупных банков в конце 1930 г. многие представители ФРС считали результатом плохого менеджмента, что не требовало, соответственно, вмешательства со стороны центрального банка. В-пятых, многие профессиональные экономисты в то время рассматривали депрессию как желаемое и необходимое экономическое явление, необходимое для устранения неэффективных и слабых элементов экономической системы (*Friedman, Schwartz, 1963. P. 358–359*).

21 сентября 1931 г. Великобритания отказалась от золотого стандарта. Ожидая, что США сделает то же самое, центральные банки и частные держатели золота и американских ценных бумаг (особенно во Франции, Бельгии, Швейцарии, Швеции и Нидерландах) конвертировали значительную часть своих долларовых активов в золото. Реакция ФРС на внешний отток золота оказалась более энергичной, чем на внутренние проблемы. В октябре 1931 г. Федеральный резервный банк Нью-Йорка дважды повысил свою учетную ставку. Как отмечают М.Фридман и А.Шварц, решение о резком повышении процентных ставок, в отличие от предыдущих решений в монетарной политике, не вызывало никаких дискуссий ни у ФРС, ни за ее пределами: "... как проблема, так и ее решение казались очевидными и простыми. И действительно, складывается впечатление, что после столкновения с неизвестными, неуловимыми и тонкими проблемами ФРС почти с облегчением приветствовала появление проблемы, которую можно было четко, "черным по белому" охарактеризовать". Таким образом, что касается "внешней" монетарной поли-

тики, направленной на сохранение золотого стандарта, позиция ФРС оказалась более решительной, чем относительно внутренней экономической ситуации. Действительно, соотношения между золотыми резервами и суммой депозитов или банкнот представлялись намного более простыми и понятными ориентирами, чем параметры экономической стабильности, а поддержка этих соотношений – более известной и привычной сферой действий эмиссионного банка, чем политика в ответ на бум на фондовом рынке, экономическую депрессию и банкротства банков.

Повышение процентных ставок позволило за две недели остановить внешний отток золота и даже восстановить увеличение золотого запаса, но уже в декабре 1931 г. отток золота снова возобновился. К тому же повышение процентных ставок привело к ухудшению положения в банковской системе, которая и так страдала от банковской паники. Только в октябре 1931 г. обанкротились 522 коммерческих банка, а в течение следующих трех месяцев – еще 875 банков (*Friedman, Schwartz, 1963. P. 317*).

*Ввиду частного неполитического имиджа ФРС и неспособности политиков понимать ее операции, в разгар Великой депрессии, когда банковская система находилась в критическом состоянии, лидеры Конгресса предпочитали обойти центральный банк и создать новые учреждения и бюро, которые непосредственно боролись бы с банковским кризисом.*

Таким "субститутотом" ФРС стала Корпорация финансирования реконструкции (*Reconstruction Finance Corporation – RFC*). Закон о ее создании был принят 22 января 1932 г. по инициативе Президента США Г.Гувера. RFC была государственной корпорацией, действовавшей под руководством Казначейства США, ее капитал в размере 500 млн долл. был сформирован за счет поступлений от общих налогов. Она могла выпускать собственные облигации и долговые расписки для привлечения еще 1500 млн долл. Миссия RFC состояла в кредитовании банков, других компаний и государственных учреждений, которые не могли получить "помощь из традиционных источников", то есть прежде всего от ФРС. Кроме использования бюджетных денег, она осуществляла заимствования на рынке ценных бумаг и затем предоставляла эти средства в кредит банкам, которым отказала ФРС (*Timberlake, 1993. P. 275–276*).

Тщетность создания дополнительных антикризисных финансовых институтов, которые могли заниматься только перераспределением существующих финансовых ресурсов, очень скоро стала очевидной. К тому же Корпорация финансирования реконструкции обнародовала списки банков, которые получали ее помощь, а общественность расценивала эту информацию как сигнал о слабости соответствующих банков, и набеги вкладчиков на них после этого только усиливались.

Через месяц после создания RFC, 27 февраля 1932 г., Конгресс принял Акт Гласса-Стиголла "Об улучшении возможностей Федеральной резервной системы по обслуживанию торговли, промышленности и сельского хозяйства, о предоставлении инструментов обеспечения потребностей банков-членов в исключительных обстоятельствах и для других целей". Этот закон предоставлял право федеральным резервным банкам с согласия СФР кредитовать банки, не располагающие приемлемыми активами для традиционного механизма редисконтирования, под залог их долговых расписок. До 3 марта 1933 г. по требованию Федеральных резервных банков и с согласия большинства членов Совета Федерального резерва банкноты ФРС было разрешено выпускать под залог ценных бумаг правительства США (*Federal Reserve Bulletin, 1932*).

Следующая волна внешнего оттока золота и внутренней банковской паники в четвертом квартале 1932 г. была вызвана неопределенностью

относительно экономической политики избранного в ноябре 1932 г. нового президента США Ф.Д.Рузвельта, в частности слухами о том, что его администрация собирается осуществить девальвацию (люди изымали вклады и обменивали банкноты на золото). ФРС отреагировала на внешний отток золота, как и в 1931 г., повышением учетных ставок. Чтобы остановить распространение банковской паники, правительства штатов одно за другим начали объявлять банковские каникулы (первым был штат Невада, 21 октября 1932) (Engemann 2013).

К марту 1933 г. количество банков в банковской системе уменьшилось на треть, безработица приблизилась к 25%, реальный ВВП сократился на 30%, уровень цен упал на 25%. (Timberlake, 1993. P. 274). В конце концов, Президент Рузвельт объявил общенациональные банковские каникулы с 6 марта 1933 г., которые, в зависимости от места расположения банков, продолжались до 13, 14 или 15 марта (Friedman, Schwartz, 1963. P. 324–332). 9 марта 1933 г. Рузвельт подписал Чрезвычайный закон о банках. Этот закон предоставлял Президенту право объявить банковские каникулы, чтобы остановить потерю банковских резервов. Министр финансов получил право требовать от любого индивида или организации сдачи всех золотых монет, слитков и сертификатов, которыми они обладают, в обмен на "любую другую форму монет или валюты, отчеканенных или выпущенных в соответствии с законами США" (FRASER. *Federal Reserve Archive*, 1933). Несколько месяцев спустя, 12 мая 1933 г., Конгресс принял поправку Томаса к Акту о регулировании сельского хозяйства (Agricultural Adjustment Act (AAA)). Данная поправка не касалась собственно сельского хозяйства, а предоставляла Президенту США широкие дискреционные полномочия в монетарной сфере. В частности, в случае "крайней необходимости в расширении кредита" ему предоставлялось право:

1) инициировать проведение Федеральными резервными банками покупки на открытом рынке ценных бумаг правительства США либо корпораций, в которых правительство США является главным акционером;

2) инициировать покупку федеральными резервными банками казначейских векселей или других обязательств правительства США на первичном рынке на сумму 3 млрд долл.;

3) в случае, если не будет достигнуто согласие федеральных резервных банков и Совета Федерального резерва на проведение таких операций, или если их окажется недостаточно для получения желаемых эффектов, приказывать Казначейству выпустить гринбеки также на сумму 3 млрд долл.;

4) уменьшить золотое содержание доллара не более чем на 50%.

Поправка Томаса также предусматривала внесение изменений в Закон "О Федеральном резерве" о предоставлении права СФР с согласия не менее пяти его членов после утверждения Президентом США принимать решение об увеличении или уменьшении резервов банков по срочным депозитам или депозитам до востребования (*The National Agricultural Law Center*, 1933).

5 июня 1933 г. Конгресс принял Акт "О золотом резерве", который делал недействительными все положения относительно оплаты в золоте по всем контрактам – как публичным, так и частным.

16 июня 1933 г. был принят Акт "О банковском деле" (его инициаторами также были Гласс и Стиголл, но поскольку в 1932 г. уже был принят Акт Гласса-Стиголла, то закон 1933 г. получил краткое название Акт "О банковском деле"). Целью закона было предотвратить вытеснение

"легитимного" кредита спекулятивной торговлей ценными бумагами, недвижимостью, сырьевыми товарами.

*Во-первых, Закон предоставлял дополнительные полномочия СФР и федеральным резервным банкам по надзору за кредитами и инвестициями банков-членов. Срок пребывания в должности членов СФР, которые назначались Президентом США, был увеличен до 12 лет. Закон обязывал Федеральные резервные банки проверять характер кредитов и инвестиций банков-членов, в частности, следить, чтобы они не кредитовали спекулятивную торговлю ценными бумагами, недвижимостью или сырьевыми товарами, и учитывать это при предоставлении рефинансирования этим банкам. Управляющие федеральных резервных банков должны были уведомлять о случаях ненадлежащего использования кредита банками-членами ФРС в их округах Совет Федерального резерва, который получал право отстранять банки на определенный период времени от кредитов резервного банка.*

*Во-вторых, Закон разграничивал коммерческую и инвестиционную банковскую деятельность. Коммерческим банкам, которые привлекали депозиты и предоставляли кредиты, запрещалось осуществлять андеррайтинг и торговлю ценными бумагами. В течение года со дня принятия Закона банки должны были решить, в каком статусе они будут работать – коммерческого или инвестиционного банка. Ограничения на операции коммерческих банков с ценными бумагами не распространялся на операции с государственными ценными бумагами.*

*В-третьих, Закон содержал еще ряд положений, которые должны были ограничить кредитование банками спекулятивных операций. Чтобы уменьшить конкуренцию и предотвратить принятие чрезмерных рисков, банкам-членам ФРС запрещалось платить проценты по депозитам до востребования. С этой же целью СФР предоставлялось право устанавливать потолки для процентов по срочным депозитам, причем они могли отличаться в зависимости от сроков депозитов, условий их выплаты и места выдачи (Internet Archive, 1933).*

*В-четвертых, Акт "О банковском деле" 1933 г. централизовал проведение операций федеральных резервных банков на открытом рынке. Федеральные резервные банки еще с 1922 г. пытались координировать свои действия на открытом рынке. В 1922 г. резервные банки Нью-Йорка, Бостона, Чикаго, Кливленда и Филадельфии создали комитет управляющих для планирования и осуществления совместных операций на открытом рынке. В 1923 г. с согласия Совета Федерального резерва этот ситуативный комитет стал официальным Комитетом инвестиций на открытом рынке (Open Market Investment Committee). Комитет по инвестициям на открытом рынке состоял из пяти управляющих федеральных резервных банков, а его председателем был управляющий Федерального резервного банка Нью-Йорка Б.Стронг. Этот комитет проводил операции на открытом рынке от имени всей системы резервных банков под общим наблюдением Совета Федерального резерва, с пропорциональным распределением транзакций между округами. Это был добровольный механизм, за резервными банками оставалось право осуществлять операции на открытом рынке по собственной инициативе или уменьшать свое участие в системных транзакциях (Richardson, Komai, Gou, 2013).*

Совет Федерального резерва стремился лишить Федеральный резервный банк Нью-Йорка доминирующей роли в Комитете инвестиций на открытом рынке. В марте 1930 г. вместо Комитета, в который входили пять членов, была создана Конференция по политике на открытом рынке (Open Market Policy Conference), в которую уже входили Управляющие всех резервных банков и которая планировала политику на открытом рын-

ке совместно с Советом Федерального резерва. Этот орган небезосновательно описывали как группу лиц, никто из которых не знает, что делать, но которые совместно решают, что ничего невозможно сделать. Действительно, члены Конференции представляли находящиеся на больших расстояниях друг от друга регионы и не имели общих взглядов на проблемы, поскольку для этого требуется длительное ежедневное сотрудничество, а также поскольку все федеральные банки, кроме Федерального резервного банка Нью-Йорка, занимались исключительно региональными проблемами. 12 апреля 1932 г. после того, как руководитель Федерального резервного банка Нью-Йорка Дж. Харрисон проинформировал Конференцию о том, что на следующий день он должен давать показания перед подкомитетом Палаты представителей Конгресса США, Конференция почти единогласно проголосовала за масштабную программу покупки государственных ценных бумаг, которая должна была поддержать обескровленную банковскую систему. Однако к концу июня 1932 г. общий объем покупок государственных ценных бумаг в размере 1 млрд долл. был нивелирован потерей золота в размере 500 млн долл. и уменьшением объема операций дисконтирования и приобретения векселей на 400 млн долл., поэтому чистый прирост объема предоставленных ФРС кредитов составил 100 млн долл. Для одних представителей ФРС это было сигналом к усилению стимулирующих действий, тогда как для других – признаком их неэффективности, поскольку они якобы только замещают одну форму кредита другой. После того как Конгресс 16 июля 1932 г. объявил перерыв в работе, Конференция по политике на открытом рынке вернулась к своей прежней стратегии – как ее характеризовали М. Фридман и А. Шварц – “минимально необходимые меры для спасения репутации” (Friedman, Schwartz, 1963. P. 415–416). Зимой 1933 г., когда Великая депрессия достигла дна, а банковская паника приобрела общенациональный масштаб, часть федеральных резервных банков продолжали отказываться от скоординированных операций на открытом рынке для поддержания банковской системы и от редисконтирования активов других федеральных резервных банков. *Чтобы исключить отказ федеральных резервных банков от кооперации на открытом рынке, Конгресс и администрация Президента Рузвельта предусмотрели в законе “О банковской деятельности” 1933 г. преобразование Конференции по политике на открытом рынке в Федеральный комитет открытого рынка ФКОР (FOMC), членами которого оставались Управляющие двенадцати резервных банков, но его решения становились обязательными для выполнения всеми федеральными резервными банками. Заседания Комитета должны были проходить по меньшей мере четыре раза в год по требованию Председателя Совета Федерального резерва или трех членов комитета.*

*В-пятых, учитывая то, что ФРС не удалось предотвратить банковский кризис, Закон 1933 г. “О банковском деле” предусматривал создание Федеральной корпорации страхования депозитов.*

Воспользовавшись полномочиями, предоставленными Актом “О золотом резерве” 1934 г., Президент Рузвельт отдал распоряжение купить у населения и компаний все монетарное золото, заплатив по 20,67 долл. за унцию. В течение следующих нескольких недель Президент своим решением повысил цену золота на 59% до 35 долл. за унцию. Поскольку все положения о золоте в договорах были аннулированы, правительство не должно было делиться полученной от сеньоража прибылью в размере 2,8 млрд долл. с частными “спекулянтами”. Эта сумма почти равнялась налоговым поступлениям за целый год. Вторым источником дохода правительства в условиях падения налоговых поступлений стала продажа



ценных бумаг Казначейства и других государственных учреждений. Почти все новые законы стимулировали спрос на ценные бумаги всех уровней правительства и государственных учреждений.

Акт "О банковской деятельности" 1935 г. завершил реструктуризацию ФРС и финансовой системы. Многие положения предыдущих законов содержали временные антикризисные меры, Акт же 1935 г. завершал и закреплял цикл реформ финансовой системы. Этот закон превратил Федеральную резервную систему в субъекта денежно-кредитной политики. Хотя конкретные цели этой политики не были определены, но был определен центральный орган этой политики и расширен ее инструментарий.

Во-первых, этот Закон централизовал управления Федеральной резервной системой. Совет Федерального резерва был переименован в Совет Управляющих Федеральной резервной системы. Члены Совета стали именоваться Управляющими (Governors). Руководители советов директоров федеральных резервных банков, которые до этого именовались Управляющими, теперь стали Президентами федеральных резервных банков. Такое изменение наименований должностей было символическим. В мире на тот момент уже сложилась традиция (она берет начало еще от Банка Англии, с 1694 г.) называть лицо в центральном банке, ответственное за принятие решений, Управляющим (Governor). Из состава Совета Управляющих были исключены Министр финансов и Контролер денежного обращения. Место заседаний Совета было перенесено из помещения Казначейства в новое собственное здание, где должен был работать и персонал, обслуживавший работу Совета (Richardson, Komai, Gou, 2013). Децентрализованная система управления ФРС, гордость американской демократии, предназначенная для тонкого обеспечения специфических потребностей рынков различных регионов, и ее основной инструмент – редисконтирование векселей – оказался непригодным во времена кризиса. Основным инструментом пополнения ликвидности стали операции с государственными ценными бумагами, а для его применения децентрализованная система уже была не нужна.

Во-вторых, Закон "О банковской деятельности" 1935 г. превратил Федеральный комитет открытого рынка, созданный Актом "О банковской деятельности" 1933 г., в более централизованную структуру и фактически передал управление операциями на открытом рынке Совету Управляющих ФРС. В соответствии с Законом в Комитет вошли семь членов Совета Управляющих и пять представителей федеральных резервных банков: по одному от определенных законом групп резервных банков. Состав ФКОР в современном виде был установлен Законом от 1942 г.: это все члены Совета Управляющих ФРС, Президент Федерального резервного банка Нью-Йорка, так как этот банк предоставляет техническую площадку для осуществления операций ФРС на открытом рынке, и четыре представителя от таких групп резервных банков: Бостона, Филадельфии и Ричмонда; Кливленда и Чикаго; Атланты, Сент-Луиса и Далласа; Миннеаполиса, Канзас-Сити и Сан-Франциско.

В-третьих, Закон 1935 г. также наделял Совет управляющих правом устанавливать резервные требования и процентные ставки по депозитам банков-членов в резервных банках.

В-четвертых, Закон 1935 г. усилил влияние Совета Управляющих на установление дисконтных ставок. Согласно первоначальной версии Закона "О Федеральном резерве" 1913 г. резервные банки самостоятельно устанавливали учетные ставки для своих округов. Изменения учетных ставок подлежали утверждению Советом Федерального резерва, но Совет не мог принуждать банки изменять ставки. Закон о банковской деятель-

ности 1935 г. предусматривал, что федеральные резервные банки устанавливают и соответственно согласовывают с Советом управляющих ФРС учетные ставки каждые четырнадцать дней либо чаще, по требованию Совета управляющих (100 Years Federal Reserve System, 1935).

В-пятых, Законом 1935 г. федеральным резервным банкам было разрешено покупать и продавать любые облигации, ноты либо другие прямые обязательства США, которые полностью гарантируются государством, без ограничения сроков погашения, но только на открытом рынке. Почему только на открытом рынке? Считалось, что это поможет предотвратить монетизацию дефицита бюджета. Государственные заимствования должны были пройти "проверку рынком". В 1947 г. в профильном комитете Конгресса слушался вопрос о том, чтобы разрешить соответствующие операции на первичном рынке. Тогдашний Председатель ФРС М.Экклз отмечал, что запрет Федеральным резервным банкам покупать государственные ценные бумаги на первичном рынке просто заставляет их покупать эти бумаги у дилеров и удорожает эти операции за счет комиссий (Hearing Before the Committee On Banking And Currency House of Representatives, 1947. P. 2–3). Это предложение так и не было принято, но на самом деле государство имеет массу способов обеспечить "успешную проверку рынком" государственных ценных бумаг перед их приобретением центральным банком, поэтому ограничение, предполагающее проведение операций с ценными бумагами исключительно на открытом рынке, не стоит считать слишком жестким.

С 1932 г. ФРС впервые было разрешено использовать государственные ценные бумаги в качестве залога по банкнотам, это была временная мера для противодействия депрессии, потом этот механизм еще несколько раз применяли как временный, и в конце концов, в соответствии с Законом от 12 июня 1945 г. государственные ценные бумаги стали использоваться как залог по банкнотам ФРС на постоянной основе (Eagle Traders).

Согласно текущей редакции Закона "О ФРС" залогом по банкнотам ФРС могут быть: ноты (среднесрочные облигации), драфты, векселя, акции, золотые сертификаты, сертификаты СДР и любые обязательства, которые являются прямыми обязательствами либо полностью гарантируются США или государственными агентствами США, а также активы, которые федеральные резервные банки могут покупать на открытом рынке и любые другие активы федеральных резервных банков (Board of Governors of the Federal Reserve System, 2013).

Проект Закона 1935 г., за который проголосовала Палата представителей, предполагал еще большую передачу полномочий в Совет управляющих Федеральной резервной системы, но в Сенате эти положения встретили яростное сопротивление и были смягчены. В оппозиции оказались бизнесмены, банкиры, экономисты и политики, которые уважали идеи, воплощенные в первоначальном акте "О ФРС" 1913 г. – доктрину реальных векселей и децентрализацию управления денежным предложением. Именно после горячих дискуссий в Сенате в Закон были внесены изменения, которые предусматривали исключение Министра финансов и Контролера денежного обращения из состава Совета управляющих ФРС и увеличение продолжительности пребывания членов Совета в должности до 14 лет.

Великая депрессия 1930-х годов и антикризисная политика правительства привели к масштабным бюджетным дефицитам. В этих условиях ФРС должна была поддерживать рынок государственных ценных бумаг. В апреле 1942 г. США вступили во Вторую мировую войну, что потребовало существенного увеличения государственных расходов и соответствующего участия ФРС. ФКОР провозгласил политику поддержания процентных ставок по го-

сударственным ценным бумагам: от 0,375% по 90-дневным казначейским векселям до 2,5% по долгосрочным облигациям. Для выполнения этого обязательства ФРС пришлось покупать значительные объемы ценных бумаг, что привело к существенному росту монетарной базы и инфляции, несмотря на введение контроля за ценами и кредитного рacionamento.

Если в 1932 г. уровень безработицы равнялся 23,6%, в 1939 он еще составлял 17,2%, то в 1945 г. уже упал до 1,9%. Это стало безоговорочным свидетельством мощности государственных расходов как антициклического инструмента. С учетом этого в 1946 г. был принят Закон "О занятости", который наделил правительство ответственностью за достижение и сохранение полной занятости (Hetzel, 2008. Р. 34). В Законе сказано, что "Федеральное правительство должно принимать все возможные меры, при содействии и в кооперации с промышленностью, сельским хозяйством, рабочей силой, правительствами штатов и местными органами власти с целью ... создания и поддержания условий, при которых будут создаваться полезные возможности для занятости, включая самозанятость, для тех, кто способен, желает и готов работать, и для обеспечения максимальной занятости, производства и покупательной способности" (FRASER. Federal Reserve Bank of Saint Louis, 1946). Как видим, цель максимальной покупательной способности уже была поставлена, но пока для правительства, предпринимателей и работников. Для монетарной политики ФРС этот закон не нашел места в арсенале государственной политики.

После окончания Второй мировой войны политики больше всего боялись повторения Великой депрессии, но начала расти инфляция. Тем не менее, ФРС США не отказалась от политики фиксации низких ставок по государственным ценным бумагам. Считалось, что динамика цен зависит от поведения частных субъектов, а не от политики центрального банка, и то, что растет (вследствие спекуляций), должно затем упасть. Действительно, в США уровень цен вырос, а затем упал после войны 1812 г., после Гражданской войны, после Первой мировой войны. В Англии то же самое наблюдалось после Наполеоновских войн и Первой мировой войны. Поэтому инфляцию считали следствием спекулятивной активности инвесторов. Именно так ее понимали политики, судя по дискуссиям, которые происходили во время слушаний в Конгрессе США по Закону "О полной занятости" в 1945 году. Более того, усиление концентрации экономической власти у крупных корпораций и профсоюзов превращало уровень цен скорее в институциональную характеристику, чем переменную, уравнивающую экономическую систему (Meltzer, 2003. Р. 579). Для уменьшения инфляционного давления ФРС в то время использовала прямой контроль за потребительским кредитом (так называемая инструкция W), в частности, устанавливая ограничения относительно минимального первого взноса по кредитам в рассрочку и максимальных сроков погашения (они были установлены на уровне 90 дней для кредитов, погашаемых однократным платежом, и 12 месяцев для кредитов в рассрочку). Поскольку переориентация производственных мощностей на военные нужды привела к уменьшению предложения потребительских товаров длительного пользования, ограничение потребительских кредитов должно было уменьшить давление на цены этих дефицитных товаров. Вторым инструментом, используемым ФРС для ограничения прироста монетарной базы в этот период, было повышение нормы резервных требований (Waiwood, 2013).

В 1950 г. США вступили в войну с Кореей. В феврале 1951 г. потребительская инфляция достигла 21% в годовом измерении. ФРС стремилась к более жесткой монетарной политике, но Казначейство продол-

жало настаивать на поддержке ФРС низких процентных ставок по государственным ценным бумагам. Если в 1930-х годах политики уже не считали рецессии неизбежной реакцией на спекулятивные излишества, то в 1950-х и инфляцию перестали рассматривать исключительно как результат спекуляций. Уже в 1947 г. Председатель Федерального комитета открытого рынка ФРС М. Эклз говорил: "Даже кредиты на производственные цели являются инфляционными, если они повышают спрос на труд и материалы, предложение которых уже ограничено" (Hetzel, 2008. Р. 49). Преобразование ФРС в самостоятельного регулятора завершилось открытым конфликтом с Министерством финансов и Президентом США в 1951 г. Стремясь сохранить фиксацию ФРС низких процентных ставок по государственным долговым инструментам, администрация Трумэна прибегла к беспрецедентному действию. Министр финансов Дж.Снайдер в январе 1951 г., не уведомив ФРС, через пресс-релиз сделал публичное заявление о том, что ФРС по-прежнему будет поддерживать цены на государственные ценные бумаги и ставки их доходности, чтобы помочь Казначейству в финансировании Корейской войны. На самом деле о такой поддержке договоренности не было. В Казначействе рассчитывали, что ФРС не осмелится назвать Министра финансов лжецом. Но Председатель ФРС М.Эклз решился на противодействие. При помощи финансовых журналистов с "The Washington Post" и "The New York Times" М.Эклз опубликовал собственный пресс-релиз, где было сказано, что никаких подобных договоренностей не было. В подтверждение были приведены протоколы встречи между Советом управляющих и Президентом, из которых Министр финансов сделал вывод о якобы достижении договоренности о сотрудничестве (Timberlake, 1993. Р. 313–314). Вскоре после этого ФРС информировала Казначейство, что с 19 февраля 1951 г. она больше "не будет поддерживать существующую ситуацию". Нуждаясь в рефинансировании существующего долга и привлечении нового, Казначейство стремилось положить конец неопределенности и публичным дискуссиям по поводу взаимодействия между ним и ФРС. 4 марта 1951 г. Казначейство и ФРС выступили с совместным заявлением, вошедшим в историю как Accord, где говорилось, что ведомства "достигли полной договоренности по управлению долгом и монетарной политике, которые должны проводиться для достижения их общей цели: обеспечения успешного финансирования государственных нужд и, вместе с тем, минимизации монетизации государственного долга" (100 Years Federal Reserve System, 1951). Из пассивного инструмента обеспечения "эластичного количества денег" для "удовлетворения потребностей коммерции", а затем инструмента поддержки рынка государственных ценных бумаг ФРС стала превращаться в активный институт контроля за совокупным спросом и инфляцией путем манипуляции краткосрочными ставками. Начался этап сложных взаимоотношений ФРС и Министерства финансов как двух независимых макрорегуляторов с различными сферами ответственности, но тесно связанных посредством рынка государственных ценных бумаг и денежного рынка.

#### Выводы

1. Если в Европе основание первых центральных банков означало установление привязки массы банкнот в обращении к государственному долгу (например, банк Англии согласно закону 1694 г. вкладывал весь акционерный капитал в государственные ценные бумаги, а потом уже на эту сумму мог эмитировать банкноты), то создание ФРС в США, наоборот, было попыткой отойти от эмиссии банкнот национальных банков под обеспечение государственным долгом. От ФРС ожидали, что она станет

более эффективным кредитором последней надежды, чем национальные резервные банки, и эмитентом более эластичной по отношению к потребностям бизнеса валюты, которая будет выпускаться под залог ридисконтированных федеральными резервными банками векселей.

2. Доверие к деньгам, эмитированным ФРС образца 1913 г., должно было основываться на таких опорах: 1) ограниченное предложение золота; 2) ограниченное количество краткосрочных коммерческих бумаг (под которые будет осуществляться кредитная эмиссия ФРС); 3) благоразумие коммерческих банков, которые будут заботиться о прибыльности своего бизнеса; 4) политика федеральных резервных банков, которые будут учитывать ситуацию на региональном уровне, и наконец, 5) политика Совета Федерального резерва, которая будет принимать во внимание общенациональные условия и интересы.

3. Начальная редакция Закона "О Федеральном резерве" 1913 г. предусматривала, что в долгосрочной перспективе динамику денежной массы будут определять правила золотого стандарта, а в краткосрочном периоде – не дискреция Министра финансов, как было раньше, а потребности рынка, на которые чутко будут реагировать федеральные резервные банки. Таким образом, Акт "О Федеральном резерве" был попыткой совместить полномочия, которыми пользовались Казначейство и клиринговые дома, институции, которая была бы легитимной, независимой, имела научную основу (доктрину реальных векселей, статья 13 Закона), была федеративной и эффективной (закон обязывал ее обеспечивать эластичность валюты и удовлетворять потребности бизнеса).

4. С началом Первой мировой войны основным субъектом международной торговли стали государства, а не субъекты рынка. Соответственно, и на динамику потоков золота должны были отвечать не рынки, а государства. Закон о ФРС этого не предусматривал – он исходил из полноценного функционирования золотого стандарта. И все же на этот внешний вызов ФРС ответила более активно, чем на внутренние. Закон "О ФРС" четко устанавливал нормативы обеспечения золотом банкнот и депозитов, и для их защиты ФРС в 1920-х и в начале 1930-х гг. применяла повышения учетной ставки.

5. Гораздо труднее ФРС было отреагировать на внутренние вызовы, ведь доктрина реальных векселей означала по сути пассивную политику следования за рынком. К тому же внутренние экономические цели вообще не были сформулированы с учетом господства доктрины *laissez-faire*. Закон "О занятости" был принят только в 1946 г., после того как эффективность политики государственных расходов была подтверждена практикой. Но и в этом законе о политике ФРС речь еще не шла. Децентрализация ФРС, при которой только федеральный резервный банк Нью-Йорке осуществлял общенациональную и внешнюю деятельность, а остальные федеральные резервные банки занимались региональными вопросами, также не способствовала проведению скоординированных действий в условиях банковского кризиса. Легитимный кредитор последней надежды оказался гораздо менее эффективным, чем когда-то ассоциации клиринговых домов с их креативными нелегитимными платежными средствами для чрезвычайных ситуаций (о них шла речь в статье 1 цикла). Все это объясняет пассивность ФРС во время бума 1920-х годов, банковских кризисов 1931 и 1933 гг. и Великой депрессии.

6. В разгар Великой депрессии в 1932 и 1933 гг. были приняты законы, которые временно допускали отклонение от доктрины реальных векселей – кредитование банков под залог их долговых расписок и эмиссию банкнот под залог государственных ценных бумаг. Наконец, в 1935 г. в За-

коне "О банковской деятельности" было окончательно оформлено преобразование ФРС в субъекта политики: управление федеральной резервной системой централизовано в Совете управляющих ФРС, расширен инструментарий денежно-кредитной политики: увеличены возможности для операций федеральных резервных банков с государственными ценными бумагами, централизовано их проведение в Федеральном комитете открытого рынка, где большинство голосов принадлежит Совету управляющих; Совету Управляющих ФРС предоставлено право изменять нормативы обязательных резервов банков и усилен его контроль над учетными ставками федеральных резервных банков. Банковские кризисы 1930–1931 и 1933 гг. и Великая депрессия похоронили идею децентрализованной резервной системы, следующей за потребностями рынка, и валюты, обеспеченной реальными векселями. С 1945 г. государственные ценные бумаги стали использоваться в качестве залога по банкнотам ФРС на постоянной основе. Активы, доверие к которым гарантировалось или создавалось государством, все более становились основой денежной эмиссии.

7. До 1951 г. ФРС не суждено было стать независимой от Министерства финансов, как об этом мечтали авторы первоначального закона о ФРС. На протяжении и после Первой мировой войны, Великой депрессии и Второй мировой ФРС способствовала Казначейству в размещении государственных ценных бумаг. Когда финансовая система нуждалась в стимулировании, именно правительство стало заемщиком последней надежды. Законы, принятые во время Великой депрессии, стимулировали спрос на ценные бумаги всех уровней правительства и государственных учреждений. С апреля 1942 по февраль 1951 г. ФКОР поддерживал фиксированные ставки по государственным ценным бумагам: от 0,375% по 90-дневным казначейским векселям до 2,5% по долгосрочным облигациям.

8. Если в 1930-х годах политики уже не считали рецессии неизбежной реакцией на спекулятивные излишества, то в 1950-х и инфляцию перестали рассматривать исключительно как результат спекуляций. Из пассивного инструмента обеспечения "эластичного количества денег" для "удовлетворения потребностей коммерции", а затем инструмента поддержки рынка государственных ценных бумаг ФРС стала превращаться в активный институт контроля за совокупным спросом и инфляцией путем манипуляции краткосрочными ставками. Начался этап сложных взаимоотношений ФРС и Министерства финансов как двух независимых макрорегуляторов с различными сферами ответственности, но тесно связанных посредством рынка государственных ценных бумаг и денежного рынка.

В следующей статье цикла будет показано, как появилась еще одна ипостась ФРС – как банкира общества и независимого (в смысле собственного ранжирования макроэкономических целей) от Министерства финансов государственного регулятора.

## Литература

- Гэлбрейт Дж.К. (2009) Великий крах 1929 года Минск: "Попурри".
- 100 Years Federal Reserve System. (1913) The Act To provide for the establishment of Federal reserve banks, to furnish an elastic currency, to afford means of rediscounting commercial paper, to establish a more effective supervision of banking in the United States, and for other purposes, December 23, 1913  
<http://www.federalreservehistory.org/Media/Material/Event/10-58>.
- 100 Years Federal Reserve System. (1935) Banking Act of 1935. An Act To provide for the sound, effective, and uninterrupted operation of the banking system, and for other purposes. <http://www.federalreservehistory.org/Media/Material/Event/26-284>
- 100 Years Federal Reserve System. (1951) Joint announcement by the Secretary of the Treasury and the Chairman of the Board of Governors and the Federal Open Market

- Committee, of the Federal Reserve System. Release Morning Newspapers, Sunday, March 4, 1951. <http://www.federalreservehistory.org/Media/Material/Event/30-171>
- Board of Governors of the Federal Reserve System*. (2014) Membership of the Board of Governors of the Federal Reserve System, 1914-Present Historical Notes // <http://www.federalreserve.gov/aboutthefed/bios/board/boardmembership.htm>
- Board of Governors of the Federal Reserve System*. (2013). Federal Reserve Act. Section 16. Note Issues / <http://www.federalreserve.gov/aboutthefed/section16.htm>
- Eagle Traders*. Federal Reserve Notes [http://www.eagletraders.com/advice/securities/federal\\_reserve\\_notes.php](http://www.eagletraders.com/advice/securities/federal_reserve_notes.php).
- Engemann K. M. Banking Panics of 1931–33. (2013). <http://www.federalreservehistory.org/Events/DetailView/21>.
- Federal Reserve Bulletin*. (1932) March. – Washington. An Act To improve the facilities of the Federal reserve system for the service of commerce, industry, and agriculture, to provide means for meeting the needs of member banks in exceptional circumstances, and for other purposes. 1932. – P. 180–181 / [https://fraser.stlouisfed.org/docs/publications/FRB/1930s/frb\\_031932.pdf](https://fraser.stlouisfed.org/docs/publications/FRB/1930s/frb_031932.pdf)
- FRASER. Federal Reserve Archive*. (1933) Emergency Banking Relief Act of 1933. [https://fraser.stlouisfed.org/scribd/?item\\_id=15952&filepath=%2Fdocs%2Fhistorical%2Fny+circulars%2F1933\\_01248.pdf#scribd-open](https://fraser.stlouisfed.org/scribd/?item_id=15952&filepath=%2Fdocs%2Fhistorical%2Fny+circulars%2F1933_01248.pdf#scribd-open)
- FRASER. Federal Reserve Bank of Saint Louis*. (1946). An Act To declare a national policy on employment, production, and purchasing power. <http://fraser.stlouisfed.org/docs/historical/congressional/employment-act-1946.pdf>
- Friedman M., Schwartz A. J.* (1963) *A Monetary History of the United States, 1867–1960*. Princeton: Princeton University Press. *Hearing Before the Committee On Banking And Currency House of Representatives*. Eightieth Congress. First Session on H. R. 2233 Superseded By H. R. 2413. (1947). Direct Purchases Of Government Securities By Federal Reserve Banks. An Act To Amend The Federal Reserve Act, And For Other Purposes
- Hetzl R.* (2008) *Monetary Policy of the Federal Reserve: A History*. – Cambridge: Cambridge University Press.
- Internet Archive*. (1933) Banking Act of 1933. <https://archive.org/details/FullTextTheGlasssteagallActA.k.a.TheBankingActOf1933>
- Meltzer A. H.* (2003). *A History of the Federal Reserve*. – Volume 1: 1913–1951. – Chicago: Chicago University Press.
- Richardson G., Komai A., Gou M.* (2013) Banking Act of 1935. <http://www.federalreservehistory.org/Events/DetailView/26>
- The National Agricultural Law Center*. (1933) Agricultural Adjustment Act of 1933. Pub. L. No. 73-10, 48 Stat. 31 P. 51–54. <http://nationalaglawcenter.org/wp-content/uploads/assets/farmbills/1933.pdf>
- Timberlake R.* (1986) Institutional Evolution of Federal Reserve Hegemony. *Cato Journal*. Vol. 5. № 3. P. 743–769.
- Timberlake R.* (1993) *Monetary Policy in the United States: An Intellectual and Institutional History*. Chicago and London: The University of Chicago Press.
- Waiwood P.* (2013) Recession of 1937–38. May 1937–June 1938 <http://www.federalreservehistory.org/Events/DetailView/27>.

Поступила в редакцию 12.01.2015 г.

---



---

## HISTORY OF THE INSTITUTIONS OF MONETARY REGULATION IN THE UNITED STATES

### Article 2. The Federal Reserve in search of balance between gold standard protector, bank of banks and bank of government functions (1913–1951)

***Tatiana Krichevskaja***

*Author affiliation:* PhD in Economics. Leading Researcher, Department of Economic Theory, Institute for Economics and Forecasting, NAS of Ukraine.  
E-mail: tetyanakrychevska75@gmail.com.

The economic, political, institutional and scientific principles for the creation of the Federal Reserve are considered. While the establishment of the first European central banks meant the move to the

currency related to national debt, the establishment of the Federal Reserve in the US, by contrast, was an attempt to move away from the issue of national banks notes against government securities to the currency, reflecting variable needs of business and issued under the collateral of bills accepted by federal reserve banks for rediscount.

With the outbreak of World War II, in the belligerent states, private individuals reacting to price incentives were largely replaced as the major international traders by the governments. Accordingly, the dynamics of the gold flows had thence to be responded by states, not by markets. It was not provided by Federal Reserve Act which assumed the full operation of the gold standard. Yet the Fed response to this external challenge was more active than to the domestic ones. The Federal Reserve Act clearly established the ratios of reserves for bank notes and deposits, so the Fed protected them during the outflow of gold in the 1920s and early 1930s by raising the discount rates. The Fed has been much less willing to respond to internal challenges like the boom of the 1920s, banking crises of 1931 and 1933 and the Great Depression, as the real bills doctrine meant essentially passive policy of following the market. Domestic government economic objectives were not formulated at all given the dominance of laissez-faire doctrine. The Employment Act was passed only in 1946, after the effectiveness of government spending policy had been confirmed in practice. Federal Reserve decentralization also contributed to the lack of coordinated actions during the banking crisis. In the midst of the Great Depression in 1932 and in 1933 acts were passed temporary allowing Federal Reserve banks to issue banknotes against government securities. The Banking Act of 1935 finalized the conversion of FED into the political body: it centralized the authority in the Federal Reserve Board of Governors and reduced independence of the Federal Reserve banks, expanded their possibilities of conducting open market operations with government securities, and centralized their conduct in Federal Open Market Committee. The idea of money supply elasticity to furnish business needs through bills rediscounting was buried. By 1951 the Fed was not to be independent of the Ministry of Finance, as the authors of the law expected about the Fed. The Fed supported the Treasury in the placement of government securities. If in the 1930th recession was no longer considered an inevitable reaction to the speculative excesses, in 1950th inflation too ceased to be regarded only as a result of speculation. The Fed was becoming an active institution managing the aggregate demand and inflation by manipulating short-term interest rates. The age of complex relationships between the Fed and the Treasury as the two independent macroeconomic managers having different responsibilities, but closely related through the government securities market and the money market had started.

*Key words:* Federal Reserve, US Treasury, monetary policy, the gold standard, real bills doctrine, banking crisis, the Great Depression, government securities, rediscounting, open market operations, trust, interest rates, banks.

*JEL:* N12.