

Речь Президента ФРС Сан-Франциско
г. Сан-Франциско, Калифорния
Джанет Йеллен
4 января 2009г.

Монетарная политика США в краткосрочной и долгосрочной перспективе

Краткое изложение

Понизив ставку практически до нуля, ФРС исчерпал обычные методы монетарной политики для стимулирования экономического подъема. Однако это не означает, что все доступные ему инструменты исчерпаны. В своем выступлении я бы хотела остановиться на балансовых мерах, которые ФРС уже реализовал или начал реализовывать, и ответить на вопросы: Работают ли эти программы? Каков предел расширения этих программ в будущем? Можно ли сравнить подход ФРС, направленный на «накачку ликвидности» в экономику (quantitative easing), с политикой Банка Японии в 2001-2006г.г.?

«Балансовые» программы ФРС

Кроме простого предложения ликвидности в качестве кредитора последней инстанции, ФРС в этом кризисе отошел от традиционных ограничений и увеличил сроки кредитования, набор активов, принимаемых в залог, и диапазон организаций, которым выдается кредит. Для этого, например, был создана программа Срочных Кредитных Аукционов (TAF) для банков, позднее дополненная форвардными аукционами. Кроме этого, ФРС значительно расширил сеть своповых линий с центробанками мира, чтобы обеспечить долларовой ликвидностью зарубежные страны.

Кризис затронул не только депозитарные учреждения, банки как таковые, но и т.н. «теневую банковскую систему». ФРС, впервые после Великой Депрессии, напрямую предоставляет кредиты лицам и организациям, которые не могут получить адекватное финансирование в банках. Такую помощь получили, например, Citigroup и AIG, важнейшие элементы финансовой системы страны. Были созданы программы для первичных дилеров (PDCF - Кредиты Первичным Дилерам; TSLF - Срочные Кредитные Аукционы Ценных Бумаг).

После банкротства Lehman Brothers и «почти банкротства» AIG использование баланса ФРС для предоставления ликвидности выросло многократно. Инвесторы стали выводить средства из фондов и искать спасения в краткосрочных бумагах Казначейства; перестал функционировать такой важный источник ликвидности, как рынок коммерческих бумаг. Были созданы: AMLF, она же ABCP (Программа Выкупа Обеспеченных Коммерческих Бумаг Паевых Фондов Денежного Рынка); MMIFF (Программа Финансирования Инвесторов Денежного Рынка); CPFF (Программа Финансирования Выкупа Коммерческих Бумаг). После их введения ситуация значительно улучшилась, фонды денежного рынка справились (хотя и не до конца) с проблемами вывода средств клиентами (хотя далеко не до конца); срочные ставки LIBOR и спрэды «LIBOR-ставка по федеральным фондам» существенно снизились, а так как ставки по многочисленным видам кредитов привязаны к ним, то такие кредиты стали доступнее.

За пределами финансового сектора интервенции только начались. В ноябре ФРС объявил о программе выкупа долговых обязательств и ценных бумаг на базе ипотечных закладных корпораций «Фэнни Мэй» и «Фредди Мак», объемом 600 млрд. долларов. Скорее всего, FOMC расширит объем покупки долгосрочных бумаг Казначейства – это снизит ставки заимствования для правительства, а это повлияет и на прочие заимствования в экономике.

Хотя напрямую ФРС покупает только ценные бумаги Казначейства и правительственных агентств, создана программа TALF (Программа Срочного Кредитования под Обеспечение Ценными Бумагами, обеспеченными активами заемщиков), которая позволяет выйти за эти ограничения (в

данном конкретном случае – помочь кредитованию домохозяйств и малого бизнеса). Программа осуществляется вместе с Казначейством (Минфином США), т.к. по Закону о ФРС, банки ФРС могут выдавать займы только под сверхнадежное обеспечение; в данном случае Казначейство выделяет средства для страхования таких займов.

Такой же подход может быть применен и для других категорий заемщиков и видов обеспечения. Соответственно, ФОМС и ФРС заявили, что они "будут продолжать изучать возможности использовать свой баланс для дальнейшего поддержания кредитных рынков и экономической активности".

Следует сказать, что, как центральный банк страны, **ФРС может эмитировать столько денег и банковских резервов, сколько требуется** для финансирования таких покупок активов, о которых говорилось при перечислении созданных программ ФРС. И мы можем видеть, что баланс ФРС с 900 млрд. (в начале 2008г.) уже вырос до 2,2 трлн. в настоящий момент, и продолжает расти.

Такой «балансовый подход» ФРС к монетарной политике создает новые проблемы и вызовы для финансовых властей страны. Например, обычно ФРС избегает интервенций, которые непосредственно распределяют кредитные средства между потребителями. Но в нынешней ситуации он должен конкретно адресовать свою помощь. То есть ФРС должен (вместо рынка) оценивать, где потребность в ликвидности самая большая. Далее, многие программы абсолютно беспрецедентны, поэтому нет методов оценки их эффективности. Риски возникают при конкретном воздействии на тот или иной спред или доходность инструмента. Наконец, **ФРС должен иметь стратегию выхода из той или иной программы, когда она более будет не нужна.**

Накачка ликвидности?

На первый взгляд, политика ФРС сейчас и Банка Японии в 2001-2006г.г. похожи. Главное сходство – тот и другой увеличили количество излишков банковских резервов в банковской системе, причем гораздо больше, чем требовалось для снижения ставки межбанковского кредитования овернайт до нуля или около того. Разница в следующем: В случае ФРС, этот излишек образовался в громадном расширении кредитования через дисконтное окно и подобные программы (TAF), валютных свопов и покупки активов. В случае Банка Японии, были приняты конкретные целевые параметры для их расширения. В теории, это должно было стимулировать выдачу банками кредитов за счет замены у них на балансах краткосрочных госбумаг наличными деньгами. Однако при нулевой ставке, что деньги, что бумаги – одно и то же, т.е. безрисковые вложения с нулевой ставкой доходности; замена одного на другое мало что меняла. Если в конце концов Япония преодолела проблемы с дефляцией и нулевым ростом, то скорее благодаря наглядной приверженности Банка Японии и правительства держать нулевую ставку столько, сколько потребуется.

В отличие от такого подхода, размер активов на балансе ФРС будет определяться размером каждой конкретной программы, а также размером и темпами реального их использования участниками рынка. После запуска очередной программы, ее воздействие на экономику напрямую связано с расширением баланса ФРС. Затем, по мере достижения результатов и выхода ФРС с рынка, успех программы будет сопровождаться сокращением баланса ФРС. Иногда само наличие программы будет оказывать оздоравливающее и успокаивающее влияние. Таким образом, общее воздействие программ оздоровления кредита и экономики нельзя судить по размеру баланса ФРС; скорее, следует оценивать вклад каждой отдельной программы в улучшение кредитования и оздоровление экономики