

ФРС ищет компромисс

В 1970-е года Конгресс США наделил Федеральную резервную систему (ФРС) двойным мандатом: обеспечивать стабильность цен и содействовать максимальной занятости посредством управления процентными ставками. Когда преобладающая тенденция очевидна, действия ФРС просты: если инфляция заметно растёт, ЦБ должен повысить процентные ставки и стоимость денег; если экономика слабеет, а рынок труда даёт сбои, регулятор должен открыть кредитные краны и снизить процентные ставки.

Но это в теории. На практике всё осложняется политической борьбой, разночтениями в трактовке данных, краткосрочными и долгосрочными прогнозами и расхождениями интересов буржуазных фракций. Статистика часто демонстрирует противоречивые тенденции, и именно это происходит сегодня в Америке, но с дополнительным осложнением – началом открытой борьбы между исполнительной властью и центральным банком за контроль над монетарной политикой.

Между инфляцией и занятостью

Ситуацию резюмирует председатель ФРС Джером Пауэлл: *«Хотя уровень безработицы остаётся низким, он немного вырос; создание рабочих мест замедлилось, а риски снижения занятости возросли. В то же время инфляция в последнее время выросла и остаётся довольно высокой»*. Потребительская инфляция в августе достигла 2,9 %. Летом число новых рабочих мест увеличивалось лишь на 29 тысяч в месяц. По мнению Пауэлла, *«замедление как спроса, так и предложения рабочей силы необычно»* и смещает «баланс рисков» в сторону занятости. Дополнительную интригу внесло Федеральное бюро статистики труда, возглавляемое сторонниками Трампа: оно пересмотрело рост занятости в период с марта 2024 года по март 2025-го фактически сократив его вдвое – на 900 тысяч рабочих мест, несмотря на меры администрации Байдена. После этого ФРС снизила ставку на четверть процентного пункта, доведя её до 4 %.

The Economist критикует акцент на данных о занятости, который занижает значение растущей инфляции, утверждая, что демографического спада и выдворения иммигрантов достаточно для объяснения слабости американского рынка труда. Пауэлл также считает, что замедление роста рынка труда связано с иммиграцией, но, поскольку оно также подразумевает замедление роста экономики, это привело к снижению инфляционного давления, вызванного тарифами. Между тем в битве за монетарную власть наметились некоторые повороты.

Блиц и компромисс

После месяцев жестокой борьбы за резкое снижение ставок Дональд Трамп попытался получить большинство в Совете управляющих ФРС. Он мог рассчитывать на двоих из семи членов – Кристофера Уоллера и Мишель Боуман, назначенных во время его первого срока. Вместо уходящей в отставку Адрианы Куглер он выдвинул своего главного экономического советника Стивена Мирана, сохранившего и политическую должность. Кроме того, он попытался освободить четвёртое кресло, добившись увольнения Лизы Кук, обвинённой в нарушениях при покупке двух объектов недвижимости. Возникла спешка: нужно было успеть провести утверждение кандидатуры Мирана в Сенате до сентябрьского заседания центробанка, а также получить в судах двух инстанций временное подтверждение полномочий Кук. Голосование за снижение ставки на четверть пункта получило большинство в 11 голосов в FOMC (Федеральный комитет по операциям на открытом рынке – орган из 19 членов, из которых 12 имеют право голоса и принимают решения по ставкам). Миран остался в изоляции, требуя снижения сразу на полпункта и ещё двух таких же снижений до конца 2025 года. Попытка переворота, похоже, провалилась, но в FOMC формируется большинство, ожидающее ещё двух понижений на четверть пункта в течение года. Это может стать переломным моментом. Перестройка ФРС, похоже, началась, особенно в свете истечения срока полномочий Пауэлла в мае 2026 года. В редакционной статье *Wall Street Journal* не скрывает разочарования и опасается капитуляции: ФРС снижает ставки, хотя знает, что инфляция не вернётся к целевым 2 % до 2028 года; *«ФРС, не дрогнув, переходит к режиму смягчения, причём с удивительным единодушием»*. Однако изоляция

представителя Белого дома позволяет предположить, что это не капитуляция, а скорее поиск компромисса в ожидании вступления в должность следующего главы ФРС.

Наступление Бессента

В прошлом месяце мы рассмотрели план Мирана 2024 года по подчинению монетарной власти Белому дому и ослаблению её централизующих функций в пользу 12 региональных федеральных резервных систем. Дальнейшие выводы можно сделать из обширной статьи министра финансов Скотта Бессента в вашингтонском ежеквартальном журнале *The International Economy*. Ниже мы кратко изложим её основные тезисы. Примечательно, что в своём пространном обвинительном заключении в адрес ФРС министр не затрагивает вопрос процентных ставок, демонстрируя, что популистская кампания за “дешёвые деньги” – лишь часть целей Белого дома. Его критика беспощадна и направлена против расширения полномочий ФРС сверх *«двойного мандата»*, возложенного на неё Конгрессом. Интересен аргумент Бессента о том, что полномочия, полученные центральным банком сверх изначальных, подрвали его эффективность, а лишение этих полномочий, напротив, является способом *«сохранить его независимость»*. Буржуазный юрист возразил бы министру, что все функции, которыми располагает ФРС, были делегированы или утверждены Конгрессом, тогда как сторонники MAGA хотят поставить их под контроль Белого дома.

Бессент указывает на закон о банковской деятельности 2010 года – закон Додда–Франка – как на начало этого процесса. Этот закон, принятый после мирового финансового кризиса, значительно расширил регулирующие и надзорные полномочия ФРС. Все банковские холдинговые компании с активами более 50 млрд долл. (позже эта сумма увеличилась до 100 млрд долл.) были переданы под надзор ФРС: *«Эти изменения превратили центральный банк из кредитора последней инстанции в доминирующего микропруденциального регулятора финансов США»*.

Бессент утверждает, что монетарная политика ФРС до финансового кризиса *«способствовала созданию пузыря на рынке жилья»*, а её медлительность в распознавании тревожных сигналов усугубила финансовый крах. *«Несмотря на свою вину, ФРС вышла из финансового кризиса с большей властью, чем прежде»*. Пятнадцать лет спустя, в 2023 году, банкротство трёх банков – Silicon Valley Bank, Signature Bank и First Republic – выявило неэффективность надзора со стороны центрального банка, поскольку все они *«подвергались заказным проверкам и стресс-тестам со стороны ФРС»*.

Регулирование и “количественное смягчение”

Бессент предлагает лишить ФРС регулирующих полномочий и передать их Федеральной корпорации по страхованию вкладов (FDIC) – организации, управляющей страхованием банковских вкладов и выступающей ликвидатором при банкротстве банков, и Управлению контролёра денежного обращения (ОСС), регулирующему деятельность национальных банков, сберегательных и кредитных организаций, а также филиалов иностранных банков. Цель, по словам Бессента, состоит в том, чтобы *«восстановить стену разделения между надзором и монетарной политикой»*. Следует отметить, что ОСС – это независимое агентство, работающее в составе Министерства финансов и осуществляющее руководство политикой FDIC. Скорее всего, именно Казначейство окажется бенефициаром желаемой “стены разделения” при новом распределении регулирующих полномочий.

Предметом особой ненависти Бессента является количественное смягчение (quantitative easing, QE), то есть искусственное поддержание процентных ставок на уровне, близком к нулю, или отрицательном уровне посредством покупки государственных облигаций и других ценных бумаг. ФРС активно применяла этот инструмент на протяжении многих лет – от кризиса до первых месяцев 2022 года. Во-первых, QE, помимо того, что подпитывало инфляцию, *«выравнивало стоимость капитала в отраслях и секторах, подрвав способность рынка подавать сигналы об изменении темпов роста и инфляции»*, то есть его способность быть *«барометром рисков»*. Во-вторых, QE *«по своей природе носит фискальный и политический характер, поэтому решение о его применении должно принимать правительство в целом»*. В-третьих, перераспределительные последствия и *«эффект богатства»* от QE были значительными и *«непропорционально выгодными»* для держателей

активов: *«Внутри класса держателей активов ФРС фактически выбрала победителей и проигравших, расширив свои программы покупки активов за пределы казначейских облигаций и корпоративных облигаций, при этом сектор недвижимости получил особенно благоприятные условия»*. Министр финансов намекает, что ФРС была заинтересована в поддержании низких ставок и достаточной ликвидности, чтобы скрыть свои провалы в сфере банковского надзора: другими словами, она подчинила свою роль монетарной власти роли регулятора. В июле Бессент объявил о начале расследования в отношении *«всего института Федеральной резервной системы»*. ФРС, FDIC и OCC провели публичное заседание в конце октября для пересмотра своих правил. Это может ознаменовать открытие второго фронта борьбы за американскую монетарную власть.

Рвение министра финансов к критике искажений, связанных с QE, вызывает вопросы. Управляя колоссальным госдолгом США, казначейство обязано быть сторонником минимальных процентных ставок – так же, как и хозяин Белого дома. Оно не может отказаться от идеи, что центральный банк должен время от времени выступать покупателем федерального долга. Критика Бессента во многом объясняется самой горой госдолга, стремительно выросшей в эпоху количественного смягчения и “затяжной стагнации”. За это время соотношение долга к ВВП удвоилось: с 62 % в 2007 году до 125 % в 2020-м. Бессент выступает против QE только в том случае, если его будет продвигать центральный банк: он хочет, чтобы бразды правления взяла в свои руки исполнительная власть.

“Количественное смягчение” и долг

Но дело не только в эвристической или дирижистской идеологии, претендующей на последнее слово в этой сфере. Огромные масштабы госдолга ставят под сомнение саму исходную концепцию независимости центрального банка – как строгого разделения полномочий банка, эмитирующего деньги, и Казначейства, выпускающего государственные облигации. Количественное смягчение нарушило это табу, размыв грань между монетарной и фискальной политиками, но сохранив за центральным банком роль хозяина игры – *«единственного игрока в городе»*. Именно это и поставлено сегодня под вопрос: центральный банк должен придерживаться своей *«узкой задачи»*, но при этом оставаться доступным исполнительной власти всякий раз, когда обслуживание долга – в мирное или военное время – того потребует.

Поиск дополнительных источников финансирования госдолга – одна из причин, объясняющих новые горизонты финансовой сферы и выпуск стейблкоинов – цифровых валют, обеспеченных реальными валютами (в первую очередь долларом США) и государственными облигациями. Бессент, комментируя закон США о стейблкоинах, подсчитал, что к 2028 году их обращение в США увеличится с нынешних 250 млрд до 2 трлн долл., что создаст соответствующий спрос на казначейские ценные бумаги. Как двадцать лет назад с деривативами, сегодня крупные финансовые группы формируют новый торговый контур, надувающий искусственный пузырь фиктивного капитала. Его особенность в том, что он служит подпоркой для федерального долга, но на этот раз с поддержкой новых технологий и под эгидой корыстных интересов Казначейства и Белого дома.

Сентябрь 2025 г.