

Тетяна Кричевська

**ІСТОРІЯ ІНСТИТУТІВ ГРОШОВО-КРЕДИТНОГО
РЕГУЛЮВАННЯ США**

**Стаття 2. Федеральна резервна система
у пошуках балансу між функціями гаранта
золотого стандарту, банку банків і банку уряду
(1913–1951 рр.)**

Друга стаття циклу про розвиток інститутів грошово-кредитного регулювання у США. Розкрито економічні, політичні, інституційні та наукові засади утворення Федеральної резервної системи США. Показано, як у випробуваннях двома світовими війнами, Великою депресією і банківськими кризами та відповідно в суперечностях між діяльністю як гаранта золотого стандарту, банку уряду і банку банків кристалізувалися її функції як центрального банку.

Ключові слова: Федеральна резервна система, Казначейство США, монетарна політика, золотий стандарт, доктрина реальних векселів, банківська криза, Велика депресія, державні цінні папери, дисконтування, операції на відкритому ринку, довіра, відсоткові ставки, банки.

JEL N12.

На момент створення Федеральної резервної системи у 1913 р. функції грошово-кредитного регулювання у США тією чи іншою мірою виконували чотири інституції:

1) золотий стандарт, що визначав довгострокову динаміку грошей в економіці;

2) національна банківська система – більші міські банки, які зберігали резерви "сільських" банків, але не могли повноцінно виконувати функцію банку банків під час криз, оскільки в першу чергу їхньою метою було отримання прибутку;

3) Казначейство, яке регулювало діяльність національних банків, де зберігалися бюджетні кошти, періодично маніпулювало бюджетними коштами з метою впливу на резерви банківської системи і під заставу цінних паперів якого здійснювалася емісія банкнот національних банків;

4) Національні грошові асоціації, яким згідно з Актом Олдріча-Ріланда (Aldrich-Vreeland Act) надавалося право здійснювати емісію "платіжних засобів для надзвичайних ситуацій", як це до 1908 р. робили асоціації клірингових домів, але вже під контролем Міністерства фінансів.

Кричевська Тетяна Олександрівна (tetyanakrychevska75@gmail.com), канд. екон. наук, старш. наук. співроб.; провідний науковий співробітник ДУ "Інституту економіки та прогнозування НАН України".

Проти золотого стандарту заперечень не було, але на той час уже визріло розуміння, що пропозиція грошей має бути більш гнучкою і більш тонко прилаштовуватися до потреб економіки, ніж це можуть зробити потоки золота. Національна банківська система була законною резервною системою, але неефективною в умовах кризи. Казначейство звинувачували в тому, що воно взяло на себе надмірні інтервенційні функції. Незадоволено до заснування ФРС вчені, політики і журналісти майже одноставно засуджували "самовільну" монетарну політику Міністра фінансів Л.Шоу (про неї див. у статті 1 циклу). У відповідь на критику Міністр доводив, що взяв на себе таку відповідальність, прагнучи відреагувати на серйозну монетарну проблему того часу – *брак сезонної еластичності грошової пропозиції* (Timberlake, 1993. P. 254).

Актом Олдріча-Ріланда було передбачено утворення Національної грошової комісії Конгресу, яка мала розробити законопроект про реформування системи грошово-кредитного регулювання. На замовлення комісії американськими та європейськими вченими були проведені численні емпіричні та інституційні дослідження, і у 1910 р. їхні результати опублікували у 24 томах, заключний з яких містив висновки щодо принципів організації центрального банку у США.

Для демократів утворення центрального банку в його класичному розумінні означало "концентрацію в одному місці надто великого багатства, що може бути використане проти народу США". Популісти характеризували центральний банк як монополіста, яким керують банкіри-кровопивці, що отримали від держави спеціальні привілеї оббирати бідних, завищувати відсоткові ставки, влаштовувати змови зі спекулянтами з Уолл Стріт (Timberlake, 1986. P. 745). Навіть більш помірковані конгресмени виступали за створення децентралізованої установи, більше схожої на асоціацію клірингових домів, ніж на класичний центральний банк.

На основі рекомендацій Національної грошової комісії було розроблено законопроект про створення Національної резервної асоціації. Після виборів 1912 р. Президентом США став демократ В.Вільсон, більшість в обох палатах Конгресу також посіли демократи, які подали свій законопроект про створення національної резервної асоціації, але вже під іншою, відмінною від запропонованої республіканцями назвою – Федеральна резервна система (ФРС). Президент В.Вільсон підписав Акт "Про Федеральний резерв" 23 грудня 1913 р.

К.Гласс, представляючи законопроект про створення ФРС, вказував на два основних недоліки діючої грошово-кредитної системи. По-перше, існуюча валюта базувалася на "боргу нації", тобто на державних цінних паперах, а не на паперах, які б відображали мінливі потреби бізнесу, зокрема, короткострокових комерційних паперах. По-друге, в скрутні часи банківській системі бракувало резервів.

Більшість конгресменів вважали, що саме реальний продукт економіки генерує зміни у грошовій пропозиції, а ФРС повинна була лише формалізувати механізм реалізації цього процесу. *ФРС мала вирішувати проблему забезпечення сезонної еластичності грошової пропозиції не волею Міністра фінансів, як це було раніше, а за ініціативою бізнесу і самих комерційних банків через комерційні банки вищого рівня – федеральні резервні банки. Банки-члени ФРС задовольняли потреби бізнесу*

в грошах, дисконтуючи їхні векселі, а федеральні резервні банки в разі потреби мали поповнювали ліквідність банків-членів переважно шляхом редисконтування цих векселів та, меншою мірою, через операції з державними та муніципальними цінними паперами на відкритому ринку.

Одне із положень Закону "Про Федеральний резерв" передбачало, що "нічого в цьому Акті не може розглядатися як таке, що скасовує відповідні положення Акта, затвердженого 14 березня 1900 р.", тобто Акта "Про золотий стандарт". Іншими словами, ФРС не повинна була узурпувати функції золотого стандарту. Золотий стандарт мав регулювати грошову пропозицію у довгостроковому періоді, а ФРС – у короткостроковій перспективі. Таким чином, у регулюванні грошової пропозиції у короткостроковій перспективі акцент змістився з дискреційної політики урядової установи до автоматичної і саморегульвної політики ринку, на потреби якого мала відповідати ФРС. ФРС мала стати свого роду саморегульвним додатком до саморегульвної системи золотого стандарту.

Таким чином, довіра до грошей, емітованих такою системою, мала спиратися на такі опори: 1) обмежена пропозиція золота; 2) обмежена кількість короткострокових комерційних паперів (під які здійснюватиметься кредитна емісія ФРС); 3) розважливість комерційних банків, які дбати-муть про прибутковість свого бізнесу; 4) політика федеральних резервних банків, які враховуватимуть ситуацію на регіональному рівні, і нарешті 5) політика Ради Федерального резерву, яка братиме до уваги загально-національні умови і інтереси (Timberlake, 1993. P. 249–250).

Оскільки ФРС мала забезпечувати потреби ринку, Конгрес не обмежував її політику експліцитними правилами і цілями.

Щодо другої проблеми грошово-кредитної системи, яку, на думку К.Гласса, мала вирішити нова резервна система – забезпечення банківської системи резервами в кризових ситуаціях – ФРС успадковувала колишню функцію клірингових домів, а з 1908 р. – Національних резервних асоціацій – щодо випуску "валюти для надзвичайних ситуацій". Емісію платіжних засобів для надзвичайних ситуацій, яку самовільно здійснювали асоціації клірингових домів, було легітимізовано і поставлено під контроль Міністра фінансів ще у 1908 р. із створенням Національних грошових асоціацій (про це див. статтю 1 циклу). Але на відміну від них, ФРС була органом, управління яким здійснювалося не лише банками, але й представниками від інших секторів економіки (директори федеральних резервних банків класу В, див. нижче) і народу в цілому (Рада Федерального резерву і директори класу С федеральних резервних банків, див. нижче), тобто у ФРС забезпечення економіки ліквідністю у часи кризи підносилося на вищий суспільний рівень.

Консервативні республіканці виступали за невелику кількість резервних банків, найбільш популістські представники сільських провінцій в Конгресі пропонували по одному банку для кожного штату. Раціональний підхід до вибору кількості резервних банків було запропоновано сенатором Дж. Шефросом. Згідно з цим підходом резервний банк, до якого банк, що потребує ліквідності в умовах набігу вкладників, звертатиметься у скруті, має знаходитися в одній ночі їзди потягом. Президент потерпілого банку збирає комерційні папери зі строком погашення в 30, 60 і 90 днів, під які збирається отримати готівку, сідає на потяг і їде до міста, де

знаходиться резервний банк. Окрім того, що така відстань допоможе швидко зупинити паніку, перевагою регіональної системи буде те, що вона сприятиме підтримці персональних відносин між керівництвом комерційних та резервного банків (Timberlake, 1993. P. 217–221).

Координувати роботу ФРС повинна була Рада Федерального резерву – альтруїстичний орган без вузьких фінансових інтересів, представник усього американського народу.

Таким чином, Акт "Про Федеральний резерв" був спробою поєднати повноваження, якими користалися Казначейство і клірингові дома, в інституції, яка була б водночас легітимною, незалежною, мала наукову основу, була федеративною і ефективною (Timberlake, 1993. P. 255).

Щодо наукової основи політики ФРС, то автори закону про ФРС адаптували до центрального банку доктрину реальних векселів, розроблену колись щодо комерційних банків. Згідно з цією доктриною, щоб уникнути спекулятивної діяльності і як наслідок – набігу вкладників і банкрутства, банк мав емітувати банкноти лише під "якісні", надійні короткострокові комерційні векселі.

Згідно із Законом 1913 р., організаційний комітет у складі Міністра фінансів, Міністра сільського господарства і Контролера грошового обігу мав розділити континентальну частину США на 8–12 федеральних резервних округів, в кожному з яких створювався федеральний резервний банк (*100 Years Federal Reserve System, 1913*). 2 квітня 1914 р. організаційний комітет оголосив про створення дванадцяти федеральних резервних округів: Бостон, Нью-Йорк, Філадельфія, Клівленд, Річмонд, Атланта, Чикаго, Сент-Луїс, Міннеаполіс, Канзас-Сіті, Даллас, Сан-Франциско.

Членами ФРС зобов'язані були стати всі банки, що мали статус національних (якщо вони не робили цього у визначений законом період, то втрачали цей статус) та, за бажанням, інші банки. Банки-члени повинні були придбати акції федеральних резервних банків у розмірі 6% від суми свого сплаченого капіталу і резервів. Організаційний комітет, що займався створенням ФРС, міг прийняти рішення про проведення публічної підписки на акції федеральних резервних банків, але при цьому жоден індивід чи корпорація, окрім банків членів, не могла володіти цими акціями на суму понад 25 тис. дол. (*100 Years Federal Reserve System, 1913*).

Кожен банк-член отримував передбачені законом 6% дивідендів на акції резервних банків.

Хоча ФРС перебуває у приватній власності, власники акцій, згідно із законом, не мають права голосу, безпосередньо пов'язаного із володінням акціями. Натомість федеральними резервними банками згідно з Актом 1913 р. керують Ради директорів, що складаються з 9 директорів трьох класів: клас а представляє банків-акціонерів федерального резервного банку, клас в – нефінансовий сектор округу, а директорів класу С призначає Рада Федерального резерву. Вибори директорів класів а і в проходять таким чином. Організаційний комітет ФРС, коли вибори проходили вперше, а надалі Керуючий Ради директорів федерального резервного банку (з 1935 р. ця посада йменується Президент Ради директорів) розділяє усі банки-члени федерального резервного округу на три групи з приблизно рівною кількістю банків і сумою їх капіталів. Кожен банк-член на засіданні ради директорів обирає члена колегії виборців і повідомляє про це феде-

ральний резервний банк свого округу. Федеральний резервний банк по кожній з трьох груп банків формує списки колегії виборців і розсилає їх усім членам колегії. У кожній групі усі банки-члени номінують по одному кандидату на директора класу а і директора класу В. На перших виборах організаційний комітет ФРС, а надалі Керуючий Ради директорів федерального банку формує по кожній з трьох груп банків округу список кандидатів і банків, що їх номінували, та розсилає його членам виборчої колегії. Останні протягом 15 днів з дня отримання списку здійснюють рейтингове голосування окремо за кандидатами на директорів класу а і класу В. Це, означає, що вони ранжують всіх кандидатів у списку. Перемагає той кандидат, який у більшості виборців опинився першим номером у списку. Якщо жоден із кандидатів не набирає більшості за першим номером, тоді додаються голоси за першим і другим номером, і так далі, доки хтось не набере більшості голосів. Директорами федеральних резервних банків не можуть бути ні члени Сенату, ні члени Палати представників Конгресу США. Директори і працівники банків не можуть бути директорами класів В і С (*100 Years Federal Reserve System, 1913*).

Така система управління федеральними резервними банками повинна була максимально представити і збалансувати інтереси банків з інтересами ринку і американського народу.

Квінтесенція доктрини реальних векселів містилася в статті 13 Акта 1913 р., згідно з якою федеральним резервним банкам дозволялося надавати кредити банкам-членам і випускати банкноти під заставу "нот і векселів, що виникли на основі реальних комерційних трансакцій; тобто нот і векселів, випущених для сільськогосподарських, промислових чи комерційних цілей". Строк їх погашення не міг перевищувати 90 днів з моменту дисконтування, а для векселів і нот, випущених для сільськогосподарських потреб – шести місяців (*100 Years Federal Reserve System, 1913*).

Федеральні резервні банки самостійно встановлювали ставки дисконтування за різними класами цінних паперів, але під контролем Ради Федерального резерву і так, щоб "сприяти торгівлі і бізнесу" (*100 Years Federal Reserve System, 1913*).

Хоча передбачалося, що основним інструментом федеральних резервних банків буде редисконтування комерційних векселів, Акт 1913 р. також надавав цим банкам право проводити операції на відкритому ринку. Зокрема, згідно зі статтею 14 Акта "Про Федеральний резерв" вони мали право:

1) здійснювати операції з золотими монетами і зливками, обмінювати банкноти Федерального резерву на золото, золоті монети чи золоті сертифікати;

2) купувати і продавати в країні та за її межами облігації і ноти США, векселі, ноти, облігації під майбутні доходи*, варранти з терміном погашення від дати купівлі не більше 6 місяців, випущені під майбутні надходження від збору податків чи інших доходів будь-якого штату, округу, муніципалітету чи іншого політичного підрозділу США. Правила проведення таких операцій мали розроблятися Радою Федерального резерву;

* revenue bonds – муніципальні облігації, вартість і доходи за якими виплачуються з доходів від інвестиційного проекту, для фінансування якого вони випускаються.

3) купувати й продавати банкам-членам векселі, що випущені на основі комерційних трансакцій і відповідають вимогам до дисконтування.

Згідно з початковим текстом закону про ФРС від 1913 р. Рада Федерального резерву (РФР) складалася з семи членів, і до неї за посадою входили Міністр фінансів і Контролер грошового обігу. Решта п'ять членів РФР призначалися Президентом США за поданням Сенату. З одного федерального резервного округу не могло бути призначено більше одного члена РФР. Призначаючи членів Ради Федерального резерву, Президент мав враховувати справедливе представництво різних секторів економіки і її географічних регіонів. З цих п'яти членів РФР щонайменше двоє повинні були мати досвід роботи у банківській сфері чи фінансах. Щоб забезпечити поступову ротацію, під час першого призначення один із них призначався на 2, один на 4, один на 6, один на 8 і один на 10 років. Під час наступних призначень всі члени РФР призначалися на 10 років. У 1933 р. термін їх перебування на посаді було збільшено до 12, а у 1935 р. – до 14 років (*Board of Governors of the Federal Reserve System, 2014.*). З цих п'яти членів Президент США призначав Голову і Віце-голову РФР (*100 Years Federal Reserve System, 1913*). Жоден із членів РФР не міг бути службовцем чи директором будь-якого банку, банківської установи, трастової компанії, Федерального резервного банку чи володіти акціями банку чи трастової компанії.

Згідно з початковою редакцією закону про ФРС Рада Федерального резерву була наділена такими повноваженнями:

1) отримувати і перевіряти звітність, бухгалтерські документи і діяльність федеральних резервних банків і кожного банку-члена ФРС. Щотижня РФР мала публікувати звітність кожного федерального резервного банку й консолідовану звітність усіх федеральних резервних банків;

2) надавати дозвіл або за згоди щонайменше п'яти членів РФР вимагати від федеральних резервних банків редисконтувати цінні папери, дисконтовані іншими федеральними резервними банками, за ставками, зафіксованими Радою Федерального резерву (раніше такими повноваженнями користувався Міністр фінансів, який міг на свій розсуд переводити депозити уряду з одних банків в інші);

3) здійснювати нагляд і регулювати через Управління Контролера грошового обігу емісію й вилучення банкнот федеральних резервних банків;

4) вимагати списання сумнівних чи таких, що втратили вартість, активів з балансів Федеральних резервних банків;

5) здійснювати загальний нагляд за федеральними резервними банками (*100 Years Federal Reserve System, 1913*).

Акт 1913 р. передбачав можливості суттєвого впливу Міністра фінансів на роботу ФРС (ст. 10): "Нічого в цьому законі не повинно тлумачитися як зменшення повноважень Міністра фінансів щодо нагляду, управління і контролю за Казначейством, і коли будь-яке повноваження, надане цим Законом Раді федерального резерву ..., вступає в конфлікт з повноваженнями Міністра фінансів, такі повноваження мають здійснюватися під наглядом і контролем Міністра фінансів" (*100 Years Federal Reserve System, 1913*).

Емісія банкнот Федерального резерву здійснюється за рішенням Ради Федерального резерву (при цьому виготовленням банкнот займа-

ється підрозділ Казначейства США). Ці банкноти федеральні резервні банки отримували під заставу дисконтованих цінних паперів. Згідно з Актом 1913 р. ці банкноти є зобов'язаннями США і мають прийматися всіма національними банками і банками-членами та федеральними резервними банками, а також для оплати усіх податків, мит і інших публічних платежів. Вони підлягали обміну на золото в Казначействі, у місті Вашингтон, та у будь-якому федеральному резервному банку. Кожен федеральний резервний банк мав зберігати резерв у золоті і законних засобах платежу у розмірі не менше 35% від суми депозитів, і резерви в золоті в розмірі не менше 40% від суми випущених ним в обіг банкнот (*100 Years Federal Reserve System*, 1913).

Акт 1913 р. запроваджував таку систему резервування за депозитами. *Банки-члени, розміщені в центральних резервних містах* (Нью-Йорк, Чикаго, Сент-Луїс), підтримують резерви у розмірі 18% від суми депозитів до запитання і 5% від суми строкових депозитів. 6/18 цих резервів вони зберігають у власних сховищах, 7/18 у федеральному резервному банку свого округу, а решту – на вибір банків – у власних сховищах або федеральному резервному банку. *Банки-члени, розміщені у резервних містах*, підтримують резерви у розмірі 15% від суми депозитів до запитання і 5% від суми строкових депозитів. З них у власних сховищах протягом перших трьох років з моменту створення федерального резервного банку – 6/15 від загальної суми, а надалі – 5/15. У федеральному резервному банку свого округу протягом першого року з моменту його створення – щонайменше 3/15 плюс 1/15 кожних наступних півроку, доки ця частка не досягала 6/15, якою і повинна постійно підтримуватися надалі. Решта резервів протягом перших трьох років з моменту утворення федерального резервного банку округу могли на вибір банку-члена зберігатися у власному сховищі, федеральному резервному банку чи в національному банку в резервному чи центральному резервному місті. Через три роки ці решта резервів повинні були зберігатися лише або в сховищі банку, або у федеральному резервному банку округу, або там і там в обраній банком пропорції. *Банки-члени, розміщені у містах, що не є резервними чи центральними резервними*, повинні були підтримувати резерви у розмірі 12% від суми депозитів до запитання і 5% від строкових депозитів. Із них у власному сховищі такий банк мав зберігати протягом перших трьох років з моменту заснування федерального резервного банку округу – 5/12, а надалі – 4/12 резерву. У федеральному резервному банку свого округу такі банки мали зберігати 2/12 резервів протягом року з моменту утворення федерального резервного банку плюс 1/12 кожних наступних півроку, доки ця частка не досягала 5/12, якою і повинна була постійно підтримуватися надалі. Решта резервів такі банки протягом перших трьох років з моменту створення федерального резервного округу могли на свій розсуд зберігати у власних сховищах, федеральному резервному банку або у національних банках в резервних чи центральних резервних містах. Надалі ці решта резервів могли зберігатися лише у власних сховищах, федеральному резервному банку або там і там у будь-якій пропорції на вибір банку-члена (*100 Years Federal Reserve System*, 1913). Таким чином, протягом трьох років всі банки-члени ФРС мали перейти від зберігання резервів у національних банках до зберігання їх у федеральних резервних банках.

Федеральній резервній системі, заснованій у досить спокійному 1913 р., невдовзі довелося пройти випробування Першою світовою війною і Великою депресією. З початком Першої світової війни золотий стандарт почав втрачати свою ефективність як основи довгострокової динаміки грошової пропозиції. *Змінився характер міжнародної торгівлі. Її основними суб'єктами у країнах – учасницях війни стали не приватні індивіди, які реагували на цінові стимули, а держави, що самі контролювали фінансові механізми (Friedman, Schwartz, 1963. Р. 198–199).* Відповідно, і на динаміку потоків золота, яку генерували держави, мали відповідати держави, а не ринки, не автоматична система золотого стандарту. *Проте Закон про ФРС, що виходив із повноцінного функціонування золотого стандарту, не встановлював конкретних орієнтирів для прийняття політичних рішень у монетарній сфері.*

Уряди європейських країн – учасниць Першої світової війни стали джерелом інтенсивного попиту на американські товари, створюючи у США профіцит торговельного балансу. До офіційного вступу США у Першу світову війну 6 квітня 1917 р. країни-союзники фінансували свій торговельний дефіцит щодо США за рахунок перевезення золота і залучення кредитів на приватних ринках капіталу. Навіть якби ФРС наважилась на самостійну політику і вирішила нейтралізувати (стерилізувати) притік золота, що загрожував зростанням внутрішніх цін у США, у неї ще не було для цього достатнього обсягу облігацій чи інших активів, щоб продати їх і мобілізувати грошові кошти. Також вона не мала права випускати власні цінні папери чи в іншій формі здійснювати запозичення на відкритому ринку. не було в неї і прямого способу вплинути на співвідношення між депозитами й резервами та депозитами й готівкою. На той момент найбільше, що вона в цьому плані могла зробити, – це уникати збільшення монетарної бази. Але навіть така політика видавалася ФРС надто аскетичною, бо вимагала, щоб федеральні резервні банки не купували жодних активів, що приносять дохід, а свої витрати фінансували винятково за рахунок додаткових внесків банків-членів.

Вступ США у Першу світову війну, коли держава почала кредитувати союзників, змінив тенденцію припливу золота до країни на його відплив. 7 вересня 1917 р. Президент США заборонив експорт золота без дозволу Ради Федерального резерву й Казначейства і запровадив валютний контроль. У червні 1919 р. заборону на вивіз золота було скасовано, і його відтік продовжився, але був більш ніж компенсований кредитною активністю ФРС – переважно редисконтуванням векселів і частково купівлею державних цінних паперів і банківських акцептів, пов'язаних із зовнішньоторговельними операціями (Friedman, Schwartz, 1963. Р. 222). Інфляція споживчих цін у США в 1917 р. досягла 17,8%, у 1918 – 17,3% і 1919 – 15,2%. Реакція ФРС на зростання цін обмежилася "моральним переконанням" – рекомендацією банкам більш уважно ставитися до розмежування "необхідних" і "не необхідних" кредитів. Дисконтні ж ставки федеральних резервних банків перебували на помітно нижчому від ринкового рівні. Цього разу пасивність політики ФРС вже не була спричинена відсутністю технічних можливостей для проведення потрібної політики, як це було у 1914 р., адже ФРС вже накопичила достатній портфель цінних паперів і могла також підвищити дисконтну ставку. *Першою причиною її па-*

сивності була відсутність досвіду проведення грошово-кредитної політики. Більшість Керуючих федеральних резервних банків та членів Ради Федерального резерву остерігалися підвищення відсоткових ставок, яке, на їхню думку, могло б зашкодити "продуктивному" кредитуванню, а натомість віддавали перевагу рекомендаційним заходам, націленим на обмеження "спекулятивного" кредитування. Керівництво ФРС також ще не володіло даними про тривалість лагу між її діями щодо монетарної експансії чи рестрикції і їх наслідками, через це надто пізно натискало на гальма, а потім тиснуло надто довго і, не бачачи негайного ефекту, натискало знову (Friedman, Schwartz, 1963. P. 225–227, 239). Другою причиною було інтелектуальне середовище і пануючі економічні теорії – в ті часи вважали, що зростання грошової маси було наслідком, а не причиною зростання цін (Friedman, Schwartz, 1963. P. 223). Третьою причиною пасивності ФРС була слабкість її інституційної позиції, адже її призначенням було задовольняти потреби ринку, а не вести активну політику. Лише окремі харизматичні особистості за таких обставин – такі, як Б.Стронг, який, очолюючи Федеральний резервний банк Нью-Йорку, співпрацював з центральними банками інших країн, – готові були вживати рішучих заходів. Інші на таке не наважувалися. Один із тогочасних членів РФР У.Хардінг писав у своїх мемуарах: "...Рада відчувала, що вона зобов'язана співробітничати з Казначейством. Неспроможність робити це була б рівносною диктату Ради Федерального резерву над політикою Казначейства. У такому разі, я думаю, до Ради було б застосовано Акт Овермана, який надає право Президенту своїм наказом передавати будь-яку функцію Ради Федерального резерву Міністру фінансів чи будь-якому іншому урядовому чиновнику" (Friedman, Schwartz, 1963. P. 228). Тож Федеральна резервна система намагалася сприяти Казначейству у розміщенні державних цінних паперів і не допускати падіння цін на державні облігації, тим паче, що комерційні банки все ще тримали у своїх портфелях значні суми випущених для фінансування військових потреб облігацій "Позики перемоги" та "Позики свободи" і надавали значні суми кредитів своїм клієнтам під ці цінні папери.

Наступним випробуванням для ФРС, що не мала чітко визначених законодавчих цілей грошово-кредитної політики став бум на ринку акцій у 1920-х рр.

"Бичачий" ринок акцій породив конфлікт між ціллю сприяння діловій активності і бажанням обмежити спекуляцію на фондовому ринку. Ціни на акції упродовж 1921 – вересня 1929 рр. росли в атмосфері загального оптимізму. Добробут громадян зростав: у їхнє життя увійшли автомобілі, телефони, інші технологічні новинки. Звичайні люди інвестували дедалі більші суми в акції і облігації, чому сприяли нові фінансові інституції, такі як брокерські дома, інвестиційні трасти, і нові фінансові інструменти, такі як маржинальні рахунки, що давали можливість звичайним громадянам купувати корпоративні цінні папери в кредит під заставу цих же паперів. в найкращі часи маржа (сума, яку потрібно було внести за цінні папери) падала до 10%. Бум опирався не на мрії про багатства, які можна здобути в далеких краях, як це було в Британії під час спекулятивної лихоманки, пов'язаної з Компанією Південних морів, чи у Франції, пов'язаної з компанією Дж.Лоу – люди у США 1920-х фінансували прогрес у своїй країні,

який вони самі могли спостерігати і відчувати. Це зміцнювало оптимізм – впевненість, що кожна людина може стати багатю, і довіру людей одне до одного (Гелбрейт, 2009). У 1929 р. професор Дайс зазначав: "Народ вірить своїм лідерам. Ми вже не розглядаємо капітанів індустрії як шахраїв і пройдисвітів. Хіба ми не чуємо їхні голоси по радіо? Хіба ми не знайомі з їхніми думками, амбіціями й ідеалами, якими вони діляться з нами, ніби з близькими друзями?" (Гелбрейт, 2009. С. 225). Окрім того, населення накопичило певні заощадження завдяки тривалому періоду процвітання, що дало поштовх масовому інвестуванню.

Відсутність рішучих дій владних структур, спрямованих на припинення спекуляцій у США у 1920-х певною мірою можна пояснити, беручи до уваги опортуністичні засади самозбереження чиновника: навіть успішні дії могли б мати такі само жакливі наслідки, як і бездіяльність, а винним завжди виявляється той, хто намагається хоч щось зробити (Гелбрейт, 2009. С. 44). Статус ФРС – новоствореного квазідержавного регулятора з переважно ринковими методами, єдиними законодавчо встановленими критеріями щодо політики якої були "забезпечувати еластичність валюти і механізми для редисконтування комерційних паперів" і "встановлювати дисконтні ставки так, щоб задовольняти потреби торгівлі і бізнесу" – тим більше не сприяв активній політиці. Зрештою, навіть сьогодні, після того, як на цю тему проведено сотні досліджень, пережито не одну фінансову кризу, в експертному та політичному середовищах все ще немає консенсусу щодо оптимальної реакції центральних банків на появу бульбашок на ринках активів (скажімо, макропруденційним чи монетарним інструментам слід надавати перевагу), як і консенсусу з приводу ідентифікації самих бульбашок.

Як і напередодні кризи 2008 р., буму на фондовому ринку 1929 р. передувало майже десятиліття низької інфляції, що часом переходила в дефляцію (рис. 1). в обох випадках це ускладнювало прийняття рішення щодо проведення жорсткої монетарної політики.

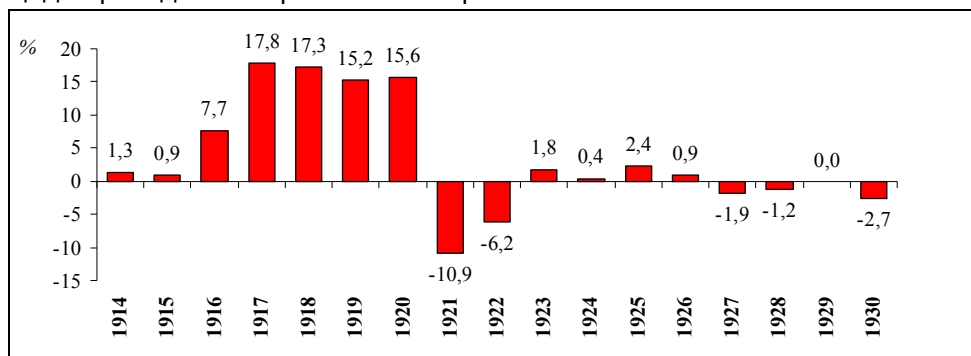


Рисунок 1. США: середньорічна зміна ІСЦ, 1914–1930, %

Джерело: побудовано за:

http://www.minneapolisfed.org/community_education/teacher/calc/hist1913.cfm.

Коли зрештою у 1929 р. нездоровий характер буму на фондовому ринку перестав викликати сумніви, всередині ФРС почалися гострі дискусії щодо адекватної політики і протистояння між Радою Федерального резерву і Федеральним резервним банком Нью-Йорку. У Раді Федерального резерву знову вважали, що "прямий тиск" на банки є найкращим засобом обмеження кредитів на спекулятивні цілі без надмірного обмеження їхньої

пропозиції для продуктивних цілей, тоді як підвищення дисконтних ставок чи обсягів продажу цінних паперів на відкритому ринку надто сильно вдають по діловій активності в цілому. Федеральний резервний банк Нью-Йорку, навпаки, завжди виступав проти адміністративних інструментів вибіркової дії, віддаючи перевагу загальній політиці зміни дисконтної ставки (Friedman, Schwartz, 1963. Р. 259). М.Фрідман і А.Шварц пояснювали небажання Ради Федерального резерву підвищити відсоткову ставку для протидії спекуляціям підпорядкованістю її політики інтересам Казначейства. не бажаючи здорожувати державний борг, РФР одночасно застосуванням адміністративних інструментів чи рекомендацій банкам намагалася продемонструвати, що робить щось для вирішення невідкладних проблем (Friedman, Schwartz, 1963. Р. 266). Дж.Гелбрейт доводив, що "підвищення відсоткових ставок нанесло би удар по всіх, окрім спекулянтів. Покупцю акцій "Radio" в 1928 р. доводилося платити за кредитом в середньому 10%, але якби навіть ця ставка була вдвічі вищою, він би зовсім не засмутився. Адже в цьому році за рахунок зростання курсової вартості акцій він міг отримати прибуток у розмірі 500%". На думку Дж.Гелбрейта, ФРС варто було вимагати від Конгресу повноважень на заборону здійснення деяких видів угод на позичкові кошти чи запровадження обмежень на цю діяльність (Гелбрейт, 2009. С. 52–54).

Зрештою, у 1930 р. ФРС практично припинила редисконтування цінних паперів, не бажаючи підігрівати спекулятивну активність. Але було вже запізно – крах фондового ринку призвів до банкрутства банків, що активно інвестували у цінні папери. На момент краху фондового ринку у 1929 р. понад 8000 комерційних банків були членами ФРС, але близько 16 000 – ними не були. Банки, що не були членами ФРС, частину своїх резервів тримали у готівці у сховищах, а частину – у вигляді депозитів у банках-кореспондентах. Недоліки національної резервної системи (де національні банки, що виконували функції резервних, були такими ж комерційними банками, націленими на отримання прибутку, тому не могли стати кредиторами останньої надії під час кризи), що існувала до ФРС, прекрасно усвідомлювали, і всі вони були описані у звіті Національної грошової комісії, що розробляла закон про ФРС. Але справа була в тому, що цей закон пропонував розв'язання проблеми резервування лише для тих банків, які добровільно вступали до Федеральної резервної системи. *Вади національної системи резервування перетворили крах у 1930 – першій половині 1931 рр. фінансових компаній і банків, що надто багато інвестували у цінні папери, на регіональні банківські кризи.*

М.Фрідман і А.Шварц наводять такі причини запізнилої і недостатньої реакції ФРС на банкрутства банків у 1930 – на початку 1931 рр. *По-перше*, серед федеральних резервних банків лише Нью-Йоркський був фактично національним за масштабами своєї діяльності і звик вважати себе банком, що формує умови кредитного ринку, а не просто реагує на них. Це й пояснює його активну позицію у грошово-кредитному регулюванні. Пасивність решти банків пояснювалася тим, що вони знаходилися далі від центру фінансового життя і були більш схильні реагувати на фінансові потоки, аніж їх ініціювати. Як зазначають М.Фрідман і А.Шварц, вивчення кореспонденції Федерального резервного банку Нью-Йорка з іншими резервними банками демонструє вражаючу відмінність між ними

у рівні розуміння монетарних питань. Багаторічний досвід роботи і безпосередня відповідальність Федерального резервного банку Нью-Йорка за проведення політики на центральному грошовому ринку країни, а також тривалий досвід співробітництва з іншими центральними банками виробили в технічному персоналі цього банку загальнонаціональне бачення і розуміння ефектів різних заходів монетарної політики. Тим часом ці якості були відсутні в інших резервних банків, що переважно опікувалися питаннями місцевого і регіонального характеру, а також у Ради Федерального резерву, далекої від проведення монетарної політики. Разюче різнився від інших Керуючих федеральних резервних банків і харизматичний Керуючий Федерального резервного банку Нью-Йорка Б.Стронг. Кар'єрі Б.Стронга у ФРС передував досвід роботи керівником банку і голови комітету, створеного фінансовими лідерами Нью-Йорка для порятунку банківської системи під час паніки 1907 р. Стронг володів знаннями, безумовним авторитетом в країні і світі, впевненістю і вмінням переконувати, а також мужністю для реалізації своїх ідей і взяття на себе відповідальності. На думку М.Фрідмана і А.Шварц, а також багатьох його сучасників, в тому числі І.Фішера, якби Б.Стронг не помер у 1928 р. і керував Федеральним резервним банком Нью-Йорку восени 1930 р., він, вірогідно, усвідомив би наближення кризи ліквідності і був би готовий вжити активних і належних заходів для того, щоб припинити її. М.Фрідман і А.Шварц наводять уривок з листа Б.Стронга, де він порівнює існування лагів в ефектах монетарної політики з відкладеними ефектами порушень режиму хворим на туберкульоз (про що він, на жаль, добре знав з власного досвіду). Тож знаючи, що від монетарних заходів не слід очікувати негайних ефектів, він, імовірно, не зійшов би з експансійного курсу, не отримавши швидкого припинення спаду (*Friedman, Schwartz, 1963. P. 407–419*). По-друге, службовці ФРС не відчували відповідальності перед банками, що не були її членами. в 1921–1929 рр. та упродовж перших десяти місяців 1930 р. більшість банків, які збанкрутували, не були членами ФРС, але в них знаходилася значна частка депозитів. По-третє, в цей період випадки банкрутства траплялися переважно серед менших банків, а оскільки найбільш впливові фігури у ФРС були банкірами з великих міст і у них не викликало захоплення існування малих банків, то вони сприймали банкрутство "ліліпутів" як природний процес. По-четверте, банкрутство кількох великих банків в кінці 1930 р. багато представників ФРС вважали результатом поганого менеджменту, що не вимагало, відповідно, втручання з боку центрального банку. По-п'яте, багато професійних економістів в той час вважали депресію економічним явищем, необхідним для усунення неефективних і слабких елементів економічної системи (*Friedman, Schwartz, 1963. P. 358–359*).

21 вересня 1931 р. Велика Британія відмовилася від золотого стандарту. Очікуючи, що США зробить те саме, центральні банки й приватні держателі золота й американських цінних паперів (особливо у Франції, Бельгії, Швейцарії, Швеції і Нідерландах) конвертували значну частину своїх доларових активів у золото. Реакція ФРС на зовнішній відтік золота виявилася більш енергійною, ніж на внутрішні проблеми. У жовтні 1931 р. Федеральний резервний банк Нью-Йорка двічі підвищив свою дисконтну ставку. Як зазначають М.Фрідман і А.Шварц, рішення про різке підвищен-

ня відсоткових ставок, на відміну від попередніх рішень у монетарній політиці, не викликало жодних дискусій ні у ФРС, ні за її межами: "...як проблема, так і її рішення здавалися очевидними і простими. і справді, складається враження, що після зіткнення з невідомими, невловимими і тонкими проблемами ФРС майже з полегшенням вітала появу проблеми, яку можна було чітко, "чорним по білому" охарактеризувати". Отже, що стосується "зовнішньої" монетарної політики, спрямованої на збереження золотого стандарту, позиція ФРС виявилася більш рішучою, ніж щодо внутрішньої економічної ситуації. Справді, співвідношення між золотими резервами і сумою депозитів чи банкнот видавалися набагато простішими й зрозумілішими орієнтирами, ніж параметри економічної стабільності, а підтримка цих співвідношень – більш відомою і звичною царинною дій емісійного банку, ніж політика у відповідь на бум на фондовому ринку, економічну депресію і банкрутства банків.

Підвищення відсоткових ставок дало змогу за два тижні зупинити зовнішній відтік золота і навіть відновити збільшення золотого запасу, але вже в грудні 1931 р. відтік золота знову відновився. До того ж підвищення відсоткових ставок спричинило до погіршення становища в банківській системі, яка й так потерпала від банківської паніки. Лише в жовтні 1931 р. збанкрутувало 522 комерційних банки, а протягом наступних трьох місяців – ще 875 банків (Friedman, Schwartz, 1963. P. 317).

З огляду на приватний неполітичний імідж ФРС і неспроможність політиків розуміти її операції, у розпал Великої депресії, коли банківська система перебувала в критичному стані, лідери Конгресу воліли обійти центральний банк і створити нові установи і бюро, що безпосередньо боролися б з банківською кризою.

Таким "субституттом" ФРС стала Корпорація фінансування реконструкції (Reconstruction Finance Corporation – RFC). Закон про її утворення було ухвалено 22 січня 1932 р. за ініціативою Президента США Г.Гувера. RFC була державною корпорацією, що діяла під керівництвом Казначейства США, її капітал у розмірі 500 млн дол. було сформовано за рахунок надходжень від загальних податків. Вона могла випускати власні облігації і боргові розписки для залучення ще 1500 млн дол. Місія RFC полягала в кредитуванні банків, інших корпорацій і державних установ, що не могли отримати "допомогу з традиційних джерел", тобто перш за все від ФРС. Окрім використання бюджетних грошей, вона здійснювала запозичення на ринку цінних паперів і потім надавала ці кошти у кредит банкам, яким відмовила ФРС (Timberlake, 1993. P. 275–276).

Марність створення додаткових антикризових фінансових інституцій, які могли займатися лише перерозподілом існуючих фінансових ресурсів, невдовзі стала очевидною. До того ж Корпорація фінансування реконструкції оприлюднювала списки банків, які отримували її допомогу, а громадськість розцінювала цю інформацію як сигнал про слабкість відповідних банків, і набіги вкладників на них після цього лише посилювалися.

Через місяць після створення RFC, 27 лютого 1932 р., Конгрес ухвалив Акт Гласса-Стіголла "Про покращення можливостей Федеральної резервної системи щодо обслуговування торгівлі, промисловості і сільського господарства, про надання інструментів забезпечення потреб банків-членів у виняткових обставинах і для інших цілей". Цей закон надавав право

федеральним резервним банкам за згодою РФР кредитувати банки, які не мали прийнятних активів для традиційного механізму редисконтування, під заставу їхніх боргових розписок. До 3 березня 1933 р. на вимогу Федеральних резервних банків і за згодою більшості членів Ради Федерального резерву банкноти ФРС було дозволено випускати під заставу цінних паперів уряду США (*Federal Reserve Bulletin*, 1932).

Наступна хвиля зовнішнього відтоку золота і внутрішньої банківської паніки в четвертому кварталі 1932 р. була спричинена невизначеністю щодо економічної політики обраного у листопаді 1932 р. нового Президента США Ф.Д. Рузвельта, зокрема чутками про те, що його адміністрація збирається здійснити девальвацію (люди вилучали вклади і обмінювали банкноти на золото). ФРС відреагувала на зовнішній відтік золота, як і в 1931 р., підвищенням облікових ставок. Щоб зупинити поширення банківської паніки, уряди штатів один за одним почали оголошувати банківські канікули (першим був штат Невада, 21 жовтня 1932 р.) (*Engemann*, 2013).

До березня 1933 р. кількість банків у банківській системі зменшилася на третину, безробіття наблизилося до 25%, реальний ВВП скоротився на 30%, рівень цін упав на 25% (*Timberlake*, 1993. Р. 274). Зрештою, Президент Рузвельт з 6 березня 1933 р. оголосив загальнонаціональні банківські канікули, які, залежно від місця розташування банків, тривали до 13, 14 чи 15 березня (*Friedman, Schwartz*, 1963. Р. 324–332). 9 березня 1933 р. Рузвельт підписав Надзвичайний закон про банки. Цей закон надавав Президенту право оголосити банківські канікули, щоб зупинити втрату банківських резервів. Міністр фінансів отримав право вимагати від будь-якого індивіда чи організації здачі всіх золотих монет, зливків і сертифікатів, якими вони володіють, в обмін на "будь-яку іншу форму монет чи валюти, викарбуваних чи випущених відповідно до законів США" (*FRASER. Federal Reserve Archive*, 1933). Кілька місяців по тому, 12 травня 1933 р., Конгрес прийняв Поправку Томаса до Акта про регулювання сільського господарства (*Agricultural Adjustment Act (AAA)*). Ця поправка не стосувалася власне сільського господарства, а надавала Президенту США широкі дискреційні повноваження у монетарній сфері. Зокрема, у разі "крайньої необхідності у розширенні кредиту" йому надавалося право:

1) ініціювати проведення Федеральними резервними банками купівлі на відкритому ринку цінних паперів уряду США чи корпорацій, у яких уряд США є головним акціонером;

2) ініціювати купівлю федеральними резервними банками казначейських векселів чи інших зобов'язань уряду США на первинному ринку на суму 3 млрд дол.;

3) у разі, якщо не буде досягнуто згоди федеральних резервних банків і Ради Федерального резерву на проведення таких операцій, чи якщо їх виявиться недостатньо для отримання бажаних ефектів, наказати Казначейству випустити грінбеки також на суму 3 млрд дол.;

4) зменшити золотий вміст долара не більше ніж на 50%.

Поправка Томаса також передбачала внесення змін до Закону "Про Федеральний резерв" щодо надання права РФР за згодою не менше п'яти її членів і після затвердження Президентом США приймати рішення про збільшення чи зменшення резервів банків за строковими депозитами чи депозитами до запитання (*The National Agricultural Law Center*, 1933).

5 червня 1933 р. Конгрес ухвалив Акт "Про золотий резерв", що робив недійсними всі положення щодо оплати в золоті за усіма контрактами – як публічними і приватними.

16 червня 1933 р. було ухвалено Акт "Про банківську справу" (його ініціаторами також були Гласс і Стіголл, але оскільки у 1932 р. вже було прийнято Акт Гласса-Стіголла, то закон 1933 р. дістав коротку назву Акт "Про банківську справу"). Метою закону було запобігти витісненню "легітимного" кредиту спекулятивною торгівлею цінними паперами, нерухомістю, сировинними товарами.

По-перше, Закон надавав додаткові повноваження РФР і федеральним резервним банкам щодо нагляду за кредитами та інвестиціями банків-членів. Строк перебування на посаді членів РФР, що призначалися Президентом США, було збільшено до 12 років. Закон зобов'язував Федеральні резервні банки перевіряти характер кредитів та інвестицій банків-членів, зокрема слідкувати, щоб вони не кредитували спекулятивну торгівлю цінними паперами, нерухомістю чи сировинними товарами, і враховувати це при наданні рефінансування цим банкам. Керуючі федеральних резервних банків мали повідомляти про випадки неналежного використання кредиту банками-членами ФРС у їхніх округах Раду Федерального резерву, яка отримувала право відлучати банки на певний період часу від кредитів резервного банку.

По-друге, Закон розмежував комерційну та інвестиційну банківську діяльність. Комерційним банкам, що залучали депозити та надавали кредити, заборонялося здійснювати андеррайтинг і торгівлю цінними паперами. Упродовж року з дня ухвалення Закону банки повинні були вирішити, в якому статусі вони працюватимуть – комерційного чи інвестиційного банку. Обмеження на операції комерційних банків з цінними паперами не поширювалися на операції з державними цінними паперами.

По-третє, Закон містив ще ряд положень, які мали обмежити кредитування банками спекулятивних операцій. Щоб зменшити конкуренцію і запобігти прийняттю надмірних ризиків, банкам-членам ФРС заборонялося сплачувати відсотки за депозитами до запитання. З цією ж метою РФР надавалося право встановлювати стелі для відсотків за строковими депозитами, причому вони могли відрізнятися залежно від строків депозитів, умов їх виплати і місця видачі (Internet Archive, 1933).

По-четверте, Акт "Про банківську справу" 1933 р. централізував проведення операцій федеральних резервних банків на відкритому ринку. Федеральні резервні банки ще з 1922 р. намагалися координувати свої дії на відкритому ринку. У 1922 р. резервні банки Нью-Йорка, Бостона, Чикаго, Клівленда і Філадельфії створили комітет керуючих для планування і здійснення спільних операцій на відкритому ринку. У 1923 р. за згодою Ради Федерального резерву цей ситуативний комітет став офіційним Комітетом інвестицій на відкритому ринку (Open Market Investment Committee). Комітет з інвестицій на відкритому ринку складався з п'яти керуючих федеральних резервних банків, а його головою був керуючий Федерального резервного банку Нью-Йорка Б.Стронг. Цей комітет проводив операції на відкритому ринку від імені всієї системи резервних банків під загальним наглядом Ради Федерального резерву, з пропорційним розподілом трансакцій між округами. Це був добровільний механізм, за

резервними банками залишалося право здійснювати операції на відкритому ринку за власною ініціативою чи зменшувати свою участь у системних трансакціях (Richardson, Komai, Gou, 2013).

Рада Федерального резерву прагнула позбавити Федеральний резервний банк Нью-Йорка домінуючої ролі у Комітеті інвестицій на відкритому ринку. У березні 1930 р. замість Комітету, до якого входили п'ять членів, було створено Конференцію щодо політики на відкритому ринку (Open Market Policy Conference), до якої вже входили Керуючі всіх резервних банків і яка планувала політику на відкритому ринку спільно з Радою Федерального резерву. Цей орган небезпідставно описували як групу осіб, жодна з яких не знає, що робити, але які спільно вирішують, що нічого неможливо зробити. Справді, члени Конференції представляли віддалені один від одного регіони і не мали спільних поглядів на проблеми, оскільки для цього потрібно тривале щоденне співробітництво, а також оскільки всі федеральні резервні банки, окрім Федерального резервного банку Нью-Йорку, були зосереджені виключно на регіональних проблемах. 12 квітня 1932 р. після того, як керівник Федерального резервного банку Нью-Йорка Дж.Харрісон проінформував Конференцію про те, що наступного дня він повинен давати свідчення перед підкомітетом Палати представників Конгресу США, Конференція майже одногосно проголосувала за масштабну програму купівлі державних цінних паперів, що мала підтримати знекровлену банківську систему. Проте до кінця червня 1932 р. загальний обсяг викупу ФРС державних цінних паперів у розмірі 1 млрд дол. було нівельовано втратою золота в розмірі 500 млн дол. і зменшенням обсягу операцій дисконтування і придбання векселів на 400 млн дол., тож чистий приріст обсягу наданих ФРС кредитів становив 100 млн дол. Для одних представників ФРС це було сигналом до посилення стимулюючих дій, тоді як для інших – ознакою їх неефективності, оскільки вони буцімто лише заміщують одну форму кредиту іншою. Після того як Конгрес 16 липня 1932 р. оголосив перерву в роботі, Конференція щодо політики на відкритому ринку повернулася до своєї колишньої стратегії – як її характеризували М.Фрідман і А.Шварц – "мінімально необхідні заходи для порятунку репутації" (Friedman, Schwartz, 1963. P. 415–416). Взимку 1933 р., коли Велика депресія сягнула дна, а банківська паніка набула загальнонаціонального масштабу, частина федеральних резервних банків продовжували відмовлятися від скоординованих операцій на відкритому ринку для підтримки банківської системи та від редисконтування активів інших федеральних резервних банків. *Щоб унеможливити відмову федеральних банків від кооперації на відкритому ринку*, Конгрес і адміністрація Президента Рузвельта передбачили у Законі "Про банківську діяльність" 1933 р. *перетворення Конференції щодо політики на відкритому ринку у Федеральний комітет відкритого ринку ФКВР (FOMC), членами якого залишалися Керуючі дванадцяти резервних банків, але його рішення ставали обов'язковими для виконання всіма федеральними резервними банками.* Засідання Комітету мали відбуватися щонайменше чотири рази на рік на вимогу Голови Ради Федерального резерву чи трьох членів комітету.

По-п'яте, з огляду на те, що ФРС не вдалося запобігти банківській кризі, Закон 1933 р. "Про банківську справу" передбачав створення Федеральної корпорації страхування депозитів.

Скориставшись повноваженням, наданим Актом "Про золотий резерв" 1934 р., Президент Рузвельт віддав розпорядження скупити у населення і компаній усе монетарне золото, сплативши по 20,67 дол. за унцію. Протягом наступних кількох тижнів Президент своїм рішенням підвищив ціну золота на 59% до 35 дол. за унцію. Оскільки всі положення щодо золота в договорах були анульовані, уряд не повинен був ділитися отриманим від сеньйоражу прибутком в розмірі 2,8 млрд дол. з приватними "спекулянтами". Ця сума майже дорівнювала податковим надходженням за цілий рік. Другим джерелом доходу уряду в умовах падіння податкових надходжень під час депресії став продаж цінних паперів Казначейства та інших державних установ. *Майже всі нові закони стимулювали попит на цінні папери всіх рівнів уряду і державних установ.*

Акт "Про банківську діяльність" 1935 р. завершив реструктуризацію ФРС і фінансової системи. Багато положень попередніх законів містили тимчасові антикризові заходи, Акт же 1935 р. завершував і закріплював цикл реформ фінансової системи. Цей закон перетворив Федеральну резервну систему на суб'єкта грошово-кредитної політики. Хоч конкретні цілі цієї політики не було визначено, але встановлено центральний орган цієї політики і розширено її інструментарій.

По-перше, цей Закон централізував управління Федеральною резервною системою. Раду Федерального резерву було перейменовано у Раду Керуючих Федеральної резервної системи. Члени Ради стали йменуватися Керуючими (Governors). Керівники рад директорів федеральних резервних банків, які до цього йменувалися Керуючими, тепер стали Президентами федеральних резервних банків. Така зміна найменувань посад була символічною. У світі на той момент уже склалася традиція (вона бере початок ще від Банку Англії, з 1694 р.) називати особу у центральному банку, відповідальну за прийняття рішень, Керуючим (Governor). Зі складу Ради Керуючих було виключено Міністра фінансів і Контролера грошового обігу. Місце засідань Ради було перенесено з приміщення Казначейства до нової власної будівлі, де мав працювати і персонал, що обслуговував роботу Ради (Richardson, Komaі, Gou, 2013). Децентралізована система управління ФРС, гордість американської демократії, призначена для тонкого забезпечення специфічних потреб ринків різних регіонів, і її основний інструмент – редисконтування векселів – виявився непридатним в часи кризи. Основним інструментом поповнення ліквідності стали операції з державними цінними паперами, а для його застосування децентралізована система вже була не потрібна.

По-друге, Закон "Про банківську діяльність" 1935 р. перетворив Федеральний комітет відкритого ринку, створений Актом "Про банківську діяльність" 1933 р., на більш централізовану структуру і фактично передав управління операціями на відкритому ринку Раді Керуючих ФРС. За цим Законом до Комітету увійшли сім членів Ради Керуючих і п'ять представників федеральних резервних банків: по одному від визначених законом груп резервних банків. Склад ФКВР у сучасному вигляді було встановлено Законом від 1942 р.: це всі члени Ради Керуючих ФРС, Президент Федерального резервного банку Нью-Йорку, оскільки цей банк надає технічний майданчик для здійснення операцій ФРС на відкритому ринку, і чотири представники від таких груп резервних банків: Бостона, Філа-

дельфії і Річмонда; Клівленда і Чикаго; Атланти, Сент-Луїса і Далласа; Міннеаполіса, Канзас-Сіті і Сан-Франциско.

По-третє, Закон 1935 р. також наділяв Раду Керуючих правом встановлювати резервні вимоги і відсоткові ставки за депозитами банків-членів у резервних банках.

По-четверте, Закон 1935 р. посилив вплив Ради Керуючих на встановлення дисконтних ставок. Згідно з початковою версією Закону "Про Федеральний резерв" 1913 р. резервні банки самостійно встановлювали дисконтні ставки для своїх округів. Зміни дисконтних ставок підлягали затвердженню Радою Федерального резерву, але Рада не могла примушувати банки змінювати ставки. Закон Про банківську діяльність 1935 р. передбачав, що федеральні резервні банки встановлюють і відповідно узгоджують з Радою Керуючих ФРС дисконтні ставки кожні чотирнадцять днів, або частіше, на вимогу Ради Керуючих (100 Years Federal Reserve System, 1935).

По-п'яте, Законом 1935 р. федеральним резервним банкам було дозволено купувати і продавати будь-які облігації, ноти чи інші прямі зобов'язання США, що повністю гарантуються державою, без обмеження строків погашення, але лише на відкритому ринку. Чому тільки на відкритому ринку? Вважалося, що це допоможе запобігти монетизації дефіциту бюджету. Державні запозичення повинні були пройти "перевірку ринком". У 1947 р. у профільному комітеті Конгресу слухалося питання про те, щоб дозволити відповідні операції на первинному ринку. Тодішній Голова ФРС М.Екклз зазначав, що заборона Федеральним резервним банкам купувати державні цінні папери на первинному ринку просто змушує їх купувати ці папери у дилерів і здорожує ці операції за рахунок комісій (Hearing Before the Committee On Banking And Currency House of Representatives, 1947. P. 2-3). Цю пропозицію так і не було прийнято, але насправді держава має масу способів забезпечити "успішну перевірку ринком" державних цінних паперів перед їх придбанням центральним банком, тому обмеження, що передбачає проведення операцій з цінними паперами винятково на відкритому ринку, не варто вважати надто жорстким.

З 1932 р. ФРС вперше було дозволено використовувати державні цінні папери як заставу за банкнотами, це був тимчасовий захід для протидії депресії, потім цей механізм ще кілька разів застосовували як тимчасовий, і зрештою, згідно із Законом від 12 червня 1945 р. державні цінні папери стали використовуватися як застава за банкнотами ФРС на постійній основі (*Eagle Traders*).

Згідно з поточною редакцією Закону про ФРС заставою за банкнотами ФРС можуть бути: ноти (середньострокові облігації), драфти, векселі, акцепти, золоті сертифікати, сертифікати СПЗ і будь-які зобов'язання, що є прямими зобов'язаннями або повністю гарантуються США чи державними агенціями США, а також активи, які федеральні резервні банки можуть купувати на відкритому ринку та будь-які інші активи федеральних резервних банків (*Board of Governors of the Federal Reserve System, 2013*).

Проект Закону 1935 р., за який проголосувала Палата представників, передбачав ще більшу передачу повноважень до Ради Керуючих Федеральної резервної системи, але в Сенаті ці положення зустріли шалений опір, і їх було пом'якшено. в опозиції опинилися бізнесмени, банкіри, економісти й політики, які поважали ідеї, втілені в початковому Акті Про

ФРС 1913 р. – доктрину реальних векселів і децентралізацію управління грошовою пропозицією. Саме після гарячих дискусій у Сенаті до Закону було внесено зміни, що передбачали виключення Міністра фінансів і Контролера грошового обігу зі складу Ради Керуючих ФРС та збільшення тривалості перебування членів Ради на посаді до 14 років з метою зменшення її залежності від політичного циклу.

Велика депресія 1930-х і антикризова політика уряду призвели до масштабних бюджетних дефіцитів. У цих умовах ФРС мусила підтримувати ринок державних цінних паперів. У квітні 1942 р. США вступили у Другу світову війну, що вимагало суттєвого збільшення державних видатків і відповідної участі ФРС. *ФКВР проголосив політику підтримки відсоткових ставок за державними цінними паперами: від 0,375% за 90-денними казначейськими векселями до 2,5% за довгостроковими облігаціями.* Для виконання цього зобов'язання ФРС довелося купувати значні обсяги цінних паперів, що призвело до істотного зростання монетарної бази й інфляції, незважаючи на запровадження контролю за цінами та кредитного раціонування.

Якщо у 1932 р. рівень безробіття дорівнював 23,6%, у 1939 р. він ще становив 17,2%, то в 1945 р. вже впав до 1,9%. Це стало беззаперечним свідченням потужності державних видатків як антициклічного інструменту. З огляду на це у 1946 р. було ухвалено Закон "Про зайнятість", що наділив уряд відповідальністю за досягнення і збереження повної зайнятості (Hetzl, 2008. Р. 34). в Законі сказано, що "Федеральний уряд має вживати всіх можливих заходів, за сприяння і в кооперації з промисловістю, сільським господарством, робочою силою, урядами штатів та місцевими органами влади з метою ... створення і підтримки умов, за яких створюватимуться корисні можливості для зайнятості, включаючи самозайнятість, для тих, хто спроможний, бажає і готовий працювати, і для забезпечення максимальної зайнятості, виробництва і купівельної спроможності" (FRASER. *Federal Reserve Bank of Saint Louis*, 1946). Як бачимо, ціль щодо максимальної купівельної спроможності вже було поставлено, але поки що для уряду, підприємців і працівників. Для монетарної політики ФРС цей закон не знайшов місця в арсеналі державної політики.

Після закінчення Другої світової війни політики найбільше боялися повторення Великої депресії, але почала зростати інфляція. Проте ФРС США не відмовилася від політики фіксації низьких ставок за державними цінними паперами. *Вважалося, що динаміка цін залежить від поведінки приватних суб'єктів, а не від політики центрального банку, і те, що росте (внаслідок спекуляцій), мусить потім впасти.* Справді, у США рівень цін зріс, а потім упав після війни 1812 р., після Громадянської війни, після Першої світової війни. в Англії те ж саме спостерігалось після Наполеонівських війн і Першої світової війни. *Тож інфляцію вважали наслідком спекулятивної активності інвесторів.* Саме так її розуміли політики, судячи з дискусій, що відбувалися під час слухань у Конгресі США щодо Закону "Про повну зайнятість" у 1945 р. Більше того, посилення концентрації економічної влади у великих корпорацій і профспілок перетворювало рівень цін радше на інституційну характеристику, ніж змінну, що врівноважує економічну систему (Meltzer, 2003. Р. 579). Для зменшення інфляційного тиску ФРС в той час використовувала прямий контроль за спожив-

чим кредитом (так звана інструкція W), зокрема встановлюючи обмеження щодо мінімального першого внеску за кредитами в розстрочку і максимальних строків погашення (вони були встановлені на рівні 90 днів для кредитів, що погашаються однократним платежем, і 12 місяців для кредитів у розстрочку). Оскільки переорієнтація виробничих потужностей на військові потреби призвела до зменшення пропозиції споживчих товарів тривалого вжитку, обмеження споживчих кредитів мало зменшити тиск на ціни цих дефіцитних товарів. Другим інструментом, який ФРС використовувала для обмеження приросту монетарної бази в цей період, було підвищення норми резервних вимог (Waiwood, 2013).

У 1950 р. США вступили у війну з Кореєю. в лютому 1951 р. споживча інфляція досягла 21% в річному вимірі. ФРС прагнула більш жорсткої монетарної політики, але Казначейство продовжувало наполягати на підтримці ФРС низьких відсоткових ставок за державними цінними паперами. *Якщо в 1930-х роках політики вже не вважали рецесії неминучою реакцією на спекулятивну надмірність, то в 1950-х й інфляцію перестали розглядати винятково як результат спекуляцій. Уже в 1947 р. Голова Федерального комітету відкритого ринку ФРС М.Екклз говорив: "Навіть кредити на продуктивні цілі є інфляційними, якщо вони підвищують попит на працю й матеріали, пропозиція яких уже обмежена"* (Hetzl, 2008. Р. 49). Перетворення ФРС на самостійного регулятора завершилося відкритим конфліктом з Міністерством фінансів і Президентом США у 1951 р. Прагнучи зберегти фіксацію ФРС низьких відсоткових ставок за державними борговими інструментами, адміністрація Трумена вдалася до безпрецедентної дії. Міністр фінансів Дж.Снайдер у січні 1951 р., не повідомивши ФРС, через прес-реліз зробив публічну заяву про те, що ФРС, як і раніше, підтримуватиме ціни на державні цінні папери і ставки їх доходності, щоб допомогти Казначейству у фінансуванні Корейської війни. Насправді про таку підтримку домовленості не було. У Казначействі розраховували, що ФРС не наслідиться назвати Міністра фінансів брехуном. Але Голова ФРС М.Екклз наважився на протидію. З допомогою фінансових журналістів з "The Washington Post" і "The New York Times" М.Екклз опублікував власний прес-реліз, де було сказано, що жодних таких домовленостей не було. На підтвердження було наведено протоколи зустрічі між Радою Керуючих і Президентом, з яких Міністр фінансів зробив висновок про буцімто досягнення домовленості про співпрацю (Timberlake, 1993. Р. 313–314). Невдовзі після цього ФРС інформувала Казначейство, що з 19 лютого 1951 р. вона більше "не підтримуватиме існуючу ситуацію". Потребуючи рефінансування існуючого боргу і залучення нового, Казначейство прагнуло покласти край невизначеності і публічним дискусіям з приводу взаємодії між ним і ФРС. 4 березня 1951 р. Казначейство і ФРС виступили зі спільною заявою, що увійшла в історію як Accord, де говорилося, що відомства "досягли повної домовленості щодо управління боргом і монетарної політики, що мають здійснюватися для досягнення їхньої спільної мети: забезпечення успішного фінансування державних потреб і, разом з тим, мінімізації монетизації державного боргу" (100 Years Federal Reserve System, 1951). З пасивного інструменту забезпечення "еластичної кількості грошей" для "задоволення потреб комерції", а потім інструменту підтримки ринку державних цінних паперів ФРС стала пере-

творюватися на активний інститут контролю за сукупним попитом та інфляцією шляхом маніпуляції короткостроковими ставками. Почався етап складних взаємовідносин ФРС і Міністерства фінансів як двох незалежних макрорегуляторів з різними сферами відповідальності, але тісно пов'язаних через ринок державних цінних паперів і грошовий ринок.

Висновки

1. Якщо в Європі заснування перших центральних банків означало встановлення прив'язки маси банкнот в обігу до державного боргу (скажімо, банк Англії згідно із законом 1694 р. вкладав увесь акціонерний капітал у державні цінні папери, а потім уже на цю суму міг емітувати банкноти), то створення ФРС у США, навпаки, було спробою відійти від емісії банкнот національних банків під забезпечення державним боргом. Від ФРС очікували, що вона стане більш ефективним кредитором останньої надії, ніж національні резервні банки, та емітентом більш еластичної щодо потреб бізнесу валюти, що випускатиметься під заставу редисконтованих федеральними резервними банками векселів.

2. Довіра до грошей, емітованих ФРС зразка 1913 р., мала спиратися на такі опори: 1) обмежена пропозиція золота; 2) обмежена кількість короткострокових комерційних паперів (під які здійснюватиметься кредитна емісія ФРС); 3) розважливості комерційних банків, які дбатимуть про прибутковість свого бізнесу; 4) політика федеральних резервних банків, які враховуватимуть ситуацію на регіональному рівні, і нарешті 5) політика Ради Федерального резерву, яка братиме до уваги загальнонаціональні умови і інтереси.

3. Початкова редакція Закону "Про Федеральний резерв" 1913 р. передбачала, що в довгостроковій перспективі динаміку грошової маси визначатимуть правила золотого стандарту, а в короткостроковому періоді – не дискреція Міністра фінансів, як було раніше, а потреби ринку, на які чутливо реагуватимуть федеральні резервні банки. Таким чином, Акт "Про Федеральний резерв" був спробою поєднати повноваження, якими користувалися Казначейство і клірингові дома, у інституції, яка була б легітимною, незалежною, мала наукову основу (доктрину реальних векселів, стаття 13 Закону), була федеративною і ефективною (закон зобов'язував її забезпечувати еластичність валюти і задовольняти потреби бізнесу).

4. З початком Першої світової війни основним суб'єктом міжнародної торгівлі стали держави, а не суб'єкти ринку. Відповідно, і на динаміку потоків золота мали відповідати не ринки, а держави. Закон про ФРС цього не передбачав – він виходив із повноцінного функціонування золотого стандарту, і все ж на цей зовнішній виклик ФРС відповіла більш активно, ніж на внутрішні. Закон "Про ФРС" чітко встановлював нормативи забезпечення золотом банкнот і депозитів, і для їхнього захисту ФРС у 1920-х та на початку 1930-х застосовувала підвищення дисконтної ставки.

5. Набагато важче ФРС було відреагувати на внутрішні виклики, адже доктрина реальних векселів означала по суті пасивну політику слідування за ринком. До того ж внутрішні економічні цілі взагалі не було сформульовано з огляду на панування доктрини *laissez-faire*. Закон "Про зайнятість" було ухвалено аж у 1946 р., після того як ефективність політики державних видатків була підтверджена практикою. та й у цьому законі про

політику ФРС ще не йшлося. Децентралізація ФРС, за якої лише федеральний резервний банк Нью-Йорку здійснював загальнонаціональну і зовнішню діяльність, а решта федеральних резервних банків опікувалася регіональними інтересами, також не сприяла проведенню скоординованих дій в умовах банківської кризи. Легітимний кредитор останньої надії виявився набагато менш ефективним, ніж колись асоціації клірингових домів з їхніми креативними нелегітимними платіжними засобами для надзвичайних ситуацій (про них ішлося в статті 1 циклу). Усе це пояснює пасивність ФРС під час буму 1920-х років, банківських криз 1931 і 1933 рр. і Великої депресії.

6. У розпал Великої депресії у 1932 і 1933 рр. було ухвалено закони, які тимчасово допускали відхилення від доктрини реальних векселів – кредитування банків під заставу їхніх боргових розписок та емісію банкнот під заставу державних цінних паперів. Зрештою, у 1935 р. в Законі "Про банківську діяльність" було остаточно оформлено перетворення ФРС на суб'єкта політики: управління Федеральною резервною системою централізовано в Раді керуючих ФРС, розширено інструментарій грошово-кредитної політики: збільшено можливості для операцій федеральних резервних банків з державними цінними паперами, централізовано їх проведення у Федеральному комітеті відкритого ринку, де більшість голосів належить Раді Керуючих; Раді Керуючих ФРС надано право змінювати нормативи обов'язкових резервів банків та посилено її контроль над обліковими ставками федеральних резервних банків. Банківські кризи 1930–1931 та 1933 рр. і Велика Депресія поховали ідею децентралізованої резервної системи, що слідує за потребами ринку, і валюти, забезпеченої реальними векселями. З 1945 р. державні цінні папери стали використовуватися як застава за банкнотами ФРС на постійній основі. Активи, довіра до яких гарантувалася чи створювалася державою, дедалі більше ставали основою грошової емісії.

7. До 1951 р. ФРС не судилося стати незалежною від Міністерства фінансів, як про це мріяли автори первісного закону про ФРС. Упродовж і після Першої світової війни, Великої депресії і Другої світової ФРС сприяла Казначейству у розміщенні державних цінних паперів. Коли фінансова система потребувала стимулювання, саме уряд став позичальником останньої надії. Закони, прийняті під час Великої депресії, стимулювали попит на цінні папери всіх рівнів уряду і державних установ. З квітня 1942 по лютий 1951 р. ФКВР підтримував фіксовані ставки за державними цінними паперами: від 0,375% за 90-денними казначейськими векселями до 2,5% за довгостроковими облігаціями.

8. Якщо в 1930-х роках політики вже не вважали рецесії неминучою реакцією на спекулятивну надмірність, то в 1950-х й інфляцію перестали розглядати винятково як результат спекуляцій. З пасивного інструменту забезпечення "еластичної кількості грошей" для "задоволення потреб комерції", а потім інструменту підтримки ринку державних цінних паперів ФРС стала перетворюватися на активний інститут контролю за сукупним попитом та інфляцією шляхом маніпуляції короткостроковими ставками. Почався етап складних взаємовідносин ФРС і Міністерства фінансів як двох незалежних макрорегуляторів з різними сферами відповідальності, але тісно пов'язаних через ринок державних цінних паперів і грошовий ринок.

В наступній статті циклу буде показано, як постала ще одна іпостась ФРС – як банкіра суспільства і незалежного (в сенсі власного ранжування макроекономічних цілей) від Міністерства фінансів державного регулятора.

Література

- 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.
- 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
- 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
- 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 Superceded 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/FullTextTheGlass-steagallActA.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>.

Надійшла в редакцію 12.01.2015 р.

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)

Tetiana Krychevska

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.