

МЕЖДУНАРОДНЫЙ ВАЛЮТНЫЙ ФОНД

Консультации в соответствии со Статьей IV с Соединенными Штатами Америки

за 2009 год

Заключительное заявление миссии МВФ

10 июня 2009 года

Контекст

1. **Финансовый и экономический кризис в США имел серьезные глобальные последствия.** В период, предшествовавший кризису, широко распространилась значительная недооценка рисков — особенно в жилищном секторе — и рост леввериджа и несоответствия ликвидности, в частности при помощи забалансовых структур и небанковских организаций в менее регулируемых сферах. На фоне благоприятной мировой финансовой конъюнктуры эта динамика вызвала неустойчивое накопление финансовых дисбалансов, прежде всего на рынках жилья. Резкое снижение цен на жилье, начавшееся в 2007 году, привело к ослаблению позиций нескольких системно важных финансовых организаций, пиком которого стал крах Lehman Brothers, и выявило серьезные слабые места в системе регулирования и санации США. За этим последовала сильнейшая со времен Великой депрессии всемирная паника на финансовых рынках, с чрезвычайной напряженностью на рынках широкого диапазона, изменчивостью потоков капитала и валютных курсов, а также каскадом системных событий. Произошел обвал экономической активности в мировом масштабе, при резком спаде торговли и самом резком за послевоенный период спаде производства в развитых экономиках как группе. Экономики с формирующимся рынком также подверглись интенсивному давлению, при сокращении объема торговли и ужесточении международных условий финансирования.

2. **После краха Lehman Brothers официальные органы США принимали все более решительные и комплексные ответные меры экономической политики.** Эти меры включают сильные денежно-кредитный и бюджетный стимулы, последний соответствует целевым показателям, согласованным Группой 20-ти; меры по смягчению напряженности на рынках жилья; и широкий диапазон мер по восстановлению финансовой стабильности. При этом ответные меры прозрачны, официальные органы распространяют значительный объем информации о своих инициативах, что, как показала совсем недавно Программа оценки состояния достаточности банковского капитала (SCAP), играет важную роль в «размораживании» рынков. США в целом избегали протекционистских мер в разгар кризиса (хотя положения, требующие покупать товары американского производства в законе о стимуле, вызвали беспокойство среди торговых партнеров) и предлагают идти в направлении удвоения иностранной помощи (при этом она все равно останется на скромном уровне по сравнению с целевыми показателями ООН).

Перспективы и риски

3. **Согласно последним данным, резкий спад объема производства, возможно, в настоящее время заканчивается, хотя экономическая активность остается на низком уровне.** Экономические показатели указывают на снижение темпов спада, особенно на рынках труда и жилья, которые являются залогом экономического подъема и финансовой стабильности. Параллельно с этими рынками заметно улучшилась финансовая конъюнктура, при уменьшении спредов процентных ставок и крепнущей уверенности в финансовой стабильности в результате мер, принятых правительством, Федеральной корпорацией по страхованию депозитов (ФКСД) и Федеральной резервной системой. При этом и финансовые, и экономические показатели остаются на напряженном или слабом по историческим меркам уровне.
4. **Согласно персоналу МВФ, в перспективе ожидается постепенное оживление экономики, в соответствии с прошлым международным опытом кризисов на финансовых и жилищных рынках.** Ожидается, что сочетание финансовой напряженности и продолжающейся корректировки жилищного рынка и рынка труда будет сдерживать рост в течение некоторого времени, начало устойчивого подъема прогнозируется лишь в середине 2010 года. На этом фоне ожидается снижение ВВП на 2½ процента в 2009 году, с последующим умеренным ростом на ¾ процента в 2010 году в годовом исчислении (в 4 квартале 2009 года — (-1 ½) процента по сравнению с 4 кварталом предыдущего года и (+1 ¾) процента в 4 квартале 2010 года). Между тем, усугубляющееся отсутствие динамизма в экономике — при пике безработицы, достигающей почти 10 процентов в 2010 году, — снизит базовую инфляцию до крайне низкого уровня, при ожидаемом снижении общего уровня ИПЦ на ½ процента в 2009 году и повышении на 1 процент в 2010 году.
5. **Ближайшие перспективы характеризуются необычным уровнем неопределенности, при сохранении баланса рисков недостижения ожидаемого уровня.** Возможно, как предположили некоторые из наших собеседников, что решительные ответные меры политики могут привести к более типичному быстрому подъему, с возникающим «кругом благоразумия», то есть укреплением доверия и улучшением финансовой конъюнктуры. При этом существуют значительные риски того, что ожидаемый уровень не будет достигнут. Это включает обращение взыскания на заложенное имущество и дальнейшее снижение цен на жилье, которые, в сочетании с растущей безработицей, могут усилить давление на домашние хозяйства, на внутренние и иностранные балансы, и повысить риски дефляции; ухудшение положения на рынке коммерческой недвижимости, которое, возможно, еще не скоро закончится; повышательное давление на процентные ставки, беспокойство по поводу устойчивости бюджета; и растущие трудности в корпоративном секторе. Многие будут также зависеть от событий за рубежом, в том числе от прогресса в укреплении финансовых организаций и рынков.

Политика на будущее: от подъема к стабильности

6. На данном этапе перед официальными органами США стоят три взаимосвязанных задачи:

- завершение экономической и финансовой стабилизации в краткосрочной перспективе, с тем чтобы создать условия для устойчивого подъема;
- разработка стратегий для постепенного прекращения массовой государственной интервенции в координации с другими странами;
- устранение более долгосрочного наследия кризиса — трансформации финансовой системы, ухудшения бюджетных дисбалансов и ущерба, нанесенного балансам домашних хозяйств.

В то время как стабилизация является наиболее приоритетной задачей, она во многом зависит от других задач — в частности, денежно-кредитный и бюджетный стимул могут вызвать беспокойство по поводу инфляции и растущей задолженности, оказывая повышательное давление на процентные ставки. Это динамическое взаимодействие задач, стоящих в краткосрочной и долгосрочной перспективах, подчеркивает необходимость в разработке стратегий прекращения чрезвычайной поддержки и решения долгосрочных задач, и в распространении информации об этих стратегиях, а также в их неукоснительной реализации, на которой основано доверие. Кроме того, все эти проблемы усугубляются вероятностью того, что темпы потенциального экономического роста будут невысокими по историческим меркам в течение продолжительного периода — типичное наследие финансовых кризисов.

Стабилизация в краткосрочной перспективе

7. **Макроэкономическая политика оказывает необходимую поддержку спросу.** По прогнозам, адресный, своевременный, диверсифицированный и масштабный бюджетный стимул повысит прирост ВВП за год на 1 процент в 2009 и ¼ процента в 2010 году. Это обоснованно дополняется политикой сильной денежно-кредитной экспансии и мерами по смягчению условий кредитования, которые также снижают финансовую напряженность. Четкая информация и в дальнейшем о краткосрочных перспективах будет иметь решающее значение для фиксирования инфляционных ожиданий ввиду сложившейся неопределенности. Если экономическая активность окажется слабее ожидаемой, Федеральная резервная система может пойти на дальнейшее смягчение условий кредитования и укрепление своих обязательств по проведению весьма адаптивной политики. В случае необходимости можно будет также рассмотреть дополнительный бюджетный стимул, направленный в первую очередь на быстро действующие меры, хотя он, возможно, должен будет сопровождаться более решительной среднесрочной корректировкой.

8. **Меры по стабилизации финансового и жилищного рынков оказывают заметное влияние на финансовую конъюнктуру.** Меры, принятые в рамках Плана финансовой стабильности, наряду с инициативами ФКСД и Федеральной резервной системы, во многом способствовали стабилизации финансовых условий. В числе таких мер, SCAP, Программа временной гарантии ликвидности и вливание банковского капитала способствовали значительному укреплению доверия к стабильности ведущих финансовых организаций. В будущем Программа государственно-частных инвестиций (PPIP) послужит инструментом для расчистки балансов банков. При этом пока неизвестно, будет ли этот механизм широко использоваться, поскольку банкам, возможно, придется отразить в учете значительные убытки по проданным кредитам, и инвесторы могут опасаться ограничений (например) на заработную плату. На рынках жилья покупка ценных бумаг, обеспеченных ипотекой, снизила ставки ипотечных кредитов, хотя в последнее время они были неустойчивыми. Одним из важных факторов неопределенности является то, в какой степени усилия по стимулированию условий ипотечного кредита остановят растущий процесс лишения владельцев права на заложенное жилье, особенно из-за наличия отрицательного собственного капитала в жилье многих домашних хозяйств, для улучшения которого могут потребоваться дополнительные меры, такие как субсидированное списание.

9. **Неотложной приоритетной задачей является завершение укрепления капитала банков, с учетом дальнейшего риска недостижения ожидаемого уровня.** Сценарий устойчивых низких темпов роста — ниже предусмотренных в базисном сценарии МВФ — снизит прибыль и увеличит убытки по кредитам, снизив капитал до уровня ниже целевых показателей, предусмотренных в SCAP (низких по историческим меркам). Это требует непрерывного тщательного мониторинга финансовой системы, наряду с регулярными стресс-тестами для оценки уязвимых мест; кроме того, до тех пор пока не начнется устойчивый подъем, целесообразно сохранить предлагаемый бюджетный резерв администрации для фондов финансовой стабилизации. Также большое значение будет иметь скорейшее внедрение предложенных рамок для санации небанковских финансовых учреждений, чтобы избежать повторения опыта Lehman, посредством усиления предсказуемости процесса санации крупных и сложных финансовых организаций, и тем самым снизить моральный риск.

Стратегия «выхода»

10. **Меры политики в ответ на кризис неизбежно повлекли за собой повышение роли государственного сектора в экономике.** Для стабилизации финансовой конъюнктуры и ослабления звена обратной связи макрофинансовой сферы, которое угрожало сокращением производства по спирали, стало необходимым масштабное вмешательство государства. В будущем сворачивание этого вмешательства будет сопряжено с серьезными трудностями и, с учетом высокого уровня трансграничной конкуренции в финансовом секторе, потребует

11. **Один из важнейших вопросов состоит в разработке стратегии «выхода» и информировании об этой стратегии, с тем чтобы изъять денежно-кредитный стимул сразу после начала устойчивого подъема.** Некоторые краткосрочные механизмы сейчас свертываются естественным образом, поскольку их условия сейчас менее благоприятны, чем рыночные ставки. Однако наращиваемое использование механизма кредитования инвестиций в срочные ценные бумаги, обеспеченные активами (TALF), и продолжающиеся покупки Казначейством долговых бумаг и ценных бумаг, обеспеченных ипотекой, может привести к значительному увеличению баланса, в основном за счет активов с большой дюрацией, которые, в зависимости от будущей конъюнктуры на финансовом рынке, могут потребовать длительного времени для ликвидации без дезорганизации рынка. В этих условиях потребуются комплексный подход, с тем чтобы обеспечить максимальную гибкость и заверить участников рынка в том, что Федеральная резервная система (ФРС) может изъять ликвидность, когда это необходимо. В этой связи существующие инструменты, в том числе проценты по избыточным резервам и традиционные операции по обратному выкупу, могут быть целесообразно дополнены операциями по обратному выкупу агентских ценных бумаг и бумаг, обеспеченных ипотекой, применением Программы дополнительного финансирования (что может потребовать соответствующего пересмотра верхнего предела федеральной задолженности) или, при необходимости, эмиссией ценных бумаг ФРС (что требует санкции конгресса). Кроме того, как предполагалось в мартовском совместном заявлении с Министерством финансов, будет целесообразно передать механизмы кредитования Maiden Lane Министерству финансов на раннем этапе, с тем чтобы уменьшить фактический кредитный риск ФРС.

12. **Плавное сворачивание государственной поддержки финансового сектора по мере нормализации условий необходимо во избежание искажений, бюджетных рисков и проблем управления.** Темпы сворачивания необходимо корректировать с учетом будущих улучшений финансовой конъюнктуры, но в целом оно должно быть направлено на постепенное сокращение субсидий и ужесточение условий доступа к любым механизмам кредитования, которые были созданы вынужденно, с тем чтобы свести к минимуму риски и отделить более прочные организации от хронически слабых. Успешные фирмы следует побуждать к возвращению предоставленного капитала и эмиссии негарантированного долга для подачи сигнала о своей жизнеспособности. Четкое информирование о государственной стратегии, особенно об условиях свертывания поддержки (связанных с целями программы), должно помочь обеспечить доверие участников рынка.

Долгосрочное наследие

13. **Главный урок кризиса состоит в необходимости серьезной реформы систем предотвращения и преодоления финансовых кризисов.** В этой связи мы

приветствуем предложение Администрации о создании органа регулирования системных рисков, который должен быть наделен четкими задачами относительно стабильности финансовой системы и нести за нее ответственность, иметь информацию и полномочия, необходимые для управления макропруденциальными рисками. Этот орган регулирования мог бы также регулярно публиковать обзоры системной стабильности, выделяя риски и уязвимые места. Системно значимые организации должны подчиняться более строгому режиму регулирования, надзора и ликвидации, с тем чтобы препятствовать чрезмерным масштабам, сложности и взаимозависимости таких организаций. Как предложил министр финансов США Гайтнер, издержки стабилизации могут заранее оплачиваться за счет сборов с организаций (предпочтительно, пропорционально их вкладу в системный риск). В общем плане, консолидация структуры органов регулирования может ускорить принятие решений, уточнить обязанности, способствовать взаимодействию с международными форумами и избежать повторного возникновения пробелов, сделавших возможным накопление системных рисков. Меры по решению проблемы процикличности и других вопросов, поставленных кризисом, по мере формирования соответствующих рекомендаций в Группе 20-ти на других международных форумах, могут дополнительно укрепить финансовую стабильность.

14. Возобновление работы частных рынков секьюритизации при содействии их устойчивости будет критически важным для восстановления достаточных темпов кредитных потоков. Хотя механизм TALF представляет собой важную промежуточную меру, органам регулирования и участникам частных рынков необходимо работать сообща, чтобы преодолеть недостатки существующей модели секьюритизации, в том числе путем улучшения раскрытия информации о процессе присвоения рейтинга и базовых кредитах и дифференциации рейтингов для секьюритизированных продуктов; укрепления обязательства организаций, формирующих пакеты, улучшить свою подотчетность; содействия более стандартной и простой секьюритизации благодаря кодексам поведения участников рынка. Необходимо будет также определить надлежащую роль для Федеральной национальной ассоциации ипотечного кредитования и Федеральной корпорации жилищного ипотечного кредита, как только прояснятся будущие контуры финансовой системы. Независимо от выбранной модели, следует разъяснить, имеют ли обязательства этих агентств жилищного сектора явную гарантию, а сами агентства должны подвергаться строгому надзору и регулированию.

15. Как и в других странах, финансовый кризис также приведет к серьезному и продолжительному ухудшению государственных финансов, что усугубит уже значительные проблемы растущих расходов на социальные блага.

На 2009–2011 годы, по оценкам персонала, федеральные дефициты составят в среднем 9 процентов ВВП, долг на руках у населения и корпораций возрастет почти вдвое до 75 процентов ВВП; при сокращении сроков долга валовые потребности в финансировании, по оценкам, составят 30 процентов ВВП, что почти вдвое больше

докризисного уровня. В будущем такой рост долга может оказать значительное давление на ставки по долгосрочным казначейским облигациям, что, наряду с более низким потенциальным экономическим ростом, увеличит бюджетные трудности. Кроме того, бюджетные перспективы сопряжены с другими рисками: от возможных требований поддержки частных пенсий и финансов штатов до дополнительных расходов на финансовый сектор (в том числе на покрытие убытков по интервенциям и средства для ФКСД и агентств жилищного сектора).

16. В бюджете Администрации на 2010 финансовый год установлены надлежащие среднесрочные бюджетные задания, но для достижения его целей потребуются дополнительные меры. Мы приветствуем более высокую степень прозрачности бюджетного документа, в том числе указание десятилетних прогнозов и включение более реалистичных предположений относительно расходов на оборону и налоговой политики, а также предложение по законодательным нормам о нейтрализации новых расходов; полностью поддерживаем основополагающую цель скорейшей стабилизации государственного долга. Вместе с тем, как также отмечалось Бюджетным управлением Конгресса, долгосрочные экономические предположения, на которых основан бюджет, являются относительно оптимистичными; согласно экономическим предположениям персонала, для достижения среднесрочной траектории долга, установленной в бюджете, потребуются значительно более серьезные бюджетные меры — порядка 3½ процента ВВП до 2019 включительно. При уже исторически низком уровне дискреционных расходов доходы потребуются увеличить. Такие шаги могут включать расширение базы (в том числе сокращение возможности вычета из налогов процентов по корпоративному долгу и ипотечным кредитам населению), введение федерального налога на потребление, повышение налогов на энергоресурсы и повышение взимаемости налогов (последняя мера изучается целевой группой по налоговой реформе при Президенте).

17. Кроме того, для обуздания растущих расходов на социальные блага в более долгосрочной перспективе потребуются значительные дополнительные меры. В этой связи акцент Администрации на реформе здравоохранения (важнейший долгосрочный риск) представляется особенно позитивным, в том числе цели достижения полностью обеспеченного средствами всеобщего здравоохранения и сокращения годовых темпов роста расходов на 1,5 процентных пункта, особенно путем повышения эффективности затрат на лечение. Однако отдачу от мер по снижению затрат, которое насущно необходимо для стабилизации финансов программ Medicare/Medicaid, оценить очень сложно, поскольку они зависят от усиления стимулов к экономии для пациентов и частных поставщиков услуг. Соответственно, затраты на здравоохранение необходимо будет внимательно контролировать, следует оперативно принимать дополнительные меры, если не будут достигнуты успехи. Мы приветствуем намерение Администрации действовать для достижения политического консенсуса по социальному обеспечению после завершения реформ здравоохранения.

18. **Финансовый кризис будет также иметь важные последствия для счетов внешнеэкономических операций США и, в более общем плане, для роли США в мировой экономике.** В будущем сбережения населения, как ожидается, будут по-прежнему расти по мере того, как домашние хозяйства будут восстанавливать балансы. Это, наряду с некоторой бюджетной консолидацией и более жесткими финансовыми условиями, должно закрепить недавнее снижение дефицита счета текущих операций и вывести его на более приемлемый уровень в среднесрочной перспективе. С учетом недавнего снижения валютного курса, по оценке персонала, доллар США в настоящее время лишь немного выше уровня, предполагаемого основными экономическими показателями; вместе с тем, многое будет также зависеть от динамики внешнего спроса на активы США, что подчеркивает важность бюджетных реформ и реформ финансового рынка. В общем плане, в обозримом будущем потребитель США вряд ли будет играть роль мирового «покупателя последней инстанции», что предполагает, что другим регионам потребуется играть все большую роль в поддержке роста мировой экономики и структурной перестройки.