

МЕЖДУНАРОДНЫЙ ВАЛЮТНЫЙ ФОНД  
Заключительное заявление миссии 2010 года в соответствии со Статьей IV  
в Соединенные Штаты Америки  
21 июня 2010 года

**Благодаря активным и действенным ответным мерам политики восстановление после Великой рецессии происходит на все более прочной основе.** С середины 2009 года масштабное макроэкономическое стимулирование и поворот в цикле товарно-материальных запасов позволили преодолеть существующую напряженность балансов, (при поддержке стабильно улучшающихся финансовых условий) началось также укрепление независимого частного спроса. Несмотря на все еще умеренный характер, если судить по стандартам прошлого, подъем оказался активнее, чем ранее ожидалось, что было в значительной мере связано с энергичными и действенными антикризисными макроэкономическими мерами официальных органов, а также с существенными успехами, достигнутыми в стабилизации финансовой системы. Были приняты также важные меры по поддержанию экономического роста и стабильности в среднесрочной перспективе, в том числе посредством принятия эпохального законодательства в сфере здравоохранения и, как отмечалось в оценке ФСАП (см. прилагаемую текстовую вставку), заметного продвижения в сфере реформирования финансового регулирования.

**Одновременно с восстановлением экономики улучшились перспективы, но сохраняющиеся недостатки балансов домашних хозяйств и финансовых балансов — наряду с повышенным уровнем безработицы — вероятно, будут и далее ограничивать частные расходы.** На 2010 год прогнозируется рост ВВП на уровне 3¼ процента и примерно 3 процента в 2011 году при очень низкой инфляции и безработице, остающейся выше 9 процентов. Положительный момент заключается в том, что потребление может превзойти прогнозы, если доверие и уровень занятости будут улучшаться быстрее, чем это ожидалось; в более общем плане, уровень активности в ряде секторов чрезвычайно понижен и можно ожидать, что его возвращение к нормальным показателям будет быстрее предполагаемого. Отрицательными факторами являются количество нерассмотренных дел об отчуждении заложенных домов и высокий уровень отрицательной чистой стоимости жилья в сочетании с повышенной безработицей, которые создают риски двойного спада в жилищной сфере; продолжающееся ухудшение ситуации в сфере коммерческой недвижимости, создающее риски для более мелких банков; сохраняющиеся жесткие условия финансирования, особенно для мелких компаний, зависящих от банковского финансирования. В самое последнее время напряженность в сфере суверенного долга в Европе стала вызывать все большее беспокойство, она сместила баланс рисков в сторону ухудшения. Она может потенциально оказать

воздействие на США через финансовый рынок и, в рамках сценария рисков больших отклонений, через торговые связи.

США: Среднесрочные перспективы (изменение в процентах, если не указано иное)						
	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Реальный ВВП	3,3	2,9	2,8	2,8	2,6	2,6
Потребительские цены	1,6	1,1	1,5	1,7	1,8	2,0
Уровень безработицы 1/	9,7	9,2	3,4	7,6	6,9	6,3
Счет текущих операций 2/	-3,2	-3,4	-3,5	-3,6	-3,7	-3,6
Источник: оценки персонала МВФ. 1/ В процентах рабочей силы. 2/ В процентах ВВП.						

**С точки зрения макроэкономики основной проблемой является разработка вызывающей доверие налогово-бюджетной стратегии, призванной обеспечить, что государственный долг выведен на приемлемую траекторию (и рассматривается как таковой) и не создает угрозы для подъема экономики.**

С 2007 года долговые обязательства на руках у населения и организаций почти удвоились до 64 процентов ВВП — самый высокий уровень с 1950 года — и в случае сохранения текущей политики к 2020 году могут достичь 95 процентов ВВП. После этого, по мере нарастающего воздействия стареющего населения и растущих затрат на здравоохранение долг увеличится к 2030 году дополнительно до уровня свыше 135 процентов ВВП и затем продолжит свой рост. В этой связи реформа здравоохранения обеспечивает долгожданную основу для контроля за расходами, но первоначальные сбережения будут умеренными и будут зависеть от реализации множества мер. В условиях неопределенности в отношении того, смогут ли новые меры политики сдерживать расходы на здравоохранение, Независимый консультативный совет по платежам будет играть ключевую роль в мониторинге и корректировке чрезмерного роста расходов. В случае сохранения чрезмерного роста расходов следует рассмотреть другие меры, например, сокращение освобождений от налогов для отчислений работодателя на медицинское страхование.

<b>Бюджетные прогнозы персонала МВФ для федерального правительства</b> <b>(текущая политика)</b>					
(в процентах от ВВП, финансовые годы)					
	2010	2011	2012	2015	2020
Сальдо федерального бюджета 1/	-11,0	-8,1	-5,3	-5,6	-7,3
Первичное сальдо федерального бюджета 1/	-9,8	-6,7	-3,4	-2,0	-2,3
Структурное первичное сальдо 2/	-7,6	-5,4	-2,5	-1,8	-2,3
Федеральные долговые обязательства у населения	64,0	69,0	72,4	80,4	96,3

1/ Оценки дефицита скорректированы с учетом ЧПС затрат на поддержку финансового сектора.  
2/ Не включает чистые проценты, циклические эффекты и затраты на поддержку финансового сектора.  
Источник: оценки персонала МВФ.

**Обязательство официальных органов сократить бюджетный дефицит вдвое к 2013 году и намерение стабилизировать к 2015 году государственный долг на уровне чуть выше 70 процентов ВВП являются положительными шагами, хотя многое еще предстоит сделать для достижения этих целей.** В свете использования менее оптимистичных экономических допущений, чем администрация США, мы усматриваем необходимость в более крупномасштабной корректировке в целях стабилизации долга, чем это предполагалось официальными органами — в частности, к 2015 году добиться первичного профицита федерального бюджета в объеме примерно  $\frac{3}{4}$  процента ВВП, что больше, чем целевой показатель первичного сальдо, представленный Бюджетной комиссией. Для этого, в свою очередь, потребуется структурная бюджетная корректировка (без учета нормального циклического восстановления) в размере примерно 8 процентов ВВП за этот период, что примерно на  $2\frac{3}{4}$  процента ВВП превышает планы администрации США. Отчасти такая консолидация может быть достигнута за счет сокращения расходов, и можно лишь приветствовать намерение правительства США заморозить дискреционные расходы, не связанные с безопасностью. Вместе с тем также потребуются меры по повышению доходов, что, по мнению миссии, могло бы включать дальнейшее расширение налогооблагаемой базы за счет сокращения вычетов, в частности по процентам по ипотеке; более высоких налогов на энергоресурсы; национального налога на потребление; или налога на финансовую деятельность (который также может снижать системные риски). В перспективе, после 2015 года целью должно стать прочное удержание государственного долга на убывающей траектории, чтобы восстановить пространство для бюджетного маневра (в особенности с учетом рисков крупных дефицитов финансирования пенсионных и медицинских программ органов государственного управления штатов и местных государственных органов).

**Сроки и структура корректировки нуждаются в тщательной проработке, с тем чтобы свести к минимуму воздействие на спрос и одновременно обеспечить доверие.** В этой связи, заслуживающий доверия бюджетный план может включать три базовых элемента. Во-первых, необходима первоначальная корректировка начиная с 2011 финансового года; в существующих обстоятельствах снижение структурного дефицита на 2 процента, предлагаемое в бюджете на 2011 финансовый год, можно считать вполне приемлемым. Во-вторых, она должна подкрепляться четким обязательством проведения дальнейших мер, необходимых в предстоящие годы, например, посредством закрепления целевых показателей и (или) мер в законодательстве; и, в-третьих, требуются дальнейшие меры по устранению напряженности в сфере социальных пособий, в особенности, дисбалансов в сфере социального обеспечения, где хорошо известно, какими должны быть необходимые действия. Неотложные меры должны проводиться таким образом, чтобы оказывать наименьшее воздействие на спрос (например, сокращение освобождений от уплаты налогов для домашних хозяйств с высокими доходами). При необходимости может также существовать возможность компромиссов между тремя элементами, например, если возникнут риски ухудшения ситуации: например, если имеется консенсус в отношении коренной реформы социальных пособий, которая, скорее всего, будет иметь незначительное воздействие на спрос, неотложные меры могут быть перенесены на более поздние периоды.

**Между тем дополнительные меры по поддержке активности, рассматриваемые в конгрессе, должны иметь выверенную направленность в рамках основы, заложенной в бюджете на 2011 финансовый год, и в максимально возможной степени компенсироваться в последующие годы.** В связи с этим риск растущей структурной безработицы в свете сохраняющихся несоответствий в отношении квалификации и географического распределения (последнее усугубляется ипотеками с отрицательной разностью между стоимостью обеспечения и задолженностью) и длительных периодов отсутствия работы, может оправдывать поддержку поиска работы и занятости. По мере снижения уровня безработицы постепенный переход от расширенной поддержки безработных к целенаправленным мерам, например, налоговым кредитам для найма на работу, может стимулировать создание рабочих мест и поиск работы и одновременно снижать риски того, что затянувшаяся поддержка безработных ухудшает квалификацию работников и повышает уровень структурной безработицы (как и в случае существующего продления страховых пособий по безработице, поддержка может быть скорректирована в соответствии с конъюнктурой регионального рынка труда). Кроме того, в рамках существующей системы, возможно, придется в дальнейшем поддерживать предотвращение отчуждения заложенного жилья, если ситуация на рынке жилья ухудшится. В рамках наихудшего сценария, возможно, придется пересмотреть вопрос о введении процедур «волевого» утверждения плана банкротства. Для обеспечения согласованности с задачами долгосрочной налогово-бюджетной стабильности любые такие целевые меры должны автоматически отменяться при

снижении напряженности на рынках жилья и труда и компенсироваться будущим ужесточением в рамках положений об обязательной компенсации новых расходов.

**В отношении денежно-кредитной политики Федеральная резервная система (ФРС) успешно обеспечивала компромисс между краткосрочной поддержкой и доверием в среднесрочной перспективе.** Она надлежащим образом поддерживала чрезвычайно низкий уровень ставок интервенции и демонстрировала свое намерение сохранять их в течение продолжительного периода, содействуя экономической и финансовой стабильности. В то же время, опираясь на отлаженный и эффективный обмен информацией, ФРС свернула почти все свои механизмы чрезвычайного финансирования и прекратила реализацию достаточно масштабной программы покупки активов практически без неблагоприятного воздействия на рынки. В краткосрочной перспективе при весьма низкой инфляции можно предположить, что сохранение текущего высокого уровня адаптации денежно-кредитной политики целесообразно для защиты от рисков дефляции и помогает противодействовать грядущему «фискальному тормозу» экономической деятельности, одновременно стабилизируя финансовые условия.

**В более отдаленной перспективе ФРС вполне в состоянии контролировать неопределенность в отношении отмены денежно-кредитных стимулов.** Это включает возросшую неопределенность в отношении эффектов воздействия денежно-кредитных операций на ставку по федеральным фондам, желательный уровень резервов, соответствующий более близкому к обычному режиму ведения операций, а также эффективность недавно утвержденных инструментов. Ее широко диверсифицированный набор инструментов (в том числе проценты по резервам, обратные РЕПО и срочные депозиты) представляется вполне пригодным для регулирования отмены денежно-кредитных стимулов, одновременно надежно контролируя такие сохраняющиеся неопределенности. Кроме того, она убедительно проинформировала о своем обязательстве поддерживать надлежащим образом адаптированные денежно-кредитные условия, даже несмотря на введение инструментов по подготовке к последующей отмене стимулов. По мере продвижения к отмене будет важно продолжать четко информировать о своей стратегии и деятельности, особенно, если на каком-либо более позднем этапе потребуется продавать активы.

**Как подчеркивается в недавно проведенной оценке в рамках ФСАП, достигнуты значительные успехи в восстановлении финансовой стабильности, но при этом сохраняются существенные факторы риска.** Хотя коэффициенты достаточности капитала, основанные на риске, вернулись примерно к уровню своих средних значений за прошлые периоды, это отчасти является следствием сдвига в пользу менее рискованных активов (и по мере расширения кредитования неизбежен сдвиг в обратную сторону). В дальнейшем, если не произойдет ожидаемого роста объемов секьюритизации, потребуется дополнительный капитал для поддержки

расширения банковского кредитования, а также для выполнения более высоких планируемых нормативов капитала. Более общий вывод заключается в том, что, как показали стресс-тесты в рамках ФСАП, существенные компоненты банковской системы остаются уязвимыми по отношению к шокам. Недавно проведенное ФРС обследование свидетельствует о расширении практики продления сроков ссуд заемщикам из сектора коммерческой недвижимости в условиях широкой обеспокоенности уязвимостью данного сектора, а также опасений, что банки могли не в достаточной мере компенсировать риски, связанные с ипотеками, задолженность по которым превышает стоимость залога. В этих условиях важно, чтобы банки надлежащим образом отражали имеющиеся риски в своих балансах и имели достаточный капитал для поддержания идущего подъема экономики.

**Как отмечалось в рамках ФСАП, требуется проделать значительную работу по реформированию надзора и регулирования, чтобы устранить пробелы, выявленные кризисом.** Находящееся сейчас на рассмотрении конгресса законодательство станет принципиальным шагом в этом направлении, в том числе благодаря созданию межведомственного совета (Надзорного совета по финансовой стабильности, НСФС), который будет заниматься выявлением возникающих рисков для финансовой стабильности и принятием мер по их устранению, а также благодаря укреплению системы санации финансовых организаций, имеющих системную значимость, введению более жестких нормативов капитала и ликвидности (особенно для системообразующих фирм) и сдерживанию системного риска на рынках производных инструментов при одновременном повышении степени прозрачности. Вместе с тем в указанных законопроектах упускается возможность существенно сократить количество надзорных органов, принимая во внимание, что при существующей системе на соответствующие ведомства ложится тяжелое бремя обеспечения действенной координации своей деятельности и недопущения пробелов и дублирования в надзорной деятельности.

**Решительное проведение этих мер будет иметь ключевое значение.** НСФС необходимо будет оперативно сформулировать общие макропруденциальные ориентиры и сформировать традиции прозрачности и применения передовых подходов к решению вопросов финансовой стабильности. Для этого будет полезно проведение регулярных и имеющих широкий охват стресс-тестов — соответственно практике, принятой в Программе ФРС по оценке состояния достаточности банковского капитала (SCAP), — и публикация периодических докладов о финансовой стабильности, включающих результаты стресс-тестов и указывающих на риски для финансовой стабильности в перспективном ключе. Регулирование системных организаций должно быть достаточно жестким, чтобы создать отрицательные стимулы к увеличению размеров и повышению сложности организации до системно значимого уровня, с целью компенсировать моральный риск и внешние эффекты системного риска. Соответственно, следует предусмотреть активную роль как Казначейства, так и ФРС в

НСФС, где ФРС будет обеспечивать интеграцию макроэкономического и финансового анализа, основываясь на своей работе в рамках SCAP. Необходимо тщательно проверять и регулярно обновлять планы финансовых организаций по сворачиванию своей деятельности в чрезвычайной ситуации, и если такой план не может быть осуществлен во время кризиса, соответствующее учреждение должно подвергаться реорганизации. Наконец, мы поддерживаем задачу повышения степени прозрачности и сдерживания риска контрагента в сфере внебиржевых производных инструментов.

**Важнейшей задачей будет оживление частной секьюритизации в дополнение к расширению банковского кредита.** В проектах законодательства надлежащим образом подчеркивается значимость возвращения к «безопасной секьюритизации» за счет большего надзора над агентствами кредитного рейтинга и повышения их подотчетности, увеличения степени прозрачности, особого внимания к надлежащим проверкам инвесторов и требования собственного участия в инвестициях со стороны их инициаторов, чтобы укрепить стимулы к ответственной проверке активов и их структуризации. Учитывая значительную роль, которую секьюритизация играла в прошлом и потенциальные ограничения банковских балансов для создания кредита, оперативное проведение этих мер сыграет принципиальную роль в снятии ограничений на предложение кредита, которые могут помешать экономическому подъему. Важно будет также координировать реформы на национальном и международном уровне, чтобы обеспечить безопасность секьюритизации и содействовать установлению равных условий игры.

**В области реформ системы жилищного финансирования сохраняются принципиальные нерешенные вопросы.** Эта система в настоящее время является дорогостоящей, неэффективной и сложной, предусматривающей многочисленные субсидии, которые, как представляется, не ведут к существенному повышению доли владельцев жилья. В этой связи мы приветствуем ведущийся в настоящее время пересмотр системы жилищного финансирования и придаем особую значимость критическому анализу налоговых расходов (учитывая их крупные размеры и то, что основные выгоды от них получают более обеспеченные слои населения). Кроме того, существовавший до кризиса неоднозначный государственно-частный статус предприятий, спонсируемых государством (ПСГ), оказался экономически неприемлемым в более долгосрочной перспективе. Требуется упорядочить мандат ПСГ и приватизировать их сохраняющиеся портфели, поскольку они были источником убытков в прошлом и не связаны с их основными направлениями деятельности, заключающимися в объединении активов и обеспечении гарантий. Эти направления деятельности, которые можно считать создающими общественные блага, следует сделать в явной форме государственными.

**Многосторонний подход к управлению экономической политикой будет играть столь же важную роль в ходе подъема, как и во время кризиса.** Мы приветствуем ведущую роль официальных органов страны в многосторонних

форумах, а также их усилия по содействию международной стабильности (в самое последнее время за счет возобновления ФРС своих линий свопов). Согласно процессу взаимной оценки Группы 20-ти, основной вклад, который США могут внести в глобальный рост и стабильность в среднесрочной перспективе, заключается в повышении внутренних сбережений в стране — особенно за счет бюджетной консолидации, — чтобы обеспечить поддержание дефицита счета текущих операций в разумных пределах, а также в восстановлении и укреплении финансового сектора страны. Таким образом, и как уже подчеркивалось в прошлогодних результатах консультаций в соответствии со Статьей IV, США более не могут играть роль глобального потребителя последней инстанции, и потому приобретают особую значимость меры по стимулированию роста и спроса в странах с профицитом счета текущих операций. Поскольку в настоящее время курс доллара США, с точки зрения среднесрочной перспективы, является умеренно завышенным, эти меры должны сопровождаться большей гибкостью обменных курсов и их повышением в других странах.

**Наконец, мы с удовлетворением отмечаем ограниченность использования протекционистских мер.** В самом деле, поставленная Президентом цель удвоить экспорт за пять лет — хотя и является амбициозной с количественной точки зрения — посылает важный и верный сигнал о необходимости увеличивать, а не уменьшать открытость экономики. В этой связи мы призываем официальные органы вместе с другими странами удвоить свои усилия по завершению Дохского раунда, что обеспечит расширение и повышение надежности доступа к рынкам, способствуя экспорту США и других стран мира.

### **Важнейшие выводы и рекомендации оценки США в рамках ФСАП**

**Оценка США в рамках ФСАП была проведена в критический важный момент.** В условиях, когда финансовая система только восстанавливалась после глубокого кризиса, а в Конгрессе обсуждались масштабные реформы, перед группой сотрудников стояли уникальные по сложности задачи оценки системного риска, и она имела исключительные возможности изучения проблем в области регулирования.

**Анализ стабильности указывает на сохраняющиеся уязвимые места.** Резервные запасы капитала увеличились, но при базисном макроэкономическом сценарии они, скорее всего, будут оставаться под давлением, учитывая отложенное влияние экономического спада на качество кредитов, новые нормативные требования и продолжающийся процесс сокращения доли заемных средств. Некоторым мелким и средним банкам может потребоваться дополнительный капитал ввиду их фактических рисков в секторе коммерческой недвижимости.

**В этих условиях группа ФСАП предлагает ряд конкретных рекомендаций в области политики.**

- **Преодоление кризиса, санация и системы защиты.** Группа поддерживает усилия по законодательному закреплению нового механизма санации, допускающего вмешательство органов регулирования в работу крупных и сложных финансовых групп. Она также предлагает меры по укреплению системы страхования депозитов и выступает за то, чтобы четко сформулировать принципы, регулирующие будущее предоставление ФРС ликвидности небанковским организациям.
- **Регулирование и надзор.** Группа подчеркивает необходимость укрепить финансовый надзор в США в таких областях, как управление риском и консолидированный надзор. Требуется расширить сферу охвата регулирования, чтобы более полно включить в него теневой банковский сектор, особенно рынки производных инструментов, операций РЕПО и другие внебиржевые рынки. Требуется также внести большую четкость в определение ответственности ФРС за элементы системной финансовой инфраструктуры.
- **Системный надзор.** Группа приветствует предложения по созданию НСФС, в котором Казначейство будет играть официальную роль, а ФРС будет являться «главным исполнительным органом», осуществляя надзор над всеми потенциально имеющими системную значимость банковскими или небанковскими финансовыми группами. Эти меры должны повысить четкость межведомственных процедур отслеживания и ограничения системного риска. Четкое проведение этих мер будет иметь ключевое значение.
- **Структура системы надзора.** Исключительная сложность системы надзора в США и большое число участвующих в этой деятельности ведомств создает опасность упущений, дублирования и неэффективности. Соответственно, группа предлагает провести более решительные меры по упорядочению системы — более широкие, чем в настоящее время обсуждаются в Конгрессе, — включая создание единого федерального ведомства для надзора над всеми коммерческими банками и сберегательными организациями, а также единого ведомства для регулирования всех операций с ценными бумагами и производными инструментами.

**Группа ФСАП настойчиво призывает к принятию решительных мер по преодолению проблемы организаций, считающихся «слишком больших, чтобы обанкротиться».** Она поддерживает ряд мер, обсуждающихся сейчас официальными органами и призванных создать отрицательные стимулы к чрезмерному увеличению размеров и сложности финансовых групп, в том числе следующие: введение прогрессивно ужесточающихся стандартов в отношении капитала, ликвидности и управления риском; критический пересмотр планов на случай кризиса с целью упрощения структуры сложных групп; разработка надежных планов на случай чрезвычайных обстоятельств, строящихся в контексте новых полномочий в отношении роспуска организаций; системы вознаграждения, согласующиеся с созданием надлежащих стимулов, и правила качественного управления.

**В качестве одного из приоритетных направлений реформ также определена кредитная политика США.** Давно применяющиеся меры, призванные облегчать доступ к кредиту и способствовать приобретению жилья — особенно через ПСГ на жилищном рынке, — исказили конкуренцию, усложняли задачи органов надзора и вели к принятию чрезмерного риска. Требуется проведение скорейших мер по решению этих проблем и урегулированию состояния ПСГ в сфере жилья.