

**Е.Е. Луцкая**  
**АНТИКРИЗИСНАЯ ПОЛИТИКА США**

Экономика США в III квартале 2009 г. начала выходить из острейшего со времен Великой депрессии финансово-экономического кризиса. ВВП страны вырос на 2,8% в годовом исчислении и на 3,5% по сравнению с предыдущим кварталом – это первое увеличение за период со II квартала 2008 г. Во второй половине года экономика страны возросла в целом на 4% (в годовом исчислении). Однако начавшееся экономическое оживление нельзя назвать уверенным и стабильным, поскольку оно не отражает положения дел во всех секторах экономики и является по большей части результатом временных экономических стимулов, предусмотренных правительственные антикризисными программами, а также результатом окончания цикла оборотных средств (пополнение запасов). Так, потребительские расходы в III квартале 2009 г. возросли на 3,4%, объем жилищного строительства – на 23,4% против II квартала, но при этом продажи новых домов сократились вследствие исчерпания возможностей покупателей продлить или рефинансировать ипотечные кредиты (6, с. 53).

По мере исчерпания действия временных факторов в ближайшем будущем экономический рост, как считают эксперты, будет почти целиком зависеть от конечного спроса со стороны частного сектора. Наиболее серьезным моментом, негативно влияющим на «прочность» экономического оживления, остается стабильно высокий уровень безработицы – около 10% экономически активного населения. Несмотря на некоторые признаки улучшения положения на рынке труда (уменьшение темпов закрытия рабочих мест, сокращение числа полностью безработных), этот рынок, согласно прогнозам, будет оставаться слабым на протяжении всего 2010 г. Особую озабоченность специалистов вызывает факт увели-

чения долгосрочной безработицы – в начале 2010 г. 40% незанятых оставались таковыми в течение 6 месяцев и более (доля в два раза более высокая, чем год назад) (9, с. 2).

Финансово-экономический кризис в США, первые признаки которого проявились в 2007 г., а наиболее острая фаза пришлась на конец 2008 – первую половину 2009 г., обнажил слабости и недостатки американской системы регулирования и надзора за деятельностью финансовых институтов и рынков. Хотя за прошедшие 2,5 года регулирующие агентства – Федеральная резервная система (ФРС), Министерство финансов и др. – добились значительного прогресса в преодолении кризиса и в реформировании регулирования, на них лежит ответственность за многие ошибки, способствовавшие развитию кризиса. Это был вынужден признать и глава ФРС Б. Бернанке, который в январе 2010 г. был переизбран на свой пост на второй срок.

В ходе слушаний в Сенате руководитель главного агентства США, ответственного за выработку денежно-кредитной политики и регулирование финансовых институтов, отметил, что в предкризисный период его ведомство допускало серьезные промахи в регулировании банков и экономики в целом. По его словам, ФРС должна была «требовать от банков более высоких показателей достаточности капитала и ликвидности..., сделать больше в отношении банковских холдинговых компаний...ФРС проявила также медлительность в вопросе защиты потребителей от рисковых ипотечных продуктов» (1, с. 2).

Но Б. Бернанке умолчал при этом о своем главном просчете, а именно о том, что его ведомство не сумело разглядеть грозные признаки надвигающегося кризиса. ФРС позволила банкам взять на себя слишком много рисков. Последствия такой стратегии проявились в истории спасения правительством стоящих на грани банкротства трех крупнейших американских финансовых институтов (AIG, Citigroup, National City) с помощью, главным образом, бюджетных денег.

Дискуссия в Сенате в декабре 2009 г. относительно продления полномочий Б. Бернанке отразила разногласия между отдельными регулирующими органами США, а также между сторонниками правящей демократической и республиканской партий по поводу приоритетных мер американской антикризисной политики. Некоторые сенаторы подвергают сомнению нынешние функции ФРС в сфере банковского регулирования. Так, глава Банковского

комитета Р. Додд считает целесообразным сузить функции ФРС как центрального банка и усилить в ее деятельности акцент на вопросы монетарной политики. Б. Бернанке, со своей стороны, активно возражает против лишения ФРС функций банковского регулирования, отмечая, что только его ведомство обладает уникальным опытом в этой сфере. По его мнению, именно действия ФРС (вливание ликвидности в экономику, низкие процентные ставки, кредитная политика) помогли стабилизировать ситуацию в финансовой системе во время кризиса. ФРС обеспечила финансирование 3,3 млн. кредитов домовладельцев, более 100 млн. счетов по кредитным картам и 100 тыс. кредитов крупному бизнесу (1, с. 2). В целом Б. Бернанке считает антикризисную стратегию США правильной и эффективной.

### **Стратегия ФРС по выходу из кризиса**

В своем отчете перед Комитетом по финансовым услугам Палаты представителей Конгресса США 10 февраля 2010 г. Б. Бернанке анализирует и подводит некоторые итоги реализации антикризисной политики США, сосредоточиваясь в первую очередь на действиях ФРС. Он выделяет два основных направления мер по выходу из кризиса: 1) меры, направленные на стабилизацию финансовой системы и возобновление кредитных потоков в экономике (программы вливания ликвидности); 2) монетарная политика.

С появлением первых признаков кризиса осенью 2007 г. ФРС приняла меры, направленные на расширение доступа финансовых институтов к государственным краткосрочным кредитам с тем, чтобы эти институты сохранили уровень ликвидности, достаточный для кредитования потребителей в условиях, когда частные источники ликвидности начали иссякать. ФРС сократила спред между учетной ставкой и целевой ставкой по федеральным фондам (ставкой краткосрочного межбанковского кредитования) со 100 базисных пунктов до 25 и одновременно увеличила срок кредита через дисконтное окно с одного до 90 дней (8, с. 3).

Для того чтобы смягчить неблагонадежную репутацию банков, кредитующихся через дисконтное окно, был создан новый механизм краткосрочного кредитования посредством аукционов (Term Auction Facility – TAF). Конкурентный по своей природе, этот механизм доказал свою эффективность в обеспечении финансовой системы ликвидностью.

С улучшением положения на финансовых рынках ФРС инициировала процесс нормализации условий предложения ликвидности частному сектору. Так, был сокращен максимальный срок займов через дисконтное окно с 90 до 28 дней. В настоящее время рассматривается возможность увеличения спреда между учетной ставкой и ставкой по федеральным фондам. Началось сокращение многих кредитных программ ФРС; некоторые из них были закрыты еще в 2009 г., а большая часть – в начале 2010 г. В феврале текущего года продолжали действовать лишь две правительственные программы: TAF, закрытие которой намечалось на 8 марта, и Программа краткосрочных кредитов под ценные бумаги, обеспеченные активами (Term Asset-Backed Securities Loan Facility – TALF), которую предполагается окончательно закрыть 30 июня (8, с. 4).

Как считает Б. Бернанке, программы ФРС по вливанию ликвидности в финансовую систему были эффективны – они способствовали сохранению дееспособности системы и возобновлению экономического роста. Предоставленные частным институтам правительственные кредиты – это обеспеченные краткосрочные кредиты, которые не таят в себе каких-либо потерь для ФРС. К настоящему времени практически все программы исчерпаны. Общая сумма предоставленных кредитных ресурсов сократилась с пиковой величины 1,5 трлн. долл. в конце 2008 г. до 110 млрд. долл. в конце января 2010 г. (8, с. 4).

Для преодоления негативных последствий финансового кризиса ФРС активно использовала различные инструменты монетарной политики – снижение процентной ставки, крупномасштабный выкуп долговых обязательств федеральных агентств и ценных бумаг, гарантированных федеральными агентствами. Так, за период с сентября 2007 по конец 2008 г. ставка по федеральным фондам была снижена с 5,25% до уровня в пределах 0–0,25% (наиболее низкий допустимый уровень). В марте 2009 г. были существенно расширены покупки ценных бумаг федеральных агентств и начаты также покупки долгосрочных ценных бумаг казначейства. К концу марта было закуплено: казначейских векселей – на сумму 300 млрд. долл.; ценных бумаг, обеспеченных ипотекой и гарантированных агентствами, – 1,25 трлн. долл.; долговых обязательств федеральных агентств – 175 млрд. долл. Эти покупки полностью обеспечили банковскую систему ликвидностью. В настоящее время в федеральных резервных банках накоплено 1,1 трлн. долл. резервов бан-

ков США В итоге существенно улучшились условия заимствований на частных кредитных рынках (8, с. 5).

Однако развитие экономического оживления, сопровождающееся усилением инфляционного давления на экономику, с неизбежностью потребует от денежных властей ужесточения кредитно-денежной политики. В конце 2009 – начале 2010 г. ФРС и ее Комитет по операциям на открытом рынке приступили к разработке мер по сокращению денежной массы и урегулированию ликвидности финансовых рынков. К числу этих мер относятся:

- Повышение процентной ставки, уплачиваемой ФРС по банковским резервам на счетах федеральных банков (полномочия по выплате процента по резервам были предоставлены ФРС Конгрессом США в октябре 2008 г). Эта мера будет иметь повышающее воздействие на все краткосрочные процентные ставки, в том числе по банковским кредитам.

- Соглашения «об обратном выкупе» (reverse repos) направлены на изъятие из банковской системы огромных сумм кредитных ресурсов в форме резервов. В соответствии с данными соглашениями ФРС будет продавать активы своим контрагентам с обязательством совершить обратную операцию, т.е. выкупить эти активы к определенной дате по фиксированной цене. ФРС изыскивает возможности расширить свой потенциал изъятия резервов за счет увеличения числа и групп контрагентов, а также за счет усовершенствований инфраструктуры сделок.

- Аукционная продажа депозитным институтам срочных депозитных ценных бумаг (deposits), аналогичных депозитным сертификатам, – еще один способ изъятия избыточных резервов из банковской системы. ФРС планирует организовать аукционную торговлю крупными блоками таких бумаг, мобилизуя банки превращать свои резервы в депозиты, которые не могут использоваться в качестве краткосрочной ликвидности и в то же время не могут учитываться как резервы. Механизмы сделок «с обратным выкупом» и аукционной продажи депозитных ценных бумаг позволяют ФРС изъять из банковской системы сотни миллиардов долларов резервов за достаточно короткое время.

В ближайшие годы ФРС не планирует распродавать находящиеся на ее балансе активы, за исключением, возможно, ценных бумаг с истекающим сроком погашения (долговых обязательств агентств и бумаг, обеспеченных ипотекой). В долгосрочном плане, однако, баланс ФРС будет сокращен до исторически нормального

уровня, причем наибольшую часть активов составят ценные бумаги казначейства. Не исключен и вариант распродажи ценных бумаг по мере стабилизации экономического роста и ужесточения монетарной политики.

## **Бюджетная политика США**

Беспрецедентные величины дефицита бюджета и государственного долга – наиболее сложные проблемы для администрации США. В 2009 фин. г. дефицит составил 1,42 трлн. долл., или 12,3% ВВП страны (наивысший уровень со времени Второй мировой войны). Согласно имеющимся прогнозам, в 2010 фин. г. дефицит составит 1,17 трлн. долл., а к 2013 г. он сократится до 533 млрд. долл. (10, с. 1; 4, с. 14). Рост дефицита бюджета США в последние два года объясняется в первую очередь ростом расходов (правительственных программ помощи бизнесу и населению, в том числе программ бюджетных стимулов), а также сокращением налоговой базы вследствие падения темпов экономического роста.

Бюджетный дефицит является главным фактором увеличения государственного долга США, который, по оценке журнала «Economist», достиг в 2009 фин. г. 41% ВВП, а в течение ближайшего десятилетия этот уровень может удвоиться (4, с. 14). Сам по себе такой долг не может быть причиной внезапного кризиса. Экономическое доминирование в мире, транспарентные законы, внеконкурентные позиции доллара как мировой резервной валюты обеспечивают США доверие со стороны инвесторов. И именно эти преимущества позволили США реализовать фискальные стимулы выхода из кризиса. Администрация США столкнулась с неразрешимыми головоломками: как совместить высокозатратные правительственные программы, особенно в сфере здравоохранения, с существующими ставками налогообложения (президент Б. Обама обещал не повышать налоги для 95% домохозяйств); если все же повысить некоторые виды налогов, то как это сделать, чтобы одновременно не подорвать доверие со стороны бизнеса и населения.

## **Реформа финансовой системы**

17 июня 2009 г. Конгрессу США был представлен законопроект о финансовой реформе, разработанный администрацией США. Законопроект, встретивший серьезное противодействие со

стороны отдельных групп интересов и представителей республиканской партии, получил поддержку в Палате представителей, но застрял в Сенате, где, как ожидается, он все же будет одобрен к середине 2010 г. Президент Б. Обама придает особое значение финансовой реформе, рассматривая ее в качестве одного из основных приоритетов антикризисной политики США. «Причины кризиса, из которого мы все еще выкарабкиваемся, следует искать не только на Уолл-стрит, но и в Вашингтоне. Мы обязаны извлечь уроки и провести реформы, которые позволят нам избежать подобных кризисов когда-либо в будущем» (3, с. 1). Проект содержит семь основных положений.

**Регулирование системных рисков.** В настоящее время объектами правительственного регулирования являются в первую очередь отдельные финансовые институты, но при этом мало внимания уделяется системным рискам, т.е. тому, каким образом крах отдельных крупных институтов оказывается на функционировании всей финансовой системы. Проект предусматривает две меры по усовершенствованию системного надзора: 1) под управлением Министерства финансов создается Совет по надзору за финансовыми услугами (Financial Services Oversight Council – FSOC), функцией которого будет идентификация возникающих системных рисков, а также координация деятельности правительства по регулированию в целом; 2) ФРС наделяется регулирующими полномочиями относительно отдельных системообразующих финансовых институтов разных типов.

Такой двусторонний подход к регулированию представляет собой политический компромисс между двумя силами: сторонниками ФРС, считающими, что ЦБ должен быть единственным контролером за системными рисками, присущими как всей финансовой системе, так и отдельным крупным институтам, и законодательной властью, озабоченной резко возросшей ролью ФРС в период кризиса, особенно расширением ее деятельности на кредитных рынках. Как считает специалист из Бруклинского института Д. Эллиот, реализация полномочий FSOC будет иметь определенное значение. Однако более эффективными были бы в данном случае консолидация регулирующей власти и контроль со стороны одного полномочного регулятора. Это позволило бы избежать трудностей выработки консенсуса между различными регуляторами и достичь желаемой системной безопасности (5, с. 2).

**Правила, регулирующие уровни достаточности капитала и ликвидности.** В период кризиса проблема достаточности капитала банков и других финансовых институтов приобрела особо важное значение. Администрация США предлагает ужесточить требования относительно уровня капитала. Как считают специалисты, реализация этого предложения диктует необходимость сбалансированных шагов со стороны правительства – требования должны быть жесткими и эффективными, но не чрезмерными.

**Ужесточение правительственного регулирования системообразующих финансовых институтов.** Проект реформы подразумевает классификацию под руководством ФРС крупных финансовых институтов и выделение групп финансовых холдинговых компаний с капиталом первого порядка (Tier 1 Financial Holding Companies – Tier 1 FHCs). Эти группы должны иметь более высокий уровень капитала и нести бремя дополнительных ограничений по сравнению с другими финансовыми институтами. Разработчики реформы руководствуются положением, что FHC настолько велики и находятся в столь тесной взаимосвязи с ключевыми игроками рынка, что им просто нельзя позволить обанкротиться. На практике это означает, что данным компаниям будут предоставляться особые правительственные гарантии, и в случае возникновения угрозы их банкротства возросшее бремя расходов ляжет на плечи налогоплательщиков.

**Расширение правительственных полномочий в сфере регулирования.** Регуляторам предоставляется право вмешательства в дела финансовых институтов до того, как они становятся формально неплатежеспособными. В настоящее время уже действует режим «напоминания о необходимости корректирующих действий» по отношению к банкам с недостаточной капитализацией или столкнувшихся с другими серьезными проблемами. Однако федеральные регуляторы располагают гораздо меньшими полномочиями относительно других финансовых институтов и практически никак не воздействуют на страховые компании и хедж-фонды. Новый пункт, внесенный в проект незадолго до начала обсуждения в Конгрессе, предусматривает возможность регулирующих органов национализировать обанкротившиеся финансовые институты; при этом существенную часть издержек (до 10%) должны нести кредиторы этих институтов.

**Консолидация функций регулирования.** В настоящее время в США действуют пять официальных регуляторов банков и бан-

ковских институтов: Управление валютного контроля (Office of the Controller of the Currency – OCC); ФРС; Офис надзора за сберегательными учреждениями (Office of Thrift Supervision – OTS); Национальная администрация кредитных союзов (National Credit Union Administration – NCUA) и FDIC. Ранее предполагалось сократить число регуляторов до одного. Однако эта идея встретила сильную оппозицию в Конгрессе со стороны различных групп интересов. Не получило поддержки и предложение об объединении двух регуляторов финансового рынка: Комиссии по ценным бумагам и бирже (Securities and Exchange Commission – SEC) и Комиссии по срочной биржевой торговле (Commodities Futures Trading Commission – CFTC). Предполагается осуществить также дробление функций защиты прав потребителей – наряду с SEC они будут выполняться и вновь создаваемым регулятором – Агентством по финансовой защите потребителей (Consumer Financial Protection Agency – CFPA).

**Более жесткие правила защиты потребителей.** CFPA будет отвечать за потребительские финансовые продукты (закладные по ипотеке, кредитные карты и др.). Агентство будет наделено довольно большими полномочиями – выработка ограничительных правил, наложение штрафов и пр. В частности, агентство сможет предотвращать выпуск на рынок субстандартных ценных бумаг, таких как бумаги, обеспеченные низкокачественной ипотекой, т.е. финансовых инструментов, сыгравших «столь пагубную роль в нашем кризисе» (по словам председателя демократической партии в Палате представителей) (7, с. 2). Обязанности CFPA будут распространяться также на выпуск «простых» потребительских финансовых продуктов (plain vanilla) (например, стандартная ипотека на срок 30 лет с фиксированной ставкой).

Именно этот пункт реформы – создание нового агентства, был одним из тех, что вызвали наибольшее сопротивление при обсуждении проекта в Сенате. Мотивация оппонентов сводится к тезису, что дробление функций агентств уменьшает эффективность регулирующей власти.

**Новые правила, регулирующие рынок производных финансовых инструментов и процесс секьюритизации.** Одно из наиболее значимых нововведений касается банков, осуществляющих трансформацию своих кредитов и других активов в рыночные ценные бумаги (банки – инициаторы секьюритизации). Эти банки должны теперь нести не менее 5% риска, связанного с выпуском ценных

бумаг. Другими словами, они обязаны сохранять за собой не менее 5% общей суммы активов, подлежащих секьюритизации. Разработчики реформы полагают, что данная мера обеспечит более внимательное отношение банков к качеству их активов. Другие шаги администрации в сфере секьюритизации включают в себя: требование относительно большей прозрачности активов, используемых в качестве обеспечения ценных бумаг; более четкие правила рейтинговых агентств, касающиеся различий между ценными бумагами, обеспеченными активами, и стандартным корпоративным долгом; а также изменения в структуре компенсаций контрагентов – участников секьюритизации.

Такие финансовые инструменты, как деривативы, также становятся объектами правительственного регулирования. Торговля и учет стандартных (не специализированных) деривативов должны теперь осуществляться с помощью организованных бирж и клиринговых палат. Это обеспечит прозрачность в сфере ценообразования; кроме того, регуляторы получат возможность отслеживать объемы торговли и позиции наиболее крупных участников рынка. В настоящее время большая часть деривативов обращается на внебиржевом рынке, что сказывается на повышении уровня кредитного риска сделок. Использование бирж и клиринговых палат не элиминирует кредитный риск полностью – биржи сами могут оказаться неплатежеспособными, если значительная часть их клиентов не способны платить по обязательствам. Однако в целом эти институты способствуют уменьшению системного кредитного риска, поскольку они имеют достаточно высокий уровень капитализации и действуют в четко очерченной и сравнительно легко управляемой сфере бизнеса.

Специалисты отмечают положительное в целом значение правительственного проекта финансовой реформы в США. Недостатки проекта обусловлены политическими ограничителями, с которыми столкнулось правительство, из-за чего нерешенной осталась, в частности, проблема консолидации регулирующей власти.

В заключение обзора следует отметить, что хотя американским властям удалось преодолеть наиболее острые проявления кризиса, стабилизировать ключевые финансовые рынки и создать условия для умеренного экономического оживления, ситуация в экономике по-прежнему остается неопределенной. В настоящее время равновероятны каждый из двух возможных вариантов развития: дефляция, характеризующаяся высоким уровнем безработицы,

невысоким внутренним спросом, низкими процентными ставками и т.п., и раскручивание инфляционной спирали, обусловленной высоким бюджетным дефицитом и госдолгом.

## Список литературы

1. Глава ФРС: ошиблись – исправимся // Режим доступа: <http://www.interfax.ru/business/txt.asp?id=113192>
2. Appelbaum B., Cho D. Fed,s approach to regulation left banks exposed to crisis. – Mode of access: <http://www.washingtonpost.com/wp-dyn/content/article/2009/12/20/AR2009122002580.html>
3. Braithwaite T. US House passes financial reform bill. – 2009, Dec. 21. – Mode of access: <http://www.ft.com/cms/s/0/8d5ef1dc-e68d-11de-98b1-00144feab49a.html>
4. Dealing with America's fiscal hole // Economist. – L., 2009. – Vol. 393, N 8658. – P. 14.
5. Elliot D.J. Reviewing the administration`s financial reform proposals. – Mode of access: [http://www.brookings.edu/papers/2009/0617\\_financial\\_reform\\_elliot.aspx](http://www.brookings.edu/papers/2009/0617_financial_reform_elliot.aspx)
6. A joyless recovery // Economist. – L., 2009. – Vol. 393, N 8655. – P. 53.
7. Kirchgaesner S., Politi J. Hopes fade for bipartisan financial reform bill. – 2010, Febr. 5. – Mode of access: <http://WWW.ft.com/cms/s/0/4c103498-1270-11df-a611-00144feab49a,s01=1.html>. (Последнее посещение 01.03.2010 г.)
8. Testimony of Chairman B.S. Bernanke «Federal Reserve`s exit strategy» – US House of representatives. – 2010. – Febr. 10. – Mode of access: <http://www.federalreserve.gov/newsevents/bernanke20100210a.htm>
9. Testimony of Chairnan B.S. Bernanke «Semiannual monetary policy report to the Congress» / US House of Representatives. – 2010. – Febr. 24. – Mode of access: <http://www.federalreserve.gov/newsevents/testimony/bernanke20100224a.htm>
10. 2010 United States federal budget. – Mode of access: <http://en.wikipedia.org/wiki/2010-United-States-federal-budget>