

**Е.Е. Луцкая**

## **ИЗМЕНЕНИЕ ГОСУДАРСТВЕННОГО РЕГУЛИРОВАНИЯ ЭКОНОМИКИ В США В УСЛОВИЯХ КРИЗИСА**

Экономический кризис 2008–2009 гг. – второй по своим масштабам и степени воздействия на глобальную экономическую систему после Великой депрессии начала 1930-х годов. Кризис знаменовал собой конец эры дерегулирования экономики. На повестку дня вновь выдвинулась необходимость усиления государственного регулирования как наиболее действенного способа преодоления кризиса.

В данном обзоре обобщены мнения западных, прежде всего американских, специалистов по таким проблемам, как причины, особенности и последствия кризиса в США, эффективность правительственные антикризисных мер. Основной акцент сделан на рассмотрении точек зрения специалистов на способы преодоления кризиса финансовой системы. Такой отбор продиктован не только тем, что финансовый кризис явился отправной точкой общеэкономического кризиса. Необходимо учитывать значимость «финансиализации» экономики. Именно финансовый сектор определяет ход экономических процессов в развитых странах; создает значительную часть рабочих мест; с ним так или иначе связана большая часть руководящей элиты.

### **Особенности американского кризиса по сравнению с кризисами в других развитых странах**

Как считают западные экономисты, выбору определенной антикризисной политики должен предшествовать тщательный анализ особенностей данного кризиса. История развития глобальной экономики последних десятилетий (с 1970 г.) дает возможность

политикам, ответственным за принятие решений, извлечь полезные уроки из сравнительного анализа особенностей кризисов в разных странах. По данным МВФ, за истекший период в мире произошло всего 124 системных банковских кризиса, большинство которых имели место в развивающихся странах. Однако шесть кризисов из этого числа потрясли экономику развитых стран. Крупнейшими были кризис в Японии в конце 1980-х годов, начало которому положил взрыв пузыря рыночных активов, связанных с недвижимостью, а также «Нордический банковский кризис» (Швеция, Норвегия) в начале 1990-х годов. Все эти кризисы были сопряжены с глубокой рецессией. Их преодоление потребовало от правительства огромных средств на санацию банков, что в итоге привело к существенному росту государственного долга.

По мнению аналитика из журнала «*Economist*», современный американский кризис не только не меньше по своим масштабам, чем отмеченные выше, но по многим характеристикам представляется более сложным. Как и в других развитых странах, кризису в США предшествовали вздутие «пузыря недвижимости» и кредитный бум. Но США превзошли все другие развитые страны по росту цен на жилье (они удвоились за пять лет) и на коммерческую недвижимость. Кредитная задолженность частного сектора возросла с 22 трлн. долл. в 2000 г. (222% ВВП) до 41 трлн. долл. (294% ВВП) в 2007 г. Если судить по такому критерию, как величина недействующих кредитов (non-performing loans), то положение дел в США хуже, чем в какой-либо другой развитой стране, за исключением Японии. Согласно данным МВФ, в Швеции недействующие кредиты в период пика кризиса конца 1980-х годов достигли 13% ВВП; в Японии соответствующая величина составляла 35%. По оценке банка «Голдман Сакс», на балансах американских банков в настоящее время находятся 5,7 трлн. долл. проблемных активов, что составляет 40% ВВП (1, с. 75).

Положение усугубляется тем, что США в настоящее время не могут воспользоваться торговой экспанссией как способом выхода из кризиса не только по причине более сильных позиций доллара по сравнению с другими валютами (эти позиции, впрочем, весьма уязвимы), но, главным образом, вследствие глобального характера кризиса и повсеместного падения спроса. Сравнение с Японией 1980-х годов в данном случае опять не в пользу США. В Японии экономическое оживление после длительного кризиса началось именно на волне роста экспорта.

Современная банковская система США по сравнению со шведской системой конца 1980-х годов гораздо более сложная, что затрудняет действия регуляторов в период кризиса. В Швеции банковская система высококонцентрирована – на долю одного самого крупного банка (Nordbanken) в период кризиса приходилась четвертая часть всех кредитов. Приобретя контрольный пакет акций всего лишь двух крупных банков, правительство Швеции в основном решило проблему плохих активов. В США банковская система более рассредоточенная. Даже после недавней волны консолидации, стимулируемой правительством, в стране насчитывается порядка 12 системообразующих коммерческих банков.

Еще одна важная особенность, отличающая современный кризис в США от прошлых кризисов в развитых странах, – бурное развитие небанковского финансового сектора, или так называемой «теневой банковской системы», образуемой многочисленными хедж-фондами и инвестиционными банками. Именно эта система ответственна за резкий рост уровня финансового левериджа (увеличение соотношения между заемным и собственным капиталом банков и компаний) и бум секьюритизации банковских активов. Негативная роль «теневой системы», помимо прочего, проявляется в том, что она затушевывает истинные масштабы банковского кризиса. Такой критерий, как уровень недействующих займов, уже не является надежной оценкой степени финансовых затруднений банков. Наиболее серьезные потери финансовой системы США в настоящее время связаны с резким падением объемов секьюритизации. Так, если в 2007 г. было секьюритизировано 668 млрд. долл. нетрадиционных ипотечных кредитов, то в 2008 г. эта величина упала до 40 млрд. долл. Долги финансовым институтам представляют собой наиболее быстро растущий компонент задолженности частного сектора (4, с. 76).

Следующая особенность кризиса в США – это важная роль долга домохозяйств. Исторически наиболее глубокие банковские кризисы были связаны со сверхвысоким уровнем заимствований со стороны компаний. В Японии, например, корпоративные заимствования в 1980-х годах существенно превысили собственный капитал компаний. В США другая картина. За период с 2000 г. практически весь прирост задолженности нефинансового сектора приходился на долю домохозяйств – следствие рыночных условий, благоприятствующих покупкам в долг растущего в цене жилья. Фактор домохозяйств имеет важные последствия для преодоления кризиса. Урегули-

рование долгов данного сектора – это более противоречивый процесс, чем урегулирование задолженности фирм. Он более прост в том плане, что не требует коренной и всеобъемлющей перестройки корпоративной экономики страны. Но одновременно он и более сложен, поскольку связан с политическими и социальными вопросами.

В США в настоящее время домохозяйства в большей степени, чем обычно, склонны сберегать свои доходы. В 2008 г. норма сбережений составила 3,6% от располагаемого дохода по сравнению с отрицательной величиной в 2007 г. Однако, в отличие от Японии, где посткризисный период характеризовался ростом сбережений и инвестиций корпораций и некоторым сокращением сбережений домохозяйств, в США, похоже, корпорации не будут склонны делать инвестиции до тех пор, пока потребительские расходы не начнут расти. Домохозяйства для восстановления своих балансов могут опираться только на продолжительный спрос со стороны государства. Следовательно, стимулирование внутреннего спроса потребует от правительства США больших расходов и, соответственно, приведет к сохранению бюджетного дефицита в течение более продолжительного времени, чем это имело место в Японии (1, с. 76).

### **Регулирующие действия правительства США на начальных этапах развития кризиса**

Кризис в США начался с коллапса системы ипотечного кредита весной-летом 2008 г. и быстро распространился на всю финансовую систему, а затем и на реальный сектор экономики. Осенью 2008 г. финансовый кризис усилился: корпорации Fannie Mae и Freddie Mac были взяты под опеку правительства, а банк Lehman Brothers Holding и некоторые другие финансовые институты или обанкротились, или были поглощены конкурентами.

Как отмечают американские аналитики, вплоть до начала кризиса правительство США (в лице Комиссии по ценным бумагам и биржам) не только не контролировало рост проблемных кредитов, но своими действиями практически способствовало дальнейшему «вздутию» рынка. Так, были введены новые правила, по которым уменьшались нормы резервирования для крупных инвестиционных банков, что позволило этим институтам иметь более высокий уровень задолженности относительно собственного капитала. Но как только конъюнктура ухудшилась, выявились неспособность этих банков поддерживать высокий уровень левериджа.

У банка «Bear Stearns», например, краткосрочные долги в 33 раза превышали стоимость собственного капитала. Убытки взаимных фондов в первые месяцы кризиса вызвали отток капитала инвесторов, что, в свою очередь, привело к падению стабильности рынков рефинансирования краткосрочных ценных бумаг, особенно коммерческих, и падению доверия на рынках рефинансирования оптовых банковских операций.

Первый антикризисный план правительства США – *план Полсона* (еще при администрации Буша) был направлен в первую очередь на решение проблемы ликвидности финансовой системы. Министерство финансов выделило 700 млрд. долл. на покупку плохих долгов банков и крупных компаний. Всего с учетом различных грантов, гарантов и займов на первом этапе антикризисного урегулирования было истрачено 1,5 трлн. долл. из бюджета страны. Для сравнения: в 2001–2008 гг. на ведение двух войн – в Ираке и Афганистане – было истрачено «всего» 800–900 млрд. долл. (15, с. 4). По мнению специалиста У. Табба (W. Tabb), план Полсона не отвечал на ключевой вопрос: какова цена, которую министерство финансов готово заплатить за плохие активы. Если суммы, выделяемые правительством, не превышают существующую рыночную стоимость плохих активов, то это вряд ли поможет преодолеть кризис. Не были также просчитаны последствия действий правительства в сфере реальной экономики. Необеспеченные госзаймы компаниям и покупка их ценных бумаг не могли заменить собой краткосрочные банковские кредиты, в которых они нуждались.

В конце 2008 г. в ответ на существенное ухудшение условий функционирования финансовых рынков и перспектив развития экономики в целом, ФРС предприняла новые шаги по смягчению кредитно-денежной политики. В декабре Комитет по операциям на открытом рынке (Federal Open Market Committee – FOMC) установил целевой ориентир для учетной ставки процента в пределах 0–0,25%, который сохраняется и в настоящее время.

Одновременно FOMC сосредоточил внимание на альтернативных механизмах смягчения ситуации на кредитных рынках, в том числе:

- был расширен доступ банков к кредитным ресурсам за счет увеличения масштабов аукционной торговли кредитами;
- была усовершенствована и расширена сеть соглашений о swapах с иностранными центральными банками, с тем чтобы ослабить напряженность на глобальных долларовых рынках;

- был создан механизм содействия функционированию взаимных фондов;
- был создан механизм кредитования эмиссии срочных ценных бумаг, обеспеченных активами (Term Asset-Backed Securities Loan Facility – TALF), цель которого – облегчить выпуск ценных бумаг, приобретаемых потребителями и мелким бизнесом;
- для улучшения функционирования рынка ипотеки и поддержки рынка жилья ФРС начала осуществлять крупномасштабные покупки у федеральных жилищных агентств их долговых обязательств и ценных бумаг, обеспеченных ипотекой (16, с. 2).

Как считает председатель ФРС Б. Бернанке, выступивший с речью в сенате США 3 марта 2009 г., меры, предпринимаемые с осени 2008 г. властями США, способствовали улучшению условий функционирования некоторых финансовых рынков. В частности, заметно ослабла напряженность на рынке рефинансирования краткосрочных ценных бумаг; уменьшилась ставка предложения на лондонском межбанковском рынке депозитов (ЛИБОР), которая служит ориентиром для процентных ставок по кредитам, предоставляемым домохозяйствам и мелкому бизнесу. Улучшились также условия функционирования рынка коммерческих бумаг (т.е. краткосрочных обязательств компаний) даже для низкорейтинговых заемщиков, а отток капитала из взаимных фондов сменился хотя и скромным, но притоком капитала. На рынке «удовлетворяющих требованиям» ипотечных кредитов процентные ставки упали на 1 процентный пункт после объявления о намерении ФРС купить долги и обеспеченные ипотекой ценные бумаги ипотечных организаций. Еще одно свидетельство улучшения состояния финансовых корпораций – значительная эмиссия корпоративных облигаций инвестиционного уровня. Тем не менее, признает Б. Бернанке, на многих рынках финансового сектора по-прежнему сохраняется напряженность, например, в сфере секьюритизации (16, с. 3).

### **Антикризисная программа администрации Б. Обамы**

При формировании новой правительственной антикризисной программы победили идеи сторонников либерально-кейнсианского направления экономической мысли, таких, например, как П. Кругман и Джеймс К. Гэлбрейт (сын известного экономиста и социолога Джона К. Гэлбрейта). Поскольку главными причинами современного американского кризиса, по мнению этих экономистов, явля-

ются крах кредитной системы и резкое падение внутреннего спроса, то, соответственно, основными антикризисными действиями правительства должны быть меры, направленные на восстановление кредитных потоков и рост государственных расходов. Эти действия должны быть решительными и проводиться в полном объеме. Главное, что требуется от правительства, – это быстро восстановить финансовую систему и тем самым преодолеть кризис. Если какая-либо мера вовремя не срабатывает, то, как считает П. Кругман, это означает только то, что правительство должно увеличивать свою помошь до тех пор, пока не будет достигнут нужный эффект. Он ссылается при этом как на американский опыт выхода из Великой депрессии 30-х годов, так и на опыт других развитых стран. В частности, ошибкой Японии в 1990-х годах, по его мнению, было излишнее затягивание процесса рекапитализации банковской системы, что привело к развитию дефляции. Краткосрочной целью правительства, считает П. Кругман, должна быть полная рекапитализация банков – практически она может быть «близкой к временной национализации значительной части финансовой системы страны». Эти меры позволяют разморозить кредитные рынки и восстановить доверие к банкам (9, с. 8).

Изменения в институтах и механизмах процесса регулирования продиктованы не только идеологическими и политическими соображениями, в частности признанием необходимости усилить роль государства в период кризиса. Многие из изменений назрели уже давно, и кризис только подтолкнул их осуществление. Это относится, в частности, к финансовому регулированию, которое, по словам Б. Обамы, должно быть «переформировано». Некоторые агентства должны быть консолидированы. Рассматриваются, например, предложения относительно слияния Комиссии по срочной биржевой торговле (Commodity Futures Trading Commission) и Комиссии по ценным бумагам и биржам (Securities & Exchange Commission). Необходимы также новые механизмы, обеспечивающие государственный контроль за потребительскими финансовыми продуктами. Среди других новшеств – усовершенствованные системы регулирования в сфере здравоохранения и окружающей среды.

Важным компонентом программы является *план Обамы (или план Гейтнера) по спасению банков*, который был обнародован министром финансов США 23 марта 2009 г. Это программа государственно-частного сотрудничества по выкупу у банков проблемной задолженности и плохих («токсичных») активов (Public-Private In-

vestment Program – PPIP). Она представляет собой расширенную версию объявленной еще в октябре 2008 г. Программы по спасению проблемных активов (Troubled Asset Relief Program – TARP) с некоторыми существенными отличиями. Вместо непосредственной покупки правительством банковских проблемных активов (риск возлагался целиком на налогоплательщиков) новый план предусматривает предоставление федеральных займов и разного рода субсидий пулам частных инвесторов, которые должны будут скучать у банков ценные бумаги по дисконтным ценам в расчете, что стоимость этих бумаг будет возрастать по мере оживления рынка. Согласно плану, возможная в будущем прибыль будет поделена между правительством и частными инвесторами. Если ценные бумаги упадут в цене, то обе стороны понесут потери, но потери правительства будут более крупными.

Для реализации программы правительство намерено создать фонд размером около 500 млрд. долл. (с учетом денег частных инвесторов), который в дальнейшем может быть увеличен до 1 трлн. долл. (13, с. 2). Назначен и главный оператор сделок с подобными активами – Федеральная корпорация страхования вкладов (Federal Deposit Insurance Corporation – FDIC), которая будет определять объем гарантированного фондирования для каждой сделки. Схема взаимодействия FDIC с частными инвесторами такова: половину суммы необходимого капитала получает тот инвестор, который предложит на торгах наибольшую цену за проблемный актив. Банк-продавец принимает предложенную цену, после чего покупатель-инвестор получает необходимый объем фондирования от FDIC.

Еще один компонент плана – Механизм кредитования срочных ценных бумаг, обеспеченных активами (Term Asset – Backed Securities Loan Facility – TALF), финансируемый ФРС. Выделенные еще в начале кризиса 200 млрд. долл. для финансирования рынка секьюритизированных займов будут существенно увеличены (в пределах от 500 млрд. до 1 трлн. долл.) в соответствии с новым планом администрации. Цель этой программы – оживить небанковские источники кредитования, т.е. тот самый рынок секьюритизации, крах которого явился спусковым крючком кризиса всей финансовой системы страны. Предполагается, что кредиты по программе TALF будут предоставляться инвесторам, вложившим средства в ценные бумаги, обеспеченные потребительскими, студенческими займами, а также займами на рынке коммерческой недвижимости. Разворачивание TALF подразумевает выделение 9 долл. в виде займов со

стороны ФРС на каждый доллар субсидий и кредитов, предоставляемых по программе TARP.

Таким образом, существенно увеличивается роль ФРС на кредитных рынках США. Баланс Центрального банка уже увеличился вдвое с начала кризиса и достиг к весне 2009 г. 2 трлн. долл. По утверждению Б. Бернанке, «прибыли ФРС от кредитных программ компенсируют ее убытки». На практике, однако, отмечают аналитики, такая политика ФРС будет означать включение печатного станка и выброс на рынок значительной денежной массы. Другим существенным недостатком этой программы является тот факт, что она, хотя и косвенным образом, но поощряет деятельность хедж-фондов и других небанковских организаций, что вступает в противоречие с декларируемыми самим правительством намерениями усилить регулирование этих организаций (4, с. 77; 8, с. 2).

### **Бюджетно-налоговые меры в рамках антикризисной программы США**

Конгресс США принял в марте 2009 г. пакет бюджетных стимулов, направленных на решение насущных антикризисных задач. Пакет включает в себя: сокращение личных подоходных налогов и увеличение трансфертных платежей домохозяйствам; налоговые стимулы, нацеленные на рост деловых инвестиций; федеральные гранты правительствам штатов и местным правительствам, призванные облегчить реализацию начатых строительных проектов; рост закупок со стороны федерального правительства. Таким образом, путем поддержки государственных и частных расходов правительство намеревается в течение ближайших двух лет повысить внутренний спрос и объем производства, а также уменьшить потери от сокращения занятости и доходов. П. Кругман называет эти меры «добрьими старыми кейнсианскими фискальными стимулами».

По словам председателя ФРС Б. Бернанке, цель «бюджетного пакета» заключается не в том, чтобы обеспечить единовременный стимул для развития экономики, а в том, чтобы заложить основу для основательного, устойчивого оживления. В то же время он признает, что сроки реализации и масштаб макроэкономических эффектов бюджетной программы характеризуются высокой степенью неопределенности, что отражает необычность современной кризисной ситуации.

Так, например, поведение домохозяйств может быть весьма противоречивым. Столкнувшись с проблемой падения доходов и

ограничения доступа к кредитам, они могут истратить большую часть средств, полученных от налоговых послаблений. Но при этом склонность домохозяйств расходовать деньги, возможно, не возрастет, поскольку в условиях неопределенной экономической среды они будут стремиться делать сбережения из соображений предосторожности. В равной степени трудно судить о том, насколько интенсивно будут расходоваться средства, предназначенные для инфраструктурных и других долгосрочных проектов, и каков будет эффект реализации этих проектов. Имеющиеся оценки этого эффекта колеблются в значительном диапазоне. Так, согласно разработанным Бюджетным управлением конгресса США (Congressional Budget Office – СВО) оценкам, принятые бюджетные программы позволяют повысить прогноз роста реального ВВП к концу 2010 г. в пределах от 1 до немногим более чем 3%, а уровень безработицы уменьшить на 0,5–2% по сравнению с базовым прогнозом, составленным без учета этих программ (16, с. 3).

П. Кругман отмечает два существенных недостатка первой программы бюджетного стимулирования, принятой в начале 2008 г.: 1) выделенные средства были слишком малы – всего лишь около 1% ВВП (по сравнению с намеченными ассигнованиями в программе 2009 г. – порядка 4% ВВП); 2) большая часть бюджетных денег предназначалась для финансирования налоговых скидок населению. Эти деньги в основном ушли в сбережения вместо того, чтобы стимулировать расходы. В новой программе бюджетного стимулирования главный акцент должен быть сделан на федеральной поддержке расходов, в первую очередь, расходов правительства штатов и местных правительств на инфраструктурные проекты – строительство дорог, мостов и т.п. Эти деньги будут реально потрачены, причем на нечто, имеющее действительную ценность. Достоинства этих статей расходов перевешивают их недостаток – некоторый временной лаг между началом освоения и получением ожидаемого эффекта (9, с. 8).

### **Критика антикризисной стратегии правительства в американской экономической литературе**

Программа PPIP еще на стадии разработки подверглась критике со стороны многих экономистов, причем как сторонников плана Б. Обамы в целом, так и его противников. На последнем этапе подготовки программы администрация отказалась от идеи финансируе-

мого правительством «плохого банка», который должен был скупить у частных банков проблемные активы. Причина отказа – высокая стоимость проекта и сложность оценки стоимости плохих активов.

Пакет бюджетных стимулов, предусмотренных планом Б. Обамы, и сейчас подвергается резкой критике со стороны многих американских экономистов. Так, Дж. Сакс в статье, опубликованной в газете «Financial Times», называет налоговые меры администрации «фискальной смирительной рубашкой». Эти меры в среднесрочном плане приведут к огромному дефициту бюджета, что в целом негативно скажется на экономике страны и сведет на нет возможные краткосрочные выгоды. Опыт налоговых скидок в недавнем прошлом не подтверждает их стимулирующего воздействия на экономику. Это относится и к пакету налоговых стимулов в размере 100 млрд. долл., принятому весной 2008 г., и к программе TARP (700 млрд. долл.). Последняя программа не вызвала оживления кредитной деятельности банков; в большей мере она способствовала массовому переводу средств от налогоплательщиков к менеджерам и собственникам финансовых институтов. Новые бюджетно-налоговые меры администрации полностью игнорируют среднесрочную бюджетную стратегию. Доля налогов в ВВП страны составляет в настоящее время 18%. Это те доходы, которые покрывают лишь пять категорий бюджетных расходов: социальное обеспечение (пенсии и пособия инвалидам), здравоохранение, льготы ветеранам, расходы на оборону и выплаты процентов по госдолгу. Все другие расходы бюджета – система юстиции, пособия по безработице, НИОКР, расходы на энергетические системы и инфраструктуру, дипломатические миссии, иностранную помощь и многое другое – покрываются за счет увеличения госдолга, т.е. за счет займов от иностранных государств и будущих поколений. Реализация спешных краткосрочных налоговых стимулов без увязки со средне- и долгосрочными бюджетными программами подорвет выполнение последних (12, с. 1–2).

В какой-то степени критика бюджетной программы со стороны неправительственных экономистов признается финансовыми властями. Б. Бернанке отмечает, что дополнительные бюджетные асигнования на цели финансовой стабилизации и стимулирования расходов бизнеса и домохозяйств приведут к существенному росту бюджетного дефицита. Согласно имеющимся оценкам, дефицит федерального бюджета возрастет в 2009 фин. г. до 1,8 трлн. долл., а в 2010–2011 гг. будет составлять 1 трлн. долл. И как следствие

этого роста – уровень задолженности федерального правительства увеличится с 40% (по отношению к номинальному ВВП) в начале кризиса до более чем 60% в ближайшей перспективе, т.е. достигнет максимальной величины за период с начала 1950-х годов. Однако, в отличие от своих критиков, Б. Бернанке считает такой ход событий неизбежной платой за быстрое и целенаправленное разрешение стоящих перед страной проблем. «Альтернативой может быть только длительный период экономической стагнации, которая приведет не только к дальнейшему ухудшению состояния бюджета, но и к сокращению производства, занятости и доходов» (16, с. 4).

Ряд экономистов, в числе которых лауреат Нобелевской премии Дж. Стиглиц, критикуют план Б. Обамы за то, что он по существу знаменует собой дальнейшее продвижение «философии левериджа», которая господствовала в финансовой системе в течение последних 30 лет. Принцип аукционной продажи с участием частных инвесторов, по замыслу администрации, должен знаменовать собой рыночную оценку активов. Как пишет Дж. Стиглиц, «теоретически план администрации базируется на предположении, что именно рынок будет определять цены плохих банковских активов – включая неоплаченные ипотечные займы и ценные бумаги, обеспеченные этими займами. Реальность, однако, такова, что рынок будет оценивать не сами эти активы, а их опционы» (10, с. 1)<sup>1</sup>. План Б. Обамы, продолжает этот автор, делает излишне сильный акцент на проблеме ликвидности и явно недостаточный – на проблеме не-платежеспособности банков. Между тем банки в период бума выдавали плохие кредиты и имели высокий уровень левериджа. Они по существу потеряли свой капитал, который теперь нужно восстановить. Запускаемый правительством механизм рыночной оценки активов не будет работать, считает Дж. Стиглиц. «Только покупая у банков активы по цене, намного превышающей рыночную, можно достичь их адекватной рекапитализации. Но переплата будет означать, что практически все убытки лягут на плечи государства, т.е. налогоплательщиков». В любом случае проект РРИР нельзя назвать партнерством правительства и бизнеса – условия слишком неравны:

---

<sup>1</sup> Опцион – разновидность срочной сделки, которую не обязательно исполнить; контракт, который дает право, но не обязательство купить или продать финансовый инструмент в течение некоторого срока по оговоренной цене в обмен на уплату определенной суммы (премии); большинство опционов используются для хеджирования или спекуляции и редко исполняются // Федоров Б.Г. Новый англо-русский банковский и экономический словарь. – М., 2006. – С. 505–506.

правительство субсидирует львиную долю стоимости каждой сделки по покупке активов, несет почти все убытки и получает лишь 50% возможной прибыли (10, с. 2).

Еще один критик плана Б. Обамы – П.Д. Шифф (P.D. Schiff) также считает, что главный недостаток плана в его излишнем акценте на проблеме кредитования. Закачивание в экономику заемных средств с целью вернуться к докризисному уровню левериджа рассматривается правительством как наиболее эффективная антикризисная политика, отмечает П. Шифф. При этом вопрос, насколько этот уровень был оправдан рыночными условиями того времени и насколько он оправдан нынешними условиями преодоления кризиса, не анализируется. До 2008 г. процесс секьюритизации, т.е. повышения роли различных видов ценных бумаг как формы заимствований, позволил американцам занимать больше средств, чем когда-либо в прошлом. «Теперь, когда активы, обеспечивавшие эти ценные бумаги, рухнули в цене, триллионы долларов скьюритизированного долга превратились в токсичный ил, осевший на дне финансовой ямы. Т. Гейтнер исходит из ошибочного предположения, что расчистка и восстановление рынка секьюритизации являются предпосылкой здоровой экономики» (14, с. 1).

Период кризиса – это время, благоприятное для того, чтобы частный сектор попытался восстановить равновесие посредством сокращения потребительского и ипотечного кредита, снижения цен активов и роста сбережений. Вместо этого правительство стремится насилиственно перекормить американцев сверхзаимствованиями, что может привести к еще большему коллапсу.

Как подчеркивает П. Шифф, кредиты не создаются из воздуха. Основой любых кредитов являются сбережения, образуемые за счет некоторого ограничения потребления. Особенностью развития американской финансовой системы в последнее десятилетие был преимущественный рост кредитования потребителей, а не производителей. Такой путь развития не является эффективным. Дефолты по потребительским кредитам – гораздо более частое явление, чем дефолты бизнеса. Дело в том, что в отличие от частного бизнеса, который занимает деньги в основном для того, чтобы расширять производство, потребители берут кредиты, чтобы увеличивать свое потребление; при этом их способность возвращать кредиты не увеличивается. Закачивая в рынок секьюритизации огромные деньги (в основном посредством запуска печатного станка), правительство практически содействует развитию процессов инфляции. Результа-

тами такой политики будут: вместо достижения декларируемой цели «восстановить утерянный спрос» – рост потребительских цен; вместо создания новой покупательной способности – перераспределение последней от сберегателей к заемщикам. «И поскольку план Б. Обамы подрывает производственную мощь американской экономики, страна не будет располагать значительным покупательным потенциалом, который можно было бы перераспределить» (14, с. 2).

### **Некоторые результаты современной антикризисной политики США**

В новой программе правительства США осталась нерешенной проблема оценки «плохих» активов банков. Как отмечает журнал «Economist», не удалось проложить мост между банками, которые не хотят продавать активы по депрессивным ценам из-за нежелания признавать свои убытки, и потенциальными покупателями, не уверенными в существенном выигрыше. Сам Т. Гейтнер признает, что налаживание партнерства между правительством и бизнесом – очень сложная задача. «Если частные компании получат слишком большую долю прибыли от совместных сделок, то это может вызвать общественное возмущение, подобное тому, что было с бонусами в American International Group Inc. (AIG). Но, с другой стороны, ограничения со стороны правительства способны охладить частных партнеров» (4, с. 77).

В американском обществе зреет недовольство излишне расточительной политикой правительства по отношению к крупным банкам, а именно – накачиванием банков огромными суммами бюджетных денег без применения к ним сколько-нибудь серьезных мер наказания. Показательно, что такие крупные гиганты, как Citigroup и Bank of America уже получили от правительства, каждый в отдельности, по 45 млрд. долл. плюс страховые выплаты. Хотя сама идея национализации не свойственна американскому менталитету, общественный протест против национализации убытков при сохранении прибылей в частных руках получает все большее распространение.

Реакция американского бизнес-сообщества на нововведения неоднозначна. Некоторые руководители корпораций выражают опасения, что «регулировщики» могут зайти слишком далеко, вводя жесткие правила для бизнеса, которые нанесут ущерб процессу инноваций. Однако есть и другие мнения. Некоторые бизнесмены надеются на получение определенной выгоды, считая, что более

жесткий госконтроль будет способствовать ослаблению конкуренции, особенно там, где она была «несправедливой». Многие руководители (особенно в сфере малого бизнеса) считают заслугой администрации Б. Обамы не столько усиление регулирования, сколько его усовершенствование, например, увеличение степени транспарентности правил и процедур, а также уменьшение конфликтности в действиях регулирующих агентств (2, с. 054).

Нерешенной остается еще одна важная проблема антикризисного плана администрации США – выработка новых правил и процедур регулирования небанковского финансового сектора (хедж-фондов и других подобных институтов), оказывающего существенное воздействие на банковскую систему. Власти признают необходимость введения новых, эффективных правил надзора за крупными институтами, банкротство которых может представлять угрозу для всей финансовой системы страны. Примером такого рода институтов может служить крупнейший страховщик – AIG, дефолт которого ускорил падение ипотечного рынка США. По словам Т. Гейтнера, «все институты и рынки, деятельность которых таит в себе системные риски, должны стать объектами особого надзора, включая наложение ограничений на уровень риска».

Весьма характерна точка зрения специалиста Н. Фергюсона (N. Ferguson), который считает, что США должны покончить с практикой бесконечного роста государственных расходов и сохранения дефицита бюджета в размере 10% ВВП. Финансируемые из бюджета фискальные стимулы имеют шанс работать, по мнению этого автора, лишь в закрытой экономике. «В глобализированном мире нескоординированная расточительность национальных правительств в большей мере способна вызвать рост волатильности рынков ценных бумаг и валюты, чем служить основой для оживления экономики» (5, с. 1). Как считает Н. Фергюсон, правительство должно не наращивать госдолг, а, напротив, его сокращать. Для этого необходимо осуществить две важные меры:

1) реструктуризация банков, которые фактически являются неплатежеспособными<sup>1</sup>. При этом акционеры банков будут поставлены перед фактом потери денег. Правительство получит контроль над банками в обмен на обеспечение их рекапитализации после списания большей части долгов. Держателям облигаций может быть

---

<sup>1</sup> Фактически Н. Фергюсон имеет в виду национализацию банков, но использует термин «реструктуризация», – по его мнению, более предпочтительный. – *Прим. автора.*

предложено на выбор: либо обменять облигации на акции (свою долг-акции), либо смириться со «стрижкой» (переоценка ценных бумаг с понижением их стоимости на 20%). Реструктуризация банков должна быть одноразовым событием, т.е. без последующих правительственные гарантий или субсидий. Она не будет препятствовать созданию частным сектором новых банков. Через определенное время, скажем, через 10 лет, может быть осуществлена приватизация банков;

2) конверсия американских ипотечных ценных бумаг в бумаги с более низкой ставкой процента и более длительным сроком погашения. Конверсия может быть реализована через контролируемые правительством ипотечные организации Fannie Mae и Freddie Mac. Эта мера весьма эффективна – она будет способствовать укреплению потребительского доверия в гораздо большей степени, чем все другие стимулы, включая сокращение налогов (5, с. 2).

Подводя итог рассмотрению антикризисной политики американской администрации, можно сказать, что вливание в экономику бюджетных денег сыграло определенную положительную роль в краткосрочном плане. Эти меры предотвратили крах финансовой системы и способствовали ее частичному оздоровлению. Однако такая политика в долгосрочном плане чревата серьезными рисками. Расплатой за раздувание денежной массы может стать переход от спада, связанного с дефляцией, к стагнации, сопровождаемой ростом цен. Реализация плана спасения экономики потребовала от финансовых властей осуществления массивной монетизации государственных долговых обязательств и выпуска новых казначейских билетов. Фактически это означает, что ФРС занимает деньги у всех держателей долларов в мире.

В то же время спрос на американские казначейские облигации на открытом рынке сокращается. Этот рынок в настоящее время испытывает кризис доверия. Вплоть до последнего времени главным покупателем американских ценных бумаг были Китай и страны Юго-Восточной Азии. Однако с 2009 г. наметилась тенденция к переориентации Китая от покупок доллара и ценных бумаг США к покупкам золота и сырьевых товаров. Кроме того, Китай начал осуществлять политику продвижения юаня как региональной валюты. Именно юань, а не доллар постепенно становится главной валютой в торговых сделках между странами Юго-Восточной Азии. Все это создает угрозу положению доллара как резервной

валюты и уменьшает возможности США использовать мировые ресурсы для финансирования своего госдолга.

Важные уроки, которые должны извлечь власти различных стран мира из сегодняшнего кризиса, как отмечает П. Кругман, следующие. 1. Режим регулирования всех основных компонентов экономической системы должен разрабатываться и внедряться в жизнь не в период кризиса, а в период подъема, тогда и последствия кризиса будут не столь болезненны. Это относится, в частности, к регулированию небанковских финансовых институтов, которое должно было осуществляться еще в докризисный период. 2. Необходимы взвешенный подход и разработка адекватных современным условиям норм регулирования процесса финансовой глобализации.

### Список литературы

1. America's banking crisis. Worse than Japan? // Economist. – L., 2009. – Vol. 390, N 8618. – P. 75–76.
2. Carey J., Francis T. Business' 10 biggest battles // Businessweek. – N.Y., 2009. – N 4117. – P. 052, 054, 062.
3. Coy P. Nationalization: Who would bear the pain? // Businessweek. – N.Y., 2009. – N 4122. – P. 022–024.
4. Dashed expectations // Economist. – L., 2009. – Vol. 390, N 8618. – P. 77–78.
5. Ferguson N. Beyond the age of leverage: New banks must arise. – 2009, Febr. 2. – Mode of access: <http://www.ft.com/cms/s/0/85106daa-f140-11dd-8790-0000779fd2ac,dvp>
6. Foley S. Investors and economists rail against Obama bailout plan. – 2009, Febr. 11. – Mode of access: [http://findarticles.com/p/articles/mi\\_qn4158/is\\_20090211/ai\\_n31321768/](http://findarticles.com/p/articles/mi_qn4158/is_20090211/ai_n31321768/)
7. Fortune internfional. – N.Y., 2009. – Vol. 159, N 3. – P. 68–70.
8. Krugman P. What to do // The New York review of books. – N.Y., 2008. – Vol. 55, N 20. – P. 8, 10.
9. Lounsbury J. Stiglitz weighs in on the PPIP. – 2009, April 02. – Mode of access: <http://seekingalpha.com/article/129131-stiglitz-weighs-in-on-the-pPIP-and-it-s-not-pre>
10. Mandel M. The “bad bank” solution // Businessweek. – N.Y., 2009. – N 4118. – P. 027.
11. Sachs J. The stimulus is a fiscal straitjacket. – 2009, Jan. 27. – Mode of access: <http://www.ft.com/cms/s/0/35438c54-ec8a-11dd-a534-0000779fd2ac,dvp>
12. Sasseen J. The bailout is broken // Businessweek. – N.Y., 2009. – N 4118. – P. 021–022.

13. *Schiff P.D.* Will Obama's bailout plan turn out to be a dud? 6 comments. – 2009, Feb. 18. – Mode of access: <http://seekingalpha.com/article/121219-will-obama-s-bailout-plan-turn-out-to-be-a-dud>
14. *Tabb W.K.* The financial crisis of U.S. capitalism – 2008, Octob. 10. – Mode of access: <http://www.monthlyreview.org/tabb101008>
15. Testimony of Chairman B.S.Bernanke «Current economic and financial conditions and the federal budget» – U.S. Senate, 2009, March 3. – Mode of access: <http://www.federalreserve.gov/newsevents/testimony/bernanke20090303>