

МЕЖДУНАРОДНЫЙ ВАЛЮТНЫЙ ФОНД

Заключительное заявление миссии

для проведения консультаций 2013 года в соответствии со Статьей IV

в Соединенные Штаты Америки

14 июня 2013 года

1. **Восстановление экономики США в прошлом году по-прежнему проходило вяло, но основные экономические показатели постепенно улучшались.** Невысокие темпы роста, составлявшие 2,2 процента в 2012 году, отражали последствия финансового кризиса, снижение дефицита бюджета, слабую внешнюю конъюнктуру и временные эффекты событий, связанных с экстремальной погодой. Несмотря на эти сдерживающие факторы, характер подъема, по-видимому, меняется. В частности, цены на жилье и уровень активности в строительстве вновь выросли, балансы домашних хозяйств укрепились, условия на рынке труда улучшились, прибыли корпораций остаются высокими, а балансы — прочными, особенно у крупных фирм. В условиях значительного разрыва между фактическим и потенциальным объемами производства и прочно зафиксированных инфляционных ожиданий, которые удерживают инфляцию на низком уровне, ФРС в прошедшем году обоснованно продолжала увеличивать адаптивный характер денежно-кредитной политики за счет наращивания своих покупок активов и увязки траектории краткосрочных процентных ставок с количественными показателями экономических результатов, что помогло сохранению долгосрочных ставок на исключительно низком уровне. Общие финансовые условия улучшились, поскольку спреды по рискам сузились, стоимостные оценки компаний на фондовом рынке превысили докризисный пик, а условия банковского кредитования постепенно смягчались.

2. **Однако в этом году ожидается снижение темпов роста до 1,9 процента из-за чрезмерно быстрого снижения дефицита бюджета, в следующем году эти темпы ускорятся до 2,7 процента.** Базисный прогноз персонала МВФ предполагает, что дефицит сектора государственного управления снизится более чем на 2½ процента, уменьшив прирост в 2013 году на 1¼–1¾ процентных пункта, верхний предел долга будет повышен без каких-либо потрясений для США и мировой экономики, а ФРС будет продолжать покупки активов до конца текущего года. Уровень безработицы, по прогнозам, будет оставаться на уровне около 7½ процента на протяжении 2013 года. Ожидается, что рост занятости повысится в конце текущего года и в 2014 году, этому будет содействовать ускорение роста производства. С учетом того, что коэффициент участия в рабочей силе несколько вырастет в 2014 году, поскольку потерявшие надежду работники вернутся в состав рабочей силы, в следующем году уровень безработицы, по прогнозам, снизится (в среднем) до 7,2 процента. Ввиду большого разрыва между фактическим и потенциальным объемами производства ожидается сохранение относительно низкой инфляции в текущем и следующем году. По мере дальнейшего ослабления последствий финансового кризиса частный внутренний спрос, как ожидается, продолжит процесс восстановления, но слабый рост в ряде торговых партнеров, по прогнозам, будет сдерживать рост экспорта.

Основные макроэкономические прогнозы для США

(Процентное изменение, если не указано иное)

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Реальный ВВП	2,2	1,9	2,7	3,5	3,6	3,4	2,9
Общая инфляция, ИПЦ	2,1	1,8	1,8	1,9	2,1	2,2	2,3
Уровень безработицы (в %)	8,1	7,5	7,2	6,8	6,2	5,7	5,4
Сальдо счета текущих операций (в % ВВП)	-3,0	-2,9	-3,1	-3,2	-3,2	-3,2	-3,2

Источник: оценки персонала Фонда.

3. Риски для экономических перспектив представляются умеренно смещенными в неблагоприятную сторону.

- Основные риски ухудшения ситуации заключаются в более сильном воздействии бюджетной консолидации, менее стабильных внешнеэкономических условиях и более высокой структурной безработице.** Хотя частное потребление до настоящего времени относительно успешно выдержало как повышение ставок налогов, так и сокращение расходов в результате «секвестра», обе эти меры могут оказаться более мощными препятствиями для потребительского спроса в течение следующих нескольких кварталов. Более медленный экономический подъем, в свою очередь, может задержать нормализацию конъюнктуры на рынке труда и снизить долговременные темпы роста экономики, поскольку большее число безработных утратит свои навыки и принадлежность к рабочей силе. На внешнем фронте в зоне евро может вновь возникнуть финансовая напряженность, которая скажется на США как через торговые, так и через финансовые связи, в том числе в результате возросшего неприятия риска и укрепления доллара США в условиях притока капитала в поисках более безопасных активов. Внешний спрос, возможно, будет также сдерживаться замедленным ускорением мировой экономической активности, вызванным снижением роста в ряде стран с формирующимся рынком.
- Проблемы налогово-бюджетной и денежно-кредитной политики также создают некоторые риски ухудшения ситуации.** Отсутствие своевременного повышения верхнего предела долга или (в будущем) отсутствие дальнейшего продвижения в сокращении дефицита бюджета в более долгосрочной перспективе могут, в конечном итоге, привести к более высоким премиям за суверенный риск, что будет иметь тяжелые последствия для экономики США и мировой экономики. Сохранение низких процентных ставок в течение длительного времени, возможно, приведет к возникновению в будущем факторов финансовой уязвимости, поскольку инвесторы и финансовые

организации ведут активный поиск доходности — несмотря на большее внимание органов регулирования и надзора, уделяемое рискам для финансовой стабильности. С другой стороны, рынки могут чрезмерно отреагировать на первые шаги ФРС по нормализации условий денежно-кредитной политики, что приведет к резкому росту долгосрочных процентных ставок и повышению волатильности финансовых рынков. Если такая ситуация будет продолжаться длительное время, она скажется на подъеме и будет иметь отрицательные международные вторичные эффекты.

- ***Более быстрое, чем ожидалось, возобновление роста в жилищном секторе, укрепление инвестиций предприятий и разворачивающийся бум энергоресурсов создают риски превышения прогноза по сравнению с центральным сценарием.*** В частности, дальнейшее смягчение условий ипотечного кредитования, которые остаются жесткими, могут привести к более быстрому подъему на рынке жилья и начать благотворный цикл накопления активов, смягчения финансовых условий и укрепления потребительского спроса. Рост капитальных расходов может также идти быстрее, чем в наших прогнозах, особенно если улучшенные перспективы для потребительского спроса побудят крупные фирмы более решительно переключиться с накопления денежных средств и выкупа акций на капитальные расходы. В среднесрочном плане новые методы добычи нефти и газа из нетрадиционных источников могут повысить темпы роста в большей мере, чем ожидается, особенно если снижение внутренних цен на энергоносители существенно повысит конкурентоспособность обрабатывающей промышленности США.

4. **В этих условиях основной задачей директивных органов является поддержка восстановления экономики при одновременном решении проблем уязвимости, которые угрожают росту, государственным финансам и финансовой стабильности в среднесрочной перспективе.** По мнению персонала МВФ, целесообразная стратегия экономической политики, направленная на решение этой задачи, включает следующие компоненты:

- отмену секвестра и принятие более сбалансированных и постепенных темпов бюджетной консолидации в краткосрочной перспективе;
- скорейшее повышение верхнего предела долга во избежание серьезного потрясения для экономики США и мировой экономики;
- осуществление всеобъемлющего комплекса мер с концентрацией на более поздних этапах для восстановления долгосрочной стабильности государственных финансов;
- продолжение подготовки почвы для постепенной и упорядоченной нормализации условий денежно-кредитной политики наряду с наблюдением за рисками для финансовой стабильности;

- повышение устойчивости финансовой системы США и мировой финансовой системы и одновременное снижение рисков фрагментации международной системы финансового регулирования.

5. **В налогово-бюджетной сфере сокращение дефицита бюджета в 2013 году было чрезмерно быстрым и неэффективно спланированным.** В частности, автоматическое сокращение расходов («секвестр») нанесло значительный ущерб росту в краткосрочной перспективе, более того, огульные сокращения расходов на образование, науку и инфраструктуру могут также привести к снижению среднесрочных темпов потенциального роста. Эти сокращения следует заменить комплексом мер, предусматривающим экономию средств на социальных программах и новые доходы с концентрацией на более поздних этапах аналогично бюджету, предложенному администрацией. В то же время истечение срока снижения налога на фонд оплаты труда и повышение предельных налоговых ставок для лиц с высокими доходами также связаны с некоторым дополнительным торможением экономической активности. Более медленные темпы снижения дефицита бюджета будут способствовать подъему сейчас, когда денежно-кредитная политика имеет ограниченные возможности для дальнейшей поддержки.

6. **Несмотря на достигнутое за последние несколько лет значительное сокращение дефицита бюджета, постепенная нормализация процентных ставок и последствия старения населения и затрат на здравоохранение для расходов означают, что государственные финансы по-прежнему находятся на экономически неприемлемой траектории в более долгосрочной перспективе.** Дефицит сектора государственного управления сократился более чем вдвое, с уровня свыше 13 процентов ВВП в 2009 году до прогнозируемых 5, 9 процента ВВП в 2013 году. Базисный сценарий персонала МВФ предусматривает, что в следующие несколько лет дефицит бюджета будет по-прежнему сокращаться, отчасти в связи с восстановлением доходов при более быстром экономическом росте. Валовой долг сектора государственного управления достигнет пика на уровне примерно 110 процентов ВВП и начнет сокращаться в 2015 году также из-за благоприятной разницы между процентными ставками и темпами роста (вызванной все еще низкими ставками и повышением темпов восстановления экономики). Но более долгосрочная структура долга остается экономически неприемлемой. Несмотря на замедление темпов роста в последние несколько лет, расходы на важнейшие программы здравоохранения и социального страхования при отсутствии дополнительных реформ, как ожидается, в течение предстоящего десятилетия вырастут на 2 процентных пункта. Кроме того, процентные расходы, по прогнозу, увеличатся почти на 2 процентных пункта в течение того же периода, поскольку процентные ставки будут постепенно возвращаться к нейтральному уровню. Эти факторы вызовут увеличение дефицита бюджета и вновь выведут отношение государственного долга к ВВП на восходящую траекторию, причем с относительно высокой отправной точки.

7. Наряду с более медленными темпами снижения дефицита бюджета в краткосрочной перспективе, официальным органам следует безотлагательно принять всеобъемлющий план с концентрацией мер на более поздних этапах, предусматривающий снижение роста расходов на социальные программы и повышение доходов. Новые доходы можно было бы получить благодаря фундаментальной налоговой реформе, которая бы упростила налоговый кодекс и расширила налоговую базу за счет сокращения освобождений и вычетов, а также путем введения налога на выбросы углерода и налога на добавленную стоимость. Меры в области расходов должны будут ограничить рост затрат на здравоохранение и пенсии — действия законодательной власти на раннем этапе важны для получения весомой экономии в этих областях в течение следующего десятилетия с учетом весьма постепенных темпов накопления этих сбережений. Некоторые подобные меры, в том числе сбережения в здравоохранении и реиндексация государственных пенсий по цепному ИПЦ, предложены в бюджете администрации на 2014 финансовый год, но для ограничения стабильного роста доли обязательных расходов в экономике будут необходимы дополнительные действия. В целом, достижение в более долгосрочной перспективе первичного профицита примерно в 1 процент ВВП (по сравнению с первичным дефицитом около 1 процента ВВП в базисном прогнозе персонала МВФ) выведет отношение долга к ВВП на устойчивую убывающую траекторию.

Базисный сценарий для государственных финансов США					
(В процентах ВВП)					
	2012	2013	2014	2022	2023
Базисный прогноз персонала МВФ 1/					
Сальдо федерального бюджета 2/	-6,9	-4,5	-3,4	-3,8	-3,7
Федеральный долг в публичном владении	72,6	75,4	76,3	74,6	75,4
Сальдо бюджета сектора гос. управления 2/ 4/	-8,6	-5,9	-4,8	-4,9	---
Структурное первичное сальдо сектора государственного управления 3/ 4/	-4,5	-2,0	-1,3	-0,9	---
Долг сектора государственного управления 4/	106,5	108,8	109,6	108,5	---
<i>Для справки</i>					
Сальдо федерального бюджета (офиц. органы) 5/	-7,0	-6,0	-4,4	-2,1	-1,7
<p>1/ В прогнозах использованы допущения МВФ относительно макроэкономики и политики.</p> <p>2/ Включает поправки персонала МВФ на единовременные компоненты, в том числе затраты на поддержку финансового сектора. Не включает часть платежей от ПСГ, приходящуюся на некоторые изменения в бухгалтерском учете.</p> <p>3/ Не включает чистые процентные платежи, воздействие экономических циклов и затраты на поддержку финансового сектора. В процентах потенциального номинального ВВП.</p> <p>4/ Включает входят органы управления штатов и местные органы управления, цифры указаны за календарный год.</p> <p>5/ Бюджет, предложенный Президентом на 2014 финансовый год.</p>					

8. **Реализация этой налогово-бюджетной стратегии помогла бы мировому росту в краткосрочной перспективе и благоприятствовала бы перебалансированию мирового спроса и сокращению глобальных дисбалансов в среднесрочном плане** — наряду с действиями по увеличению внутреннего спроса в странах, имеющих профицит, как подчеркивалось в рамках Процесса взаимной оценки Группы 20-ти. В краткосрочной перспективе это частично освободило бы денежно-кредитную политику от бремени поддержки подъема, уменьшило бы риски для финансовой стабильности США и глобальной финансовой стабильности, связанные с продолжительным периодом низких процентных ставок. В среднесрочной перспективе это помогло бы сдержать повышение долгосрочных процентных ставок в будущем и тем самым содействовало бы росту, а также уменьшить риск потрясений на рынке казначейских бумаг США, которые имели бы пагубные внутренние и глобальные последствия.

9. **Хотя макроэкономические выгоды покупки активов продолжают превышать издержки, ФРС следует по-прежнему готовиться к плавному завершению этих операций.** Весьма адаптивный курс денежно-кредитной политики обеспечивает важную поддержку восстановлению экономики в США и в мире, и, согласно прогнозам персонала относительно роста, продолжение крупномасштабных покупок по крайней мере до конца 2013 года является оправданным. Однако длительный период исключительно низких процентных ставок может повлечь за собой потенциальные непредвиденные последствия для внутренней финансовой стабильности и усложняет условия проведения макроэкономической политики в некоторых странах с формирующимся рынком. Хотя в распоряжении ФРС имеется ряд инструментов, помогающих прекратить текущую весьма адаптивную денежно-кредитную политику, в том числе таких, как корректировка процентных ставок по избыточным резервам и проведение операций по сокращению резервов с расширенным кругом контрагентов, свертывание адаптивной денежно-кредитной политики, скорее всего, окажется сложным. Большой объем избыточных резервов и сегментированный характер денежных рынков США могут повлиять на то, как директивные ставки воздействуют на краткосрочные рыночные ставки. В то же время эффективная передача информации о стратегии выхода и тщательный выбор сроков будут критически важны для снижения риска резких и долговременных изменений долгосрочных процентных ставок и чрезмерной волатильности процентных ставок по мере приближения выхода, которые могут иметь отрицательные глобальные последствия, в том числе привести к смене направления потока капитала в страны с формирующимся рынком и повышению изменчивости на международном финансовом рынке.

10. **Несмотря на улучшения в ситуации за последние 12 месяцев все еще есть возможности для маневра в политике в целях поддержки рынка жилья.** Оживлению в жилищном секторе благоприятствуют поддерживаемые государством программы, которые содействуют рефинансированию и изменению условий кредитов в трудных ситуациях. Поскольку более активный рынок жилья остается необходимым

компонентом экономического подъема в США, будет важно сохранить эти действующие программы и расширить их охват в некоторых областях, в том числе распространить программу рефинансирования на кредиты, которые не гарантированы финансовыми организациями, спонсируемыми государством (ПСГ). Были приняты некоторые основные нормы регулирования, такие как правило об ипотечках, соответствующих требованиям. Завершение подготовки и разъяснение остающихся норм, касающихся удержания рисков, помогло бы уменьшить неопределенность, которая, возможно, препятствует организации ипотечных кредитов, и содействовать возвращению частного капитала в систему финансирования жилья. Кроме того, после восстановления рынка жилья следует рассмотреть вопрос о принятии полностью сформулированной среднесрочной стратегии для постепенного уменьшения масштабов деятельности организаций, спонсируемых государством.

11. Хронически низкие коэффициенты участия в рабочей силе и высокие уровни долгосрочной безработицы показывают, что имеются возможности для активной политики на рынке труда в дополнение к мерам по стимулированию внутреннего спроса. Такие меры политики могут охватывать профессиональную подготовку и содействие в поисках работы, а также меры по укреплению связей между системой образования, особенно муниципальными колледжами, и работодателями, в том числе благодаря программам ученичества. Эти меры могут содействовать сокращению риска утраты человеческого капитала, которая снизит темпы потенциального роста экономики в США.

12. Состояние банков США за последний год существенно улучшилось, но есть несколько признаков факторов уязвимости финансового сектора, возникающих из-за сохраняющихся низких ставок. Банки расширили свои балансы, увеличили портфели ссуд и улучшили состояние ликвидности, сократив при этом рискованность своих портфелей. Повысились качество и количество капитала, а стресс-тесты и оценки планирования капитала для 18 крупнейших банков США, проведенные ФРС в 2013 году, указывают на то, что капитал должен выдержать очень серьезные потрясения. Вместе с тем, появляются определенные указания на растущую уязвимость региональных банков по отношению как к процентному, так и к кредитному риску, которая требует повышенной бдительности, поскольку низкие процентные ставки оказывают давление на процентную маржу. Факторы уязвимости, возможно, также накапливаются в небанковском финансовом секторе в условиях быстрого увеличения доверительных фондов инвестирования в ипотеки, гарантированные ПСГ, ослабления стандартов андеррайтинга на рынке кредитов с леввериджем (оформление кредитов с упрощенной документацией вернулось к докризисному уровню) и более высоких кредитных рисков и рисков ликвидности, принимаемых пенсионными фондами и страховыми компаниями. Активный макропруденциальный надзор и надзор за финансовой системой остаются необходимыми для преодоления возникающих факторов уязвимости.

13. **Структура регулирования усилилась в сравнении с докризисным периодом, но многое еще предстоит сделать, чтобы повысить устойчивость финансовой системы США при одновременном снижении риска фрагментации международной системы финансового регулирования.** Важнейшие вопросы, которые стоят на повестке дня, — завершение процесса выявления системно значимых небанковских финансовых структур, дальнейшее укрепление регулирования фондов денежного рынка (как было недавно предложено Комиссией по ценным бумагам и биржам), снижение системного риска на рынке трехсторонних РЕПО и продвижение с внедрением системы «Базель-III». Следует также позаботиться о том, чтобы окончательная доработка и применение правила Волкера осуществлялись так, чтобы свести к минимуму риск перемещения системного риска из банковской системы в финансовые организации, которые регулируются в меньшей степени, и предупредить также негативные эффекты для остального мира¹. Заметные успехи были достигнуты в отношении новых правил о централизованном клиринге внебиржевых производных инструментов в соответствии с обязательствами Группы 20-ти. Эти правила следует применять осторожно, с тем чтобы преодолеть противоречия и непоследовательность между юрисдикциями ввиду трансграничного характера внебиржевых рынков производных инструментов. В более общем плане, укрепление политики регулирования для содействия финансовой стабильности следует координировать с программой реформ мировой финансовой системы, так как это уменьшит фрагментацию международной системы финансового регулирования и ограничит неопределенность и возможности для регулятивного арбитража.

14. **В среднесрочной перспективе будет целесообразно укрепить внешнеэкономическую позицию США за счет некоторого улучшения дефицита счета текущих операций, который остается на уровне примерно 3 процентов ВВП с 2010 года.** Ожидается, что дефицит счета текущих операций в следующие несколько лет останется в целом стабильным, поскольку рост импорта в результате усиления внутреннего спроса компенсируется более низкими ценами на нефть и увеличением внутреннего производства энергоресурсов. Вместе с тем, это означает дальнейшее, хотя и медленное, ухудшение чистой международной инвестиционной позиции, которое со временем приведет к увеличению процентных платежей зарубежным странам. Можно добиться нейтрализации небольшого завышения курса доллара и укрепления внешней позиции за счет постепенного, но неуклонного сокращения бюджетного дефицита, сопровождающегося некоторым снижением курса доллара и корректировкой политики в странах-партнерах, направленной на глобальное перебалансирование. Это создаст возможности для желательного укрепления сальдо счета текущих операций США на ½-1 процента ВВП в условиях полной занятости. Достигнутый за последнее время

¹ Эти вопросы рассматриваются в работе Viñals et al. “Creating a Safer Financial System: Will the Volcker, Vickers, and Liikanen Structural Measures Help?” IMF Staff Discussion Notes No. 13/4 (May 2013).

прогресс в области торговых соглашений с отдельными странами и группами стран должен способствовать экономическому росту, поскольку эти соглашения ведут к большей открытости для торговли и более глубоким формам интеграции, в том числе за счет преодоления нетарифных мер. Эти успехи должны дополнить новые активные действия для продвижения программы развития многосторонней торговли.