

*А.В. Киевич*

*д.э.н., профессор СПбГУЭФ*

*Н.Д. Макаров*

*к.э.н., доцент СПбГУЭФ*

*Л.И. Иванов*

*соискатель степени кандидата экономических наук  
СПбГУЭФ*

## **Влияние макроэкономики США на стабильность мировой экономической системы**

После многообещающего начала 2012 г. экономический рост США в конце года замедлился. Это объясняется как ухудшением глобальной экономической ситуации в мире, так и неопределенностью, связанной с так называемым "фискальным обрывом" (масштабным сокращением дефицита бюджета США и соответствующим прогнозируемым замедлением роста экономики после истечения срока действия определенных законов по льготам в начале 2013 г.). И хотя тема безработицы ещё занимает первые строчки в экономических изданиях, пожалуй, главным и наиболее серьезным риском является сейчас именно неспособность власти справиться с надвигающейся угрозой "фискального обрыва". А это может ещё повысить уровень безработицы до 9,1% и снизить темп экономического роста до отрицательных значений в 2013 г.

Из-за этого в США сейчас преобладает политическая неопределенность и неопределенность стратегий на финансовом, долговом, налоговом и нормативном фронтах. А сами финансовые проблемы разделены ещё по трем направлениям: риск «обрыва» в 2013 году по мере того, как произойдет автоматическое увеличение налогов и массовое сокращение расходов, если не будет достигнуто политическое соглашение; возобновленное партийное противостояние по поводу потолка госдолга; новая борьба за меры среднесрочной фискальной экономии.

Естественно, что в этих условиях ФРС на предыдущем своём заседании 07.11.2012 г. отреагировала на это очередным раундом политики количественного смягчения, утвердив её на

период до 2015г.<sup>1</sup> Также заметим, что в ходе этого заседания Комитетом по операциям на открытом рынке (FOMC) было принято решение продлить ожидаемый период сохранения учетной ставки вблизи нулевого уровня аж до середины 2015 г. Что чётко укладывается в рамки проводимой сейчас политики ФРС.

А пока на сегодня (на конец декабря 2012 г.) уже многим специалистам стало понятно, что Америке, которая за три года вложилась больше, чем кто-либо в привычные рецепты антикризисной борьбы, так и не удалось решить триединую задачу государства благоденствия: одновременно уменьшать безработицу, повышать жизненный уровень и поддерживать рост экономики.

Мысль отцов "welfare state", что жить не по средствам можно веками, оказалась неточной. Только последние десятилетия... Огромные деньги, взятые американскими властями в долг, тратятся без толку, и все чаще слышны смысленные голоса, что этот долг придется когда-нибудь обесценить инфляцией: не возвращать же в самом деле такие деньжищи. И старинный утешительный довод, что вернем долги, когда разгоним экономический рост, начинает выглядеть просто неприличным. Каким же должен быть этот рост, если задолженность (официальная) американской казны ежегодно растет на 10 - 12 и больше процентов ВВП..?

И погашение долгов, и покрытие текущего дефицита делается сейчас в США исключительно на основе займов (плюс скрытая эмиссия). Какой предел роста пирамиды..? Например, косвенным индикатором может являться сравнение объема госдолга и широкой денежной массы. В России дефолт августа 1998 г. состоялся, когда чистые требования к органам государственного управления составили 90,2% от денежной массы.

Объем денежной массы М3 в США (как нам известно) засекречен с 2006 года, но отслеживается рядом аналитиков, которые отмечают быстрое сокращение М3 с июня 2009 г. (См. Рис. 1) и оценивали в \$13.46 триллиона на 24 мая 2010 г. (на 15 июня 2009 - \$15.12 триллиона, то есть сокращение за этот период составило около 11% без учета инфляции). Размер

---

<sup>1</sup> Доступно на <http://quote.rbc.ru/topnews/2012/11/07/33811082.html>

госдолга США на конец мая 2010 уже составлял \$12.99 триллионов или 96.5% от размера М3 (на декабрь 2012 г. более \$16,2 трлн.), превзойдя аналогичный показатель России в августе 1998.



Рис. 1. Динамика М3 в США.<sup>2</sup>

Какие последствия это влечет..? Пирамида госдолга требует на обслуживание все большую и большую долю оставшихся денег, оставляя прочим секторам экономики США все меньше и меньше средств на операционную деятельность (пока помогает скрытая эмиссия и прямая раздача денег банкам). Если дальнейшее сокращение М3 не прекратится, вывод денег из хозяйственного оборота в пирамиду госдолга США повлечет массовые разрывы хозяйственных связей.

Как же развернуть сокращение М3? В рамках действующей системы способов не существует. Вариант через банкротство и национализацию банковской системы возможен, но маловероятен по политическим причинам. Остается гиперинфляция..!

<sup>2</sup> Доступно на <http://www.warandpeace.ru/ru/analysis/view/48990/>

«Вовремя возникшая паника» в Европе (Греция, Испания, Португалия, Италия и т.д.), подогреваемая зависимыми от ФРС США рейтинговыми агентствами и СМИ, привела к оттоку капиталов из Европы в пирамиду госдолга США. Это на короткое время дало отсрочку (не будем забывать и о скрытой эмиссии), иначе США уже сейчас столкнулись бы с проблемами рефинансирования госдолга, долларовая пирамида продемонстрировала бы резкий и быстрый рост процентных ставок. А с учётом огромной массы производных финансовых инструментов (interest swap derivatives), завязанных на эти ставки, обрушение глобальной финансовой системы стало бы вопросом времени. При этом даже прямое и открытое "ограбление Европы" не решило фундаментальных проблем финансовой системы США, а лишь предоставило небольшую отсрочку..!

Но ради справедливости отметим, что, как и полагается Центральному Банку, Федрезерв начал в своё время бороться с кризисом традиционными инструментами кредитно-денежной политики:

- были снижены нормативы отчислений,
- были пересмотрены процентные ставки по инструментам рефинансирования,
- снижены требования к залогам,
- предоставлены банкам кредиты без обеспечения на различные сроки,
- расширен ломбардный список и т.д.

Но после того как ФРС резко снизила процентные ставки почти до нуля в 2008 г., возможности проводить стимулирующую денежно-кредитную политику традиционными методами были исчерпаны.

Хотелось бы особенно остановиться на так называемом количественном смягчении QE1, QE2 и QE3. Программа количественного смягчения (QE)<sup>3</sup> стартовала в сентябре 2008 г. Суть её состоит в вливании на рынок ликвидности через расширение баланса ФРС и выкуп у банков различных активов, ставших неликвидными в результате кризиса доверия. И за короткий период с сентября по декабрь

---

<sup>3</sup> Доступно на <http://fortrader.ru/birzhevoj-slovar/programma-kolichestvennogo-smyagcheniya-qe2.html>

2008 г. баланс ФРС увеличился с \$900 млрд. до \$2.3 трлн. (на ноябрь 2012 г. - \$2,85 трлн.).

В конце 2008 г. ФРС начала выкуп ценных бумаг, обеспеченных ипотечными кредитами и гарантированными квази-государственными ипотечными агентствами Fannie Mae и Freddie Mac на \$600 млрд.

В марте 2009 г. ФРС объявила ещё одну масштабную программу увеличения выкупа облигаций по ипотечным бумагам на \$750 млрд. с доведением общего объема покупок этих бумаг до \$1.25 трлн., одновременно был запущен выкуп американских казначейских облигаций на \$300 млрд. Эта программа действовала до конца марта 2010 г.

Однако летом 2010 г. появились сигналы резкого замедления роста американской экономики, поэтому в августе 2010 г. ФРС решила, чтобы не допустить преждевременного сокращения своего баланса, начать реинвестирование погашаемого долга (примерно \$30 млрд. в месяц). И в целом, программа выкупа ипотечных и казначейских облигаций, действовавшая с марта 2009 г. (QE), была относительно успешна: был преодолен кризис ликвидности, финансовые и сырьевые рынки быстро восстанавливались после худшего со времен Великой депрессии обвала. В реальной экономике тоже ситуация улучшилась, т.к. со 2 полугодия 2009 года спад ВВП сменился ростом, сокращение числа рабочих мест замедлилось.

Однако эти успехи оказались неустойчивыми, и уже во 2 квартале 2010 года рост ВВП замедлился до 1,1%, число сокращенных рабочих мест в июне взлетело почти до 200 тыс., а угроза дефляции вновь стала вполне реальной. На этом фоне ФРС, несмотря на бурные протесты в США и в мире, начала в ноябре 2010 г. новый раунд количественного смягчения QE2 - выкуп казначейских облигаций в объеме \$600 млрд., который завершился в июне 2011 г.

Итоги QE2 на начало июня 2011 г. выглядели абсолютно неутешительными, поскольку единственным результатом стал разгон сырьевой инфляции, который в условиях снижения покупательной способности населения уже не стимулирует, а замедляет рост экономики и даже не способен поддержать рост фондового рынка. Для развивающихся экономик QE2 создала проблему в будущем высокой инфляции и нежелательного укрепления сырьевых валют. Для США - риски стагфляции.

Рост экономики США после QE2 резко замедлился, число новых рабочих мест в мае рухнуло до более низкого уровня, чем тот, с которого стартовала программа QE2.

Одновременно практически были исчерпаны возможности дальнейшего бюджетного стимулирования, страна в очередной раз достигла "потолка" госдолга, а автоматического повышения планки уже не происходит, т.к. в Конгрессе постоянно идет жесткая борьба, обуславливающая увязку решения по госдолгу с планами сокращения бюджетного дефицита, и уже два рейтинговых агентства предупредили о возможном снижении кредитного рейтинга США.

Однако поддерживать ликвидность на рекордном уровне за счет сохранения близких к нулю процентных ставок и реинвестирования погашаемого долга ФРС еще какое-то время могла, но довести деньги до конечного потребителя уже было проблематично. Тогда, да и сейчас, что ни делай, кредиты не растут, т.к. вся стабилизация потребительских продаж и роста ВВП достигнута на основе замены драйвера роста - место кредитов заняла Госпомощь. Все, что могут власти США - это поддерживать экономику на плаву за счет Госбюджета.

При этом ещё власти США должны пойти на резкое ограничение доходности крупнейших финансовых компаний, причем именно там, где эта доходность выглядит самой большой и надежной или из кризиса не выйти. Но пока на такие революционные меры современные американские власти не способны. Все, что они могут - это только отсрочить их. Именно в период такой отсрочки мы сейчас и живем.

Но ФРС нужно было что-то делать, иначе ситуация в экономике будет сильно ухудшаться. И вот ФРС США 13.09.2012 г. объявила (чего на протяжении долгих месяцев с нетерпением ожидали экономисты всего мира) новый раунд так называемого количественного смягчения QE3. А также на своем заседании 13.09.2012 г. Комитет по операциям на открытом рынке (FOMC) принял решение как о продолжении программы ТВИКС, так и о начале новой программы эмиссии. Состоять она будет в выкупе с рынка ценных бумаг общим объемом около \$40 млрд. в месяц.

На последующей пресс-конференции глава ФРС Бен Бернанке<sup>4</sup> пояснил, что новая программа стимулирования финансовой системы не имеет конкретной цели по выкупу определенных облигаций. Ее ключевыми задачами являются создание рабочих мест и снижение безработицы, а также укрепление экономики США. По прогнозам самой ФРС данный механизм позволяет снизить инфляционную составляющую процесса. В отличие от прямого "печатания денег", ведущего к инфляции, при количественном смягчении QE3 эмитированные государством новые доллары прогоняются через банки, которые не могут выплеснуть эти деньги на рынок никак иначе, кроме как через кредиты бизнесу и населению. По замыслу финансовых властей, подобные действия способствуют оживлению экономической активности и увеличению потребительского спроса.

На сей раз в Федрезерве считали, что новый раунд QE3 принесет свои плоды через рост стоимости активов и снижение кредитных ставок. И не так давно глава ФРС Бен Бернанке высказал мнение о том, что первые два раунда QE позволили к началу 2012 г. повысить ВВП почти на 3% и увеличить занятость в частном секторе более чем на 2 млн. рабочих мест.<sup>5</sup>

Похоже, что у ФРС больше не оставалось возможностей тянуть с новым раундом количественного смещения. Так, по словам главы Федерального резервного банка (ФРБ) Чикаго Чарльза Эванса,<sup>6</sup> ФРС было необходимо сделать это немедленно. "Момент для дополнительного стимулирования давно настал, и решительные меры нужно принимать уже сейчас", - заявлял Эванс. Более того, по мнению главы ФРБ Чикаго монетарное смягчение не должно ограничиваться во времени. То есть ФРС, по его мнению, необходимо скупать гособлигации до тех пор, пока безработица в США не упадет с нынешних 8,3% хотя бы до 7%.

Поможет ли эмиссия в борьбе с безработицей – очень спорный вопрос, об этом говорил даже кандидат в президенты США от республиканцев М. Ромни<sup>7</sup>: «Назвал новый шаг ФРС свидетельством несостоятельности экономической политики

---

<sup>4</sup> Доступно на URL: <http://www.utro.ru/articles/economics/>

<sup>5</sup> Там же

<sup>6</sup> Там же

<sup>7</sup> Доступно на <http://www.gazeta.ru/financial/2012/11/10/4847613.shtml>

нынешнего президента. Они понимают, что, вопреки официальным цифрам, безработица растет (Б. Бернанке фактически прямо об этом сказал), что экономика не падает только за счет эмиссионной поддержки бюджета и долго это продолжаться не может».

Покупка облигаций с целью стимулирования экономики США - вынужденная мера: ФРС «заперла наручники и проглотила ключ», говорит экономист Pierpont Securities Стивен Стэнли.<sup>8</sup>

Вообще начало эмиссии – это признание ФРС, да и всех денежных властей США в своей полной беспомощности, но поскольку никаких идей нет, приходится использовать старые и уже, в общем, достаточно дискредитировавшие себя рецепты. Впрочем, по мнению ряда экспертов, программа количественного смягчения все-таки несет в себе инфляционные риски, даже, невзирая на наличие так называемого банковского фильтра. По их мнению, эмитированные государством деньги, выданные в виде кредитов, пойдут не на оживление экономики, а будут выброшены на потребительский рынок, со всеми вытекающими из этого инфляционными последствиями.

В то же время четко ответить на вопрос, способно ли количественное смягчение изменить общую ситуацию в американской экономике без риска срыва в новый кризис, сегодня не может никто. С полной уверенностью можно говорить лишь о том, что американская экономика действительно нуждается в финансовом стимулировании и снижении безработицы. В условиях, когда выбор способов такого стимулирования крайне скуден, QEЗ можно рассматривать, как один (если не единственный) из наиболее действенных инструментов.

Между тем тема "фискального обрыва" является сейчас (на декабрь 2012 г.) ключевой в США. Сможет ли страна преодолеть очередную экономическую стихию, станет ясно уже совсем скоро. Американские политики затягивают принятие решения о том, как избежать «фискального обрыва» - одновременного повышения налогов и сокращения расходов бюджета, хотя и демократы, и республиканцы понимают, что

---

<sup>8</sup> Доступно на <http://top.rbc.ru/economics/04/12/2012/834840.shtml>

без этой меры экономику ждет потрясение. По словам президента США демократа Барака Обамы, это будет «внезапный удар». Спикер палаты представителей конгресса США республиканец Джон Бонер называет это «фиаско».

Б.Обама в начале декабря 2012 г. представил лидерам конгресса план действий, предусматривающий увеличение налоговых доходов бюджета на \$1,6 трлн. за десять лет. Он призывает пойти на отмену льгот, введенных Джорджем Бушем-младшим для богатых американцев (годовой доход более \$250 тыс.).

Взамен администрация Обамы предлагает снизить ориентиры по сокращению расходов на программу медицинской помощи престарелым (Medicare) на \$400 млрд. за 10 лет и на год отложить сокращение по оборонным и внутренним программам. Такой подход не устраивает республиканцев. «Единственное, что мешает нам прямо сейчас достичь соглашения, предотвратить «фискальный обрыв» и повышение налогов для 98% американцев, это нежелание конгрессменов-республиканцев потребовать от самых богатых людей платить налоги по более высоким ставкам», — заявила пресс-секретарь Белого дома Эми Брандедж.<sup>9</sup>

Республиканцы пока (на начало декабря) не выдвигают собственных предложений, но корректируют предложение Обамы: налоговые поступления можно поднять лишь на \$800 млрд за 10 лет, но провести большее сокращение расходов бюджета. В 2011 году Бонер и Обама практически одобрили рост налоговых поступлений до \$800 млрд. Но переговоры зашли в тупик после того, как Обама предложил повысить доходы до \$1,2 трлн.

Кроме того, по данным источников, Обама одновременно предлагает повысить потолок госдолга США. Предельный размер государственного долга США установлен сейчас на уровне \$16,394 трлн. Госдолг на текущий момент составляет уже более \$16,2 трлн. Бюджетный комитет конгресса подсчитал, что к верхней границе заимствования подойдут в феврале 2013 года. Конгресс, одобрение которого необходимо для повышения потолка госдолга, обычно требует сократить расходы бюджета на ту сумму, на которую поднимает предел

---

<sup>9</sup> Доступно на <http://www.vestifinance.ru/articles/19792>

заимствований. Но в следующем году сокращение расходов и так будет довольно значительным.

Здесь отметим, что еще в августе прошлого года, в обмен на повышение потолка госдолга, Конгресс принял закон о десятилетней программе сокращения дефицита бюджета. Если она не будет утверждена, то в силу вступит другая программа, когда сокращение расходов и отмена льгот, введенных при Буше, произойдут автоматически. Ожидание "фискального обрыва" уже влияет на экономику штатов. Многие банкиры отмечают, что их клиенты все чаще предпочитают откладывать крупные сделки, придерживая деньги на черный день.

Однако для Америки тут кроется еще один неприятный момент. В августе 2011 г. США впервые в истории лишились высшего кредитного рейтинга "AAA", и теперь это может случиться снова. Причем на этот раз такой исход может оказаться неизбежным. Если политики в конце 2012 г. не смогут договориться и избежать "фискального обрыва", то оценка надежности для Соединенных Штатов будет снижена. Однако в этой ситуации есть и подводные камни: если президент Обама все же сможет избежать автоматического секвестра бюджета, то может повториться прошлогодняя ситуация с потолком госдолга, что также обернется снижением рейтинга.

И так, на сегодня мы имеем такую ситуацию в США:

Во-первых, частное стимулирование экономики сегодня невозможно (из-за неуверенности в завтрашнем дне). Но ещё и накопленные долги «давят» на компании, домохозяйства и даже государство, т.е. государство в своих возможностях стимулирования экономики тоже ограничено.

Во-вторых, поскольку совокупный спрос постоянно падает, то даже для того, чтобы его оставить на прежнем уровне (без дополнительного стимулирования экономики), нужны дополнительные средства. И откуда их взять, уже, в общем, не вопрос - только из эмиссии.

В-третьих, практически всем уже стало понятно, что накопленные долги в рамках текущей экономической ситуации вернуть нельзя. И груз этих долгов настолько силен, что разрушает все возможности дальнейшего поступательного развития. Без их «расчистки» никакого роста не будет, в лучшем случае - не слишком быстрое падение. Но и просто так

списывать и реструктурировать их тоже нельзя, а значит, оптимальный вариант развития ситуации - постепенное снижение долговой нагрузки с одновременной эмиссионной поддержкой экономики..? Посмотрим, как это получится у властей осуществить сейчас.

В общем, приемлемого выхода в рамках сохранения нынешней политической элиты США (ЕС) тут нет: она выращена банкирами и по этой причине не будет предлагать реального выхода, а будет просто тянуть, тянуть и тянуть время в расчете на то, что «само рассосется»...

Но, например, по мнению известного российского экономиста М.Хазина<sup>10</sup> более или менее рациональный выход всё же есть и состоит он в следующем:

«...Первое: нужно честно объяснить людям, что жизненный уровень в США (Евросоюзе) должен упасть, поскольку несколько десятилетий общество жило не по средствам.

Второе: нужно объявить совместный дефолт всех стран Евросоюза, отложив на 10 лет выплаты по всем государственным долгам. Это, разумеется, вызовет банкротство почти всех финансовых институтов, но и бог с ними: от них сегодня все равно никакой пользы для реальной экономики нет. Но затем, сразу после дефолта, необходимо провести реструктуризацию финансового сектора, списать все взаимные долги банков, закрыть наиболее убыточные из них и за счет эмиссии спасти то, что еще можно спасти. И разрешить открывать новые банки с большими уставными капиталами и без долгов. Такая схема резко уменьшила бы социальные последствия кризиса и оздоровила финансовую систему. Более того, дала бы толчок для роста экономики. Другое дело, что современная политическая элита не то что осуществить, даже вслух о такой схеме сказать не сможет. Отметим, что для США эту схему нужно немножко модернизировать, списав не государственные, а частные долги. Впрочем, тут та же самая история: это невозможно по политическим причинам.

Впрочем, есть еще один вариант, который тоже представляет из себя радикализацию, но под другим углом. Политические элиты некоторых стран США (ЕС) могут

---

<sup>10</sup> Доступно на <http://www.km.ru/world/2012/11/23/697990-ssha-bolshe-nemogut-diktovat-vsemu-miru-pravila-igry>

вспомнить о том, что добиваться правильного поведения со стороны бывшего среднего класса можно не только подачками, но и угрозами, – и тогда нас ждет не рост социального популизма, а возрождение прямого тоталитаризма. И вот тут мало никому не покажется».

А известный профессор Нью-Йоркского университета Нуриэль Рубини<sup>11</sup> считает: «... "идеальный шторм" разрушит глобальную экономику в 2013 г. Развитие ситуации в 2013 г. окажется гораздо более худшим, чем кризис 2008 г. В 2008 г. можно было понизить базовые ставки с 5-6% до нуля, провести монетарные смягчения QE, создать налоговые стимулы с нагрузкой на бюджет до 10% ВВП и даже гарантировать выплату антикризисной помощи. Сегодня очередные раунды количественного смягчения становятся все менее эффективными, поскольку **сегодняшние проблемы связаны не с нехваткой ликвидности, как в 2008 г., а с неплатежеспособностью.**

В случае свободного падения рынков и спада экономик не будет средств, чтобы абсорбировать экономические шоки. За последние 4 года страны потратили до **95%** средств, смягчающих финансовые трудности. В 2013 г. таких возможностей уже не будет. Последние данные указывают на рецессию в еврозоне, а в таких странах, как Италия, Испания и Кипр рецессия усилится в 2013 г».

И как мы можем уже отметить, в 2013 г. риски снижения роста мировой экономики будут усугубляться распространением жесткой экономии бюджетных средств в большинстве стран с развитой экономикой. До сих пор кризисный финансовый тормоз был сосредоточен в периферии Еврозоны и Великобритании. Но теперь он проникает в ядро Еврозоны. А в США, даже если президент Барак Обама и республиканцы в Конгрессе договорятся о плане бюджета, который избежит надвигающегося "финансового обрыва", сокращение расходов и увеличение налогов неизбежно приведут к некоторому замедлению роста в 2013 г. - по крайней мере, на 1% ВВП.

Но что объясняет недавнее мини-ралли на рынках США и рынках глобальных активов? Ответ прост: центральные банки

---

<sup>11</sup> Доступно на <http://www.vestifinance.ru/articles/19902>

снова взялись за свои рычаги ликвидности, обеспечивая рост рисковым активам. Федеральная резервная система США воспользовалась агрессивным, не ограниченным по времени количественным смягчением QE. Объявление Европейским центральным банком о своей программе "непосредственной скупки облигаций" снизило риск кризиса суверенного долга периферии еврозоны и распада валютного союза. Банк Англии перешел от QE к SE (кредитному смягчению), а Банк Японии неоднократно увеличил размер своих операций по QE.

Монетарные власти во многих других развитых и развивающихся странах также сократили свои учетные ставки. И при медленном росте приглушенной инфляции, близких к нулю краткосрочных процентных ставках и большом QE (долгосрочные процентные ставки в большинстве стран с развитой экономикой остаются низкими за исключением периферии еврозоны, где суверенный риск остается относительно высоким). Поэтому неудивительно, что инвесторы, лихорадочно ищущие прибыль, кинулись приобретать акции, сырьевые товары, кредитные инструменты и валюты развивающихся стран. Они ещё всё также ждут и новогоднего ралли... Посмотрим, как события будут развиваться на этот раз.

Тем временем, Федеральная резервная система США провела свое очередное заседание 11-12 декабря 2012 г.<sup>12</sup> По итогам заседания ФРС объявила о новом раунде выкупа гособлигаций в рамках усилий по снижению «повышенного» уровня безработицы: Федрезерв намерен приобретать US Treasuries на \$45 млрд. в месяц, что соответствует объему прекращаемой операции «Твист» и ожиданиям рынка. Операция «Твист», направленная на продление срочности бумаг в портфеле американского ЦБ объемами примерно по \$45 млрд в месяц за счет продажи краткосрочных US Treasuries и покупки бондов с более длительными сроками обращения, как и предполагалось, завершится в конце года.

Также подтвержден курс на продолжение реализации третьего раунда программы «количественного смягчения» (quantitative easing, QE3) путем выкупа ипотечных бумаг на \$40 млрд в месяц. Таким образом, в дальнейшем американский

---

<sup>12</sup> Доступно на <http://stockinfocus.ru/2012/12/12/frs-obyavila-o-vykupe-gosobligacij-i-izmenila-podxod-k-povysheniyu-stavok/>

Центробанк продолжит выкупать активы в общей сложности на \$85 млрд. в месяц.

Федеральный резерв так же объявил о сохранении целевого диапазона базовой процентной ставки от нуля до 0,25% годовых, что совпало с прогнозами экономистов.

При этом ФРС удивила рынки тем, что впервые дала указания о том, какого уровня должны достичь макроэкономические индикаторы, прежде чем будет рассматриваться вопрос о повышении процентных ставок. Безработица должна быть не больше 6,5% при условии, что прогноз инфляции на ближайшие год-два не превышает 2,5%, говорится в документе по результатам декабрьского заседания Комитета по открытым рынкам (FOMC).

«Хотя уровень безработицы несколько снизился с лета, он остается повышенным. Потребительские расходы продолжают повышаться, и рынок жилья показал дальнейшие признаки улучшения, однако рост инвестиций компаний в основной капитал замедлился», - отмечается в документе. «Инфляция остается несколько ниже долгосрочных целевых показателей FOMC, если не считать временных отклонений, которые в значительной степени отражают колебания цен на энергоносители. Долгосрочные инфляционные ожидания остаются стабильными», - утверждают в FOMC. В октябре Федрезерв отмечал определенное усиление инфляции.

«Обязанностью FOMC является содействие максимальному трудоустройству населения и ценовой стабильности. Комитет по-прежнему обеспокоен тем, что без достаточного смягчения политики экономический рост, вероятно, не будет достаточно сильным для обеспечения устойчивого улучшения условий на рынке труда. Кроме того, напряженность на мировых финансовых рынках продолжает представлять существенные понижательные риски для экономического прогноза», - отмечается в сообщении. «Комитет предполагает, что инфляция в среднесрочном периоде, вероятно, будет находиться на уровне, соответствующем целевым 2%, или ниже», — говорится в документе.

«Комитет будет пристально отслеживать поступающую информацию об экономических и финансовых событиях в предстоящие месяцы. Если прогноз по рынку труда не покажет

существенного улучшения, FOMC продолжит выкуп казначейский бумаг и ипотечных бумаг федеральных агентств и будет использовать другие целесообразные инструменты до тех пор, пока такое улучшение не будет достигнуто в контексте ценовой стабильности», - говорится в пресс-релизе.

«При определении объемов, темпов и структуры выкупа активов комитет, как и всегда, будет руководствоваться вероятной эффективностью таких покупок и затратами на них», - добавляет FOMC.

В тоже время многие известные экономисты высказывают свои опасения по поводу присутствия регулятора на рынке - массированные интервенции могут привести к "обезвоживанию" (исчезновению ликвидности) на долговом рынке страны.

«Новая программа ФРС США по выкупу гособлигаций, а также политика низких процентных ставок - это, помимо всего прочего, попытка предоставить Вашингтону дополнительное время для решения американского долгового кризиса», - с таким заявлением выступил Нил Кашкари<sup>13</sup> глава подразделения глобальных фондовых рынков фонда PIMCO. «Надо отдать должное ФРС за смелость и готовность к экспериментам. Однако возможности Бернанке ограничены. Чиновники пытаются повлиять на динамику финансовых рынков и добиться повышения цен на финансовые активы. Проблема в том, что они не могут добиться заметного улучшения в реальной экономике только за счет монетарной политики. При этом ее эффективность продолжает снижаться, это очевидный факт. Кашкари отметил: «...что американским властям неизбежно придется решать проблему "фискального обрыва", иначе, в случае автоматического повышения налогов и снижения госрасходов, экономика США снова окажется в рецессии. В остальном, конечно, показательно то, что ФРС определил в среду четкие ориентиры денежной политики, дав понять, что до роста инфляции выше 2.5% и снижения безработицы ниже 6.5% говорить о каком-либо ужесточении денежной политики не приходится».

И как мы сейчас можем констатировать, ФРС даже не думает сворачивать те начинания, которые она запустила в

---

<sup>13</sup> Доступно на <http://www.vestifinance.ru/articles/21006>

острую фазу кризиса. Это говорит о том, что экономика Штатов и дальше будет находиться на финансовом допинге, т.к у США есть одно большое преимущество - своя собственная валюта, и почти весь долг государственный и частный номинирован в долларах. Таким образом, правительство США в отличие, например, от правительства Греции просто не может остаться без денег. Кроме всего прочего, они могут и напечатать деньги. В результате всем пока кажется, что Америка никогда не объявит дефолт по своему долгу. Но если правительство США будет печатать деньги для оплаты своих обязательств, не приведет ли это к инфляции? Пока нет, т.к. экономика находится в угнетённом состоянии. Правда, инвесторы все-таки рано или поздно начнут ждать ускорения инфляции. Они также могут спровоцировать снижение курса доллара. Но оба эти фактора в текущей обстановке скорее помогут экономике США, чем навредят ей: ожидание ускорения инфляции может заставить корпорации и домохозяйства тратить деньги, а слабый доллар благоприятно отразится на экспортной составляющей экономики. Из-за этого ФРС США в ближайшей перспективе не сможет свернуть беспрецедентные меры стимулирования рынка. Это связано ещё и с тем, что за время действия программ выкупа облигаций баланс ФРС раздулся до рекордных отметок и выйти из этой позиции будет уже сложно.

И сегодня ключевым вопросом, ответ на который необходимо дать, (чтобы хотя бы минимально прогнозировать экономическую ситуацию в мире), является выбор между дефляционным и (гипер) инфляционным сценарием. А реализация одного или другого варианта будет определяться взаимодействием двух основных параметров экономики США: падением совокупного спроса и эмиссией. Темпы спада спроса в том случае, если не будет найден способ усиления масштабов кредитования потребителей, должны сегодня составлять порядка 8–12 процентов в год. Именно по этой причине объем эмиссионной поддержки экономики США сегодня составляет примерно 1% ВВП в месяц, что частично компенсирует этот спад.

Таким образом, баланс интересов в американском обществе (которое, как понятно, определяет ситуацию и во всем мире с точностью до деталей, поскольку именно США

является крупнейшим в мире потребителем) более или менее понятен, но вот сам момент принятия решения будет определяться в рамках политических процессов, то есть чисто экономическому анализу не подлежит. Действительно, для осуществления открытой прямой крупной эмиссии нужно осознанное решение ФРС США. Но в самом руководстве ФРС, за исключением ее руководителя Б.Бернанке, который не только назначен президентом США, но и является, скорее, ученым, чем банкиром, практически никто не поддерживает инфляционный сценарий.

А тем временем евро на международных торгах снизился до \$1,3161 по сравнению с \$1,3163. Основная причина волнений инвесторов - нерешенная проблема «фискального обрыва» в США. Президент Барак Обама отверг предложенный спикером палаты представителей конгресса США Джоном Бейнером компромисс по недопущению «фискального обрыва». Республиканцы предложили повысить налоги для миллионеров при условии, что президент США пойдет на сокращение расходов по ряду социальных программ. Но Обама настаивает на том, что налоги необходимо повысить для всех семей, зарабатывающих более \$250 тысяч. Если не удастся договориться до 31 декабря, с 1 января будут резко повышены налоги и сокращены бюджетные расходы, что может столкнуть экономику США в рецессию.

Азиатские рынки торгуются разнонаправлено. Сводный индекс региона MSCI Asia Pacific опустился на 0,1%. Японский Nikkei 225 прибавил 1,43%, китайский Shanghai Composite - 0,51%, южнокорейский Kospі снизился на 0,61%, гонконгский Hang Seng - на 0,37%, австралийский S&P/ASX 200 - на 0,04%. В воскресенье 16.12.2012 г. в Японии прошли досрочные парламентские выборы, на которых победу одержала оппозиция - Либерально-демократическая партия.

«Новые власти намерены вывести страну из многолетней дефляции. Для этого они собираются смягчить денежно-кредитную политику и нарастить государственные расходы. В четверг (20.12.2012 г.) состоится решение по процентной ставке Банка Японии и могут быть приняты меры по ослаблению денежно-кредитной политики», - считает Андрей

Верников<sup>14</sup>, заместитель генерального директора по инвестиционному анализу ИК «Церих кэпитал менеджмент». Китайский рынок растет на заявлениях властей о том, что в стране в 2013 году будут продолжены реформы для поддержания долгосрочного экономического роста, добавляет эксперт. Также власти страны отменили ограничения в \$1 млрд. на покупку китайских активов иностранными суверенными фондами. Китай уже лидирует по притоку иностранных инвестиций в акции среди развивающихся рынков.

Российский рынок прервал рост, рубль слабеет. Инвесторы обеспокоены тем, что власти США не могут предотвратить «фискальный обрыв», который может привести к рецессии экономики. Российский рынок в понедельник 17.12.2012 г. открылся ростом, но к 10.22 ушел в минус. Индекс ММВБ потерял 0,21%, снизившись до 1463 пункта, индекс РТС - 0,19%, опустившись до 1497 пунктов. Рубль слабеет относительно доллара на 5 копеек, до 30,77 рубля за 1 доллар; относительно евро - на 25 копеек, до 40,47 рубля за 1 евро. «Покупают без всякого повода», - подчёркивает Александр Головцов<sup>15</sup>, руководитель управления аналитических исследований УК «Уралсиб».

На прошлой неделе российский рынок продолжил рост, стартовавший в начале декабря. По итогам недели индекс РТС прибавил почти 2%, увеличившись до 1500 пунктов, индекс ММВБ - 1,7%, увеличившись до 1466 пунктов. Рынок рос, несмотря на продолжающийся отток из фондов. За неделю инвесторы вывели \$115 млн., приток с начала года сократился до \$522 млн, свидетельствуют данные Emerging Portfolio Fund Research. Из-за оттока иностранных инвестиций российский рынок растет медленнее других развивающихся. «Если бы наш рынок шел вровень с другими рынками, то пятничное закрытие индекса ММВБ было бы не на отметке 1465 пунктов, а на отметке 1550 пунктов», - предполагает Верников.

На последней торговой неделе 2012 г. инвесторы будут следить за новостями по решению проблемы «фискального обрыва» США, за макроданными из США и оборотом

---

<sup>14</sup> Доступно на <http://www.gazeta.ru/business/2012/12/17/4894253.shtml>

<sup>15</sup> Там же

розничной торговли Еврзоны. В России выйдет индекс цен производителей, данные по промпроизводству, по уровню безработицы и обороту розничной торговли.

«Рынку труднее будет расти на одной жадности, статистика оттока указывает на серьезный перегрев - возможно снижение рынка, я ожидаю «нервную» торговлю из-за нерешенной проблемы «фискального обрыва», - говорит Головцов.

Однако проблема, с которой постоянно сталкивается ФРС, это ситуация, когда регулятор выпускает данные, надеясь, что в скором будущем достигнет необходимых показателей. ФРС тем временем недооценивает ситуацию и получает от рынка совсем противоположный сигнал. Именно поэтому "новогодние сюрпризы" вряд ли будут иметь большой эффект. Ряд экспертов придерживаются именно такого мнения.

Тем временем (21.12.2012 г.) стало известно, что «Обрыв ушёл на рождественские каникулы...» В США не смогли договориться о том, как уйти от «фискального обрыва», республиканцы уходят на рождественские каникулы, не проголосовав за проект. Переговоры по предотвращению «фискального обрыва» в США сорваны и вряд ли возобновятся до конца рождественских каникул. Республиканцы не поддержали план своего лидера в палате представителей, голосование не состоялось. Автор плана Джон Бейнер предоставил решать проблему президенту США Бараку Обаме.<sup>16</sup> Намеченное на четверг (20.12.2012 г.) голосование в палате представителей по плану предотвращения «фискального обрыва», предложенному спикером палаты Джоном Бейнером, не состоялось. «Палата представителей не стала рассматривать налоговый законопроект сегодня, так как он не получил бы достаточной поддержки от членов республиканской партии», - объявил Бейнер.<sup>17</sup> Более того, спикер объявил, что голосования по этому вопросу не будет вплоть до конца рождественских каникул. Обычно конгресс уходит на каникулы с 23 декабря по 1 января. 3 января 2013 года у конгресса будет новый состав. Бейнер предложил президенту США Бараку Обаме

---

<sup>16</sup> Доступно на <http://www.gazeta.ru/business/2012/12/21/4900825.shtml>

<sup>17</sup> Там же

договариваться по варианту плана демократов и пообещал «вернуться, в случае необходимости».

«Теперь от президента зависит, сможет ли он договориться с сенатором Ридом по законопроектам, которые смогут предотвратить обрыв», - сказал Бейнер, имея в виду лидера демократического большинства в сенате Гарри Рида.

Здесь ещё раз отметим, что так называемый «фискальный обрыв» - это одновременное повышение налогов и сокращение расходов бюджета, которые автоматически наступят 1 января 2013 года, поскольку с Нового года в США прекратят действовать налоговые льготы, введенные президентом Джорджем Бушем, а расходы сократятся по давно достигнутой договоренности. В этом случае налоговые сборы увеличатся сразу на \$600 млрд. Если не предотвратить обрыв, рост реального ВВП США в 2013 году может замедлиться на 1,4 процентного пункта, потребительские расходы сократятся и вернут экономику США в рецессию, подсчитали эксперты.

Взамен власти США намерены принять решение о постепенном повышении налогов и сокращении расходов. Обама, от лица демократов, сначала предложил увеличить налоговые поступления на \$1,6 трлн. за 10 лет, в основном за счет повышения налогов на богатых американцев (годовой доход более \$250 тыс. на домохозяйство). Бейнер, от лица республиканцев, - на \$800 млрд., при этом без какого-либо повышения налогов, только за счет коррекции законодательных дыр. Однако в ходе переговоров стороны пошли на уступки. Обама сбалансировал предложение на уровне \$1,2 трлн., Бейнер согласился поднять налоги на сверхбогатых (домохозяйства с доходом более \$1 млн. в год), Обама поднял свою налоговую планку до \$400 тыс. Эксперты ожидали, что окончательно стороны договорятся на уровне \$500—700 тыс. годового дохода.

Однако главная интрига - не общая разница в сотню миллиардов, а **потолок госдолга США**. Пункт есть в обоих планах, говорят про него пока мало, а разница при этом колоссальная. Обама хочет повысить долговой лимит так, чтобы хватило на два года, Бейнер - всего на год. **Это лишь подтверждает точку зрения о том, что главные межпартийные баталии разгорятся не сейчас, а через полтора месяца, когда у США будут заканчиваться деньги.**

Отмена голосования стала полной неожиданностью. Еще накануне эксперты довольно спокойно рассуждали о том, что противоборствующие партии постараются договориться до каникул, чтобы не портить Рождество. В начале недели Обама и Бейнер провели переговоры, источники сообщали, что они близки к компромиссу.

Однако вариант, устроивший бы обоим лидерам, так и не был найден, и Бейнер решил провести через нижнюю палату конгресса собственный вариант, так называемый «план Б», очевидно, рассчитывая оказать давление на демократов. Но он не получил поддержки от наиболее консервативно настроенных республиканцев.

Белый дом все еще «надеется прийти к двухпартийному соглашению», по словам пресс-секретаря Джея Карни,<sup>18</sup> чтобы «не допустить роста налогов на 98% американцев и на 97% малых предприятий».

«Для того чтобы защитить средний класс от фискального обрыва, мистер Бейнер должен дать возможность принять решение, которое устроило бы обе партии, - заявил Рид,<sup>19</sup> его цитирует Financial Times. - Из-за подхода мистера Бейнера мы и так уже потеряли целую неделю и толкнули средний класс к пропасти».

Депутаты в смятении. «Не заставляйте меня лгать вам, - попросил журналистов член палаты представителей от Демократической партии Чарльз Рэйнджер. - Я сам ни черта не понимаю в том, что происходит». «Шансы на то, что мы столкнемся с обрывом, поднялись», - констатирует член палаты представителей, республиканец Роб Бишоп. Обе цитаты по агентству Bloomberg.<sup>20</sup>

У участников фондового и финансового рынков растут сомнения в том, что «обрыв» удастся предотвратить за оставшиеся 11 дней. В пятницу утром 21.12.2012 г. фьючерсы на индекс S&P упали на 1,5%, так же как и фьючерсы на индекс Dow Jones. Провал «плана Б» серьезно увеличивает шансы на то, что Бейнер лишится поста спикера при следующих выборах в январе 2013 года. А политическая и

---

<sup>18</sup> Доступно на <http://www.gazeta.ru/business/2012/12/21/4900825.shtml>

<sup>19</sup> Там же

<sup>20</sup> Там же

экономическая неопределённость в США лишь усугубит экономическую ситуацию в мировой экономике...

### **Список литературы:**

#### **Иностранная литература:**

1. Allen, M.P., A Lesson from History, Roosevelt to Obama - The Evolution of Broker-Dealer Regulation: From Self-Regulation, Arbitration, and Suitability to Federal Regulation, Litigation, and Fiduciary Duty (November 13, 2009). *Entrepreneurial Business Law Journal*, Vol. 5, No. 1, 2009. - URL: <http://ssrn.com/abstract=1505469>
2. BIS Annual Report 2009/10. – Basel, June 2010. – P. 216.
3. Fein, M.L. , Dodd-Frank Act: Implications for Securities Activities of Banks and Their Affiliates (August 11, 2010). – URL: <http://ssrn.com/abstract=1657637>
4. Financial Regulation: A Framework for Crafting and Assessing Proposals to Modernize the Outdated U.S. Financial Regulatory System. GAO-09-216, January 8, 2009. – URL: <http://www.gao.gov/new.items/d09216.pdf>
5. Gordon, J. N. , Muller, Ch., Confronting Financial Crisis: Dodd-Frank's Dangers and the Case for a Systemic Emergency Insurance Fund (September 2010). Columbia Law and Economics Working Paper No. 374. – URL: <http://ssrn.com/abstract=1636456>
6. Long-term issues in international banking // Committee on the Global Financial System Papers #41. – Basel: BIS, July 2010.
7. Lebaton, Stephen (2008, October 3). Agency's '04 rule let banks pile up new debt and risk. *New York Times*, A1, A23.
8. Long-term issues in international banking // Committee on the Global Financial System Papers #41. – Basel: BIS, July 2010.
9. McCauley R., McGuire P., von Peter G. The architecture of global banking: from international to multinational? // *BIS Quarterly Review*. – Basel, March 2010. – P.25-37

#### **Электронные ресурсы:**

10. URL: <http://www.warandpeace.ru/ru/analysis/view/48990/>
11. URL: <http://fortrader.ru/birzhevoj-slovar/programma-kolichestvennogo-smyagcheniya-qe2.html>
12. URL: <http://www.utro.ru/articles/economics/>
13. URL: <http://www.vestifinance.ru/articles/19792>
14. URL: <http://www.gazeta.ru/financial/2012/11/10/13.shtml>

15. URL: <http://top.rbc.ru/economics/04/12/2012/834840.shtml>
16. URL: <http://www.vestifinance.ru/articles/19792>
17. URL: <http://www.km.ru/world/2012/11/23/697990-ssha-bolshe-ne-mogut-diktovat-vsemu-miru-pravila-igry>
18. URL: <http://www.vestifinance.ru/articles/19902>
19. URL: <http://stockinfofocus.ru/2012/12/12/frs-obyavila-o-vykupe-gosobligacij-i-izmenila-podxod-k-povysheniyu-stavok/>
20. <http://www.gazeta.ru/business/2012/12/17/4894253.shtml>
21. URL: <http://www.vestifinance.ru/articles/21006>
22. <http://www.gazeta.ru/business/2012/12/21/4900825.shtml>