

ОПЫТ ДРУГИХ СТРАН: ЕСТЬ ЧЕМУ ПОУЧИТЬСЯ*

**Сергей
АЛЕКСАШЕНКО**

кандидат экономических наук,
директор по макроэкономическим
исследованиям НИУ—ВШЭ

**Дмитрий
МИРОШНИЧЕНКО**

научный сотрудник Института
«Центр развития» НИУ—ВШЭ

**Сергей
СМИРНОВ**

кандидат экономических наук,
заместитель директора Института
«Центр развития» НИУ—ВШЭ

**Андрей
ЧЕРНЯВСКИЙ**

кандидат экономических наук,
ведущий научный сотрудник Института
«Центр развития» НИУ—ВШЭ

Оικονομία • Πολιτικά

OIKONOMIA • POLITIKA

Синхронное развитие экономического кризиса в 2008—2009 годах в различных странах мира и практически одновременное принятие решений по противодействию кризису в основных мировых экономиках позволяет сравнивать между собой реализованные подходы и решения проблем, зачастую относящихся к одному типу. Особенности последнего кризиса стало не только сочетание спада в реальном секторе и кризиса финансового сектора, но и использование нетрадиционных антикризисных мер в различных странах. Несомненно, опыт преодоления кризиса 2008—2009 годов будет привлекать внимание исследователей еще длительное время, а даваемые оценки, скорее всего, будут изменяться в зависимости от дальнейшего хода экономической истории.

Для своего анализа мы остановились на трех странах: США, Китае и Великобритании. Выбор двух первых достаточно очевиден — крупнейшие экономики мира, от динамики которых будет в значительной мере зависеть развитие всей мировой экономики и которые при этом находятся на разных полюсах: первая — оплот свободного предпринимательства и минимального вмешательства государства в экономику; вторая — наиболее динамично развивающаяся экономика в современном мире, в которой государство до

* Статья основана на материалах исследования «Изучение макроэкономических и структурных последствий экономической политики Правительства Российской Федерации и Центрального Банка Российской Федерации...» (ТЗ 10.2), выполненного в 2010 году при поддержке Центра фундаментальных исследований НИУ ВШЭ.

настоящего момента играет ключевую роль в определении многих экономических процессов. Великобритания же заинтересовала нас тем, что в этой стране до кризиса финансовый сектор играл роль «локомотива» роста, но именно он первым принял на себя удары мирового кризиса. Затраты на спасение финансового сектора оказались там настолько велики, что практически не дали правительству возможности реализовать полноценную программу фискального стимулирования.

В то время как США и Великобритания решали проблемы, аналогичные тем, с которыми столкнулись российские власти, с использованием инструментов денежной и бюджетной политики, специфика китайской экономической системы диктовала порой поиск нетрадиционных решений. Основные выводы, которые мы намерены сделать, связаны с фиксацией моментов, различающих Россию и рассмотренные страны в части подготовки и реализации антикризисных решений.

Введение. Общие подходы к антикризисной политике

Специфика кризиса 2008—2009 годов привела к тому, что странам, осуществлявшим программы антикризисных мер, пришлось одновременно решать несколько задач. Глубина и характер кризиса (одновременного для ведущих экономик, сочетающего циклический спад и финансовый кризис) были беспрецедентными для мировой экономики; экономическая теория и практика были не готовы незамедлительно предложить рецепты выхода из сложившейся ситуации; выработка практических рекомендаций велась параллельно с развитием кризиса и с экстренно принимаемыми мерами правительств разных стран.

Большой вклад в осмысление характера кризиса и в выработку антикризисных рекомендаций внесли международные организации (ОЭСР, МВФ, Всемирный банк), которые старались обобщать появляющийся опыт и выработать предложения «верхнего уровня». Так, в работах экспертов ОЭСР уже в марте 2009 года были выделены восемь рекомендаций относительно антикризисных мер, наиболее важных в кратко- и среднесрочном плане.

1. Решение проблемы безработицы (с учетом ошибок 1970-х и 1980-х годов, когда многих рабочих раньше срока отправляли на пенсию, что привело к снижению качества человеческого капитала).

2. Поддержка устойчивости финансового сектора с целью скорейшего возобновления кредитования реального сектора.

3. Проведение денежно-кредитной политики, стимулирующей рост (поддержка ликвидности, обеспечение роста кредитования, недопущение дефляции) с учетом необходимости сохранения контроля над стабильностью цен.

4. Проведение стимулирующей бюджетной политики, но с обязательным удержанием под контролем текущего и перспективного уровня суверенной задолженности.

5. Необходимость международной координации стимулирующих мер.

6. Нежелательность прямой поддержки реального сектора экономики и отдельных компаний (так как это искажает конкуренцию, распределение ресурсов и вызывает ответные протекционистские меры).

7. Важность использования кризисной паузы для проведения структурных реформ с целью усиления конкуренции на товарном рынке и рынке труда.

8. Необходимость перестройки регулирования финансового сектора.

В действиях властей разных стран превалировали кейнсианские методы борьбы с кризисом, хотя зачастую становилось заметным, что меры, логич-

ные в прошлом в условиях закрытых экономик, не могут быть столь же эффективными сегодня. Так, важным новым моментом в практике реализации антикризисных программ фискального стимулирования стало то, что правительства развитых стран, идя на поддержание доходов населения и преодоление последствий растущей безработицы, тратили значительные средства на выплаты населению, однако это не всегда приводило к росту производства. В современных открытых экономиках власти не имеют возможности влиять на выбор потребителей, которые зачастую направляют полученные средства на приобретение импортных товаров, повышая спрос на продукцию, производимую в других странах. Это явление получило название «утечка стимула»¹.

Важной проблемой, подвергнутой серьезному осмыслению в ходе текущего кризиса, стала тема бюджетных мультипликаторов — то есть того, насколько воздействует на экономический рост увеличение бюджетных расходов в период спада и восстановления роста. Общий вывод проанализированных нами работ таков — уровень мультипликатора больше, если:

- меньше размер «утечки» стимула (только небольшая часть стимулирующего воздействия сберегается или тратится на импорт), что получается в результате увеличения доли инвестиционных расходов, прежде всего строительных работ, и снижения доли расходов, направляемых на прямые выплаты населению;
- одновременно с фискальным стимулированием проводится адекватная монетарная политика, поддерживающая экономический рост (то есть процентные ставки не повышаются в ответ на фискальную экспансию);
- фискальная позиция страны устойчива, то есть правительство в состоянии контролировать как уровень бюджетного дефицита, так и размер текущего и прогнозируемого государственного долга и объем расходов по его обслуживанию).

Если оставить за рамками рассмотрения вопросы международной координации усилий, то анализ антикризисных программ позволяет определить их основные блоки, к которым относятся:

1) ослабление денежной политики, реализованное центральными банками через снижение процентных ставок по своим кредитам и через предоставление ликвидности, включая программы количественных ограничений;

2) поддержка финансового сектора в части выкупа проблемных активов и предоставления гарантий и/или дополнительного капитала, введения (увеличения лимита) гарантирования вкладов населения в банках. Следует отметить, что далеко не во всех странах финансовый сектор пострадал во время последнего кризиса. Так, среди стран с развивающимися экономиками, входящими в «Группу 20», на такие меры пришлось пойти только России;

3) программа фискального стимулирования, призванная заменить падающий частный спрос спросом со стороны бюджета. Меры данного блока включали в себя снижение ставок налогов и предоставление налоговых льгот, дополнительные расходы бюджетов, направленные как на выплаты населению, так и на закупки товаров и услуг для нужд государства;

4) поддержка отдельных секторов экономики (кроме финансового), устойчивость которых признавалась критически значимой для устойчивости всей экономики. К таким секторам следует, например, отнести автомобильную промышленность в США и Германии, сектор жилищного строительства в США.

¹ Аналогичный характер (с точки зрения отсутствия воздействия на экономический рост) носил и еще один процесс — погашение населением своей задолженности перед банками.

1. Антикризисная политика в США

Крупнейший за послевоенную историю мировой финансовый и экономический кризис зародился на рынке ипотечных ценных бумаг США и связан с обвалом рынка так называемых нестандартных ипотечных кредитов (*sub-prime mortgage*). Изначально объем таких кредитов был относительно невелик, однако к середине 2008 года их общее количество превысило 20% от общего числа ипотечных кредитов, а суммарный объем — 2,5 трлн долл. Дело в том, что начиная с середины 1990-х годов американские власти стали проводить активную политику повышения доступности жилья, ориентированную на домохозяйства с доходами ниже среднего. Это привело к снижению стандартов банковского кредитования и превратило рынок недвижимости в инвестиционно-привлекательный для широкого слоя средних американцев. Ипотечные банки, выкупая кредиты у брокеров, не намеревались держать кредиты на своих балансах, а активно продавали такие кредиты в виде производных ценных бумаг, что позволило банкам существенно уменьшить объем принимаемых на себя рисков за счет перекалывания их на покупателей таких ценных бумаг.

Первыми сигналами приближающегося кризиса явились снижение цен на жилье, начавшееся в первой половине 2006 года, и банкротство одного из фондов, созданных банком *HSBC*, работавшим на рынке *MBS* (*mortgage based securities*). До этого начиная с середины 1990-х годов цены на жилье в США устойчиво росли. К числу причин, обусловивших кризис на рынке жилья в США, эксперты относят макроэкономические (повышение процентных ставок Федеральной резервной системой США (ФРС) после продолжительного периода чрезвычайно низких процентных ставок в 2001—2004 годах), институциональные (серьезное ослабление банковского регулирования и ошибки финансового надзора со стороны ФРС и Комиссии по ценным бумагам) и политические (политика расширения доступности жилья). Начавшиеся весной 2007 года дефолты по ипотечным займам постепенно нарастали в объемах и к осени 2008 года привели к неплатежеспособности многих инвестиционных и коммерческих банков в США и в других странах. Практический коллапс финансовой системы США привел к остановке рынков межбанковского кредитования и к резкому снижению объемов клиентского кредитования, что, в свою очередь, резко обрушило объемы мировой торговли и перевело американскую, а вслед за ней и мировую экономику из состояния слабой рецессии в состояние глубочайшего экономического спада.

Кризис достаточно быстро обнажил самые «слабые места» в американской экономике, которыми стали:

- *финансовый сектор*, недостатки в регулировании которого обусловили, в частности, быструю потерю достаточности капиталов многими финансовыми институтами. Чрезмерная зависимость крупных участников рынка ценных бумаг от краткосрочного финансирования очень быстро приводила их к потере ликвидности;
- *сектор жилищного строительства и ипотечного кредитования*. «Пузыри» на жилищном рынке не являются специфически американской проблемой, но в США проблемы этого рынка оказали самое существенное негативное влияние на всю экономику. С одной стороны, значительная часть сбережений американских семей была аккумулирована в стоимости домов, приобретенных по ипотеке. С другой стороны, сектор жилищного строительства и сопутствующие отрасли являлись движущей силой экономики на региональном уровне;

- *автомобильная промышленность*, столкнувшаяся с резким сокращением спроса. В январе 2009 года продажи автомобилей США составили 62%, а производство автомобилей — всего 33% от январского уровня 2008 года. В этой ситуации крупнейшие американские автопроизводители *General Motors* и *Chrysler* оказались на грани банкротства и запросили государственную поддержку.

Все эти сектора оказались на грани системного краха; поэтому в рамках антикризисных решений усилия правительства США и ФРС направлялись не только на реализацию мер по общей поддержке экономики инструментами денежно-кредитной и бюджетной политики, но и на решение конкретных секторальных проблем.

Меры денежно-кредитной политики

Анализируя действия ФРС, мы выделяем три основные фазы кризиса: первая — с августа 2007 года по сентябрь 2008 года; вторая — период паники на финансовых рынках в сентябре—октябре 2008 года, когда кризис быстро распространялся по всему миру; третья — с ноября 2008 года, когда ФРС смогла создать и реализовать комплекс антикризисных мер по выводу финансового сектора из кризиса; окончанием этой фазы можно считать октябрь 2009 года, когда первые американские банки, получившие господдержку, вернули полученные средства. Условно мероприятия, осуществленные ФРС в ходе кризиса, можно разделить на три группы: предоставление ликвидности рынку в целом, смягчение денежной политики и поддержка отдельных банков и компаний.

ФРС стала принимать антикризисные меры еще на первой стадии кризиса, начав снижение процентной ставки в середине августа 2007 года (5,25% в тот момент). К марту 2008 года ФРС снизила ее уровень до 2%, что отражало очевидное нарастание тревоги денежных властей США относительно замедляющихся темпов роста. Однако это говорило лишь о «нормальной» реакции ФРС на изменение фазы экономического цикла и отнюдь не предвещало никаких потрясений на финансовом рынке. Одновременно ФРС начала реализацию ряда программ по поддержке ликвидности на финансовых рынках:

- с декабря 2007 года начались аукционы по предоставлению залоговых кредитов банкам на срок от 28 до 84 дней (Term Auction Facility, TAF); по состоянию на конец 2008 года задолженность перед ФРС составляла около 100 млрд долл.;
- с декабря 2007 года началось предоставление кредитов центральным банкам зарубежных стран (SWAPS). В конце 2008 года объем таких кредитов достиг почти 600 млрд долл., а к концу 2009 года почти весь их объем был погашен.

Впервые применить нетрадиционные антикризисные механизмы ФРС пришлось в марте 2008 года, когда банку *JPMorgan* был предоставлен кредит в размере 30 млрд долл. для покупки практически обанкротившегося инвестиционного банка *Bear Stearns*. В это же время была открыта дополнительная кредитная линия для дилеров на рынке казначейских обязательств (Primary Dealer Credit Facility, PDCF), которая в период острой фазы кризиса оказалась одним из главных инструментов поддержания текущей ликвидности не только американских финансовых институтов, но и их европейских филиалов, а также филиалов крупнейших европейских банков, работавших в США. (Действие этой линии в настоящее время прекращено.)

Начало второй фазы кризиса традиционно связывается с банкротством банка *Lehman Brothers* 15 сентября 2008 года², когда в течение следующих двух дней на американском денежном рынке произошел «набег на банки», в результате которого инвесторы изъяли из денежных фондов (*money market funds*) более 150 млрд долл., что подорвало всю систему краткосрочного межбанковского кредитования. В середине сентября 2008 года американский финансовый сектор находился на грани полного коллапса, когда друг за другом «рушились» финансовые гиганты: ипотечные агентства *Fannie Mae* и *Freddy Mac*, крупнейшая страховая компания в мире *AIG*, крупнейшие американские розничные банки *Washington Mutual* и *Wachovia* (которых поглотили соответственно *JPMorgan Chase* и *Wells Fargo*), один из крупнейших инвестбанков *Merrill Lynch*, поглощенный *Bank of America*. В сентябре 2008 года ФРС приняла решение о выдаче банковских лицензий как банковским холдингам крупнейшим инвестбанкам *Goldman Sachs* и *Morgan Stanley*, чтобы они могли получить доступ к кредитным программам ФРС.

В этот момент основной задачей ФРС стало резкое смягчение денежной политики, которое могло бы поддержать дешевым кредитом, с одной стороны, финансовые рынки, а с другой — начавшую резко тормозить американскую экономику. В октябре 2008 года базовая ставка ФРС была понижена до 1%, а позднее ФРС практически отказался от применения какой-либо ставки (установив ее в диапазоне 0—0,25%), перейдя, как и многие другие банки, к политике «количественного смягчения» (*quantitative easing*)³.

В сентябре—ноябре 2008 года ФРС запустила несколько различных программ, целью которых было решение главной задачи — преодоление кризиса ликвидности на финансовом рынке. Если в предкризисную неделю сентября 2008 года на резервных счетах банков и других депозитарных институтов в ФРС было 8 млрд долл., то к концу 2008 года на этих счетах скопилось 848 млрд долл. Таким образом, за весьма короткий период ФРС увеличила средства на счетах финансовых институтов в 100 раз, чем был смягчен коллапс межбанковского рынка.

В отличие от правительственных программ, программам ФРС не требуется одобрение Конгресса, что позволило ФРС разрабатывать и запускать программы поддержки ликвидности, ориентированные на различные сегменты и на разные группы участников рынка:

- с сентября 2008 года началось предоставление кредитов паевым инвестиционным фондам под залог ценных бумаг (*Asset-Backed Commercial Paper Money Mkt Mutual Fund Liquidity Facility, AMLF*); в настоящее время программа прекращена;
- с октября 2008 года для коммерческих банков были созданы дополнительные возможности кредитования под залог ценных бумаг (*Commercial Paper Funding Facility, CPFF*); в настоящее время прекращена;
- с октября 2008 года началось кредитование инвесторов денежного рынка (*Money Market Investors Funding Facility, MMIFF*);
- с ноября 2008 года началась реализация крупнейшей для ФРС программы выкупа ипотечных облигаций выпущенных или гарантированных государственными ипотечными агентствами (*Mortgage Backed Securities*)

² Хотя этот момент можно отнести к середине лета 2008 года, когда обанкротился калифорнийский банк *IndyMac*, активно привлекавший депозиты населения, на выплату по которым ушло 20% резервов Федеральной корпорации по страхованию вкладов США.

³ Смысл этой политики состоит в целенаправленном увеличении денежного предложения в тех условиях, когда процентная ставка перестает работать, а главным ее инструментом является выкуп центральным банком различных активов.

Purchase Program)⁴. По состоянию на конец 2009 года покупка ФРС таких ценных бумаг превысила 1 трлн долл., к весне 2010 года она достигла плановой отметки в 1,25 трлн долл. В настоящее время облигации остаются на балансе ФРС, которая надеется постепенно продать их, когда возникнет необходимость ужесточения денежной политики;

- с ноября 2008 года началась реализация дополнительной программы по выкупу ценных бумаг (Term Asset-Backed Securities Loan Facility, TALF), направленной на поддержку рынка ценных бумаг, обеспеченных студенческими займами, займами на покупку автомобилей, кредитами по кредитным картам, кредитами малому бизнесу, имеющими наивысший кредитный рейтинг. В рамках данной программы Федеральный резервный банк Нью-Йорка получил 20 млрд долл. от Казначейства США (в рамках программы TARP) на покрытие убытков. На данную программу планировалось выделить 200 млрд долл., в действительности расходы по TALF не превысили 20 млрд долл.; программа действует по настоящее время;
- в начале декабря 2008 года ФРС объявил о своем намерении начать программу выкупа казначейских обязательств⁵, которая стартовала в середине марта 2009 года и объем которой в общей сложности составил 300 млрд долл.

Начиная с ноября 2008 года ФРС сосредоточила свои усилия на операционных вопросах реализации утвержденных и объявленных программ, практически не изменяя их механизмов и условий⁶. Оценивать эффективность каждой программы в отдельности достаточно сложно. Кроме того, ситуация на финансовых рынках в период второй, наиболее острой фазы кризиса быстро менялась, что неизбежно приводило в ряде случаев либо к дублированию программ, либо к завышению степени потенциальных угроз. Тем не менее мы считаем, что на первой фазе кризиса ФРС не смогла адекватно оценить быстро нарастающие в финансовом секторе риски и запоздала с принятием решений, особенно касающихся проверки устойчивости отдельных финансовых институтов. Более того, спасение кредиторов относительно небольшого и не являвшегося системным игроком ни на одном сегменте рынка инвестиционного банка *Bear Stearns* (когда он при поддержке ФРС был выкуплен банком *JPMorgan Chase*) скорее нанесло вред участникам рынка, поскольку породило у них уверенность, что аналогичная поддержка будет оказываться и в других подобных случаях.

В то же время следует признать, что на втором этапе кризиса ФРС действовала энергично и целенаправленно, пытаясь не допустить коллапса финансового рынка, оказывая поддержку крупнейшим финансовым институтам в США и Европе, а также ряду центральных банков других государств. Достаточно быстро разработанные программы, параметры и условия которых были публично объявлены, оказались довольно эффективными и позволили насытить ликвидностью мировую финансовую систему, что явилось ключевым фактором преодоления острой фазы кризиса.

⁴ Значимость этой программы состояла еще и в том, что через ее реализацию ФРС намеревалась прекратить рост ставок и снижение стоимости ипотечных ценных бумаг, что должно было затормозить снижение цен на недвижимость в США.

⁵ Хотя в качестве главной цели такого шага ФРС объявила снижение процентных ставок на рынке коммерческих и потребительских кредитов, несомненно, что при этом косвенной целью данной программы было и финансирование резко возросшего дефицита федерального бюджета США.

⁶ Существенным новым элементом политики ФРС стало объявление в сентябре 2010 года о подготовке второй фазы количественного смягчения (QE2), а также начало ее реализации в ноябре 2010 года.

Несомненно, реализованная в беспрецедентных масштабах политика смягчения денежной политики несет существенные инфляционные риски для американской экономики и может серьезно дестабилизировать ситуацию в международной финансовой системе. По мере выхода экономики США из кризиса ФРС предстоит двигаться в трех направлениях: повышать учетную ставку, сокращать уровень банковских ликвидных резервов и сжимать баланс ФРС за счет сокращения объема приобретенных в период кризиса казначейских обязательств и ипотечных ценных бумаг. Однако большинство экспертов поддерживают позицию ФРС относительно того, что сокращение или «сворачивание» в настоящее время программ ФРС и ужесточение таким образом денежной политики пока является преждевременным и сопряжено с рисками еще большего замедления скорости восстановления американской экономики.

Поддержка финансового сектора

Помимо мер по смягчению денежной политики в ходе кризиса американским властям пришлось принимать нетрадиционные решения, касающиеся поддержки отдельных финансовых организаций. Хотя главная тяжесть этой проблемы легла на плечи американского министерства финансов (Казначейства), однако и здесь не обошлось без участия ФРС⁷. При анализе этой части антикризисных действий американских властей нужно выделить поддержку «государственных» ипотечных корпораций *Fannie Mae* и *Freddy Mac* и программу TARP (Troubled Asset Relief Program).

В июле 2008 года в США был принят закон «О восстановлении экономики и рынка жилья» (Housing and Economic Recovery Act of 2008). Данный закон послужил юридическим основанием для инвестирования Казначейством США 6 сентября 2008 года 200 млрд долл. в капитал *Fannie Mae* и *Freddy Mac*, по 100 млрд долл. в каждую корпорацию. Таким образом, неявные государственные гарантии для данных корпораций приобрели форму солидной государственной поддержки. Для участия в управлении ипотечными корпорациями было создано Федеральное финансовое агентство по жилищному строительству (*Federal Housing Finance Agency*). Непосредственным поводом для фактической национализации (в США применительно к данному случаю использована юридическая конструкция «взятие под контроль», *conservatorship*) послужили убытки ипотечных корпораций в размере 14,9 млрд долл. и связанные с этим опасения участников финансовых рынков.

Уже 3 октября 2008 года в США был принят закон «О неотложных мерах по стабилизации экономики» (Emergency Economic Stabilization Act, EESA), в котором были предусмотрены программы по выкупу проблемных активов, корректировке бюджетных расходов на федеральном и региональном уровне и налоговые послабления. В ходе реализации положений EESA в октябре

⁷ Речь идет о кредитной поддержке страховой компании *AIG* и совместных с Казначейством США и Корпорацией по страхованию депозитов гарантиях *Citigroup* и *Bank of America*. Кредит *AIG*, не являвшейся кредитной организацией, в объеме 85 млрд долл. был предоставлен под давлением Казначейства, не имевшего на тот момент свободных денежных средств, на основании никогда до этого не применявшейся на практике формулировки из закона о ФРС о возможности кредитовать небанковские организации «в сложных и чрезвычайных обстоятельствах». Одновременно с этим казначейство стало владельцем 79,9% акций *AIG*, компания получила дополнительную поддержку за счет средств TARP в размере 40 млрд долл. Гарантии *Citigroup* и *Bank of America* в размере 235 млрд долл. и 97 млрд долл. соответственно были предоставлены в рамках программы GAP; ФРС предоставила основные гарантии на суммы 220,4 млрд долл. и 87,2 млрд долл. соответственно.

2008 года была разработана *Программа по выкупу у банков и других финансовых институтов проблемных активов (Troubled Asset Relief Program, TARP)*, которая сразу же после окончания разработки и представления общественности в октябре 2008 года была серьезно модифицирована. Первоначально предполагалось, что данная программа будет в основном направлена на выкуп у финансовых институтов проблемных активов. Однако после проведенных обсуждений основной акцент был смещен на прямое участие государства в капитале крупнейших финансовых институтов.

Реализация *TARP* началась с октября 2008 года, общий лимит средств на программу составил 700 млрд долл. Для осуществления текущего контроля Конгресса США за расходованием средств данной программы был создан пост Специального генерального инспектора программы (*SIGTARP*), который до настоящего времени предоставляет ежеквартальные отчеты Конгрессу. В рамках *TARP* были осуществлены несколько программ.

Программа предоставления банкам дополнительного капитала (Capital Purchase Program, CPP) имела целью оживление деятельности банковского сектора, преодоление кризиса ликвидности и оживление кредитования. На нее было выделено 250 млрд долл., и к январю 2009 года практически вся выделенная сумма была использована. В соответствии с условиями *CPP* государство приобретало привилегированные акции финансовых институтов на неопределенный срок. Получатели средств должны выплачивать Казначейству США дивиденды в размере 5% по привилегированным акциям первые пять лет после получения взносов в капитал и 9% в последующие годы. Первыми получателями бюджетных средств в октябре 2008 года стали восемь крупнейших американских коммерческих банков, включая *Bank of America* и *Citigroup*⁸. В программе участвовали также сотни средних и мелких банков и финансовых институтов. Банки, получавшие помощь в рамках *CPP*, брали на себя определенные обязательства в части ограничений выплат вознаграждений топ-менеджерам и предоставления «золотых парашютов». Принятые обязательства стимулировали банки как можно быстрее рассчитаться с Казначейством, и к началу октября 2010 года все крупные банки США, за исключением *Citigroup*, вернули в бюджет полученные по данной программе средства.

Программа по поддержке капитализации банков (Capital Assistance Program, CAP) была направлена на дополнительную капитализацию крупнейших американских банков. Согласно условиям программы, 19 банков, чьи активы превышали 100 млрд долл., должны были пройти специальные стресстесты для выявления потребности в дополнительном капитале. Стресс-тесты были основаны на двух макроэкономических сценариях развития экономики в 2009 и 2010 годах — базисном и неблагоприятном — и оценивали потребность в дополнительном капитале при неблагоприятном сценарии. При этом учитывалось множество факторов, таких как качество активов компании, ее вовлеченность в различные виды бизнеса, перспективы получения процентных и иных доходов и прочее. Капитал, как и в случае *CPP*, должен был предоставляться через продажу государству привилегированных акций, по которым были предусмотрены дивиденды в размере 9%. Через семь лет привилегированные акции автоматически подлежат конвертации в обычные акции. В качестве дополнительных условий было предусмотрено, что банки, получающие средства по программе *CAP*, должны представить правительству

⁸ Помимо банков, не в рамках *CPP*, но за счет средств *TARP*, было осуществлено приобретение привилегированных акций *AIG* на 40 млрд долл.

план по расходованию дополнительных ресурсов на увеличение кредитования; эти планы должны были стать публичными и налогоплательщики должны были получить возможность осуществлять мониторинг их исполнения. Результаты стресс-тестов, опубликованные в мае 2009 года, показали, что дополнительный капитал в общем объеме 75 млрд долл. оказался необходим 10 из 19 финансовых корпораций. Этим банкам было рекомендовано в течение шести месяцев увеличить свой капитал, и все они сделали это самостоятельно, не обратившись к государству за получением средств в рамках САР. Желание получить поддержку на условиях программы выразил только банковский холдинг *GMAC* (связанный с автомобильной корпорацией *General Motors*), но ему средства были выделены в рамках программы поддержки автомобильной промышленности. В результате 9 ноября 2009 года программа САР была закрыта без каких-либо инвестиций в ее рамках.

Программа выдачи государственных гарантий по активам (Asset Guarantee Program, AGP). Назначение программы, начатой в январе 2009 года, — предоставление гарантий крупнейшим американским финансовым институтам по потерям в связи с наличием на балансе «плохих активов». В рамках данной программы банк *Citigroup* получил от правительства США гарантии в объеме 235 млрд долл. В декабре 2009 года гарантии по соглашению сторон были отозваны, никакие платежи не были произведены. *Citigroup* заплатил за предоставленные гарантии 2,2 млрд долл. в виде ценных бумаг. *Bank of America* в декабре 2008 года получил правительственные гарантии в объеме 97 млрд долл. В этом случае никакие платежи со стороны правительства также не были произведены. За предоставленные гарантии правительство получило от банка 425 млн долл. Программа была закрыта с прибылью для правительства США.

Программа государственно-частного инвестирования (Public-Private-Investment Program, PPIP). Программа была нацелена на оздоровление балансов финансовых институтов с тем, чтобы они могли продать этому фонду «плохие активы» и увеличить объемы коммерческого кредитования, а также на оживление рынка ипотечных ценных бумаг и долгового рынка в целом. Для реализации данной программы предусматривалось создание специального фонда с начальным объемом в 500 млрд долл. за счет средств *TARP* в сумме 75—100 млрд долл., а также средств частных инвесторов и кредитов ФРС. Программа PPIP уже на стадии разработки подвергалась критике с разных сторон, ее несколько раз дорабатывали и уточняли условия. В конечном счете, когда к лету 2009 года она была окончательно согласована, финансовые рынки в значительной мере восстановились, и банки, получившие достаточную ликвидность, утратили к ней всякий интерес. Масштабы реализации этой программы в 2009—2010 годах оказались многократно меньше первоначально намеченных.

Целевая инвестиционная программа (Targeted Investment Program, TIP). Программа была направлена на поддержку крупнейших финансовых институтов и рассматривалась как дополнение к Программе предоставления банкам дополнительного капитала. В рамках данной программы *Citigroup* и *Bank of America* в сентябре 2009 года получили от Казначейства США по 20 млрд долл. в обмен на привилегированные акции. В декабре 2009 года эти кредиты были возвращены.

Поддержка автопрома (программа AIFP)

Американские автомобильные компании попали в критическое положение к середине осени 2008 года, когда они столкнулись с резким падением спроса и угрозой полной остановки производства из-за отсутствия свободных фи-

нансовых ресурсов. Сокращение продаж уменьшило приток средств в компании, а существовавшие до кризиса возможности финансирования с помощью выпуска коммерческих бумаг после остановки финансовых рынков исчезли. В наиболее критическом состоянии находились *General Motors* и *Chrysler*; *Ford* хотя и участвовал в переговорах с властями об оказании поддержки, но, скорее, из желания не остаться в стороне при выдаче государственных средств, нежели по причине реальной потребности в помощи. Важной проблемой для автомобильных гигантов стали значительный по объемам накопленный долг перед банками и держателями облигаций и долговременные договоры с профсоюзами, повышавшими издержки производителей и делавшими их неконкурентоспособными в сравнении с зарубежными компаниями, работающими на территории США (например, с *Toyota*). Договоры с профсоюзами включали не только зарплатную часть, но и медицинские страховки и пенсионные обязательства.

Базовым подходом американских властей, создавших специальную рабочую группу для разрешения кризиса в отрасли, стало распределение бремени по выходу из кризиса между различными группами интересов: государством, акционерами, кредиторами и работниками. Наиболее подходящим механизмом реструктуризации компаний стало банкротство в рамках статьи 11 Закона о банкротстве США, процедура которого была реализована в мае—июне 2009 года и заняла менее 45 дней для каждой компании. Следует отметить, что до начала судебной процедуры американские власти согласовали все условия реструктуризации с кредиторами и работниками, интересы которых представлял Профсоюз автомобильных рабочих (*United Auto Workers, UAW*).

В рамках программы реструктуризации *General Motors* и *Chrysler*, а также их финансовые подразделения получили около 76 млрд долл. бюджетных средств, главным образом в виде инвестиций в капитал и кредитов за счет средств, выделенных на программу TARP⁹. Банкротство позволило компаниям избавиться от долговых обязательств и от значительной части обязательств перед профсоюзами¹⁰. После банкротства возникли новая компания *General Motors*, принадлежащая на 60% правительству США и на 11% правительству Канады (где расположены крупные заводы *GM*), и новая компания *Chrysler*, основными собственниками которой являются UAW и итальянская автомобильная компания *Fiat*.

Одновременно с завершением процедуры банкротства *General Motors* и *Chrysler* правительство США запустило программу по замене старых автомобилей на новые (*Car Allowance Rebate System (Cash for Clunkers)*), аналог которой был реализован в Германии уже весной 2009 года и продемонстрировал высочайшую эффективность. На программу было выделено 3 млрд долл., она действовала в течение всего одного месяца, с июля по август 2009 года. Сильнейший эффект от этой программы проявился практически мгновенно, когда в августе 2009 года продажи американских автомобилей выросли

⁹ В дополнение к данной программе при новой администрации Барака Обамы в марте 2009 года была начата программа по поддержке производителей комплектующих изделий для автомобильной отрасли (*Auto Supplier Support Program*), на которую Казначейство США выделило 5 млрд долл.

¹⁰ Так, кредиторы *Chrysler* получили менее 2 млрд долл. при общей сумме предоставленных кредитов в 6,9 млрд долл.; держатели облигаций *GM* получают примерно 35% от стоимости своих вложений. Профсоюзы согласились на снижение заработной платы до уровня конкурентов и в обмен на старые пенсионные обязательства компаний получили их пакеты акций существенно меньшей стоимости.

по сравнению с июньским уровнем почти на 60%. Этот момент стал поворотным в развитии кризиса: тревоги потребителей относительно будущего компаний исчезли, продажи их автомобилей стали постепенно расти¹¹.

Уже в III квартале 2009 года все три американских автомобильных гиганта начали устойчиво функционировать и по итогам квартала продемонстрировали прибыль. В марте 2010 года *GM* сумела досрочно погасить значительную порцию полученных от правительства США кредитов в объеме 6,7 млрд долл. В 2010 году *General Motors* также получила операционный доход и имела положительный поток наличности. В ноябре 2010 года компания осуществила успешную продажу 10% своих акций, что позволило ей частично вернуть деньги Казначейству. *Chrysler* сообщила, что в I квартале 2010 года она впервые после кризиса получила операционную прибыль и также полностью рассчиталась с полученным в рамках TARP кредитом в объеме 1,5 млрд долл. Кредиты, предоставленные в рамках TARP по Программе по поддержке производителей комплектующих изделий для автомобильной отрасли (Auto Supplier Support Program), полностью погашены с процентами.

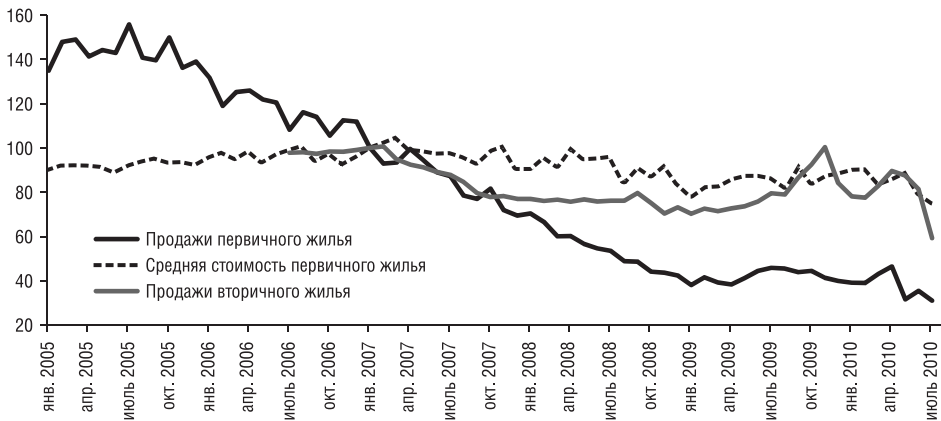
Хотя о полном восстановлении автомобильного рынка США и объемов производства автомобилей говорить преждевременно — в 2010 год производство автомобилей в США составило всего 75% от объемов выпуска 2008 года, — несомненно, что предпринятые американскими властями усилия по поддержке отрасли дали положительный результат. При этом эксперты ожидают, что итоговая стоимость программы спасения автомобильных компаний для американского бюджета составит от 6 млрд долл. до 8 млрд долл., которые не будут возвращены.

Поддержка рынка жилья

Жилищный сектор оказался в эпицентре американского кризиса, соединив в себе проблемы реального сектора, финансовой системы и населения. По мере охлаждения рынка жилья продажи новых домов в США в период кризиса резко сократились, а цены на него упали. Но даже в начале 2011 года никто не может утверждать, что негативные процессы окончательно прекратились — восстановление рынка жилья происходит очень медленно, несмотря на колоссальную финансовую и административную поддержку американских властей (рис. 1).

К разработке мероприятий по нормализации рынка жилья американские власти приступили только после смены администрации. Впрочем, вряд ли эта задержка принципиально повлияла на ситуацию: основным каналом поддержки рынка недвижимости должна была стать банковская система, а до весны 2009 года опереться на нее было невозможно. В марте 2009 года в рамках программы TARP была запущена Программа по обеспечению доступности жилья (Making Home Affordable Program, МНАР), направленная на поддержку домовладельцев и оживление ипотечного рынка. Кроме того, поддержка жилищного рынка осуществлялась и в рамках закона «Об экономическом восстановлении и реинвестировании (American Recovery and Reinvestment Act, ARRA)».

¹¹ Нормализации рынка продаж автомобилей в значительной степени способствовала программа ФРС TALF по приобретению ценных бумаг, обеспеченных в числе прочего автомобильными кредитами, — спрэды по облигациям, обеспеченным такими кредитами, к казначейским облигациям снизились практически до предкризисного уровня.



Источники: www.census.gov/const/www/newressalesindex_excel.html, www.realtor.org/research/research/ehsdata.

Рис. 1. Продажи на рынках первичного и вторичного жилья, январь 2005 года — июль 2010 года (в % к январю 2007 года; со снятой сезонностью)

Программа МНАР стала основной и ключевой частью Плана по обеспечению финансовой стабилизации для новой администрации, поскольку была нацелена на защиту сбережений миллионов американских семей. Ее механизмы были направлены на различные группы домовладельцев. Первая подпрограмма под названием «Программа обеспечения доступности рефинансирования жилья для платежеспособных домовладельцев (Home affordable Refinance Program for Responsible Homeowners Suffering from Falling Home Prices, HARP)» направлена на поддержку владельцев домов, добросовестно обслуживающих свои ипотечные договоры, с целью предотвращения резкого роста отказов от жилья вследствие невозможности обслуживать ипотечный кредит в условиях кризиса. Предполагалось, что в данной программе будет участвовать от 4 до 5 млн домовладельцев, которые получали возможность рефинансировать (заключить заново) свои ипотечные договоры и платить более низкие процентные ставки по своим кредитам. В результате действия подпрограммы HARP около 4 млн домовладельцев смогли рефинансировать свои ипотечные кредиты, около миллиона домовладельцев получили возможность снизить платежи по кредитам в среднем на 500 долл. в месяц.

Вторая подпрограмма МНАР под названием «Модифицированная программа обеспечения доступности жилья (Home Affordable Modification Program, НАМР)» направлена на поддержку домовладельцев, которые в кризис оказались не в состоянии обслуживать свои ипотечные договоры и могли лишиться своих домов, что привело бы к дальнейшему снижению цен на жилье и ухудшению ситуации. В соответствии с НАМР, владельцы домов, в частности, получили возможность снизить свои ежемесячные платежи по ипотечному кредиту до уровня в 31% от своих ежемесячных доходов. Такое соотношение доходов и платежей должно, по мнению разработчиков программы, предотвратить потерю жилья. Предполагалось, что до 2012 года в данной программе будут участвовать от 3 до 4 млн домовладельцев, однако действительная результативность этой программы оказалась гораздо ниже ожиданий. По оценкам SIGTARP, за первые три квартала 2010 года, когда реализовывалась НАМР, за поддержкой обратились 1,4 млн заемщиков, из которых лишь немногим менее половины соответствовали условиям программы. Из тех,

чи заявления были удовлетворены, две трети получили поддержку за счет НАМР, остальные — за счет государственных ипотечных агентств. По мнению инспекторов программы, высказанному в октябре 2010 года¹², ее условия требуют модификации, а цели должны быть актуализированы.

Существует специальная подпрограмма Программы обеспечения доступности жилья, рассчитанная на домовладельцев, которые не в состоянии обслуживать свои ипотечные кредиты и которым грозит потеря жилья, — Home Affordable Foreclosure Alternatives (HAFA) Program, помогающая домовладельцам продать жилье в ситуации, когда его текущая стоимость ниже величины ипотечного кредита, и получить новый кредит на приобретение более дешевого жилья.

В рамках реализации ARRA покупателям жилья предоставлялся налоговый кредит в объеме 8 тыс. долл. Первоначально данная льгота распространялась только на первичных покупателей жилья и на срок с 1 января до 1 декабря 2009 года. Затем эта льгота в несколько меньшем объеме (6,5—7,5 тыс. долл.) была распространена на всех покупателей домов и продлена до 1 мая 2010 года (если контракт на покупку был заключен до 1 мая, то льгота действовала при покупке жилья до 30 сентября 2010 года). В рамках ARRA на эти цели было выделено 6,6 млрд долл. Также в рамках ARRA реализуется еще несколько более узко направленных программ, связанных с жилищным строительством: программа объемом в 2,25 млрд долл., направленная на предоставление кредитов для строительства жилья для людей с низкими доходами; специальная программа для оказания содействия по выплате ипотечных платежей для получивших ранения военнослужащих (объемом в 555 млн долл.) и др.

Хотя американским властям удалось предотвратить массовые потери жилья и остановить падение цен на недвижимость, в целом этот сегмент рынка еще далеко не вышел из кризисного состояния. За три квартала 2010 года зарегистрировано 2,7 млн случаев обращений банками взысканий на жилье, принадлежавшее заемщикам, тогда как в 2009 году было зафиксировано 2,8 млн таких случаев (около 700 тыс. случаев — в 2006 году). Продажи домов — показатель, характеризующий активность участников рынка и их готовность покупать жилье, — находятся существенно ниже докризисных значений и пока не демонстрируют стремления к росту. Поддержка должников по ипотечным кредитам позволила прекратить падение цен на жилье, но не смогла остановить этот процесс полностью. Цены на недвижимость в США продолжают опускаться, хотя и более низкими темпами (2—4% в годовом выражении). В результате к осени 2010 года более четверти американских семей, купивших жилье с использованием ипотечных кредитов, обладают так называемым отрицательным капиталом, то есть стоимость их домов в настоящий момент ниже суммы их задолженности перед банками. Совокупная стоимость домов, принадлежащих американским семьям, снизилась с пикового уровня в 9 трлн долл. (июнь 2006 года) почти на 19% — до 7,3 трлн долл. (декабрь 2010 года)¹³.

Очевидно, что такое состояние не является устойчивым, и любой негативный для должников разворот ситуации (начало повышения процентных ставок, снижение стоимости жилья еще на 5—10%) может столкнуть этот рынок в новую нисходящую спираль.

¹² www.sigtar.gov/reports/congress/2010/October2010_Quarterly_Report_to_Congress.pdf.

¹³ www.zillow.com/blog/research/2010/12/09/u-s-homes-set-to-lose-1-7-trillion-in-value-during-2010/.

Общая оценка TARP

Программа TARP была официально закрыта 3 октября 2010 года; в этот день прекратились полномочия министра финансов США по инициированию новых программ финансирования в рамках TARP. Всего в ходе исполнения программы было использовано 389,8 млрд долл. из выделенных 700 млрд долл.¹⁴

В течение двухлетнего срока своего действия TARP подвергалась критике как со стороны республиканцев (с либеральных позиций), так и со стороны демократов. С либеральной точки зрения поддержка отдельных компаний означает вмешательство в работу рынка и сползание в «социализм». Демократы указывали на то, что поддержка финансовых институтов — виновников кризиса — осуществлялась на слишком льготных условиях, каковыми являются 5-процентные дивиденды на предоставленный правительством (за счет налогоплательщиков) капитал. Льготные условия предоставления помощи в рамках TARP помогли финансовым институтам быстро восстановить и свое место на рынке, и объемы капитализации; таким образом, деньги налогоплательщиков превратились в активы держателей банковских акций.

Несмотря на временами справедливую критику, нельзя не признать, что TARP была весьма удачной антикризисной программой. Во-первых, таким образом американским властям удалось сформировать свой «резервный фонд», который позволял финансировать экстренные расходы лишь с уведомлением Конгресса, что было исключительно важно в условиях выборной кампании и смены администрации. Во-вторых, хотя программа изначально была ориентирована исключительно на поддержку финансового сектора, в реальности американские власти смогли эффективно использовать имевшиеся ресурсы не только на эти цели — ситуация в финансовом секторе была нормализована к весне 2009 года, — но и на финансовое оздоровление автомобильной промышленности и на поддержку рынка жилья. К концу 2010 года компании, получившие поддержку за счет TARP, вернули Казначейству США более 240 млрд долл.; кроме того, Казначейство получило за время действия программы 35 млрд долл. в виде процентов, дивидендов, доходов от продажи активов. По оценкам Казначейства США, программа TARP обойдется налогоплательщикам США всего в 30 млрд долл., по оценкам SIGTARP, она может быть несколько дороже (от 51 млрд долл. до 66 млрд долл.), то есть от 0,2 до 0,4% ВВП.

Фискальное стимулирование экономики

Определенной «помехой» для антикризисных усилий американских властей стали президентские выборы 2008 года. Команда победившего кандидата Б. Обамы приняла решение о неучастии в обсуждении и принятии решений по антикризисным мерам с уходящей администрацией Дж. Буша («one President at a time»), а администрация Дж. Буша категорически отказалась брать на себя ответственность за выработку трехлетней программы фискального стимулирования, ограничившись утверждением программы TARP.

К моменту передачи власти (20 января 2009 года) необходимость проведения фискального стимулирования экономики США с целью поддержки совокупного спроса и борьбы с безработицей, то есть использования классическо-

¹⁴ По ряду программ, финансируемых за счет средств TARP, расходы в сумме до 80 млрд долл. еще могут производиться и после формального окончания ее действия в соответствии с заключенными контрактами и принятыми обязательствами.

го кейнсианского средства борьбы с рецессией, стала очевидной для всех. Тем более что к этому времени инструменты денежно-кредитной политики были уже использованы практически полностью — ставка ФРС была установлена на уровне близком к нулю. Возможно, этим объясняется та скорость, с которой закон «Об экономическом восстановлении и реинвестировании» (*American Recovery and Reinvestment Act, ARRA*) прошел через Конгресс — он был подписан президентом в феврале 2009 года. Противники закона — а в Палате представителей ни один республиканец за него не проголосовал — говорили о том, что его осуществление приведет к росту государственного долга, который будет поглощать сбережения и, следовательно, уменьшать источники инвестиций в частном секторе экономики.

Общая характеристика ARRA. В соответствии с законом, на поддержку экономики США законодательно выделялось 787 млрд долл., которые должны были быть потрачены в течение трех лет: в 2009 году — 184,9 млрд долл. (1,3% ВВП), в 2010 — 399,4 млрд долл. (2,7% ВВП), в 2011 — 202,7 млрд долл. (около 1,3% ВВП). В ходе исполнения программы средства расходовались быстрее первоначально намеченных ориентиров. Так, в 2009 году было израсходовано 255,6 млрд долл., за первые три квартала 2010 года — 295,6 млрд долл. Основные расходы планировались на первые два года реализации программы. Структура расходов состоит из налоговых льгот (288 млрд долл.), увеличения пособий по безработице и других социальных выплат (81 млрд долл.), дополнительных затрат на здравоохранение, образование и науку (120 млрд долл.) и инвестиций в инфраструктуру, энергетику и прочих инвестиций (298 млрд долл.).

Бюджетные расходы в соответствии с ARRA. В то время как основные расходы были запланированы на последние два года, в ходе исполнения программы средства расходовались еще быстрее: на 1 июля 2010 года общие расходы в соответствии с ARRA достигли 480,3 млрд долл.¹⁵, что составляет около 60% от общего объема расходов. Консультативный экономический совет при Президенте США (*Council of Economic Advisers, CEA*) ежеквартально готовит отчеты о влиянии исполнения ARRA на экономику США¹⁶. Исходя из отчета CEA за I квартал 2010 года динамику расходов в соответствии с ARRA за 2009 год и первые два квартала 2010 года можно представить в следующем виде (табл. 1).

В своих квартальных отчетах CEA приводит и функциональную структуру расходов в соответствии с ARRA, в которой налоговые льготы и расходы делятся на 6 категорий:

1) *индивидуальные налоговые льготы* (в них входят налоговая льгота по социальному налогу для индивидуумов, налоговые льготы для граждан, имеющих детей (*the child tax credit*), а также некоторые другие менее значимые налоговые послабления) и *субсидии* (выплаты некоторым группам населения, для которых не предназначены налоговые послабления: субсидия в 250 долл. получателям социальных пособий (*Social Security*) и дополнительного страхового пособия (*Supplemental Security income*), выплаты ветеранам и пенсионерам железнодорожных служб);

2) *налоговая льгота, связанная с изменением Alternative Minimum Tax (AMT)*; налоговые льготы для корпораций;

3) *увеличение затрат на медицину по программе Medicaid и образовательные гранты*;

¹⁵ www.recovery.gov/Pages/home.aspx.

¹⁶ www.whitehouse.gov/sites/default/files/cea_5th_arra_report.pdf

Т а б л и ц а 1

Расходы и налоговые льготы

Нарастающим итогом	Затраты на конец квартала (млрд долл.)						
	2009				2010		
	I кв.	II кв.	III кв.	IV кв.	I кв.	II кв.	III кв.
Расходы	8,6	56,3	110,7	164,2	210,9	257,3	307,9
Налоговые льготы	2,4	35,3	64,7	91,4	154,9	226,7	243,4
Сумма расходов и налоговых льгот	11,1	91,7	175,4	255,6	365,9	484,0	551,2

Источник: Отчет о ARRA за III квартал 2010 года / Офис советников Президента США (www.whitehouse.gov/sites/default/files/cea_5th_arra_report.pdf).

4) *помощь лицам, наиболее пострадавшим от рецессии* (повышение пособий по безработице, увеличение фондов по предоставлению питания (*nutritional assistance*), рост расходов на Программу по временной поддержке семей, оказавшихся в сложном положении (Temporary aid to Needy Families, TANF), значительная субсидия для Программы медицинского страхования, COBRA);

5) *государственные инвестиции в инфраструктуру* по следующим направлениям:

- транспортная инфраструктура;
- водоснабжение, водоотведение, охрана окружающей среды;
- государственные здания и сооружения;
- связь, информатика, информационная безопасность;
- энергетическая инфраструктура;
- повышение энергоэффективности;
- модернизация жилья.

На конец II квартала 2010 года такая структура выглядит следующим образом (табл. 2).

Т а б л и ц а 2

Структура расходов по ARRA

	Затраты на конец квартала (млрд долл.)						
	2009				2010		
	I кв.	II кв.	III кв.	IV кв.	I кв.	II кв.	III кв.
Индивидуальные налоговые льготы	2,3	28,4	42,1	55,0	98,6	120,7	130,9
Изменение АМТ	0,0	7,0	12,4	15,5	25,7	68,0	74,5
Налоговые льготы для бизнеса	0,1	10,9	20,0	28,0	34,1	38,5	36,2
Расходы на здравоохранение и образование	8,5	28,2	43,8	59,3	75,5	92,1	107,1
Помощь лицам, наиболее пострадавшим от рецессии	0,1	9,8	32,2	56,2	72,8	78,3	83,3
Госинвестиции	0,1	7,4	24,9	41,5	59,2	86,3	119,3
Сумма бюджетных расходов и налоговых льгот	11,1	91,7	175,4	255,6	364,0	480,3	551,2

Источник: Отчет о ARRA за III квартал 2010 года / Офис советников Президента США.

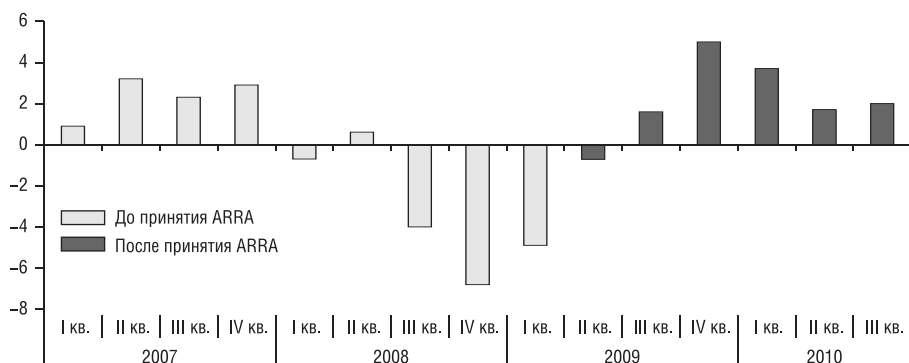
В связи с наличием больших зарезервированных сумм, предназначенных преимущественно для оплаты строительных контрактов, доля инвестиций в структуре расходов в соответствии с ARRA в ближайшие кварталы будет

быстро расти, расходы по другим пяти категориям расходов будут меняться незначительно, если не будет пересмотрен общий объем расходов по программе.

Оценка влияния расходов в рамках ARRA на экономику. В своих ежеквартальных отчетах СЕА регулярно приводит оценки эффективности фискальных мер, осуществляемых в соответствии с ARRA. Такие оценки не приводились ни применительно к программе TARP, ни к программам, осуществляемым Федеральным резервом. Авторы оценок формально не принимают во внимание, что параллельно с ARRA осуществляются другие антикризисные программы и что экономика США постепенно выходит из кризиса под влиянием как антикризисных программ, так и активизации деятельности финансовых и нефинансовых корпораций США. Эксперты СЕА предлагают обратить внимание на то, как изменилась динамика ВВП и безработицы после принятия ARRA. Приведенная в квартальном отчете СЕА за III квартал 2010 года квартальная динамика ВВП представлена на рис. 2.

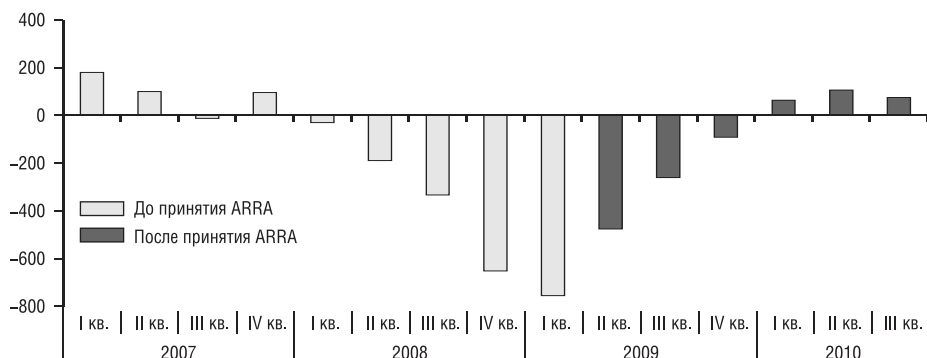
Аналогичная диаграмма (рис. 3) подготовлена по показателям, характеризующим создание новых рабочих мест в частном секторе.

Из данной диаграммы также следует, что существенное улучшение ситуации под влиянием фискального стимулирования имело место начиная со II квартала 2009 года. Далее эксперты СЕА оценивают вклад фискальных мер в увеличение ВВП и сокращение безработицы. Для этого



Источник: Отчет о ARRA за II квартал 2010 года / Офис советников Президента США.

Рис. 2. Квартальные сезонно-сглаженные темпы роста ВВП в годовом выражении (%)



Источник: Отчет о ARRA за II квартал 2010 года / Офис советников Президента США.

Рис. 3. Среднеквартальные изменения численности безработных (тыс. чел.)

использованы модели — статистическая модель на основе векторной авторегрессии и фискальные мультипликаторы. Последние дают более «скромные» оценки эффективности фискальных мер в соответствии с ARRA. Эти оценки за последние четыре квартала приведены в табл. 3.

Т а б л и ц а 3

Оценка эффективности ARRA

	2009			2010		
	II кв.	III кв.	IV кв.	I кв.	II кв.	III кв.
Уровень ВВП (%)	+0,7	+1,7	+2,1	+2,5	+2,7	+2,7
Изменение численности занятых	+380 000	+1 095 000	+1 742 000	+2 230 000	+2 529 000	+2 673 000

Примечание. Оценки по ВВП сделаны на основе сглаженных квартальных данных по ВВП в годовом выражении в ценах 2005 года.

Источник: Отчет о ARRA за III квартал 2010 года / Офис советников Президента США.

В соответствии с расчетами статистической модели под воздействием мер ARRA уровень ВВП возрос на 2,9%, занятость увеличилась на 2,8 млн чел. В отчете СЕО отмечается, что в целом аналогичные оценки влияния расходов в соответствии с ARRA на ВВП и занятость получены другими государственными и частными организациями. В табл. 4 приведен свод таких оценок по ВВП. Однако августовская переоценка динамики ВВП США во II квартале 2010 года — вместо первоначально объявленного роста в 3,2% уточненная оценка составляет всего 1,7% — ставит под сомнение оценки воздействия программы ARRA на рост американской экономики.

Т а б л и ц а 4

Влияние фискального стимулирования на ВВП

	2009			2010		
	II кв.	III кв.	IV кв.	I кв.	II кв.	III кв.
СЕО: статистическая модель	+0,8	+1,7	+2,1	+2,5	+2,7	+2,7
СЕО: проектный подход	+0,7	+1,1	+2,1	+2,7	+2,7	+2,7
СВО, умеренный прогноз	+0,8	+1,2	+1,4	+1,7	+1,7	+1,5
СВО, оптимистический прогноз	+1,3	+2,4	+3,3	+4,1	+4,5	+4,2
Goldman Sachs	+0,5	+1,4	+1,9	+2,3	+2,6	+2,4
HIS/Global Insight	+0,5	+1,2	+1,7	+2,0	+2,2	+2,3
Macroeconomic Advisers	+0,5	+1,0	+1,4	+1,7	+2,1	+2,1

Примечание. СВО — Бюджетный комитет Конгресса США.

Источник: Отчет о ARRA за III квартал 2010 года / Офис советников Президента США.

Приводя высокие оценки эффективности ARRA, СЕА не учитывает того, что эти меры ведут к росту бюджетного дефицита США, а в средне- и долгосрочной перспективе увеличение госдолга США, несомненно, приведет к замедлению темпов экономического роста, то есть к негативной компенсации того подстегивания экономики, которое достигается за счет ARRA. По оценкам МВФ, к концу 2010 года накопленный госдолг США составит 92,6% ВВП (62,1% на конец 2007 года, накануне кризиса). Увеличение бюджетного дефицита является фактором снижения бюджетной устойчивости США и источником проблем для экономического роста в среднесрочной

перспективе. Также увеличение бюджетного дефицита делает непопулярными программы, осуществляемые администрацией Президента Б. Обамы, у республиканцев и у все более растущей части населения. Критики отмечают, что эти программы неэффективны и носят популистский характер.

Помимо роста бюджетного дефицита для такой критики находится все больше других оснований, поскольку, по мнению многих экспертов, экономика США далека от полного выздоровления. Сюда можно отнести сохранение крайне высокого уровня безработицы в США вплоть до конца 2010 года. Не происходит существенных улучшений на жилищном рынке, в частности снижаются продажи на рынке вторичного жилья. Администрации Б. Обамы предстоит сделать трудный выбор: вводить ли новые антикризисные фискальные меры, наращивая тем самым бюджетный дефицит, или уделить больше внимания проблемам бюджетной устойчивости.

Ужесточать или смягчать?

В течение лета и осени 2010 года в США и Европе шла оживленная дискуссия о целесообразности продолжения фискального стимулирования экономики (*austerity debate*). В частности, на страницах газеты *Financial Times* свое мнение высказали как государственные чиновники, так и известные экономисты. Сторонники ужесточения бюджетной политики (бюджетной консолидации) отмечают, что за период 2007—2011 годов соотношение государственного долга и ВВП в европейских странах выросло на 20 п.п., а в США и Японии — на 35—45 п.п. В своих высказываниях они утверждают, что влияние сокращения бюджетных расходов на экономический рост в краткосрочной перспективе невелико или отсутствует, а вот положительное влияние бюджетной консолидации на экономический рост в долгосрочной перспективе неоднократно доказывалось. По их мнению, обычные эконометрические модели, оценивающие влияние снижения государственного спроса на экономический рост, нельзя использовать в экстремальных условиях чрезвычайно большого бюджетного дефицита. Кроме того, сторонники начала консолидации считают высокой вероятностью новых потрясений экономики Старого и Нового света в среднесрочной перспективе и настаивают на достижении стабильности государственных финансов к этому моменту.

По мнению оппонентов идеи о необходимости немедленного начала бюджетной консолидации, подобные призывы основаны на сомнительном предположении о том, что финансовые рынки будут негативно реагировать на отсутствие таких мер, даже если эти меры связаны со страданиями населения (Пол Кругман). По мнению тогдашнего руководителя группы экономических советников Президента США Ларри Саммерса, рассуждения о необходимости сокращения бюджетного дефицита далеки от реальной экономической политики, а предположения об отсутствии влияния сокращения бюджетных расходов на экономический рост верны только в условиях уверенно растущей экономики, то есть экономики, в которой восстановился частный спрос. А именно на восстановление спроса и ориентированы программы фискального стимулирования.

«Масла в огонь» подлил и последний Глобальный экономический обзор МВФ, в котором эксперты однозначно говорят о существенном отрицательном влиянии сокращения бюджетных расходов и повышения налогов (а это и есть две составляющие бюджетной консолидации) на темпы экономического роста.

*Реформа финансового регулирования
(закон Додда—Франка)*

Крупнейший в послевоенной истории США финансовый и экономический кризис вызвал к жизни многочисленные дискуссии о необходимости проведения реформы финансового регулирования. Практически нет экспертов или политиков, которые не называли бы провалы в финансовом регулировании и надзоре одной из причин кризиса. Разработка закона стартовала в Конгрессе США по инициативе Президента Б. Обамы в июне 2009 года. Проект закона был предложен 2 декабря 2009 года членом Палаты представителей Конгресса США Б. Франком и главой банковского комитета Сената К. Доддом. После интенсивных обсуждений и достаточно сложного прохождения закон Додда—Франка¹⁷ был подписан Президентом Б. Обамой 21 июля 2010 года.

Реформа финансового регулирования представляет собой непосредственную реакцию на слабости американского финансового сектора и системы финансового регулирования и надзора, которые в значительной мере обусловили глубину и разрушительный характер финансового кризиса. К числу основных положений закона Додда—Франка относятся:

- создание независимого Бюро по финансовой защите потребителей в составе ФРС. Данное Бюро должно консолидировать ряд функций, выполняемых в настоящее время различными организациями, в частности ФРС, Офисом контролера денежного обращения, Федеральной корпорацией страхования депозитов и др. Одной из задач нового Бюро является защита потребителей от неявной платы за финансовые услуги, других видов деятельности финансовых институтов, вводящих потребителей в заблуждение;
- оценка системных рисков. Предполагается создание Совета финансовой стабильности, с включением представителей Казначейства, Федерального резерва, независимых экспертов для координации усилий по предотвращению банкротств финансовых институтов, которые могли бы угрожать стабильности финансового рынка в целом вследствие их размера, финансового рычага, связей с другими финансовыми институтами;
- специальный порядок ликвидации крупных финансовых институтов, банкротство которых способно разрушительно повлиять на финансовые рынки. Надзор за соблюдением данного порядка возложен на Федеральную корпорацию по страхованию депозитов. Не допускается использование средств налогоплательщиков при ликвидации финансовых институтов. В некоторых случаях допускается принудительное «разрушение» банковских холдингов с консолидированными активами, превышающими 50 млрд долл., по решению Совета директоров ФРС;
- введение «правила Волкера (Volcker Rule)», предусматривающего запрет для коммерческих банков за свой счет торговать акциями, товарами, валютой, инвестировать в хедж-фонды, в частные фонды, торгующие акциями. Многие эксперты оценивают это правило как возвращение к закону Гласса—Стигала и говорят о том, что оно может снизить конкурентоспособность американских финансовых институтов на мировых рынках без принятия аналогичных ограничений для европейских и азиатских банков;

¹⁷ Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act.

- серьезное усиление контроля за рынком деривативов. Прежде всего речь идет о трансграничной торговле деривативами. Финансовые институты, которые в соответствии с законом определяются как своп-дилеры, или главные участники рынка свопов, должны будут пройти специальную регистрацию, выполнять требования по капиталу, регулярно готовить отчеты, соответствовать новым бизнес-стандартам. От участников рынка деривативов потребуются проведение обязательного взаимозачета большого количества или всех своп-сделок через центральную клиринговую организацию;
- акционеры публичных компаний получили право голосовать по вопросам получения компенсаций менеджерами финансовых корпораций, а также предоставления «золотых парашютов». Голосование по компенсациям должно проходить не реже чем раз в три года. Не реже чем раз в шесть лет должно происходить голосование по вопросам частоты выплаты таких компенсаций — раз в год, в два или в три года;
- совершенствование системы выдачи ипотечных кредитов. Установление федерального стандарта выдачи ипотечных кредитов. Предусмотрен отказ от выдачи «нестандартных» кредитов. Кредитор должен быть уверен, что заемщик сможет вернуть кредит;
- вводятся новые правила работы для рейтинговых агентств. В частности, в составе Комиссии по ценным бумагам США создается подразделение, проводящее ежегодную проверку деятельности рейтинговых агентств.

Краткие выводы

1. Глобальный кризис оказался такой же неожиданностью для американских властей, как и для российских, хотя первые симптомы кризиса на рынке ипотечных бумаг стали отчетливо проявляться уже в начале 2007 года, но власти не обратили на них адекватного внимания (за исключением начавшегося снижения процентных ставок ФРС). Логика развития кризиса и его разрушительный характер были непредсказуемы, и американским властям, как и властям других стран, приходилось действовать в условиях неопределенности; никаких антикризисных «заготовок» не было. С неопределенностью в логике развития кризиса связана получившаяся в итоге некоторая «избыточность» принятых мер — некоторые программы так и не заработали.

2. В пиковый момент кризиса (середина сентября 2008 года) американские власти принимали импульсивные решения, которые не всегда поддавались рациональному объяснению. Так, решение о банкротстве *Lehman Brothers*¹⁸ было принято после того, как уже были выделены средства на спасение *Bear Sterns* и государственных ипотечных агентств, без должной проработки вероятных последствий. Возможно, если бы на спасение банка (организованное банкротство) было выделено 100—200 млрд долл. в качестве кредитов, то потрясения для финансового рынка могли бы оказаться менее значимыми, а последующие расходы на борьбу с кризисом — существенно меньшими.

¹⁸ Согласно показаниям бывшего руководителя *Lehman Brothers* Ричарда Фалда, на слушаниях в Комиссии по изучению причин финансового кризиса (www.fcic.gov) решающим для судьбы банка стал отказ ФРС предоставить банку доступ к новой кредитной линии, открытой накануне банкротства для первичных дилеров на рынке казначейских облигаций. Руководитель ФРС Б. Бернанке утверждал на тех же слушаниях, что у банка не было достаточного обеспечения, хотя главный юрист Федерального резервного банка Нью-Йорка заявил, что представители *Lehman Brothers* просто не поняли правил доступа к кредитной линии (katherinerlewis.blogspot.com/2010/09/could-lehman-brothers-have-been-saved.html).

3. Достаточно быстро (к концу сентября 2008 года) американским властям удалось наладить работу по анализу ситуации и выявлению потенциальных угроз, для каждой из которых пытались найти наиболее адекватное решение. Решения принимались в основном в русле традиционных кейнсианских рецептов (смягчение денежной политики и фискальное стимулирование), но иногда они могли быть неортодоксальными — фактическая национализация банков, банкротство и национализация автомобильных компаний. Однако следует подчеркнуть, что, входя в капитал банков или компаний, государство никоим образом не меняло механизмы управления этими организациями, оставляя его в руках профессиональных менеджеров и советов директоров.

4. В момент наиболее острой фазы кризиса основная нагрузка легла на ФРС, имевшую большую гибкость в принятии решений. Именно с этим связаны решения о поддержке страховой компании AIG и инвестиционных банков, которые не входят и в «сферу ответственности ФРС».

5. Все программы поддержки (и финансового сектора, и реального сектора экономики) принимались правительством или ФРС с четко зафиксированными лимитами расходов, правилами предоставления средств, были прозрачными с точки зрения информирования общества и рынков как о самих решениях, так и о последующих отчетах. Это привело к тому, что в ходе реализации программы поддержки TARP было использовано лишь две трети выделенных на эти цели средств.

6. Большинство программ поддержки банков/компаний строились по принципу возвратности средств, то есть в обмен на предоставляемые средства правительство получало финансовые активы, подлежащие последующей продаже. В результате через два года после начала осуществления программы TARP, которая стала главным инструментом реализации антикризисных мероприятий американскими властями, в бюджет вернулось около 50% от выделенных средств, и еще 8% было получено в виде инвестиционных доходов.

7. Одна из критических для американской экономики проблем — восстановление рынка недвижимости — пока еще не решена, более того, ситуация по некоторым параметрам явно ухудшается. Этот момент, а также крайне высокий и не снижающийся уровень безработицы являются основанием для американских властей продолжать программы поддержки экономики как методами фискального стимулирования, так и методами денежной политики. Главная цель антикризисной программы — вывод американской экономики на траекторию устойчивого развития — пока не достигнута.

2. Антикризисная политика в Великобритании

В Великобритании с 1992 года наблюдался продолжительный и мощный экономический рост: прирост ВВП вплоть до 2007 года составлял 2,8% в год, что поставило Британию в один ряд с самыми успешными странами ОЭСР (по таким показателям, как, например, ВВП на душу населения). Занятость увеличилась с 26 млн до 29 млн человек, а безработица сократилась до 5%.

Но в это же время в британской экономике накапливались определенные дисбалансы:

- доступность кредита, в том числе на приобретение недвижимости, привела к сокращению и без того невысокого уровня сбережений домохозяйств. Задолженность домохозяйств на фоне роста стоимости недвижимости выросла до критического уровня;

- с 1999 года Великобритания стала испытывать существенный дефицит сальдо текущих операций платежного баланса, которое, впрочем, в условиях экономического бума с легкостью покрывалось притоком капитала;
- существенные темпы роста экономики провоцировали увеличение государственных расходов. Значительным бременем для госбюджета стала реформа медицинского сектора. Под лозунгом повышения эффективности функционирования системы здравоохранения в 2000-е годы бюджетные расходы в этой сфере росли довольно быстрыми темпами, что, однако, не привело к ожидаемому эффекту по качеству услуг, зато увеличило совокупные бюджетные расходы с 36,3 до 40,8% ВВП в период с 2000 по 2007 год.

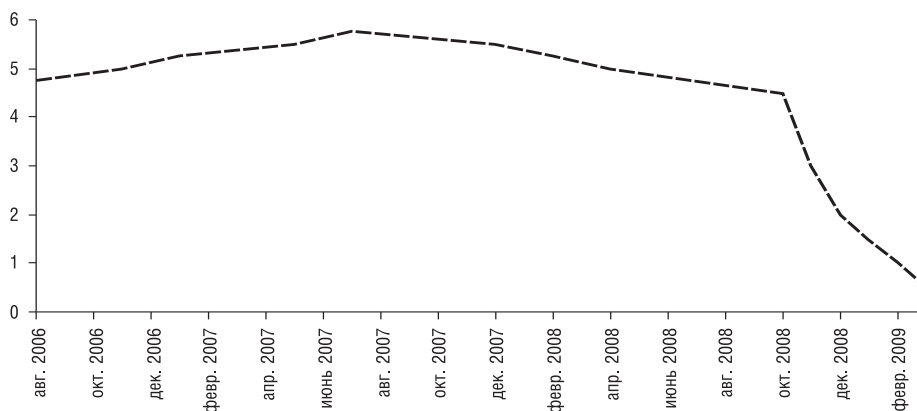
Мощный приток капитала в британскую экономику был бы невозможен без открытой и масштабной финансовой системы. Она же приняла на себя самый мощный удар кризиса. И спасение банковской системы стало ядром антикризисных мер британского правительства.

В небанковской сфере государство принимало меры по стимулированию совокупного спроса, связанные со снижением налогов, а также с ростом государственных расходов, в том числе на инвестиции.

Меры денежно-кредитной политики

Реагируя на начавшееся замедление экономики, что ставило под удар всю банковскую систему, Банк Англии с декабря 2007 года начал снижение ставки рефинансирования, которое сначала было даже более медленным, чем в США, но резко ускорилось после сентября 2008 года. В марте 2009 года ставка Банка Англии опустилась до исторического минимума — 0,5% (рис. 4).

Впрочем, медленное снижение ставки рефинансирования не послужило препятствием созданию новых инструментов для предоставления ликвидности банковской системе, дефицит которой стал проявляться все острее с весны 2008 года, после банкротства *Bear Sterns* и постепенного сворачивания активности на рынках капитала. В апреле 2008 года Банк Англии объявил о введении нового механизма рефинансирования банков, получившего название «специальной схемы ликвидности» (*special liquidity scheme*). SLS позволяла банкам «конвертировать» неликвидные ценные бумаги в ликвидные государст-



Источник: Банк Англии.

Рис. 4. Динамика ставки рефинансирования Банка Англии (%)

венные бумаги сроком на три года. Данная схема распространялась только на активы, которые уже существовали в 2007 году. За банками сохранялась ответственность по этим обязательствам, также они были обязаны платить определенный процент за использование схемы. Схема была запущена 21 апреля 2008 года и прекратила свое действие 30 января 2009 года. За это время ею воспользовались 32 финансовых института, общая доля которых в совокупных активах банков и стройсберкасс превышала 80%. Под залог неликвидных активов (как правило, ценных бумаг, обеспеченных закладными) они получили казначейские векселя на общую сумму около 185 млрд фунтов.

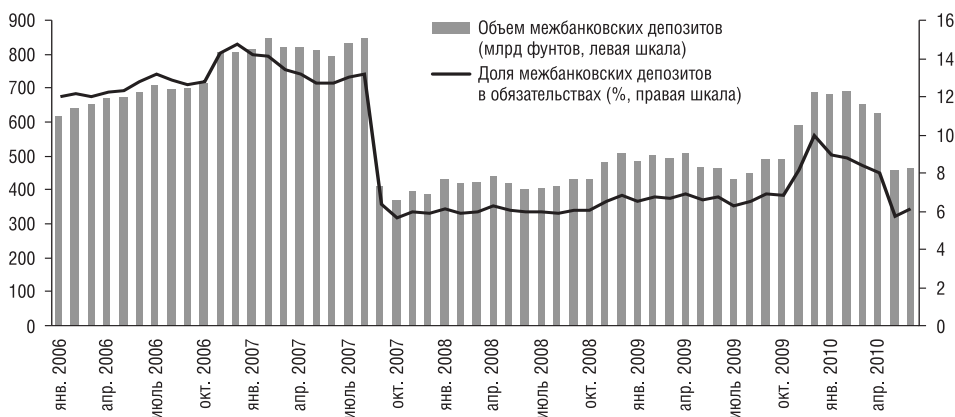
На следующем этапе ослабления денежно-кредитной политики весной 2009 года была реализована программа выкупа Банком Англии ценных бумаг, стартовавшая в марте 2009 года и первоначально ограниченная предельной суммой 50 млрд фунтов, которая впоследствии была увеличена до 175 млрд фунтов в августе 2009 года и до 200 млрд фунтов в ноябре 2009 года.

Поддержка банковского сектора

Начиная с 1990-х годов банки Великобритании активно наращивали свои балансы. В результате к июню 2009 года их активы в 4 раза превысили размер ВВП страны и достигли 1,4 трлн фунтов. За последние двадцать лет многие британские банки стали активно использовать помимо частных вкладов и депозитов предприятий такой дополнительный источник фондирования, как привлечение средств на финансовых рынках. Постепенно это привело к наращиванию системного риска, когда проблемы одного банка воспринимались рынком как проблемы всей банковской системы.

Крупнейшие банки Великобритании настолько близко подошли к грани допустимого соотношения собственного капитала и активов, взвешенных по степени риска, что это привело к необходимости наращивания капитала на самых ранних этапах мирового кризиса. «Первой ласточкой», возвестившей о сбое в функционировании финансовой системы страны, стали проявившиеся осенью 2007 года проблемы такого крупного игрока на ипотечном рынке, как банк *Northern Rock*, финансовая база которого строилась на депозитах населения (20%) и межбанковском кредитовании (80%). При первом же обострении ситуации на межбанковском рынке этот банк столкнулся с проблемой недостаточной ликвидности, что вынудило министра финансов уже 14 сентября 2007 года издать распоряжение о предоставлении Банком Англии средств *Northern Rock* по повышенной процентной ставке. Предполагалось, что эти средства будут доступны банку для осуществления операций в период неустойчивости на финансовом рынке, но при этом ожидалось, что он должен будет найти иные решения своих проблем с ликвидностью. Однако в условиях нарастающей напряженности на финансовых рынках найти замену государственному финансированию не удалось, проблема ликвидности достаточно быстро трансформировалась в проблему платежеспособности, и 22 февраля 2008 года после нескольких безуспешных попыток его продажи *Northern Rock* был национализирован.

Поскольку аналогичной стратегии (активных заимствований на финансовых рынках) придерживались и многие другие банки (хотя и в меньших размерах), системный риск в банковской системе Великобритании быстро проявил себя в достаточно сильной мере: объем межбанковских депозитов в короткое время сократился более чем в два раза (рис. 5). В этой связи еще ряд крупных британских банков стали испытывать проблемы с ликвидностью. Начиная с осени 2007 года Министерство финансов проявляло



Источник: Банк Англии.

Рис. 5. Динамика межбанковских депозитов в Великобритании

обеспокоенность положением дел в банке *HBOS* (крупнейший ипотечный кредитор) и в марте 2008 года стало разрабатывать специальный план действий на случай возникновения у банка серьезных финансовых трудностей.

Уроки, извлеченные из попыток спасения *Northern Rock*, привели к введению специального режима, определяющего порядок работы государственных структур с банками, попавшими в критическое положение (*Special Resolution Regime*). Соответствующий «Банковский акт» вступил в силу в феврале 2008 года и предоставил Министерству финансов право переводить банки и стройсберкассы во временную государственную собственность, а также передавать их бизнес другим собственникам. Позднее, в феврале 2009 года, этот акт был заменен новым «Банковским актом»

В р е з к а 1

«Банковский акт» определил, что в отношении проблемного банка можно принимать следующие меры:

- *регулирующие действия*. Агентство по финансовым услугам может ослабить требования к капиталу и к ликвидности, в том случае, если проблема носит краткосрочный характер;
- *продажа другому банку*. Агентство по финансовым услугам должно работать с проблемным банком для определения потенциальных покупателей;
- *срочное (экстренное) предоставление ликвидности*. Срочная ссуда предоставляется Банком Англии. В качестве обеспечения берутся ценные бумаги высокого качества, и по такому кредиту устанавливается повышенная («штрафная») ставка процента;
- *предоставление гарантий*. Министерство финансов предоставляет гарантии по вкладам с целью избежать «набегов вкладчиков»;
- *кредиты Банка Англии*. Министерство финансов обязует Банк Англии предоставлять кредиты сверх лимита, установленного «специальной схемой ликвидности»;
- *докапитализация банков*. Прямая финансовая сделка, заключающаяся в приобретении государственными фондами акций проблемного банка;
- *государственная собственность*. Используя возможности, предусмотренные «Банковским актом» 2008 года, Министерство финансов может переводить банк во временную государственную собственность.

2009 года, который предоставил Агентству по финансовым услугам право определять, когда могут быть использованы установленные Актом положения, а Банку Англии — решать, использовать ли отдельные стабилизационные меры, включая продажу всего или части бизнеса частному покупателю, или вводить процедуру санации (*bridge bank*), откладывая итоговое решение конкретного вопроса.

За время существования этого документа под его действие попало четыре банка (табл. 5).

Т а б л и ц а 5

**Меры, предпринятые в отношении «проблемных банков» Великобритании
на основании «Банковского акта»**

Наименование банка	Предпринятые меры	Дата
Northern Rock	Национализирован	22 февраля 2008 года
Bradford & Bingley	Национализировано ипотечное подразделение, розничное продано группе Santander	29 сентября 2008 года
Heritable Bank	Продан ING Direct N.V.	7 октября 2008 года
Kaupthing Edge	Продан ING Direct N.V.	8 октября 2008 года

Источник: Банк Англии.

Британским властям довольно быстро стало очевидно, что одного только предоставления банкам дополнительной ликвидности не достаточно для поддержания стабильности финансовой системы. При этом перевод банков во временную государственную собственность считался мерой крайней и экстренной. Для улучшения платежеспособности сектора власти рассматривали два варианта. Первый заключался в приобретении частным сектором «плохих» активов банков — это напоминает схему, используемую администрацией США. Второй вариант предполагал дополнительные вливания в капитал банков действующими или новыми акционерами, включая государство в случае необходимости. Власти Великобритании отдали предпочтение второй схеме. Докапитализация банков — весьма распространенная схема, которая применялась и в предыдущие кризисы, поэтому ее внедрение было несколько проще по сравнению с продажей «плохих» активов банков.

В ответ на разразившийся в сентябре 2008 года «кризис доверия» на денежном рынке Министерство финансов 8 октября анонсировало «Схему кредитных гарантий» (*Credit Guarantee Scheme*). Данная схема предусматривала предоставление Министерством финансов средств общим объемом до 250 млрд фунтов для замещения обязательств банков с истекающим сроком исполнения через механизм выкупа эмитированных ими ценных бумаг со сроком обращения до трех лет. Действие схемы началось 13 октября 2008 года, а завершилось 28 февраля 2010 года. На момент окончания программы правительство выкупило ценные бумаги банков, допущенных к реализации данной схемы, на общую сумму 125 млрд фунтов, причем за октябрь—декабрь 2008 года на эти цели было потрачено около 100 млрд фунтов. В течение действия программы ею воспользовались 14 британских финансовых институтов.

Меры исключительно денежно-кредитной политики не могли обеспечить стабилизацию банковского сектора и преодоление процесса кредитного сжатия, поэтому государство стремилось стимулировать банки к возобновлению кредитования экономики, в том числе через снижение рисков при проведении операций с корпоративными заемщиками.

19 января 2009 года министр финансов объявил о следующих антикризисных мерах, разработанных властями:

- *схема защиты активов (Asset Protection Scheme)*. Страхование Минфином активов, находящихся на банковских балансах;
- *расширение «окна возможностей» использования схемы кредитных гарантий*;
- в качестве расширения схемы кредитных гарантий была предложена *схема гарантий по ценным бумагам, обеспеченных активами* (гарантии по вновь эмитированным ипотечным бумагам с рейтингом AAA).

Хотя принятые меры практически не дали результатов в виде роста кредитной активности банков, но они, несомненно, способствовали стабилизации положения в финансовом секторе страны¹⁹.

Для более эффективного осуществления антикризисных мер в начале 2009 года были уточнены сферы ответственности регулирующих государственных органов. Теперь они выглядят так:

- *Министерство финансов* отвечает за структуру финансового регулирования и соответствующее законодательство и подотчетно правительству в части решения проблем финансовой системы и конкретного перечня принимаемых мер;
- *Банк Англии* предоставляет дополнительную ликвидность банковскому сектору. Главная цель Банка — вносить свой вклад в оценку рисков и способствовать поддержанию стабильности финансовой системы. Банковский акт 2009 года (Banking Act) наделил Банк Англии специальными полномочиями в части контроля за межбанковскими платежными системами и реализации специального режима (Special Resolution Regime) в отношении банков, испытывающих финансовые трудности;
- *Агентство по финансовым услугам (FSA)* регулирует большую часть рынков финансовых услуг, компаний и обменных операций. Оно также отвечает за решение проблем, возникающих у отдельных компаний, — например, за изменение регулятивных требований и упрощение процедуры вливания нового капитала от других контрагентов.

Так, например, в рамках Special Resolution Regime для стабилизации положения банка, испытывающего финансовые трудности, предполагалось использование одной из трех схем:

- 1) передача проблемного банка частному покупателю;
- 2) передача проблемного банка *bridge bank*’у (компании, которая находится в полной собственности Банка Англии);
- 3) передача проблемного банка во временную государственную собственность.

Выбор схемы осуществляется путем согласования позиций всех трех государственных органов: Банка Англии, Министерства финансов и Агентства по финансовым услугам. Первым звеном в этой цепочке является FSA, которое принимает решение, удовлетворяет ли банк условиям, позволяющим распространять на него действие данного режима. Далее в игру вступает Банк Англии, который, собственно, приводит в действие и применяет данный режим. Исключением является схема временного перевода проблемного банка в государственную собственность, тогда ответственность переносится

¹⁹ В рамках этих решений в январе 2009 года власти Великобритании согласились предоставить 600 млрд фунтов страхового покрытия банковских активов — эта сумма была сокращена до 280 млрд фунтов в ноябре 2009 года.

на Министерство финансов. Естественно, в законодательстве было прописано условие, что между регуляторами должны осуществляться кооперация и координация действий.

Принятый закон обобщил накопленную практику. Комплексный подход и объединение усилий были продемонстрированы на примере спасения двух банков: *HBOS* и *Royal Bank of Scotland*. 1 октября 2008 года Банк Англии с одобрения Министерства финансов, выступая в роли «кредитора в последней инстанции», в рамках схемы «экстренной поддержки ликвидности» (*Emergency Liquidity Assistance*) согласился предоставить банку *HBOS* беспрецедентную поддержку в первоначальном размере 10 млрд фунтов в обмен на часть высококачественных ипотечных активов банка. В течение октября—ноября 2008 года экстренная поддержка, предоставленная Банком Англии банкам *HBOS* и *RBS* по этой схеме, достигла суммы в 61,6 млрд фунтов. Для защиты интересов налогоплательщиков эти банки должны были, в свою очередь, предоставить Банку Англии активы, балансовая стоимость которых превышала 100 млрд фунтов. Но принятых мер оказалось недостаточно, поэтому правительство было вынуждено предоставить помощь этим банкам через механизм докапитализации. В результате осуществления нескольких сделок правительство стало собственником 70% простых акций *RBS*. Что касается *HBOS*, то здесь была применена схема, при которой банк был куплен *Lloyds Banking Group*, но при этом 41% акций последнего выкупило государство. В общей сложности государственные расходы на приобретение акций этих двух финансовых институтов составили порядка 37 млрд фунтов. В результате получение этих средств в совокупности с использованием схемы кредитных гарантий, а также специальной схемы ликвидности позволило банкам полностью вернуть кредиты, выделенные Банком Англии в рамках программы *ELA*. Также стабилизации финансового состояния *RBS* и *HBOS* способствовало их участие в правительственной схеме защиты активов²⁰.

Обобщенно действия британских властей представлены в табл. 6.

Программа фискального стимулирования

Состояние британской экономики в течение 2008 года продолжало ухудшаться на фоне усиления международного финансового кризиса. Так, если во II квартале 2008 года еще был зафиксирован рост ВВП на уровне 0,3%, то в III квартале был зафиксирован спад ВВП на 0,5%. Начавшаяся в 2009 году рецессия привела к серьезному сокращению совокупного спроса в Великобритании, в том числе и внутреннего.

В этой связи власти Великобритании приступили к осуществлению мер по стимулированию спроса, в том числе посредством использования мер фискальной политики. Налоговые новации государства основывались на стремлении увеличить спрос в экономике, прежде всего потребительский. Для этого в законодательство были внесены изменения, касающиеся двух налогов, максимально затрагивающих баланс доходов и расходов населения.

²⁰ В рамках этой схемы за определенную плату банки получали от правительства частичную защиту своих кредитных портфелей от потерь вследствие реализации кредитных рисков. Она была принята с целью снижения влияния кредитных рисков на финансовое положение банков в условиях кризиса и, по замыслу разработчиков, должна была позволить возобновить кредитование британской экономики.

Т а б л и ц а 6

Важнейшие антикризисные меры по спасению финансовой системы в Великобритании

	Специальная схема ликвидности	Рекапитализация банков	Схема кредитных гарантий	Схема защиты активов	Схема гарантий по ценным бумагам, обеспеченным активами
Дата	21 апреля 2008 года	8 октября 2008 года	8 октября 2008 года	19 января 2009 года	19 января 2009 года
Причина	После остановки финансовых рынков на балансах банков «висело» много неликвидных активов	Капитал ряда банков не соответствовал масштабам их деятельности	Стоимость привлечения средств для банков стремительно росла, а сроки кредитования сокращались	Убытки по банковским активам уменьшили банковский капитал	Операции на рынке ипотечных ценных бумаг прекратились, ограничен доступ банков к фондированию
Цель	Повысить ликвидность и устойчивость банковского сектора страны	Гарантировать возможность банков справиться с будущими убытками	Восстановить доверие к британским банкам	Предотвратить кредитное сжатие	Обеспечить доступ банков к ликвидности и устойчивости рынков в долгосрочном периоде
Цена вопроса	185 млрд фунтов государственных облигаций выделено в рамках данной схемы	20 млрд фунтов в капитал <i>RBS</i> и 17 млрд фунтов в капитал <i>Lloyds</i>	Приобретено облигаций финансовых институтов на 125 млрд фунтов	Страховкой частично покрываются убытки по активам <i>RBS</i> и <i>Lloyds</i> на сумму 522 млрд фунтов	Лимит программы был определен в 50 млрд фунтов, но не использован
Стратегия выхода	По истечении срока банки вернут Банку Англии государственные облигации в обмен на свои активы	UKFI (United Kingdom Financial Investments Ltd)* продаст акции, когда это наиболее выгодно	Действие схемы прекращено в декабре 2009 года. Возврат средств осуществляется по мере погашения выпусков облигаций	<i>RBS</i> может «выйти» из схемы только с одобрения Агентства по финансовым услугам	Действие схемы закончилось 31 декабря 2009 года

* Компания, учрежденная Министерством финансов для управления государственными инвестициями в финансовые институты (в том числе *RBS*, *Lloyds Banking Group*, *Northern Rock*, *Bradford & Bingley*).
Источник: Банк Англии.

Прежде всего это коснулось подоходного налога. Основной вектор движения состоял в том, чтобы понизить его эффективную ставку для людей с меньшими доходами с последующей компенсацией падения поступлений в бюджет за счет роста уровня обложения налогоплательщиков из групп с более высокими доходами. Для этого в 2009 году были установлены дополнительные налоговые вычеты для «обычных» налогоплательщиков с уровнем годового дохода до 50 тыс. фунтов. В результате этой меры каждый платательщик получал экономию в размере 145 фунтов. В противоположность этому с 2010 года сокращены налоговые вычеты у тех налогоплательщиков, чей совокупный доход составляет более 100 тыс. фунтов. Кроме того, с 2010 года была введена повышенная ставка подоходного налога для тех платательщиков, чей годовой доход превысил 150 тыс. фунтов. Она составила 50%, что в два с половиной раза превышает минимальную ставку налога (20%).

Кроме повышения располагаемых доходов населения в качестве временной меры, призванной стимулировать спрос в экономике, на период с 1 декабря 2008 года по 31 декабря 2009 года ставка по налогу на добавленную стоимость была снижена с 17,5 до 15%.

В целях компенсации выпадающих доходов бюджета с декабря 2008 года началась серия повышений налога на топливо. Новая величина налога была установлена на уровне 52,35 пенса за литр. С апреля 2009 года налог на дизельное топливо и неэтилированный бензин возрос на 1,84 пенса за литр и составил 54,19 пенса за литр. Однако растущий дефицит госбюджета подтолкнул государство к интенсификации этого процесса, и с сентября 2009 года налог вновь был повышен — на этот раз на 2 пенса за литр, и его величина достигла 56,19 пенса за литр. В октябре 2010 года прошло новое повышение — на 1 пенс, следующее (на 0,76 пенса) намечено с 1 января 2011 года.

По итогам финансового года, закончившегося 31 марта 2010 года, произошло снижение доходов расширенного правительства²¹ по сравнению с докризисным уровнем (2007—2008 финансовый год) и в номинальном выражении (с 516 млрд до 479,7 млрд фунтов), и как доли в ВВП (с 36,2 до 34,1%) при одновременном резком росте государственных расходов. Так, если в 2007—2008 году они составляли 40,9% ВВП, то в 2009—2010 году — уже 47,7% ВВП. Этот рост произошел за счет как текущих расходов, которые выросли на 5,2 п.п., во многом из-за роста социальных трансферов, так и государственных инвестиций, прибавивших 1,5 п.п. В результате бюджетный дефицит принял угрожающие масштабы, достигнув в 2009/2010 финансовом году 11,3% ВВП. Таким образом, реализация государственных мер по фискальному стимулированию и поддержке финансового сектора экономики привела к переносу основной тяжести проблем на уровень государственных финансов.

Быстрый рост дефицита привел к тому, что и без того высокий уровень государственного долга Великобритании достиг критических величин. К маю 2010 года, когда в стране состоялись парламентские выборы, все политические силы были согласны с необходимостью начала бюджетной консолидации, которую впоследствии и объявило новое правительство. В рамках этой программы власти страны намерены сократить бюджетный дефицит в 2010/2011 финансовом году на 0,8% ВВП (0,6% за счет повышения налогов, 0,2% — за счет сокращения расходов), а в 2011/2012 финансовом году — еще на 2,6% ВВП (табл. 7).

²¹ За вычетом налоговых кредитов.

Вклад различных компонентов спроса в динамику ВВП

Год	Прирост (%)			Вклад в прирост ВВП (п.п.)		
	ВВП	совокупный спрос	совокупный внутренний спрос	внутренний спрос на отечественные товары	внешний спрос	запасы
2005	2,2	2,2	2,2	0,2	2,0	0,0
2006	2,8	2,8	2,5	-0,2	2,9	0,0
2007	2,7	2,6	2,9	3,3	-0,7	0,1
2008	-0,1	0,4	-0,3	0,1	0,3	-0,5
2009	-5,0	-3,8	-4,4	-0,8	-3,0	-1,1

Источник: Банк Англии.

Некоторые выводы

1. Так же, как и в России, сектор, который во многом являлся двигателем британской экономики до кризиса, — финансовый сектор в наибольшей степени (максимально) пострадал в период кризиса. С учетом его значимости для экономики в целом понятно, почему власти Великобритании направили основные ресурсы и усилия на его спасение

2. Проблема слабости финансового сектора была идентифицирована на ранней стадии кризиса (банк *Northern Rock*), и власти Великобритании смогли до начала острой фазы глобального финансового кризиса провести разработку механизмов поддержки банков, которые оказались востребованными в последующем. Это, однако, не отменяло необходимости постоянного отслеживания ситуации и модификации или расширения принятых программ. Также стоит отметить, что пакеты программ включали проработанные процедуры их исполнения, в том числе если дело касалось распределения обязанностей между различными органами государственной власти.

3. Сворачивание действовавших антикризисных мер началось уже с первых дней 2010 года, поскольку, с одной стороны, они во многом оказались исчерпанными, а с другой, их реализация привела к тому, что наращивание государственного долга практически вышло из-под контроля. Государство, взяв на себя в значительной части бремя «плохих» активов банковской системы, не смогло добиться за счет этого роста кредитования и перезапустить механизмы экономического роста. Более того, эпицентр кризиса переместился из банковской системы в сферу государственных финансов, что заставляет власти Великобритании начать фазу бюджетной консолидации в тот момент, когда экономика еще не вышла на траекторию устойчивого роста.