

Влияние макроэкономической политики на предпосылки глобального кризиса 2007 – 2009 годов и смягчение его последствий

Э. С. Рустамов,

*Председатель Центрального банка Азербайджана,
доктор экономических наук*

В работе подробно рассматривается влияние макроэкономической политики на накопление системных рисков в предкризисный период. Дается обзор мер антикризисной политики, предпринятых ведущими экономистами, и оценивается их эффективность. Проведенный анализ позволяет сделать вывод, что ошибки экономической политики в преддверии глобального кризиса 2007 – 2009 гг. стали одной из главных причин перегрева мировой экономики, приведшего в итоге к «жесткой посадке». В то же время в период кризиса активная позиция макроэкономических властей стала ключевым фактором, предотвратившим его перерастание в новую Великую депрессию. Учет опыта кризиса 2007 – 2009 гг. позволит в будущем повысить качество как «превентивной» политики, направленной на снижение кризисной уязвимости, так и собственно антикризисной политики.

In this study, a thorough discussion of the impact of the pre-crisis macroeconomic policies on the level of systemic risks is provided. In addition, anti-crisis policies implemented by the major global economies and the estimates of their effectiveness are analyzed. Failures of the economic policy in the run-up to the global crisis of 2007 – 2009 were among the main causes of the overheating of the world economy which eventually resulted in the «hard landing». Still, during the crisis period itself active macroeconomic policies were the key factor that prevented it from turning into the new Great Depression. The experience of the 2007 – 2009 crisis will help enhance both «preventive» policies, aimed at reducing the crisis vulnerabilities, and anti-crisis policies.

Ключевые слова: монетарная политика; пруденциальное регулирование; антикризисная политика.

Key words: monetary policy; prudential regulation; anti-crisis policy.

Основной задачей макроэкономического управления является обеспечение устойчивого развития, свободного от значительных колебаний выпуска и занятости. С этой точки зрения, очевидно, любой кризис в той или иной мере отражает несовершенство проводимой политики. В некоторых случаях, например, российского дефолта 1998 г. и аргентинского дефолта 2001 г. – предпосылки кризисов (в указанных случаях формирование «двойного дефицита» – бюджетного и по счету текущих операций) и способствовавшие их формированию ошибки политики (поддержание фиксированного курса и при этом недостаточно жесткая фискальная политика) лежат на поверхности. В других случаях, например, мексиканского кризиса 1994 – 1995 гг. или азиатского кризиса 1997 – 1998 гг., каналы влияния проводившейся политики на развитие кризиса менее ясны.

Изучение кризисов позволяет формулировать превентивные меры макроэкономической политики для предотвращения или, по крайней мере, смягчения эффекта кризисных шоков в будущем. Тем не менее, как показывает практика, полностью от финансовых кризисов не застрахована ни одна страна. Значительный вклад в их преодоление, как правило, вносит стимулирующая политика макроэкономических властей, направленная на снижение глубины и продолжительнос-

ти падения. Хотя отдельные экономисты всегда выступали против подобной политики, указывая на необходимость самооздоровления рынков. История применения антикризисных мер насчитывает более полутора веков и в целом указывает на их ключевую роль в смягчении последствий кризисов.

Мировой кризис 2007 – 2009 гг. предоставил богатый эмпирический материал как с точки зрения анализа влияния макроэкономической политики на предпосылки формирования кризисов, так и с точки зрения оценки эффективности антикризисной политики. В данной работе подробно рассматриваются ошибки политики в предкризисный период и приводится обзор предпринимавшихся правительствами ведущих стран антикризисных мер по трем основным направлениям (монетарное стимулирование, поддержка ключевых финансовых организаций, фискальное стимулирование).

Ошибки макроэкономической политики в предкризисный период. Если для развивающихся стран и формирующихся рынков ошибки макроэкономической политики служили в последние десятилетия одним из основных источников кризисов, то развитые страны, как казалось, проводили достаточно ответственную макроэкономическую политику. В частности, для США ни один из периодов замедления роста (считая с начала периода «Великой стабилизации» в 1983 г.)

не ассоциировался с ошибками властей. Кризис, однако, выявил как недостатки имплементации политики, так и ограниченность ее механизмов. Исследования, посвященные причинам возникновения нынешнего кризиса, уделяют наибольшее внимание двум факторам. Во-первых, это недостатки системы финансового регулирования, которая, как теперь очевидно, не в полной мере учитывала возможность накопления системных рисков. Во-вторых, отмечаются макроэкономические риски излишне мягкой монетарной политики развитых стран в период, последовавший за «сдуванием» пузыря на рынке акций высокотехнологичных компаний в 2001 г. Роль фискальной политики представляется несколько менее значимой, хотя для ряда стран она была неоправданно мягкой, что служило дополнительным фактором предкризисного перегрева.

В отношении *монетарной политики* в целом ряде исследований [в частности, Taylor, 2008; Ahrend et al., 2008] отмечается, что в период 2001 – 2005 гг. базовые ставки в развитых странах были существенно ниже, чем следует из правила Тейлора (пример для США приведен на рис. 1). Процесс снижения ставок был запущен Федеральной резервной системой в начале 2001 г. для предотвращения рецессии после обвала рынка NASDAQ. В дальнейшем процесс снижения ставок был продолжен для поддержки экономики в условиях неопределенности, связанной с терактами 11 сентября 2001 г. и началом войны в Ираке в 2003 г. При этом принимался во внимание также риск дефляции (с учетом опыта Японии, где в 2001 – 2003 гг. действительно наблюдались дефляция и крайне низкие темпы экономического роста). Европейские центральные банки в этот период также проводили снижение ставок. Как показывает анализ [Taylor, 2008], динамика «избыточного» занижения базовых ставок в Европе согласуется с аналогичной динамикой в США, что может объясняться влиянием американских ставок на мировые процентные ставки либо опасениями чрезмерного укрепления евро.

Процесс повышения ставок начался в 2004 – 2005 гг. в основном из-за нарастания инфляционных рисков. Стоит отметить, однако, что, во-первых, даже после этого они все еще оставались «заниженными», а во-вторых, этот процесс не привел к соответствующему повышению долгосрочных ставок. Так, несмотря на повышение ставки по федеральным фондам ФРС США на 3 п. п. в 2004 – 2006 гг., ставки по долгосрочным гособлигациям за этот период практически не изменились. Это может объясняться присутствием адаптивной компоненты в ожиданиях финансовых организаций, а также тем, что они могли считать предшествующее снижение коэффициента реакции базовой ставки на инфляцию постоянным [Ahrend et al., 2008]. Очевидно, свою роль сыграл и приток капитала на американский рынок в связи с ростом сбережений в Восточной Азии и нефтедобывающих странах. Отметим, что с точки зрения основного целевого показателя для центральных банков этих стран – инфляции – какой-либо негативной динамики в этот период не наблюдалось.

В то же время монетарная экспансия привела к ряду опасных последствий:

1) возросли цены на ряд активов (прежде всего на жилье). Такая ситуация типична в случае длительного поддержания процентных ставок на уровне ниже, чем предписывается правилом Тейлора [Ahrend et al., 2008];

2) в финансовой системе произошло накопление рисков за счет следующих механизмов:

– снижение доходности по надежным активам стимулирует их замещение на более высокорисковые и высокодоходные. Данный эффект особенно выражен для инвесторов, сопоставляющих доходность от инвестиций с имеющимися обязательствами (в частности, пенсионных фондов);

– финансовые организации, как правило, таргетируют определенный уровень кредитного рычага – постоянный (коммерческие банки) или проциклический (инвестиционные банки). Повышение стоимости их активов в условиях низких процентных ставок приводит к росту стоимости акций и дальнейшему расширению балансов таких организаций. В результате формируется положительная обратная связь: удорожание активов – расширение балансов – увеличение спроса на новые активы. При этом в силу того, что потенциальные объемы низкорискового кредитования, как правило, ограничены, повышается доля высокорисковых активов.



Рис. 1. Динамика базовой ставки ФРС США в предкризисный период [Taylor, 2008]

Можно констатировать, что *монетарная политика развитых стран в предкризисный период не препятствовала формированию пузырей на рынке активов (в частности жилья) и избыточному росту кредитования.*

Говоря о роли монетарной политики с точки зрения кризисной уязвимости развивающихся стран, следует иметь в виду значительно большую разнородность этой группы в отношении используемого режима. Страны, применяющие в качестве основного номинального ориентира обменный курс и характеризующиеся открытым счетом операций с капиталом (прежде всего это страны Восточной Европы, Россия, ОАЭ), не имели возможности эффективно управлять процентными ставками, которые зачастую оказывались отрицательными в реальном выражении и способствовали перегреву экономики. Именно эти страны характеризовались в предкризисный период наиболее значительным ростом кредитования, который, как показывают эмпирические исследования [Lane, Milesi-Ferretti, 2010], оказался одним из наиболее значимых объясняющих факторов кризисного спада производства. В странах с существенными ограничениями на потоки капитала и в странах с «альтернативными» режимами курсовой политики (Китай, Индия, многие страны Ближнего Востока, Аргентина, Сингапур) прирост кредитования был существенно меньше, как и в странах, применявших таргетирование инфляции (многие страны Латинской Америки, Чехия, Польша). Согласно результатам некоторых работ [Berkmen et al., 2009], режим инфляционного таргетирования был значимым фактором снижения кризисных потерь выпуска. Помимо сдерживания роста кредитования, это связано также с тем, что режим таргетирования инфляции предполагает гибкий режим обменного курса, который в определенной степени дестимулирует рост внешней задолженности частного сектора (являвшийся еще одним важным фактором кризисной уязвимости) и долларизацию экономики (снижая тем самым накопление рисков в финансовой системе). Доба-

вим, что помимо влияния на процентные ставки (доступного центральным банкам двух последних групп стран), еще одним потенциальным механизмом регулирования кредитования в развивающихся странах служило изменение резервных требований. Действительно, согласно исследованиям [Montoro, Moreno, 2011], повышение резервных требований в период предкризисного «бума» в таких странах, как Бразилия, Колумбия, Перу, оказалось одним из факторов сдерживания кредитования.

Помимо излишне мягкой монетарной политики, важнейшим фактором повышения финансовой уязвимости в предкризисный период признаются недостатки *пруденциального регулирования*. Так, одной из основных причин кризиса многие исследователи называют слабость регулирования в условиях роста интегрированности финансовых рынков и распространения новых финансовых инструментов. В этом смысле кризис 2007–2009 гг. отражает тенденцию к повышению рисков финансовой нестабильности при проведении дерегулирования и/или распространении финансовых инноваций (ее более ранние проявления включают, например, североамериканские кризисы конца 1980-х – начала 1990-х гг. и азиатский кризис 1997–1998 гг.). Тенденция к ослаблению регулирования в развитых странах (прежде всего в крупнейших финансовых центрах – США и Великобритании) началась в конце 1970-х – начале 1980-х гг. и достигла своего логического завершения в конце 1990-х гг., когда в США был фактически отменен действовавший со времен Великой депрессии закон Гласса – Стиголла (Glass-Steagall Act), ограничивавший доступ коммерческих банков на рынки капитала. Подобная тенденция была связана с распространением идеей эффективности финансовых рынков: считалось, что при отсутствии асимметрии информации и искажений, связанных с вмешательством регулирующих организаций в деятельность рынка, цены на финансовые активы в полной мере отражают соотношение «риск–доходность». Соответственно, роль государства сводится лишь к обеспечению прозрачности (в частности, на основе требований по раскрытию информации) и равных возможностей для участников рынка (что, в частности, включает противодействие инсайдерской торговле). Распространение финансовых инноваций при этом рассматривалось как, безусловно, положительное явление, способствующее повышению эффективности распределения рисков.

Дерегулирование сопровождалось существенным ростом объема финансовой системы. Общая стоимость выпущенных производных инструментов выросла с 300% к мировому ВВП в 1999 г. до 1100% в 2007 г., стоимость кредитных дефолтных свопов – с 6 трлн дол. в 2004 г. до 62 трлн дол.; к 2007 г. доля прибылей финансовых корпораций в общем объеме прибылей частного сектора в США составила 40% по сравнению с 10% в 1980-х гг. Существенно усилились и крупнейшие финансовые организации, структура которых в этот период претерпела существенное усложнение. Перечислим основные (реализовавшиеся) риски, связанные с недостатками регулирования.

Во-первых, существующая система регулирования не препятствовала созданию стимулов для принятия избыточных рисков на микроуровне. Например, развитие секьюритизации сопровождалось резким ростом вознаграждений финансовых организаций за создание и обслуживание соответствующих облигаций; соответственно, имелись стимулы для увеличения объемов секьюритизации даже наиболее высокорисковых активов. Кроме того, система вознаграждений (бонусов) для руководства финансовых организаций стимулирует принятие высокорисковых стратегий из-за «асимметрии» подобных выплат: такие бонусы положительны и велики в годы «бума» и не подразумевают какой-либо компенсации за принятие излишне рискованных решений в годы кризисов. В наибольшей

степени это относится к ПИФам и хедж-фондам, доходы которых включают не только процент от прибылей от управления портфелем, но и процент от общего объема находящихся под управлением активов. Последний факт создает также дополнительные стимулы для «стадного поведения» и накапливания пузырей: применение инвестиционной компанией «осторожной» стратегии в годы бума может привести к оттоку из нее активов и, следовательно, падению доходов. Результатом стал рост вложений ПИФов и других институциональных инвесторов (в частности пенсионных фондов) в потенциально высокорисковые активы, такие, как кредитные дефолтные свопы и секьюритизированные ипотечные активы, что не было запрещено регуляторами. Подобная политика стала возможной, поскольку рейтинговые агентства присваивали соответствующим активам наивысшие рейтинги в условиях крайне низкого числа банкротств и продолжавшегося роста цен на недвижимость в предкризисный период. Добавим также, что и регуляторы не обращали достаточного внимания на потенциальный конфликт интересов, связанный с вознаграждениями рейтинговых агентств со стороны финансовых организаций, выпускавших «структурированные» активы.

Во-вторых, неадекватное регулирование рынка деривативов усугубило проблемы асимметрии информации. В особенности это касается внебиржевых сделок (на них перед кризисом приходилось 80% торговли деривативами), которые проводятся для активов с особенно сложной структурой, практически не оставляющей возможностей для адекватной оценки рисков. Дополнительной проблемой является неликвидность этих активов, значительный спрос на которые существует только в периоды «бума». При этом мотивацией для торговли деривативами в большинстве случаев фактически служило не столько хеджирование рисков, сколько спекуляции.

В-третьих, требования к банковскому капиталу оказались недостаточно жесткими. Потенциально неликвидные активы (такие, как кредитные дефолтные свопы) записывались до кризиса в категорию «активов с четко определенной рыночной стоимостью», так что соответствующие требования к капиталу оказывались минимальными. Кроме того, в целом капитальные требования по находящимся на балансе активам (кроме кредитов) были достаточно низкими. При этом выполнение процедуры стандарта Базель II *вычисление активов, взвешенных с учетом рисков*, было возложено на сами банки. Соответствующие модели *стоимостных мер риска* (Value-at-Risk) в последнее время подвергаются критике со стороны Совета по финансовой стабильности, МВФ и других финансовых организаций. В числе недостатков указываются следующие факторы:

- использование исторических данных за небольшой период (1–2 года) для моделирования цен на активы в будущем. В случае достаточно продолжительной благоприятной динамики финансовых рынков, как это было перед кризисом, это приводит к недооценке рисков;
- предположение о нормальном распределении рисков недооценивает вероятность серьезных потрясений на финансовых рынках;
- используемое предположение о постоянных коэффициентах корреляции между ценами на активы на практике не выполняется, особенно в периоды кризисов.

В итоге саморегулирование банков способствовало принятию ими избыточных рисков и ослабляло «страхующую» роль требований к капиталу.

Возникновению проблемы недостатка капитала еще в большей степени способствовало разрастание внебалансовых активов и обязательств банковской системы, происходившее в основном в рамках структурных инвестиционных компаний

(SIV), которые были формально независимы от создававших их банков и на которые не распространялись требования по капиталу. Стратегия этих компаний в основном сводилась к выпуску векселей с дальнейшим инвестированием полученных средств в высокодоходные деривативы. В условиях кризиса возможности выпуска векселей стали ограниченными, а активы потеряли ликвидность. В итоге банки, создававшие эти компании, были вынуждены предоставлять им ликвидность либо перемещать активы на собственные балансы – зачастую с дальнейшим списанием. Наконец, стоит отметить фактор, специфичный для США и де-факто способствовавший снижению капитальных требований (и недооценке уровня кредитного рычага) для американских банков: использование стандарта GAAP при предоставлении отчетности по активам, который, в отличие от распространенного в Европе стандарта IFRS, подразумевает отражение в ней чистой (а не валовой) позиции по производным инструментам.

В-четвертых, рост крупных финансовых организаций, которому способствовало дерегулирование, привел к нарастанию системных рисков. Сложная структура таких организаций практически не оставляет возможностей участникам рынка (зачастую даже собственным акционерам этих организаций) для эффективного мониторинга принимаемых рисков. Кроме того, такой рост приводит к появлению «слишком больших и слишком взаимосвязанных, чтобы обанкротиться» (too big and too interconnected to fail) организаций (каковой, в частности, являлся банк Lehman Brothers). Банкротство таких организаций может привести к масштабной дестабилизации финансовой системы – как по каналу прямых взаимосвязей, так и по каналу роста неопределенности. Дополнительным (и родственным) негативным последствием является нарастание проблемы морального риска в силу того, что для таких организаций повышается вероятность предоставления господомощи в случае возникновения проблем – в целях избежания системных эффектов. Можно высказать предположение, что это было существенным фактором роста популярности высокорисковых стратегий в предкризисный период.

Как видим, пруденциальное регулирование в развитых странах перед кризисом не смогло воспрепятствовать накоплению рисков в финансовой системе. При этом нужно отметить, что недооценка этих рисков имела место не только со стороны частных агентов, но и со стороны регуляторов. В немалой степени это было обусловлено несовершенством использовавшихся моделей стресс-тестирования. Как показывают исследования [Alfaro, Drehmann, 2010], в большинстве случаев использовавшиеся негативные сценарии оказывались недостаточно пессимистичными. В определенной степени это связано с объективными сложностями экономического моделирования кризисов, так как последние зачастую ассоциируются со структурными сдвигами в используемых соотношениях. Тем не менее значительную роль сыграли и недоучет таких очевидных факторов, как рост числа внутренних и международных взаимосвязей в финансовой системе, способных привести к быстрому развитию «негативной спирали» цен на активы и «заражению кризисом».

Помимо повышения вероятности кризисов в связи с дерегулированием, стоит отметить и такой негативный аспект пруденциальной политики в развитых странах, как проциклическое влияние стандарта Базель II на финансовую систему. Как отмечалось выше, в «спокойных» условиях оценки рисков являются низкими и капитальные требования снижаются, а в условиях кризиса, напротив, происходит их существенный рост, что обуславливает проблемы, связанные с необходимостью докапитализации и/или распродажи активов. В результа-

те возможно дополнительное негативное влияние на объемы кредитования, что усиливает вызванную финансовым кризисом рецессию. В связи с этим наряду с вопросами регулирования деятельности институциональных инвесторов и структуры вознаграждения руководства финансовых организаций проблема реформы капитальных стандартов и разработки эффективных инструментов макропруденциальной политики в настоящее время занимает центральное место в деятельности Совета по финансовой стабильности, Банка международных расчетов и других международных организаций.

Накопление в предкризисный период рисков, связанных с избыточным ростом кредитования и цен на активы, происходило не только в развитых, но и в развивающихся странах. При этом можно констатировать, что страны последней группы в целом более активно использовали меры макропруденциальной политики для предотвращения роста финансовой уязвимости. Если среди развитых стран подобные меры были введены только в Испании (контрциклические требования по банковским резервам для покрытия сомнительных долгов, которые, по данным ряда исследований [Saugina, 2009], способствовали смягчению эффекта кризиса на банковскую систему страны), то для развивающихся стран и формирующихся рынков можно привести целый ряд подобных примеров:

- *Колумбия*: контрциклические требования по резервам для покрытия сомнительных долгов; ограничения на покупку банками деривативов. Согласно данным МВФ [IMF, 2010], эти меры способствовали, в частности, замедлению роста потребительского кредитования;
- *Хорватия*: ограничения на скорость роста кредитования;
- *Южная Корея*: ограничения на объемы валютных форвардных контрактов на балансах банков и на кредитование резидентов в инвалюте; они способствовали замедлению роста кредитования и снижению долларизации;
- *Перу, Уругвай*: повышение требований по резервам для покрытия сомнительных долгов, способствовавшее снижению роста кредитования;
- *Вьетнам*: ограничение доли кредитования, направляемого на покупку ценных бумаг (3% общего объема кредитования) и повышение оценки рисков по таким кредитам; это способствовало ограничению спекулятивных инвестиций в ценные бумаги.

Добавим, что некоторые развивающиеся страны (Перу, Румыния) в предкризисный период предпринимали также меры, направленные на ограничение притока краткосрочного капитала, такие, как дифференцированные резервные требования. В целом страны, вводящие в предкризисный период новые пруденциальные меры (а также страны с установившимися традициями эффективного регулирования, например, Чили), характеризовались меньшими значениями таких факторов кризисной уязвимости, как внешний долг частного сектора и прирост кредитования в предкризисный период, что обусловило меньшие потери ВВП в период кризиса.

Хотя основные причины кризиса 2007 – 2009 гг. были связаны с действиями частного сектора, для многих стран, как развитых, так и развивающихся, проциклическая, экспансионистская *фискальная политика* в предкризисный период, во-первых, стала одним из дополнительных факторов перегрева, а во-вторых, привела к ограниченности возможностей фискального стимулирования экономики во время кризиса. Наиболее очевидным примером является опыт Греции и Португалии, бюджеты которых исполнялись с дефицитом даже в период бума. Можно сказать, что в этих случаях отсутствовала эффективная координация национальной фискальной поли-

тики с мягкой монетарной политикой Европейского центрального банка. Результатом стало снижение конкурентоспособности из-за роста реального курса национальной валюты и увеличение размеров госдолга, что в итоге усугубило рецессию (в последнем случае – из-за невозможности проведения дискреционной стимулирующей политики). Впрочем, некоторые страны, имевшие в предкризисный период профицит и даже структурный профицит бюджета, тоже не избежали подобных проблем. Например, в Ирландии профицит первоначально был обусловлен ростом поступлений налогов на недвижимость из-за ее быстрого удорожания (причем данный эффект не учитывался при расчете структурного баланса), так что после кризисного обвала цен власти страны столкнулись с перспективой фискального кризиса.

Проблема излишне мягкой фискальной политики в преддверии кризиса была характерна и для многих стран с формирующимися рынками и развивающихся стран, в том числе для нефтедобывающих. Рост нефтегазовых доходов зачастую воспринимался как постоянный, что приводило к существенному росту государственных расходов даже в процентах к ВВП. Как показывают исследования МВФ, подобная динамика приводит к укреплению реального курса (способствуя деиндустриализации экономики, повышению ее зависимости от волатильных сырьевых цен) и притоку волатильного краткосрочного капитала, способствуя тем самым росту финансовой уязвимости. Тем не менее с точки зрения наличия «фискального пространства» для проведения дискреционной политики во время кризиса все ключевые формирующиеся рынки находились в лучшей ситуации, чем развитые страны [Padoan, 2010]. В результате размер фискальных пакетов стимулирования в Китае, России, Южной Корее существенно превосходил (в процентах к ВВП) размер аналогичных пакетов в развитых странах. Кроме того, масштаб необходимой фискальной консолидации в посткризисный период для развивающихся стран, как правило, существенно меньше, чем для развитых, что снижает риск замедления роста, связанного с негативными шоками государственного спроса.

В целом можно заключить, что основными недостатками проводимой перед кризисом политики были: 1) создание условий для избыточного накопления рисков в частном секторе (или во всяком случае отсутствие активного противодействия этому процессу) и 2) во многих случаях – процикличность. Разумеется, на таком уровне обобщения они оказываются схожими с недостатками политики, обусловившими азиатский кризис и другие кризисы в развивающихся странах, хотя, как следует из приведенного выше описания, вызовы, с которыми сталкивались макроэкономические власти перед кризисом 2007 – 2009 гг., в чем-то были принципиально новыми. С учетом значительного вклада этих недостатков в накопление системных рисков на обсуждение был поставлен пересмотр основных принципов макроэкономической политики. Связанные с этим вопросы активно обсуждаются в настоящее время экономистами и представителями правительств и центральных банков как на национальном, так и на международном уровне.

Антикризисная политика в период 2007 – 2009 гг.: подходы, результаты, оценки. В начале острой фазы кризиса осенью – зимой 2008 – 2009 гг. значительное распространение получила точка зрения, что мир стоит на пороге новой Великой депрессии. Наличие масштабных проблем в финансовом секторе, резкое снижение частного спроса, скачок неопределенности в этот период действительно в чем-то напоминали ее начальный период. На практике, однако, последствия кризиса оказались существенно менее драматичными, и ключевую роль в этом сыграло принятие правительствами развитых и развивающихся

стран масштабных пакетов антикризисных мер, включая меры монетарного и фискального стимулирования и меры по поддержке финансового сектора. Политика противодействия кризисным шокам частично была основана на осмыслении предшествующего опыта, но в значительной мере выработывалась уже после начала дестабилизации мировой экономики. Рассмотрим основные направления антикризисных мер.

Монетарное стимулирование. Смягчение монетарной политики и предоставление ликвидности финансовым организациям является традиционным инструментом борьбы с финансовой нестабильностью в развитых странах, поэтому в кризисных условиях именно эти меры были использованы в первую очередь. На начальном этапе (с августа 2007 г.) они включали расширение дисконтного окна (ФРС – Term Auction Facility, Банк Англии, Банк Японии) и снижение процентных ставок (ФРС). Кроме того, для облегчения ситуации с долларовой ликвидностью были налажены своп-линии между ФРС и центральными банками других развитых стран. Вплоть до начала острой фазы кризиса это позволяло в определенной степени нормализовать ситуацию на межбанковских рынках, однако осенью 2008 г. в условиях ухудшения ситуации и невозможности дальнейшего снижения ставок стала очевидной необходимость дополнительных мер. С этого момента центральные банки развитых стран начали реализацию программ количественного и кредитного ослабления (в качестве примеров можно указать программы скупки секьюритизированных активов ФРС США, в частности, Term Asset-Backed Securities Loan Facility), что сопровождалось значительным разрастанием их балансов (рис. 2).

В большинстве развивающихся стран и стран с формирующимися рынками меры монетарного стимулирования были предприняты значительно позднее, уже в начале острой фазы кризиса. Как и в случае развитых стран, ключевые экономики этой группы проводили снижение процентных ставок (в некоторых случаях, как, например, в России, – не сразу, а только после снижения рисков на валютных рынках), однако «нулевой предел» процентных ставок достигнут не был. Наряду с более высоким уровнем инфляционных рисков это предопределило значительно меньший масштаб роста балансов центральных банков (рис. 2). Отметим также большую значимость операций по предоставлению валютной ликвидности по сравнению с развитыми странами. Многие формирующиеся рынки использовали своп-линии с ФРС или ЕЦБ (Мексика, Южная Корея, Польша) или собственные валютные резервы (Россия) для продажи валюты как финансовым, так и нефинансовым организациям, удлинения сроков действия сделок РЕПО и предоставления займов; в ряде случаев проводилось также снижение резервных требований по валютным обязательствам.



Рис. 2. Размер балансов центральных банков развитых стран и стран с формирующимися рынками в кризисных условиях [IMF, 2010b]

Ключевым является вопрос о том, в какой степени и в отношении чего меры монетарного стимулирования были эффективными. Всесторонние исследования МВФ и Банка международных расчетов [IMF, 2010c; BIS, 2010] показали, что результатом таких мер стало снижение спредов на межбанковских рынках, сокращение волатильности и спредов на валютных рынках [Stone et al., 2009], снижение восприятия рынками некоторых активов как «проблемных» в случае, если такие активы принимались центральным банком в рамках программ кредитного ослабления. В то же время, с точки зрения снижения долгосрочных процентных ставок, эмпирические исследования дают противоречивые выводы [Gagnon et al., 2010].

Меры поддержки уязвимых финансовых организаций. Первым значимым примером реализации этой группы мер

можно считать содействие ФРС покупке банка Bear Stearns банком JP Morgan весной 2008 г. После банкротства банка Lehman Brothers к различным методам поддержки финансовой системы (рекапитализации, предоставлению государственных гарантий по активам и обязательствам, выведению проблемных активов с банковских балансов) были вынуждены прибегнуть многие развитые и (в меньшей степени) развивающиеся страны. Представление о масштабе этих мер дает табл. 1. Как видим, наибольшее распространение они получили в развитых странах, что неудивительно с учетом значительного количества ставших проблемными субстандартных ипотечных активов на балансах банков и слабости регулирования в предкризисный период. Более подробный обзор соответствующих инструментов для этой группы стран приведен в табл. 2.

Таблица 1

Меры по поддержке финансового сектора в условиях кризиса, 2008 – 2009 гг. (% ВВП 2008 г.)*

Страна	Рекапитализация		Скупка/свопы проблемных активов		Госгарантии	
	выделено	использовано	выделено	использовано	выделено	использовано
Развитые	2,5	1,1	5,5	1,3	16,7	4,3
США	5,2	2,4	2,4	1,3	11,0	2,2
Япония	2,4	0,0	11,4	1,2	7,3	2,4
Германия	3,8	0,0	0,4	0,0	17,0	4,6
Великобритания	3,9	3,3	–	–	54,5	7,0
Франция	1,4	0,8	–	–	16,4	6,0
Формирующиеся рынки	1,1	0,1	0,6	0,2	0,6	0,0
Бразилия	–	–	0,8	0,3	–	–
Индия	0,4	0,0	–	–	–	–
Россия	1,2	0,7	0,5	0,0	–	–

* IMF, 2010d.

Таблица 2

Меры по господдержке финансового сектора в развитых странах*

Страна	Рекапитализация		Гарантии по обязательствам		Гарантии по активам		Покупка активов	
	программа	разовые	программа	разовые	программа	разовые	программа	разовые
Австралия			x					
Канада								
Франция	x	x	x	x				x
Германия	x		x	x	x		x	
Италия	x		x					
Япония	x				x			
Нидерланды	x	x	x					x
Испания	x		x					
Швейцария		x	x			x		
Великобритания	x		x				x	
США	x	x	x		x	x		x

* Panetta et al. (2009).

Предпринятые меры способствовали снижению дефолтных рисков, прекращению ужесточения стандартов кредитования и тем самым являлись важным механизмом сдерживания кризиса ликвидности и поддержки предложения кредитов.

Фискальная политика. К концу 2008 г. стало очевидным, что меры монетарного стимулирования и поддержки финансовых организаций не смогли остановить тенденцию к снижению частного спроса. В этих условиях (а также с учетом ожиданий значительной продолжительности кризиса, что уменьшало проблему лагов имплементации) все ведущие экономики мира разработали программы дискреционного

фискального стимулирования, направленные на поддержку совокупного спроса, снижение неопределенности, смягчение социальных последствий кризиса. Основным объемом стимулирования пришелся на 2009 г., с дальнейшим уменьшением поддержки по мере восстановления частного спроса (табл. 3).

Как видно из табл. 3, объем антикризисных мер существенно различался по странам. На качественном уровне можно отметить, что, во-первых, все страны с формирующимися рынками в условиях кризиса оказались в состоянии проводить контрциклическую политику, а во-вторых, страны со значительным «фискальным пространством» (характеризующиеся

низким госдолгом и/или наличием суверенных фондов, например, Россия, Саудовская Аравия, Китай) смогли провести более масштабное стимулирование экономики по сравнению со странами, где такое пространство практически отсутствовало (Италия). На количественном уровне исследование детерминанта масштаба стимулирующих мер показало, что значимыми (положительными) факторами служили предкризисный рост

кредитования и рост безработицы в период кризиса [Benetrix, Lane, 2010]. Таким образом, размеры антикризисного пакета фискальных мер определялись не только «стороной предложения» (возможностями государства увеличить расходы), но и «стороной спроса» – объективной потребностью экономики в стимулировании, зависящей как от степени кризисной уязвимости, так и собственно от тяжести последствий кризиса.

Таблица 3

Объем мер фискального стимулирования в странах G20 (% ВВП)

Страна	2009 г.	2010 г.	Страна	2009 г.	2010 г.
Аргентина	1,5	0,0	Япония	2,8	2,2
Австралия	2,8	1,8	Южная Корея	3,6	1,1
Бразилия	0,7	0,6	Мексика	1,5	1,0
Канада	1,8	1,7	Россия	4,5	2,8
Китай	3,1	2,7	Саудовская Аравия	3,3	3,5
Франция	1,0	0,5	ЮАР	3,0	2,1
Германия	1,5	2,1	Турция	1,2	0,5
Индия	0,6	0,4	Великобритания	1,6	0,2
Индонезия	1,1	0,6	США	1,8	2,9
Италия	0,0	0,1			

Источник: IMF Fiscal Monitor, May 2010.

Анализ показывает, что пакеты стимулирующих мер существенно различались между собой не только по общим размерам, но и по структуре (рис. 3). В качестве примеров приведем описание ряда крупнейших антикризисных фискальных пакетов: самого большого по абсолютному объему (США), самого большого по абсолютному объему среди формирующихся рынков (Китай) и самого большого по отношению к ВВП (Россия).

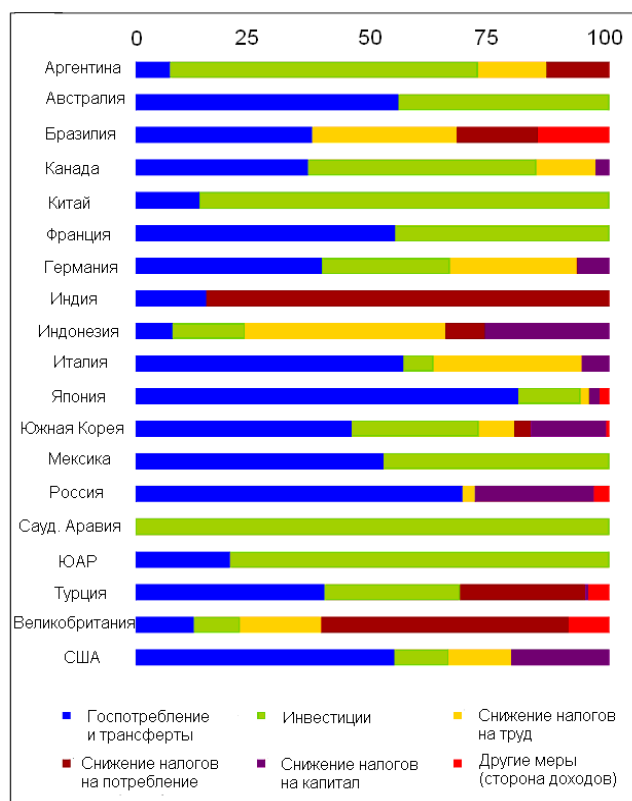


Рис. 3. Структура антикризисных мер в странах G20 [IMF, 2009]

США: Антикризисный план (American Recovery and Reinvestment Act, ARRA) был принят в феврале 2009 г., его объем составил 827 млрд дол., из которых 275 млрд дол. приходилось на налоговые послабления, а 552 млрд дол. – на рост государственных расходов. Заявленными целями ARRA являлись, во-первых, сохранение и создание новых рабочих мест, во-вторых, поддержка наиболее уязвимых слоев населения, в-третьих, модернизация инфраструктуры и инвестиции в «зеленые» технологии.

Анализ положений ARRA показывает, что около трети объема фискального стимулирования приходилось на прямую финансовую помощь безработным и наименее обеспеченным слоям общества (84 млрд дол. расходов и 204 млрд дол. налоговых послаблений). Подобные меры, как правило, отличаются наибольшим фискальным мультипликатором из-за низкой склонности к сбережениям у таких групп населения. Другая треть фискального пакета была направлена на поддержку образования и здравоохранения. Инвестиции в инфраструктуру и «зеленые» технологии составляли около 15%.

Китай: программа стимулирования экономики была принята в ноябре 2008 г., ее совокупный объем составил около 590 млрд дол. Отличительной особенностью программы стала преобладающая роль государственных инвестиций (около 85%), которые были направлены на строительство железных и автомобильных дорог, ирригационных систем, устранение последствий землетрясения в Сычуани и развитие «зеленых» технологий. Нарращивание инвестиционного спроса должно было компенсировать резкое снижение экспортного спроса. Был принят также ряд мер по стимулированию потребления, в частности субсидирование покупки экологических автомобилей и достаточно широкого спектра товаров длительного пользования.

Россия: объем программы стимулирования экономики составил около 110 млрд дол. Отличительной ее особенностью являлось предоставление займов ряду ключевых компаний реального сектора, испытывавших проблемы с рефинансированием обязательств в иностранной валюте (около 10 млрд дол.). Значительным также оказался объем налоговых послаблений для корпораций – 10 млрд дол. (снижение налога на прибыль и повышение нормы амортизации). Около 12 млрд дол. было направлено на поддержку автомобилестроения, оборонного

сектора, развитие транспортной системы. Около 20 млрд дол. пришлось на повышение пенсий и других социальных расходов. В целом можно сказать, что принятые меры оказали значимую поддержку как крупному, так и среднему и малому бизнесу (хотя первому – все же в большей степени) и способствовали ограничению негативных социальных последствий кризиса (дополнительно обеспечив поддержку частного потребления). Впрочем, некоторые аспекты их реализации, включая непрозрачность выбора компаний, которым предлагалась государственная помощь, и перманентный характер некоторых социальных мер (например, повышения пенсий) встретили критику со стороны экспертов и международных организаций.

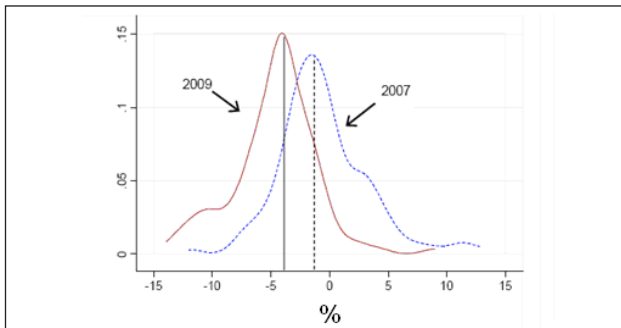


Рис. 4. Распределение стран с точки зрения фискального баланса в предкризисный и кризисный период [IMF, 2010d]

Вопрос об эффективности фискальных антикризисных мер остается дискуссионным. С одной стороны, такие меры способствуют снижению глубины и продолжительности рецессий [Baldacci, Gupta, 2009], с другой – они приводят к росту дефицита (рис. 4) и, соответственно, госдолга (рис. 5), что, в свою очередь, может обуславливать снижение долгосрочного роста. Действительно, хотя пока доходность по гособлигациям ведущих экономик находится на относительно невысоких уровнях (рис. 6), но с учетом продолжающегося ухудшения ситуации на периферии еврозоны, а также в Италии и Испании риски финансовой дестабилизации и роста процентных ставок являются весьма существенными. В связи с этим ключевое значение имеет вопрос о размере фискального мультипликатора: если он близок к нулю (или даже отрицателен), целесообразность фискального стимулирования может быть поставлена под сомнение. К настоящему моменту можно констатировать, что разброс соответствующих оценок, получаемых в эмпирических исследованиях, очень велик. Так, для США в предкризисный период оценки лежали в диапазоне от 0 [Barro, 2009] до 1,5 [Romer, Romer, 2007], в зависимости, в том числе, от характера стимулирующих мер (снижение налогов, расширение государственных инвестиций, увеличение социальных трансфертов и т. д.). Кроме того, исследования показывают, что мультипликатор может изменяться во времени, так как он зависит от размера госдолга (в связи с частичным выполнением принципа эквивалентности Барро – Рикардо), режима обменного курса и открытости экономики [Ilzetzi et al., 2011]. Тем не менее результаты ряда работ, основанных на данных кризисного

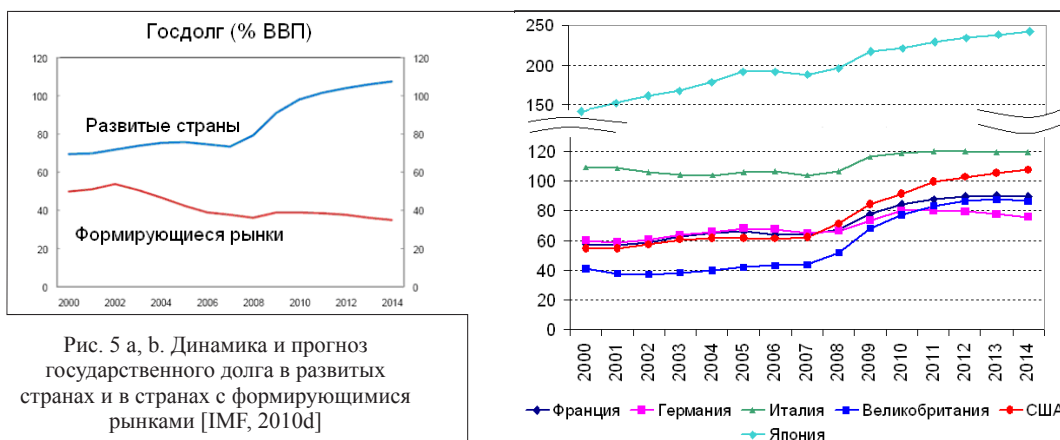


Рис. 5 а, б. Динамика и прогноз государственного долга в развитых странах и в странах с формирующимися рынками [IMF, 2010d]

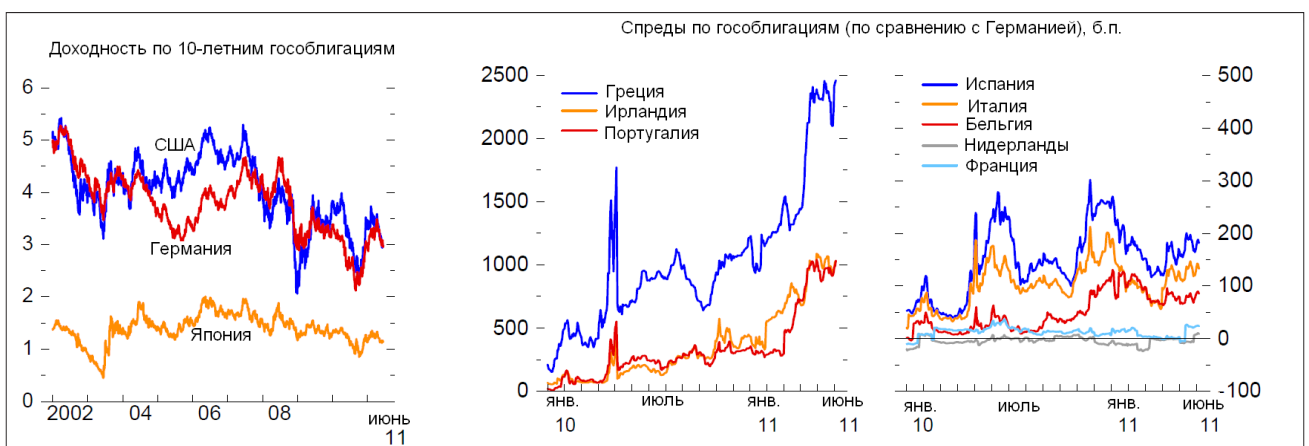


Рис. 6 а, б. Динамика доходностей и спредов по государственным облигациям [IMF, 2011]

периода, указывают на то, что в этих условиях мультипликатор значимо больше 1 [Bouthevillain, Dufrenot, 2010; Fatas, 2011], по крайней мере, для развитых стран. В значительной мере это является следствием одновременного проведения аккомодативной, мягкой монетарной политики (согласно [Freedman et al., 2010] по сравнению со случаем отсутствия монетарного стимулирования мультипликатор увеличивается вдвое вследствие более низких реальных процентных ставок). Результаты для развивающихся стран являются менее определенными. В частности, согласно оценкам МВФ, для стран Персидского залива мультипликатор лежит в диапазоне 0,3 – 0,5. Впрочем, и при таких значениях государственная поддержка может оказать существенную помощь экономике в кризисных условиях. В целом, согласно оценкам МВФ, фискальные стимулирующие меры обеспечили 1,4% мирового ВВП в 2009 г. и дополнительно 0,6% в 2010 году.

В целом можно заключить, что принятые в кризисный период программы поддержки экономики и финансового сектора достигли своих целей: удалось предотвратить масштабный коллапс банковской системы, ограничить спад в реальном секторе, предотвратить резкое снижение уровня жизни. При этом, однако, для некоторых стран в среднесрочной перспективе последствия их реализации (расширение балансов центрального банка и рост государственного долга) могут стать одним из вызовов их устойчивому развитию. Важным элементом успешной реакции на такие вызовы является правильная координация фискальной и монетарной политики – например, как показывает исторический опыт, фискальная консолидация может иметь стимулирующий эффект при сохранении мягкой монетарной политики, что обуславливает, в частности, интерес таких ведущих экономик, как США и Великобритания, к подобной стратегии.

Заключение. Завершая обсуждение предкризисных ошибок и антикризисных мер, можно констатировать, что, как и другие крупномасштабные кризисы (Великая депрессия, стагфляция 1970-х гг.), кризис 2007 – 2009 гг. привел к существенному пересмотру доктрины макроэкономической политики. Так, осознание слабости пруденциального регулирования способствовало принятию стандарта банковского регулирования Базель III, включающего явную контрциклическую компоненту; в рамках международных организаций в настоящее время ведется работа по снижению системных рисков и по другим каналам. В целом позитивным оказался опыт применения активной дискреционной (в том числе фискальной) стимулирующей политики в кризисных условиях (в то время как для многих предшествовавших кризисных эпизодов, например, азиатского кризиса 1997 – 1998 гг., стандартным «рецептом», напротив, было ужесточение политики). Так, крупномасштабные вливания ликвидности в период 2007 – 2009 гг. помогли предотвратить коллапс финансовой системы (случившийся, например, в период Великой депрессии), а монетарные и фискальные пакеты стимулирующих мер оказали значительную поддержку мировому выпуску. С точки зрения повышения эффективности макроэкономического управления важной задачей будущего является совершенствование антикризисных механизмов с учетом их воздействия на краткосрочную динамику и долгосрочный рост. ■

Список литературы

1. Ahrend R., Courmede B. and Price R. Monetary Policy, Market Excesses and Financial Turmoil. OECD Economics Department Working Paper 597. 2008.

2. Alfaro R. and Drehmann M. Macro Stress Tests and Crises: What Can We Learn? // BIS Quarterly Review. 2009. December. P. 29 – 41.

3. Baldacci E. and Gupta S. Fiscal Expansions: What Works? // Finance and Development. IMF. 2009. December. P. 35 – 37.

4. Barro R. Government Spending is No Free Lunch // Wall Street Journal. 2009. January 22nd.

5. Benetrix A. S. and Lane P. R. International Differences in Fiscal Policy during the Global Crisis. NBER Working Paper № 16346. 2010.

6. Berkmen P. et al. The Global Financial Crisis: Explaining Cross-Country Differences in the Output Impact. IMF Working Paper 09/280. 2009.

7. BIS. Annual Report. 2010.

8. Bouthevillain C. and Dufrenot G. Fiscal Multipliers in Times of Crisis and Non-crisis: Are They Different? The French Case. Banque de France. Working Paper № 286. 2010.

9. Crotty J. Structural Causes of the Global Financial Crisis: A Critical Assessment of the 'New Financial Architecture'. University of Massachusetts-Amherst Working paper 2008-14. 2008.

10. Fatas A. How Big (Small?) are Fiscal Multipliers? Comments. Fiscal Policy, Stabilization and Sustainability Conference. Florence. 2011. June 6.

11. Freedman C. et al. Global Effects of Fiscal Stimulus during the Crisis // Journal of Monetary Economics. 2010. Vol. 57. P. 506 – 526.

12. Gagnon J. et al. Large-Scale Asset Purchases by the Federal Reserve: Did They Work? // Federal Reserve Bank of New York Staff Reports 441. 2010.

13. Ilzetzki E., Mendoza E.G. and Vegh C. A. How Big (Small) are Fiscal Multipliers? IMF Working Paper 11/52. 2011.

14. IMF. Global Economic Prospects and Principles for Policy Exit. 2009.

15. IMF. Regional Economic Outlook: Western Hemisphere, 2010. October.

16. IMF (2010b). Exiting from Monetary Crisis Intervention Measures. Background Paper. January.

17. IMF (2010c). Central Banking Lessons from the Crisis. Policy Paper. May.

18. IMF (2010d). Exiting from Crisis Intervention Policies. Policy Paper. February.

19. IMF. World Economic Outlook Update. 2011. June.

20. Lane P. and Milesi-Ferretti G. The Cross-Country Incidence of the Global Crisis. IMF Working Paper 10/171. 2010.

21. Montoro C. and Moreno R. The Use of Reserve Requirements as a Policy Instrument in Latin America // BIS Quarterly Review. 2011. March. P. 53 – 65.

22. Padoan P. C. Fiscal Policy in the Crisis. Impact, Sustainability, and Long-Term Implications. Policy Research Institute, Ministry of Finance, Japan // Public Policy Review. 2010. Vol. 6. № 6. P. 921 – 942.

23. Panetta F. et al. An assessment of financial sector rescue programmes. BIS Paper № 48. 2009.

24. Romer C. D. and Romer D. H. The Macroeconomic Effects of Tax Changes: Estimates Based on a New Measure of Fiscal Shocks. NBER Working Paper № 13264. 2007.

25. Saurina J. Loan Loss Provisions in Spain. A Working Macroprudential Tool // Bank of Spain Financial Stability Review № 17. 2009. P. 11 – 26.

26. Stone M., Christopher Walker W. and Yasui Y. From Lombard Street to Avenida Paulista: Foreign Exchange Liquidity Easing in Brazil in Response to the Global Shock of 2008 – 2009. IMF Working Paper 09/259. 2009.

27. Taylor J. B. The Financial Crisis and the Policy Responses: An Empirical Analysis of What Went Wrong. A Festschrift in Honour of David Dodge. Bank of Canada. 2008. November.