



# СТИМУЛ принес плоды

Алан С. Блайндер и Марк Занди

**Без быстрых и крупномасштабных мер политики экономика США могла бы до сих пор находиться в тисках Великой рецессии**

**Э**КОНОМИКА США проделала большой путь после мрачного периода Великой рецессии. Меньше двух лет назад мировая финансовая система находилась на грани краха, а США страдали от самого глубокого экономического спада с 1930-х годов. В самый тяжелый период реальный ВВП, казалось, находился в свободном падении и снижался в годовом выражении почти на 7 процентов, а потери рабочих мест ежемесячно составляли в среднем почти 750 000. Сегодня финансовая система функционирует в существенно более нормальных условиях, реальный ВВП вырос в прошлом году более чем на 3 процента, возобновился рост занятости, хотя и недостаточными темпами.

С учетом перспективы, например, начала 2009 года, такой быстрый поворот был удивительным. Возможно, стране и миру просто повезло. Но у нас иное мнение. Великая рецессия в США сменилась столь быстрым подъемом в основном благодаря беспрецедентным мерам денежно-кредитных и налогово-бюджетных органов.

Федеральная резервная система (ФРС), администрации Буша и Обамы, а также конгресс США приняли самые решительные и многоплановые антикризисные меры налогово-бюджетной и денежно-кредитной политики в истории. Хотя относительно действенности/обоснованности каждого отдельного компонента можно дискутировать, мы считаем, что если бы директивные органы не действовали столь решительно и быстро, то финансовая си-

стема могла бы оставаться подорванной, экономика, возможно, все еще сокращалась бы, а издержки для налогоплательщиков США были бы неизмеримо больше.

Вместе с тем, почти каждая антикризисная мера остается противоречивой, критики утверждают, что они неоправданны или неэффективны или сочетают оба этих недостатка. Решение этого вопроса имеет крайне важное значение, поскольку, ввиду того что устойчивость экономического подъема все еще неочевидна, и может потребоваться дополнительный стимул.

## Ответные меры политики

В целом правительство США пыталось решить две задачи: стабилизировать охваченную недугом финансовую систему и смягчить воздействие разрастающегося спада, а также возобновить рост экономики. Необходимость первой задачи диктовалась финансовым кризисом, который разразился в середине 2007 года, а в конце 2008 года превратился в финансовую панику. После банкротства инвестиционного банка Lehman Brothers ликвидность улетучилась, кредитные спреды резко выросли, курсы акции обвалились, а ряд ведущих финансовых организаций потерпел крах. Вторая задача была необходима из-за разрушительного воздействия финансового кризиса на реальную экономику, которая после краха банка Lehman стала сокращаться тревожными темпами.

ФРС приняла ряд чрезвычайных мер для сдерживания финансовой паники. В конце

2007 года она создала первый из последующей серии новых кредитных механизмов, которые стали известны своим длинным списком аббревиатур и были призваны предоставлять ликвидность финансовым организациям и рынкам. ФРС решительно снизила процентные ставки в 2008 году, приняв к концу года политику ставок, приближающихся к нулю. Она также проводила обширную количественную адаптацию для снижения долгосрочных процентных ставок, покупая в 2009 и 2010 годах государственные облигации и обеспеченные ипотеками ценные бумаги Fannie Mae и Freddie Mac. Федеральная корпорация по страхованию депозитов повысила лимиты страхования депозитов и гарантировала банковские долговые обязательства. Конгресс учредил в октябре 2008 года Программу выкупа проблемных активов (ТАРП), часть которой использовалась Министерством финансов США для столь необходимого пополнения капитала банков страны. Министерство финансов и ФРС приказали 19 ведущим финансовым организациям провести в 2009 году комплексные стресс-тесты для определения, имеются ли у них достаточный капитал, — и мобилизовать дополнительный капитал, если необходимо. Стресс-тесты и последующая мобилизация капитала, по-видимому, восстановили доверие к банковской системе.

Бюджетные (то есть, налоговые и расходные) меры по прекращению спада и запуску процесса подъема были сосредоточены вокруг ряда мер стимулирования. В начале 2008 года населению были высланы чеки с возвращаемыми суммами подоходного налога. В начале 2009 года был принят Закон о восстановлении американской экономики и реинвестировании (ARRA). В конце 2009 года и начале 2010 года силу закона приобрели несколько менее крупных стимулов, такие как программа налоговых льгот для покупки автомобилей («деньги за автохлам»), продление сроков и расширение налогового кредита на приобретение жилья до середины 2010 года, принятие налогового кредита для новых рабочих мест до конца 2010 года и несколько раундов продления экстраординарных пособий по безработице. В общей сложности на бюджетное стимулирование будет потрачено около 1 трлн долл. или примерно 7 процентов ВВП. Мы не считаем, что это было совпадением, что переход от экономического спада к подъему произошел в середине 2009 года, как раз тогда, когда воздействие ARRA было максимальным.

Чрезвычайные меры включали спасение жилищной и автомобильной отраслей страны. «Пузырь» и обвал цен на жилье привели к порочному кругу снижения цен на жилье и роста отчуждений заложенного жилья, который директивные органы, по-видимому, разорвали благодаря различным мерам, в том числе действиям ФРС по снижению ипотечных ставок, увеличению лимитов суммы займов, соответствующих государственным стандартам, резкому расширению кредитования от Федерального жилищного управления, ряду налоговых кредитов для покупателей жилья, и использования средств ТАРП для сокращения случаев отчуждения заложенного жилья. Хотя автозаводы General Motors (GM) и Chrysler в конечном итоге прошли через процесс банкротства, средства ТАРП сделали этот процесс относительно упорядоченным, и фирма GM сейчас вновь является компанией, акции которой обращаются на фондовых биржах.

### Испепеляющая критика

Меры, принятые в ответ на кризис, кажутся нам успешными. Но почти все аспекты антикризисных мер подвергались яростной критике. ФРС обвиняли в превышении ее полномочий, поскольку она проводила не только денежно-кредитную, но и налогово-бюджетную политику. Критики считали действия, призванные сдержать падение цен на жилье, неоправданными, и утверждали, что меры по предотвращению взыскания заложенного жилья были неэффективными,

а спасение автозаводов было ненужным и несправедливым. Особенно суровая критика была направлена на две крупнейшие программы: ТАРП и Закон о восстановлении.

Программа выкупа проблемных активов была противоречивой с самого начала. Гражданам и законодателям было тяжело согласиться как с ее общей ценой в размере 700 млрд долл. США, широко освещаемой в печати, так и с ее целью — спасти финансовые организации, в том числе некоторые из тех, которые привели к возникновению паники. По сей день многие считают ТАРП дорогостоящим провалом. Но в действительности ТАРП имела значительный успех: она помогла восстановить стабильность банковской системы и остановить свободное падение на рынках жилья и автомобилей, при этом конечные затраты для налогоплательщиков составят малую долю от общей суммы 700 млрд долларов.

Критики Закона о восстановлении (ARRA) были также громогласными, они упирали на высокую стоимость, медленный ход реализации программы и то обстоятельство, что уровень безработицы стал гораздо выше, чем предсказыва-

## Переход от спада к подъему произошел в середине 2009 года, как раз тогда, когда воздействие ARRA было максимальным.

ла администрация президента Обамы в январе 2009 года. Мы не станем защищать каждый аспект стимула, но считаем эту критику в основном неоправданной. Необычно большой бюджетный стимул соответствует чрезвычайно глубокому спаду и ограниченной возможности использовать денежно-кредитную политику, после того как ставки приблизились к нулю. Что касается темпов, то расходы выросли с нуля в начале 2009 года до уровня свыше 100 млрд долл. (более 400 млрд долл. в годовом выражении) во втором квартале — что означало огромное изменение за короткий период. (Но стимул вскоре прекратится, что станет сдерживать экономический рост.)

Критики, которые утверждают, что ARRA провалился, потому что он не удержал безработицу на уровне ниже 8 процентов, игнорируют то обстоятельство, что когда Закон был принят, безработица уже превышала 8 процентов (о чем мы узнали лишь позже из-за запаздывания данных), и что большинство частных прогнозистов также недооценили глубину спада. Если эта ошибка прогноза о чем-то говорит, так это о том, что пакет бюджетного стимулирования следовало бы еще больше увеличить.

### Количественное определение последствий для экономики

Для количественного определения экономических последствий бюджетного стимула и политики в отношении финансового рынка, таких как ТАРП и количественной адаптации, мы провели имитационные расчеты по модели экономики США Moody's Analytics в рамках четырех сценариев:

- Сценарий № 1 включает проведение всех мер политики.
- Сценарий № 2 включает бюджетный стимул, но не меры финансовой политики.
- Сценарий № 3 *предусматривает* меры финансовой политики, но не бюджетный стимул.
- Сценарий № 4 исключает любые меры политики.

Различия между базисным сценарием и тем, что произошло бы без ответных мер политики, позволяют определить наши основные результаты: оценки воздействия всего

набора антикризисных мер. Сценарии 2 и 3 позволяют нам разложить это общее воздействие на компоненты в результате бюджетного стимула и финансовых инициатив. Все имитационные расчеты начинаются в первом квартале 2008 года, с началом Великой рецессии, и заканчиваются в четвертом квартале 2012 года. Воздействие на экономику США существенных мер политики, принятых в большинстве других стран мира в ответ на глобальный спад, в явной форме не рассматривалось.

Оценка экономических последствий мер политики представляет собой контрфактуальную эконометрическую процедуру. Итоговые показатели ВВП, занятости и другие переменные рассчитываются с использованием статистической модели экономики США, основанной на исторических взаимосвязях — в частности, модели Moody's Analytics, которая регулярно применяется для прогнозирования, анализа сценариев и количественного определения последствий налогово-бюджетной и денежно-кредитной политики.

Методы моделирования для имитации налогово-бюджетных мер были простыми и многие годы использовались многочисленными составителями моделей. Хотя масштабы бюджетного стимула были огромными, большинство самих инструментов (снижение налогов, увеличение расходов) были традиционными.

Однако моделирование самых разнообразных финансовых мер, большинство из которых были беспрецедентными и нетрадиционными, потребовало некоторой изобретательности и заставило нас принять некоторые серьезные упрощающие предположения. Согласно нашему основному подходу, эти меры рассматривались как способы уменьшить кредитные спреды, особенно три кредитных спреда в модели: между трехмесячной ставкой ЛИБОР, по которой банки кредитуют друг друга, и ставкой по трехмесячным казначейским векселям США; между ипотечными кредитами с фиксированной ставкой и 10-летними казначейскими облигациями США; и между корпоративными облигациями ниже инвестиционной категории и казначейскими облигациями США. Все эти три спреда во время кризиса выросли до тревожного уровня, но затем упали, когда были применены финансовые меры (см. рис. 1). Важнейший вопрос для нас заключался в том, какая часть снижения кредитных спредов объяснялась

мерами политики, и в этом случае мы испробовали различные гипотезы.

## Результаты имитационных расчетов

Согласно базисному сценарию, который охватывает все финансовые и налогово-бюджетные меры, подъем, начавшийся больше года назад, продолжится. Реальный ВВП, который упал на 2,4 процента в 2009 году, вырастет на 2,7 процента в 2010 году и 3 процента в 2011 году, при этом число занятых в среднем увеличивается за месяц почти на 75 000 в 2010 году и 175 000 в 2011 году. Безработица все еще близка к 10 процентам в конце 2010 года, но к концу 2011 года она будет ближе к 9,5 процента.

Без мер политики спад, по оценкам, продолжится в 2011 году. Снижение реального ВВП ошеломляет: по сравнению с пиком в низшей точке оно приближается к 12 процентам по сравнению с фактическим снижением примерно на 4 процента. К тому времени, когда занятость достигает дна, потеряно около 16,6 млн рабочих мест, примерно вдвое больше, чем фактически. Уровень безработицы достигает пика при 16,5 процента. В условиях прямого снижения цен и зарплат в 2009–2011 годах этот мрачный сценарий означал бы депрессию, схожую с 1930-ми годами.

Различия между базисным сценарием и сценарием без мер политики являются колоссальными (см. рис. 2–4). Благодаря мерам политики к 2011 году реальный ВВП выше на 1,8 трлн долл. (на 15 процентов), число рабочих мест больше почти на 10 млн, а уровень безработицы примерно на 6½ процентного пункта ниже. Темпы инфляции примерно на 3 процентных пункта выше (приблизительно 2 процента вместо –1 процента). Вот что значит предотвратить депрессию.

Какая часть этих гигантских последствий объясняется мерами государства по стабилизации финансовой системы и какая часть — бюджетным стимулом? Ответы на эти вопросы призваны дать два других сценария.

Мы приходим к выводу, что меры финансовой политики были важнее, чем налогово-бюджетные меры. В сценарии без этих мер, но с бюджетным стимулом рецессия отступала бы только сейчас, снижение реального ВВП и занятости в низшей точке по сравнению с пиком составило бы, соответственно, 6 процентов и 12 млн человек, а уровень безработицы достиг бы пика примерно в 13 процентов.

Рисунок 1

### Прекращение паники

После краха Lehman Brothers спреда между ставками по казначейским векселям США и частным кредитным инструментам (таким как ЛИБОР) резко возросли, что было признаком паники инвесторов. После введения программ финансовой поддержки спреда уменьшились.

(Разница между доходностью по трехмесячной ЛИБОР и по казначейским векселям США в процентных пунктах)



Источники: Федеральная резервная система США; Moody's Analytics.

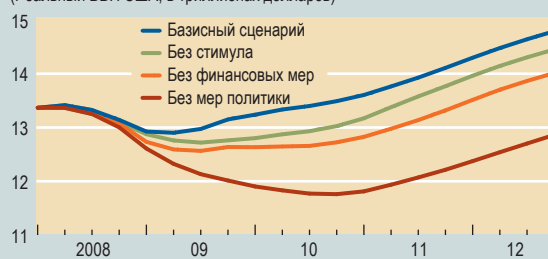
Примечание. ЛИБОР — ставка предложения на Лондонском межбанковском рынке, ставка, по которой банки кредитуют друг друга; ТАРП — Программа выкупа проблемных активов; ФКСД — Федеральная корпорация по страхованию депозитов; ПВГЛ — Программа временных гарантий ликвидности.

Рисунок 2

### Оценка мер политики США

Состояние экономики США, показателем которой является ВВП, намного лучше благодаря мерам политики в ответ на Великую рецессию. Если бы ответных мер не было, сегодня рецессия продолжалась бы.

(Реальный ВВП США, в триллионах долларов)



Источники: Бюро экономического анализа США; Moody's Analytics.

Примечание. На рисунке показаны оценки ВВП по четырем сценариям: базисный (который охватывает как стимул, так и финансовую поддержку); без мер политики (при котором правительство никаких действий не предпринимало); без финансовых мер (при котором предоставлялся лишь бюджетный стимул); без стимула (при котором оказывалась лишь финансовая поддержка).

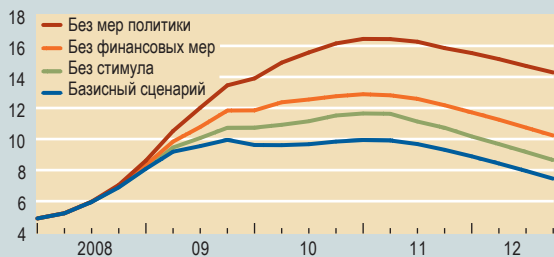


Рисунок 3

### Безработица бы резко возросла

Если бы официальные органы США не предприняли никаких действий, безработица бы выросла почти до 17 процентов и в конце 2012 года превышала бы 14 процентов.

(Уровень безработицы в процентах)



Источники: Бюро экономического анализа США; Moody's Analytics.

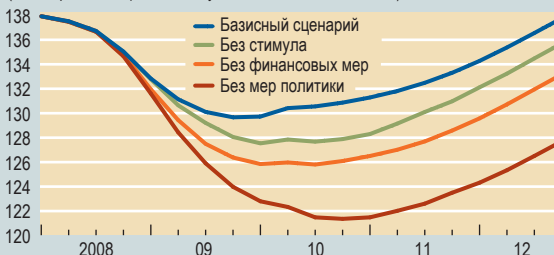
Примечание. На рисунке показаны оценки безработицы по четырем сценариям: базисный (который охватывает как стимул, так и финансовую поддержку); без мер политики (при котором правительство никаких действий не предпринимало); без финансовых мер (при котором предоставлялся лишь бюджетный стимул); без стимула (при котором оказывалась лишь финансовая поддержка).

Рисунок 4

### Больше людей имеет работу

Намного больше людей занято благодаря финансовым и бюджетным в сравнении с числом людей, которые бы нашли работу, если бы не были приняты меры политики.

(Число работающих по найму в США, миллионы людей)



Источники: Бюро статистики труда США; Moody's Analytics.

Примечание. На рисунке показаны оценки безработицы по четырем сценариям: базисный (который охватывает как стимул, так и финансовую поддержку); без мер политики (при котором правительство никаких действий не предпринимало); без финансовых мер (при котором предоставлялся лишь бюджетный стимул); без стимула (при котором оказывалась лишь финансовая поддержка).

Различия между базисным сценарием и сценарием без мер финансовой политики представляют наши оценки общих эффектов различных мер по стабилизации финансовой системы. Эти эффекты очень велики. К 2011 году реальный ВВП почти на 800 млрд долл. (6 процентов) выше благодаря этим мерам, а уровень безработицы почти на 3 процентных пункта ниже. Ко второму кварталу 2011 года, когда эффект является наибольшим, меры экстренной финансовой помощи позволяют спасти почти 5 млн рабочих мест.

В сценарии, предусматривающем все меры финансовой политики, но без каких-либо бюджетных стимулов, спад прекращается в четвертом квартале 2009 года, экономика очень медленно растет до середины 2010 года. Снижение реального ВВП в низшей точке по сравнению с пиком превышает 5 процентов, а занятость снижается более чем на 10 млн человек. Экономика в конечном итоге набирает обороты к началу 2011 года, но к тому времени безработица достигает пика на уровне почти 12 процентов.

Различия между базисным сценарием и сценарием без бюджетного стимула отражают наши оценки воздействия

всех бюджетных стимулов. Благодаря бюджетному стимулу к 2010 году, когда эффект максимальный, реальный ВВП будет примерно на 460 млрд долл. (более чем на 6 процентов) выше; число рабочих мест выше на 2,7 млн; а уровень безработицы почти на 1,5 процентного пункта ниже.

Обице эффекты мер финансовой и налогово-бюджетной политики превышают сумму эффектов финансовой и налогово-бюджетной политики, взятые по отдельности. Это связано с тем, что меры политики часто взаимно усиливают друг друга. Один простой пример (есть много других): ФРС, удерживая процентные ставки на постоянном уровне, увеличивает бюджетный мультипликатор.

### Невмешательство — неприемлемый вариант

Финансовая паника и последовавшая за ней Великая рецессия нанесли мощные удары по экономике США и мировой экономике. Занятость в США все еще примерно на 7,5 млн человек ниже пикового уровня до рецессии, а уровень безработицы по-прежнему превышает 9 процентов. Ущерб государственным финансам страны в равной мере внушает опасения, дефициты бюджета в 2009 и 2010 финансовые годы близки к 1,4 трлн долларов. Эти беспрецедентные дефициты вызваны как самой рецессией, так и затратами государства на многоплановые антикризисные меры.

Вполне понятно, что все еще шаткое положение экономики и крупные дефициты бюджета способствуют критике ответных мер правительства. Никто не может с уверенностью знать, как выглядел бы сегодня мир, если бы директивные органы действовали по-другому. Наши оценки являются лишь оценками. Нетрудно также найти недостатки определенных аспектов антикризисных мер. Были ли необходимы операции по спасению банков и автопромышленности? Был ли налоговый кредит на жилье подарком для покупателей, которые в любом случае купили бы жилье? Эти вопросы возникают постоянно.

Хотя эти и другие вопросы заслуживают серьезного внимания, мы считаем, что невмешательство не было приемлемым вариантом. Непринятие ответных мер оставило бы экономику и государственные финансы в гораздо худшем состоянии. Мы считаем, что Председатель Совета управляющих ФРС Бен Бернанке, вероятно, был прав, когда он сказал, что «в октябре [2008 года] мы вплотную приблизились к Депрессии 2.0» (Wessel, 2009).

Хотя ТАРП не принесла повсеместных успехов, она помогла стабилизировать финансовую систему и остановить рецессию. Бюджетный стимул также не достиг некоторых целей, но без него экономика, возможно, была бы еще в состоянии рецессии. В конечном счете, разнообразные меры политики обойдутся налогоплательщикам в значительную сумму, но она далека от величины, которой опасалось большинство, и от суммы убытков, которые возникли бы при полном бездействии директивных органов. Если комплексные антикризисные меры, согласно нашим оценкам, спасли экономику от новой депрессии, то затраты на них были вполне оправданными. ■

Алан С. Блайндер — профессор экономики в Принстонском университете, а Марк Занди — руководитель Moody's Analytics.

Настоящая статья основана на работе авторов "How the Great Recession Was Brought to an End" («Как покончили с Великой рецессией»), опубликованной 28 июля 2010 года, которую можно найти по адресу: [www.dismal.com/mark-zandi/documents/End-of-Great-Recession.pdf](http://www.dismal.com/mark-zandi/documents/End-of-Great-Recession.pdf)

Литература:

Wessel, David, 2009, "Inside Dr. Bernanke's E.R.," The Wall Street Journal, July 24.