

Ипотечный кризис 2007–2011 годов в США и роль денежно-кредитной политики в устранении его последствий*

Mortgage Crisis of 2007-2011 in the USA and the Role of Monetary Policy in Removing Its Consequences

А. ПОЛИВАЛОВ

Поливалов Александр Александрович, аспирант Российского нового университета, начальник отдела клиентских операций Департамента инвестиционного бизнеса ПАО Банк «ФК Открытие» (г. Москва), директор Управления продаж конверсионных и процентных инструментов ПАО Банк ВТБ (г. Москва). E-mail: sasha_p86@mail.ru

В статье рассматривается долговой кризис в США в период 2007–2011 годов. Это был беспрецедентный по своим масштабам кризис, оказавший серьезное влияние не только на экономику США, но и на мировые финансовые рынки. Пузырь на рынке недвижимости сопровождался развитием рынка деривативов и механизма секьюритизации, что привело к недооценке образовавшихся рисков. Ключевым фактором в выходе из кризиса стала скорость реакции, которая оказалась высокой благодаря слаженной работе финансовых властей США и мировых ЦБ. Финансовая система, а за ней экономика США восстановились за счет докапитализации банковской системы, программ предоставления ликвидности и изменения правил бухгалтерского учета.

Ключевые слова: денежно-кредитная политика, рынок недвижимости, ФРС, финансовый кризис.

The article examines the debt crisis in the United States in the period 2007-2011. It was an unprecedented crisis in its scale, which had a serious impact not only on the US economy, but also on global financial markets. The bubble in the real estate market was accompanied by the development of the derivatives market and the securitization mechanism, which led to an underestimation of the resulting risks. The key factor in overcoming the crisis was the speed of reaction, which turned out to be high thanks to the coordinated work of the US financial authorities and the world central banks. The financial system, followed by the US economy, recovered due to the recapitalization of the banking system, liquidity provision programs and changes in accounting rules.

Keywords: monetary policy, real estate market, FRS, financial crisis.

Основные положения

1. Пузырь на рынке недвижимости США был одной из основных экономических причин финансового и экономического кризиса 2007 года.
2. Развитие рынка деривативов и механизма секьюритизации на рынке недвижимости привело к недооценке возникающих рисков со стороны финансовых властей и резко увеличило масштаб кризиса.
3. Скорость реакции финансовых властей на произошедший кризис стала ключевой в борьбе с последствиями кризиса.

Введение

В начале 2000-х годов экономический рост США был стабильным. Рост ВВП в среднем составлял 3,5 %, безработица находилась ниже долгосрочного среднего уровня в 4,5 %, инфляция не поднималась выше 3–3,5 %. В тоже время разница между потенциальным объемом выпуска и спросом составляла всего 2 %, что говорит о том, что уровень загрузки мощностей в экономике был близок к потенциальному. При этом экономика в период роста не избежала образования дисбалансов, самым значительным из которых был рынок недвижимости. С 2000 по

* Ссылка на статью: Поливалов А.А. Ипотечный кризис 2007–2011 годов в США и роль денежно-кредитной политики в устранении его последствий // Экономика и управление: научно-практический журнал. 2023. № 3. С. 47–60.

2006 год цены на жильё выросли более чем на 80 % (рис. 1). Одной из основных причин такого роста стала значительная либерализация в риск-политике банков по выдаче ипотечных кредитов. Критерии выдачи ипотечных кредитов были значительно снижены для всех категорий заёмщиков. С 2000 года рост платежей на обслуживание ипотеки вырос с 5,5 % до 7,0 % от располагаемого дохода. Долг домохозяйств, основную часть которого в США занимает ипотека, за тот же период вырос с 85 % до 120 % от располагаемого дохода [1].

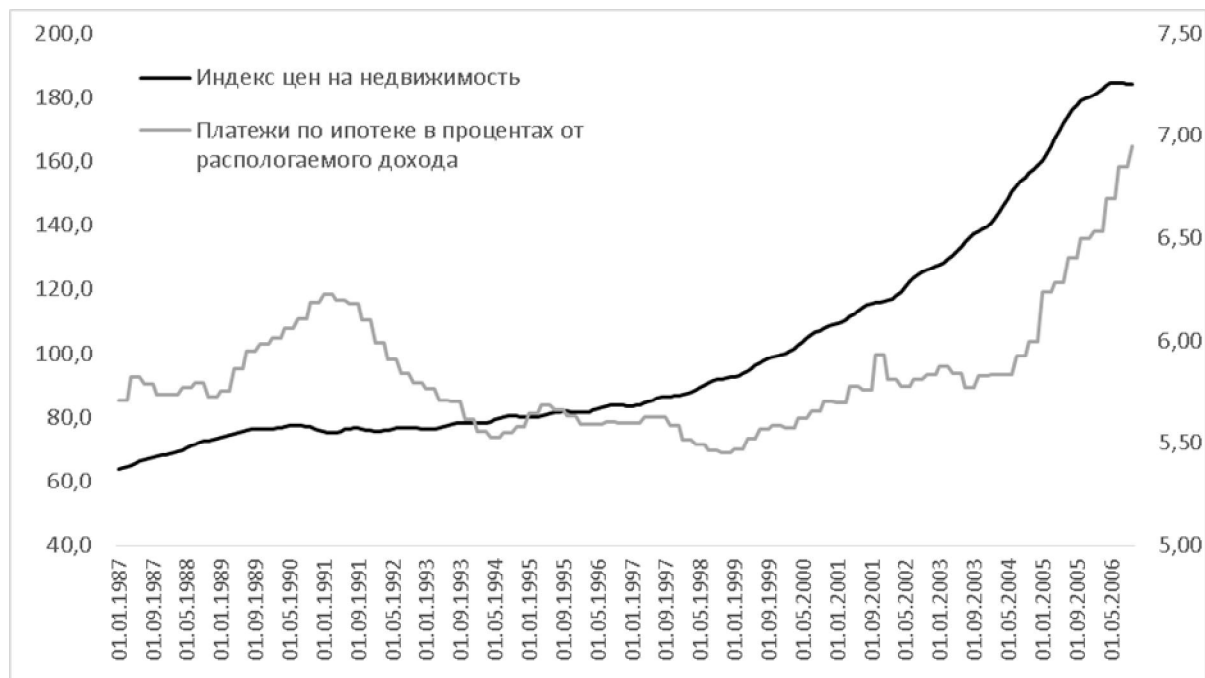


Рис. 1. Стоимость жилья в США (Индекс Case-Shiller, 2000=100) и размер платежей по обслуживанию ипотечного долга в процентах от располагаемого дохода

Источник: Federal Reserve Bank of St. Louis, S&P CoreLogic Case-Shiller Home Price Indices

Цель этой статьи – изучить хронологию развития ипотечного кризиса 2007–2011 годов в США, выявить основные причины, которые привели к столь масштабному кризису и проследить хронологию реакции властей на ход кризиса. Основное внимание будет уделено рынку недвижимости, поскольку именно пузырь на рынке недвижимости США вызвал значительные дисбалансы, приведшие к экономическому спаду.

Методы

При подготовке статьи был проведен анализ научных публикаций по тематике статьи, проведен сбор и анализ статистических экономических рядов. Источниками информации для данной статьи стали научные публикации, экономические и финансовые данные, данные официальной статистики. Применялись общенаучные методы синтеза, табличной и графической визуализации.

Результаты и обсуждение

Рост стоимости недвижимости привел к соответствующему росту стоимости залога по действующим ипотечным кредитам, увеличив потенциальную кредитоемкость домохозяйств. Уровень рефинансирования ипотеки под залог недвижимости для покупки более дорогого жилья в 2005 году достиг 500 млрд долл. [6]. Росту цен на недвижимость способствовал рост эйфории, как у домохозяйств, так и у банков, акционеры которых хотели, чтобы банки расширили свое присутствие на этом рынке. Строительные компании, в свою очередь, вдвое увеличили предложение новых жилых домов в период с 1995 по 2005 год, ожидая повышенного спроса на недвижимость. Совокупная задолженность по ипотеке выросла с 4 до 12 трлн. долл. за

аналогичный период или с 27 % до 82 % ВВП (рис. 2). Рост рынка сопровождался значительным увеличением долга.



Рис. 2. Продажи домов в США (тыс. ед) и Общий долг по ипотеке (трлн. долл.)
 Источник: Federal Reserve Bank of St. Louis

В результате стимулирующей денежно-кредитной политики ФРС ставки оставались на минимальных уровнях до середины 2004 года. Ставки по ипотеке также оставались на минимальных уровнях (рис. 3). Коэффициент ипотечной задолженности, который показывает уровень собственных и заемных средств, при выдаче ипотеки вырос с 72 % в 2003 г. до 82 % в 2007 г., что говорит о росте доли кредита в покупке жилья и уменьшении доли собственных средств [1].

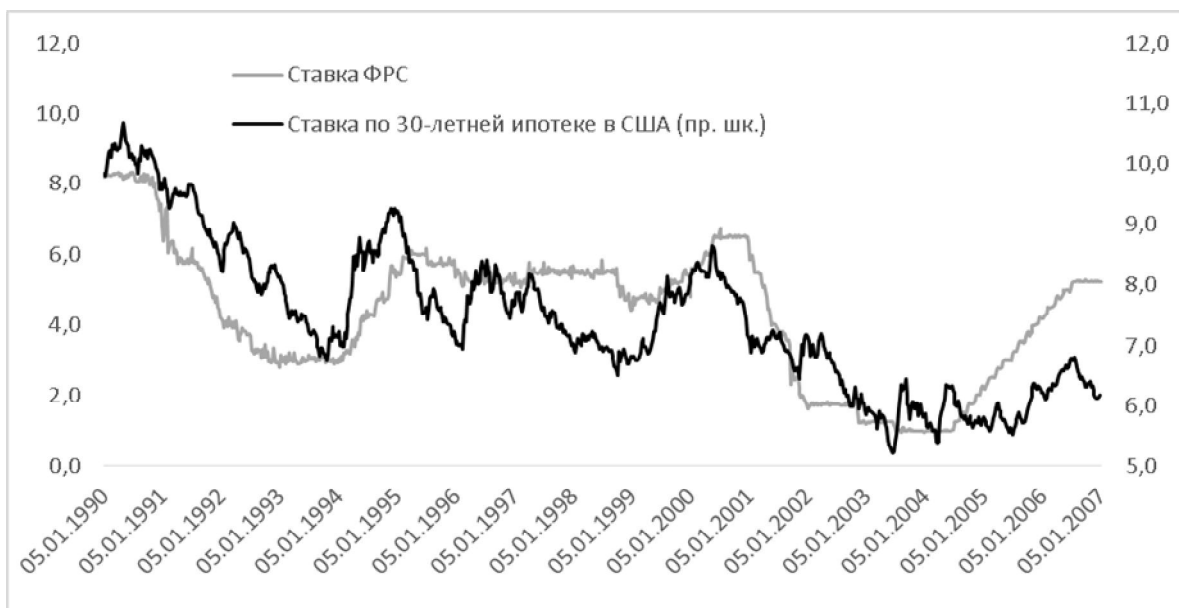


Рис. 3. Ставка ФРС и ставка по 30-летней ипотеке в США
 Источник: Federal Reserve Bank of St. Louis

Несмотря на признаки образования пузыря на рынке недвижимости, роста инфляции в экономике не наблюдалось, и ФРС продолжала удерживать ставки на минимальных уровнях. Повышенный спрос на долгосрочные государственные облигации США, в первую очередь, со стороны азиатских стран, позволил удержать долгосрочные ставки в США на минимальных уровнях, несмотря на рост ставки ФРС с середины 2004 года. Таким образом, низкие ставки по государственным облигациям США, которые находились в среднем на уровне 4,5 % с 2002 по 2006 год, мотивировали участников рынка в том числе к поиску более доходных, а, значит, и более рискованных инструментов.

В начале 2000-х годов в финансовую отрасль был привнесен ряд инноваций, которые позволили увеличить объемы привлечения средств в финансовую систему через каналы, регулирование по которым было, как правило, существенно ниже по сравнению с традиционными способами привлечения. Одним из основных элементов инноваций стала секьюритизация – механизм, который позволил выпускать ценные бумаги, обеспеченные набором кредитов разного качества, и продавать эти бумаги по всему миру, тем самым распределяя риск по данным кредитам по всему миру. К 2006 году доля субстандартной ипотеки выросла до 20 % от всех выданных ипотечных кредитов (рис. 4). К субстандартным относятся ипотечные кредиты, по которым соотношение кредита к стоимости дома более 85 % или/и соотношение долга заемщика к доходу более 55 %.

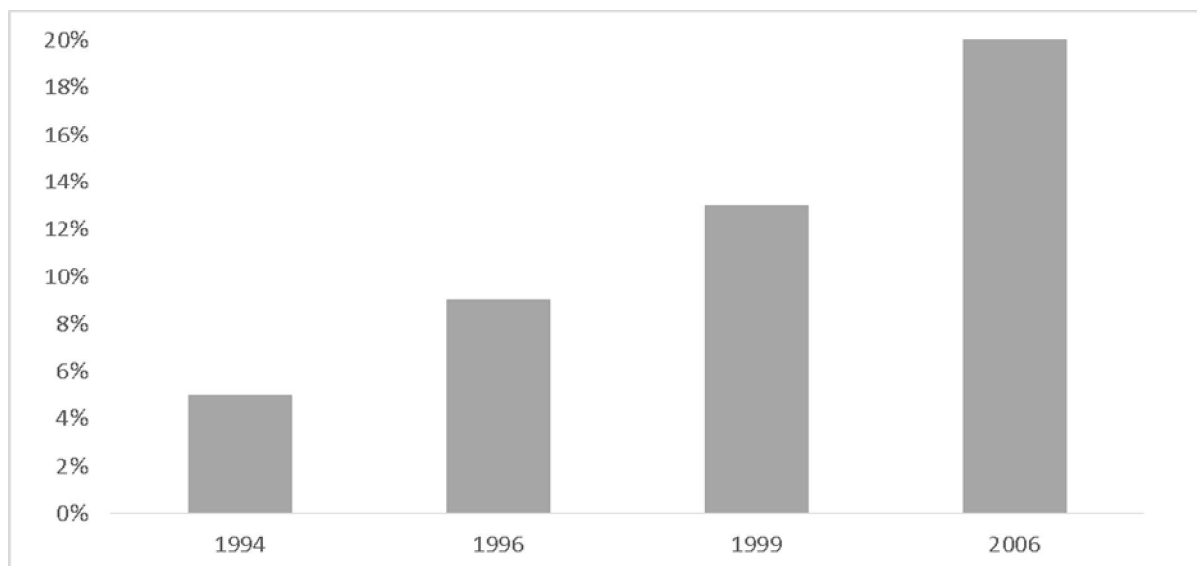


Рис. 4. Доля субстандартной ипотеки в общем объеме выдач
 Источник: J.P. Morgan Corporate Quantitative Research

Развитие ипотечного пузыря можно распознать, если сравнить темп роста совокупного ипотечного долга с годовым приростом ВВП (рис. 5). С 1967 по 1996 год темпы роста совокупного ипотечного долга и роста ВВП имеют высокую корреляцию. Поскольку основной объем задолженности домохозяйств – это ипотека, то темпы ее прироста могут сильно влиять на темп прироста ВВП. Как видно из графика ниже, с 1996 года динамика траектории совокупного ипотечного долга и роста ВВП роста расходятся. Пики роста ипотечного долга 2003 и 2004 годов можно соотнести с пиками 1971, 1978 и 1985 годов. Рост ипотечного долга с 2000-х годов не был поддержан соответствующим ростом ВВП.

Кредитный пузырь на рынке недвижимости был вызван сочетанием действий как кредиторов, так и заемщиков. Объем выдач быстро увеличивался, поскольку субстандартные кредиты предполагали минимальный первоначальный взнос. Также увеличилось использование регулируемой ставки по ипотечным кредитам, которое позволяло минимизировать выплаты по ипотечному кредиту, создавая эффект задержки ежемесячных выплат (таблица). Процентные ставки в течение первого года искусственно удерживались на низком уровне. Субстандартные

кредиты с регулируемой процентной ставкой составляли 6,8 % от проблемных кредитов. Но эта цифра, в свою очередь – это 43 % дефолтов, которые начались в конце 2007 года. Стоимость субстандартных ипотечных кредитов, которые были изменены на более высокие ставки, составила 400 млрд долл. в 2007 году и 500 млрд долл. в 2008 году.

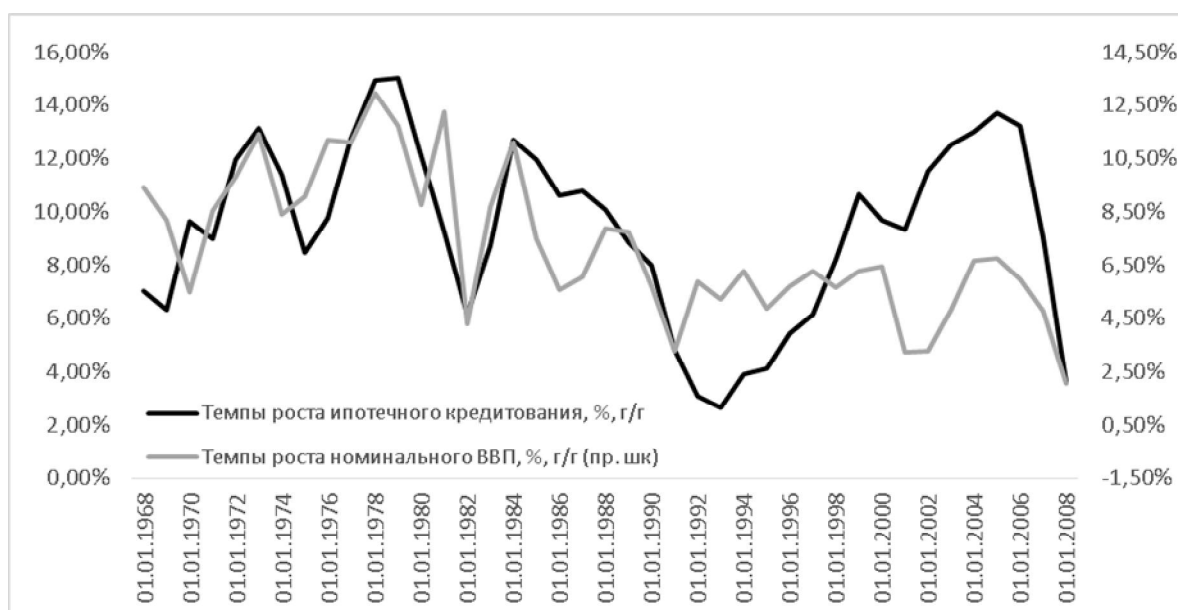


Рис. 5. Годовой рост ипотечного долга и годовым ростом номинального ВВП
 Источник: Federal Reserve Bank of St. Louis

Показатели субстандартной ипотеки в США

	Доля кредитов с регулируемой процентной ставкой в объеме выданных субстандартной ипотеки	Отношение субстандартной ипотечной задолженности к располагаемому доходу	Отношение субстандартного ипотечного кредита к стоимости недвижимости
2001	73.8 %	39.7 %	84.0 %
2002	80.0 %	40.1 %	84.4 %
2003	80.1 %	40.5 %	86.1 %
2004	89.4 %	41.2 %	84.9 %
2005	93.3 %	41.8 %	83.2 %
2006	91.3 %	42.4 %	83.3 %

Источник: US Congress, Joint Economic Committee, Report and Recommendations by the Majority Staff of the Joint Economic Committee, US-GPO, October 2007.

Развитие сегмента субстандартной ипотеки привело в том числе и к росту количества мошеннических заявок на кредиты со стороны заемщиков, которые либо очень нуждались в кредитах, потому что они не могли обслужить свои финансовые обязательства, либо хотели участвовать в буме на рынке недвижимости. Общая доля ипотечных кредитов с неполным комплектом документов или без документов среди субстандартных кредитов на покупку жилья выросла с 28,5 % в 2001 году до 50,8 % в 2006 году. Более 3 миллионов заявок на получение кредита, поданных в период с 1997 по 2006 год, были сомнительными, и большая их часть была подана, начиная с 2004 года. Министерство финансов США сообщает о «подозрительной деятельности» 14 раз в период с 1997 по 2005 год, с усилением таких транзакций в 2004–2005 годах [4]. Как указано в отчете Объединенного экономического комитета, «Ухудшение стандартов андеррайтинга на рынке субстандартного кредитования по мере расширения рынка хорошо задокументировано. Хотя стандарты андеррайтинга на рынке субстандартного кредитования

начали снижаться после 2001 года, последствия этого снижения до недавнего времени смягчались ростом цен на жилье. Если заемщик изо всех сил пытается выплачивать ипотечные платежи, но стоимость его дома выросла, он может хотя бы временно решить свои финансовые проблемы путем рефинансирования ипотеки, за счет более высокой оценки недвижимости. Дом также можно продать, а основную сумму кредита погасить. Однако, когда рост цен на жилье не создает капитала, финансовая слабость заемщиков не может быть замаскирована, и количество дефолтов возрастает» [5].

Одной из важных причин столь быстрого развития субстандартной ипотеки было снижение платы за риск, которая включалась в ставку по кредиту для заемщика. В 2000 году разница между субстандартным и обычным ипотечным кредитом составляла 2,8 %, и 1,3 % в начале 2007 года. Это снижение обеспечил процесс секьюритизации пулов ипотечных кредитов. Риск по сформированному пулу представлялся меньшим, чем сумма рисков по каждому кредиту в отдельности. Если один заемщик перестал платить по своим обязательствам, то это не влияло на способность обслуживать свои обязательства остальным заемщикам из пула. Учитывая механизм регулируемой ставки для заемщиков, ипотечные кредиты стали привлекательными для заемщиков, для которых до этого ипотечные кредиты были фактически недоступны.

Развитие производных финансовых инструментов, таких как обеспеченные долговые обязательства (collateralized debt obligation (CDO)) и обеспеченные кредитные обязательства (collateralized loan obligation (CLO)) позволили упростить трансформацию долгов в инвестиционные инструменты. Секьюритизация в некотором роде рассеивает риски, чтобы сделать их более устойчивыми. Основной проблемой здесь является способность покупателя производного финансового инструмента проследить, какой риск он фактически купил. Оценка риска усложняется тем, что на выпущенные деривативы выпускались деривативы так называемого второго, а часто – и третьего порядка.

Структурированное финансирование начало развиваться в 1970-х годах, и только с конца 1990-х оно стало практиковаться на рынке недвижимости. Начиная с 2000 года, рынок ипотечных ценных бумаг (mortgage-backed securities – MBS) развивался очень быстро [8] (рис. 6 и 7).

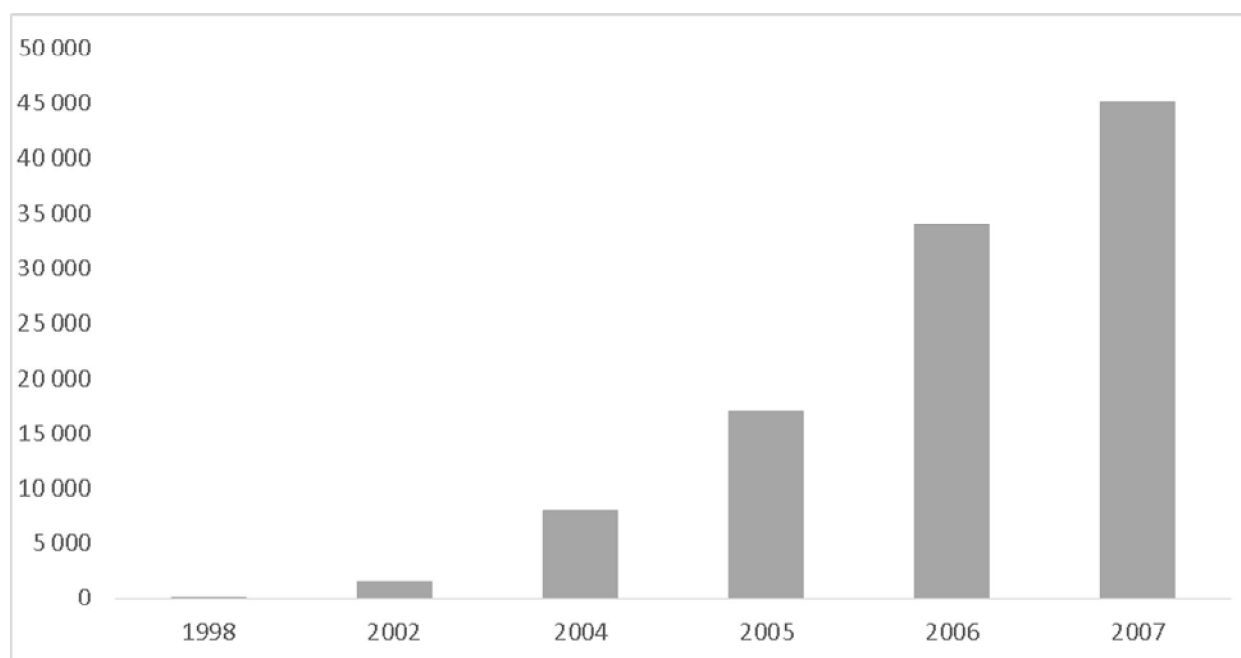


Рис. 6. Объем выпуска MBS, млрд долл.

Источник: J.P. Morgan Corporate Quantitative Research, «Credit Derivatives Handbook», J.P. Morgan, New York, December 2006

Если бы бум кредитования был сосредоточен внутри банковской системы США, то Федеральная корпорация по страхованию вкладов (Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC)) могла бы гарантировать обязательства банковской системы, а ФРС, в свою очередь, могла обеспечить необходимую ликвидность. В данном случае риск по ценным бумагам, обеспеченным ипотекой, не был сосредоточен внутри банковской системы, а оказался частично распределен по всему миру, частично – на забалансовых счетах финансовых институтов. Таким образом, пузырь рос не только за счет низких процентных ставок, но и за счет слабого регулирования.

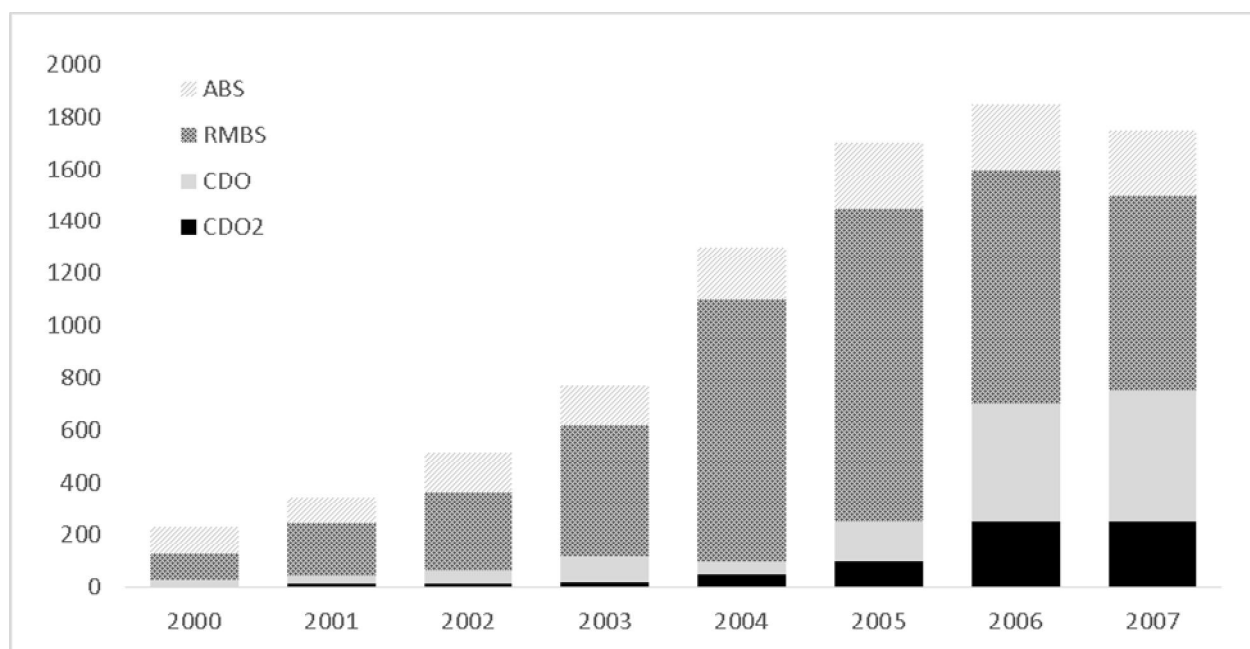


Рис. 7. Выпуск структурных секьюритизированных ценных бумаг (млрд долл.)
 Источник: J.P. Morgan Corporate Quantitative Research, «Credit Derivatives Handbook»,
 J.P. Morgan, New York, December 2006

В декабре 2006 обанкротился второй по размеру активов на рынке США игрок рынка субстандартного кредитования, компания New Century: она не смогла выкупить у банков ипотечные кредиты, по которым заемщики пропустили одну или несколько первых выплат. Председатель ФРС Бен Бернанке в марте 2007 заявил: «Похоже, влияние рынка субстандартных кредитов на экономику и финансовые рынки пресечено» [2].

К середине 2007 года доходность трехмесячных облигаций США составила 5 %, что привело к росту выплат по ипотечным кредитам с плавающей ставкой и росту ставок по вновь выдаваемым кредитам. Рост ставок ожидаемо привел к охлаждению рынка недвижимости. Вывод средств из инвестиционного банка Bear Stearns несколькими хедж-фондами привел к распродаже ипотечных ценных бумаг на сумму 3,5 млрд долл. Тем не менее, американский рынок акций достиг новых максимумов на ожиданиях более мягкой денежно-кредитной политики ФРС. В то же время цены на недвижимость продолжали падение, количество дефолтов по ипотеке продолжало расти, продажи нового жилья замедлялись (рис. 8).

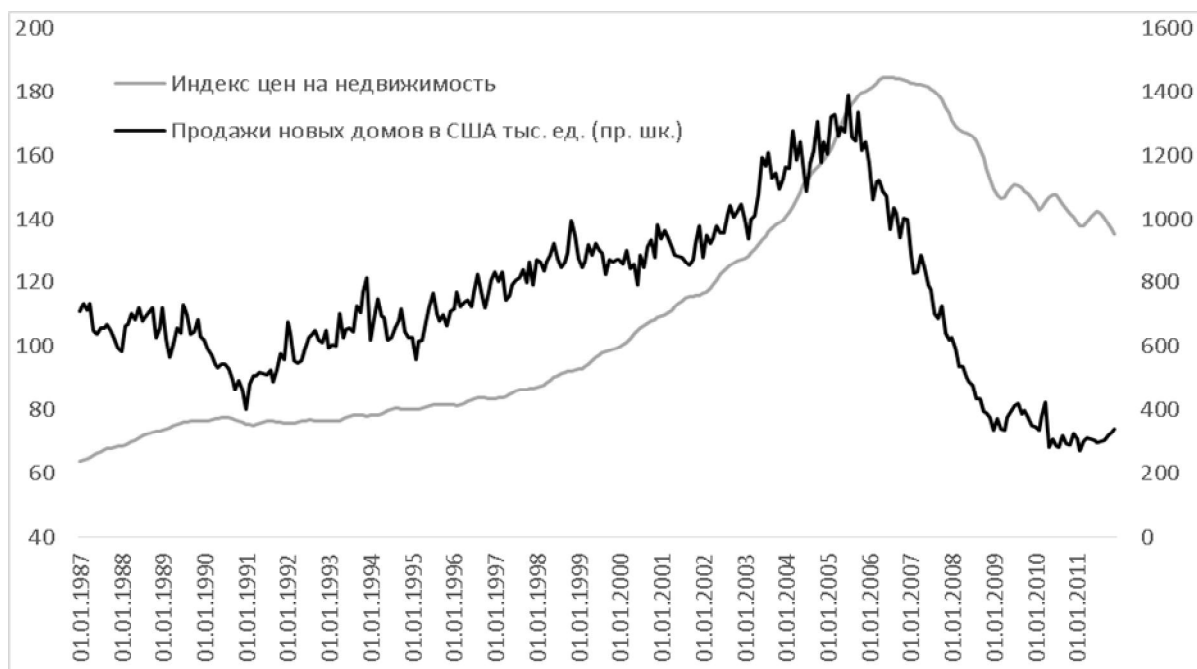


Рис. 8. Продажи домов в США (тыс. ед.) и общий долг по ипотеке (трлн. долл.)
 Источник: Federal Reserve Bank of St. Louis

7 августа 2007 года в своём заявлении ФРС говорила: «Кредитные условия стали более жесткими для отдельных сегментов заемщиков, ситуация на рынке недвижимости продолжает улучшаться. В ближайшие кварталы экономика продолжит восстановление умеренными темпами благодаря устойчивому росту занятости и доходов» [7].

В августе 2007 года французский банк BNP Paribas из-за убытков по американским субстандартным ипотечным бумагам заморозил активы на 2,2 млрд долл. в своих фондах. Это вызвало рост недоверия внутри европейской банковской системы и привело к экстренному вливанию ликвидности ЕЦБ в размере 156 млрд евро для понижения ставок на межбанковском рынке. Недоверие европейских банков друг к другу по принципу домино перекинулось на межбанковский рынок США. Стоимость риска межбанковского кредитования выросла с 0,5 % до 2,5 % (рис. 9).

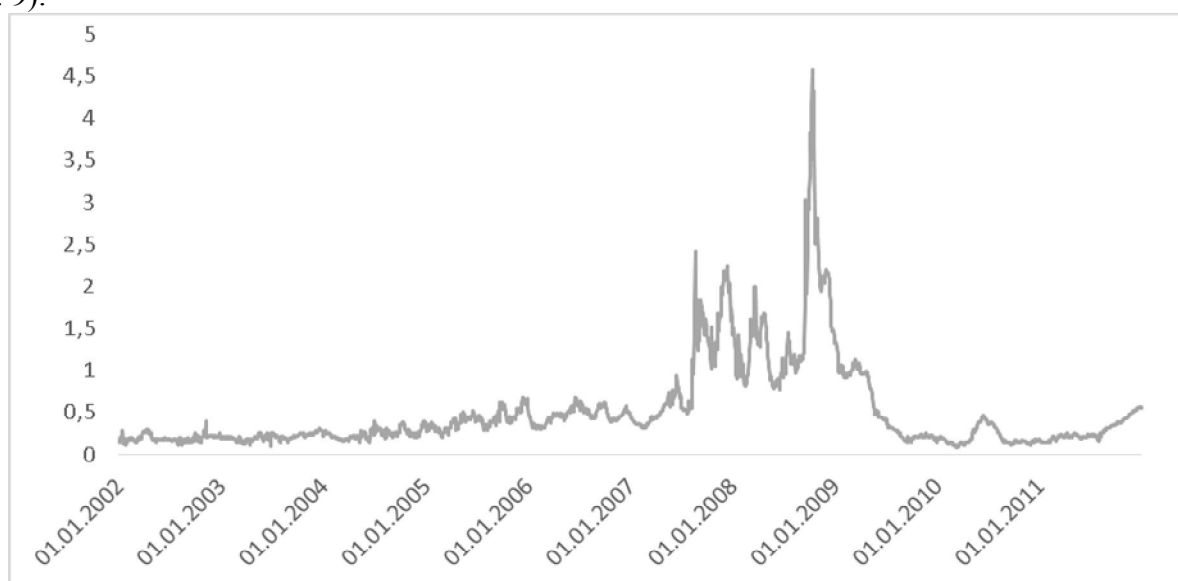


Рис. 9. TED spread. Разница между ставками по межбанковским кредитам и краткосрочными казначейским векселям США (Источник: Federal Reserve Bank of St. Louis)

На рынке начались массовые продажи и закрытие лимитов на банки-контрагенты, у которых мог бы быть на балансе существенный риск на рынок недвижимости. Одной из основных проблем в оценке банками последствий бума на рынке недвижимости стала невозможность оценки того, какие банки и финансовые институты удерживают какие чистые позиции с учетом забалансовых счетов и внебиржевых деривативов. В связи с этим реагирование на кризис со стороны регуляторов было, по факту, откликом на уже случившиеся события.

Рынок акций начал падать, мировые центральные банки начали реализацию программ предоставления ликвидности. ФРС понизила процентную ставку до 0,5 %. Компания Countrywide, один из основных игроков на рынке ипотечных кредитов, объявила о своей несостоятельности, после чего Bank of America инвестировал 2 млрд долл. в ее спасение.

В сентябре 2007 года ФРС понизила ставку на 0,5 %, это привело к тому, что рынок акций вернулся практически к своим максимальным значениям. Снижение ставки снижало стоимость ликвидности, но не решало проблему балансов банков – и рынок снова начал падать. Учитывая, что основным источником фондирования в ипотечных сделках были не вклады, а краткосрочное финансирование, это привело к тому, что FDIC не смогла остановить панику изъятия средств.

На рынке переосмысление риска по секьюритизированным ипотечным бумагам началось после того, как банки начали раскрывать в отчетности уменьшающуюся стоимость своих портфелей ипотечных бумаг, оцененных по справедливой стоимости. Европейские банки, которые сильно зависели от краткосрочного финансирования, начали испытывать проблемы из-за оттока вкладов. Британское правительство, только обеспечив гарантией все вклады банка Northern Rock, смогло остановить панику вкладчиков.

Глубина проблем, связанных с субстандартными ипотечными кредитами и структурными продуктами с риском на рынок недвижимости обуславливалась в том числе и наличием большой свободной ликвидности, которую требовалось во что-то вложить, необоснованным оптимизмом инвесторов в поиске более высокой доходности и недооценкой рисков. Теперь процесс разворачивался в обратную сторону.

Особую роль в кризисе сыграл рынок производных финансовых инструментов. В 2008 году рынок внебиржевых деривативов оценивался в 672,6 трлн долл. в номинале. Особую роль в кризисе сыграли кредитно-дефолтные свопы (Credit Default Swap – CDS). По условиям данного инструмента сторона, выпустившая CDS, обязуется возместить покупателю CDS номинал сделки в случае события кредитного дефолта в обмен на определенную регулярную выплату. Данный инструмент в том числе позволял перенести риск по портфелю ипотечных бумаг на продавца CDS. Основным игроком на рынке кредитно-дефолтных свопов была американская компания AIG. Учитывая, что риск по ипотечным бумагам оценивался рейтинговыми агентствами как AAA, то резервы на возможные потери по проданным страховками на эти бумаги были очень низким.

В начале 2008 года экономические данные стали проявлять слабость, списания по ипотечным бумагам увеличивались, фондовый рынок продолжил снижение. 22 января ФРС понизила ставку на 0,75 % (до 3,25 %), отметив увеличившиеся риски для экономического роста. Уже через неделю ФРС понизила ставку еще на 0,25 % до 3 %, отметив усиление рисков спада. Для стимулирования экономики была одобрена программа налоговых льгот на 160 млрд долл., направленная на увеличение потребления домохозяйствами с низким уровнем дохода. Списания, связанные с рынком недвижимости, планомерно росли у всех финансовых институтов, так за 4 кв. 2007 года UBS списал 14 млрд долл., Credit Suisse – 2,8 млрд долл., Citigroup 22,2 – млрд долл., Merrill Lynch – 14,1 млрд. долл., AIG – 11,0 млрд. долл. Несмотря на принятые меры, доверие потребителей упало до 16-летнего минимума (рис. 10).

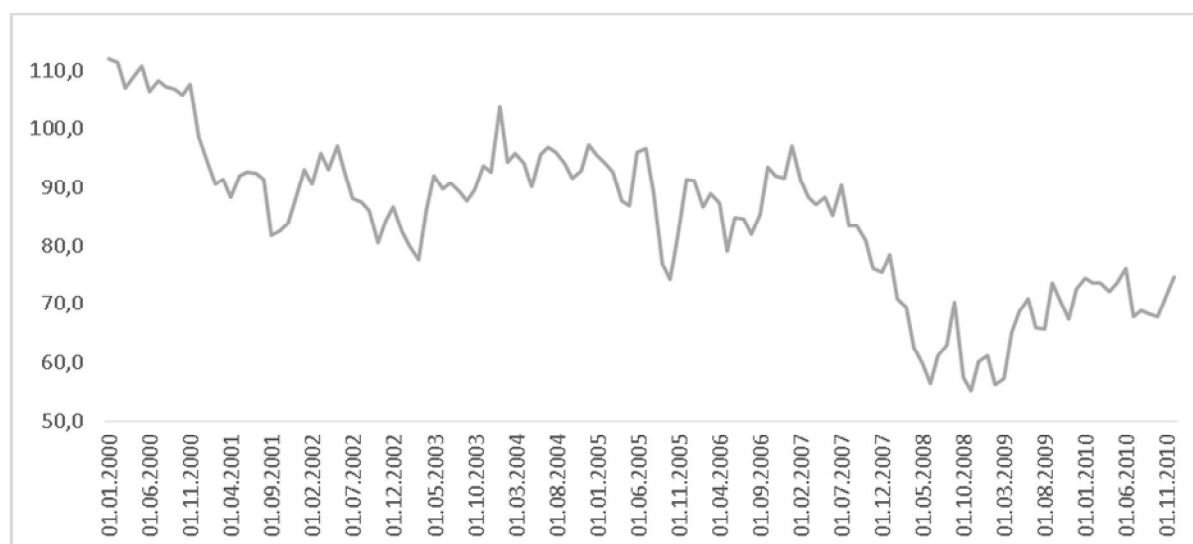


Рис. 10. Индекс настроения потребителей
 Источник: Federal Reserve Bank of St. Louis

Самыми крупными американскими банками, которые держали на балансе ипотечные бумаги, были Bear Stearns, Lehman Brothers и Merrill Lynch. Bear Stearns имел на балансе ценных бумаг на сумму 400 млрд долл., и из них ипотечных бумаг на сумму 35 млрд долл. Самым большим риском при дефолте Bear Stearns было бы его влияние на межбанковский рынок кредитования, на котором банк играл активную роль и был посредником по большому количеству сделок. Межбанковский рынок строится на доверии финансовых институтов друг к другу, и когда у кого-то начинаются проблемы, этот участник быстро теряет доступ к финансированию от других участников рынка. Как правило, этот процесс усиливается оттоком вкладов, что приводит к быстрому банкротству финансового института, поскольку, как правило, длинные активы фондируются короткими пассивами. Через котировки CDS рынок сигнализировал, что Bear Stearns – самый проблемный банк. Страховка от дефолта Bear Stearns в феврале 2008 года стоила более 7,0 % годовых, при обычной стоимости около 1,0 % годовых. Страховка от дефолта Lehman Brothers стоила 4,5 % годовых, Merrill Lynch и Morgan Stanley – 3,0 % годовых. Таким образом, у ФРС было немного времени, чтобы решить, как купировать проблемы Bear Stearns.

Все перечисленные банки были инвестиционным и не принимали розничные вклады. Это, в свою очередь, означало, что полномочий по выделению средств для спасения того или иного инвестиционного банка у финансовых властей США не было. Единственным способом спасения был поиск инвестора, готового купить проблемный банк. 11 марта 2008 года ФРС объявило о начале программы срочного кредитования под залог ценных бумаг (Term Securities Lending Facility – TSLF) в размере 200 млрд долл. Бумаги, под которые можно получить ликвидность по программе TSLF, включали в том числе и ипотечные бумаги. Несмотря на программу TSLF, доверие к Bear Stearns на межбанковском рынке продолжало снижаться, что усиливалось оттоком депозитов [3].

24 марта 2008 года американский банк J.P.Morgan согласился купить Bear Stearns. По условиям сделки, ФРС выдавала J.P.Morgan кредит в размере 30 млрд долл. который был обеспечен ипотечными бумагами Bear Stearns. Учитывая, что регресс на J.P.Morgan по данному кредиту отсутствовал, потенциальные проблемы с возвратом кредита ФРС возлагались на налогоплательщиков.

ФРС в очередной раз понизило ставку, на этот раз на 0,75 %, до 2,25 % (рис. 3). Несмотря на оптимизм на рынках, вызванный купированием проблем Bear Stearns, все больше назревала проблема с Lehman Brothers.

Из-за снижения темпов кредитования выходящие экономические данные начали ослабевать. Безработица выросла до 5,6 %, индекс настроения потребителей от Мичиганского университета был ниже 60 пунктов, промышленное производство показывало отрицательные темпы роста уже второй квартал, индекс потребительских цен составил 4,4 %. Цены на нефть марки Brent достигли нового исторического максимума 130 долл./баррель, что делало понижение ставки ФРС все более трудным выбором. Проблема инфляции вышла на первый план и по итогам заседания в июне 2008 года ФРС оставила ставки неизменными.

Долговые обязательства крупнейших ипотечных агентств США – Freddie Mac (Federal Home Loan Mortgage Corporation) и Fannie Mae (Federal National Mortgage Association) – считалась такими же безопасными, как и государственные обязательства США, поскольку основывалась на гарантии того, что государство не допустит банкротства этих компаний. Freddie Mac и Fannie Mae выступали гарантами по ипотечным бумагам на сумму 5 трлн. долл., что эквивалентно 50 % всех выпущенных ипотечных бумаг в США. К середине лета 2008 года акции Freddie Mac и Fannie Mae упали более чем на 75 % с начала кризиса. В результате долгих дебатов с законодателями в июле 2008 года Министерство финансов получило полномочия на «точно не установленную», то есть неограниченную помощь для Freddie Mac и Fannie Mae. Объем вливаний составил 40 млрд долл. в форме скупки активов и 577 млрд долл. в форме гарантий выкупа активов [9].

Проблема платежеспособности, которую можно решить, пополнив собственный капитал проблемных банков или введя новые правила бухгалтерского учета, снова встала перед Lehman Brothers, Merrill Lynch, Morgan Stanley и другими банками, несмотря на спасение Bear Stearns, Freddie Mac и Fannie Mae. С сентября по октябрь страховка от дефолта Lehman Brothers выросла с 3 до 7 %, Goldman Sachs – с 1,5 до 6 %, Morgan Stanley – с 2,5 до 8,5 % годовых. Проблему для финансовых властей США усложняло то, что времени до момента признания несостоятельности проблемных банков почти не оставалось [3]. Раздел 13 (3) закона «О Федеральном резерве», в котором говорится о возможности открывать срочные кредитные линии широкому кругу заемщиков, не увеличивает капитал проблемных банков, и здесь ФРС оставалось только продолжать искать инвесторов в проблемные банки.

Ни один финансовый институт не согласился купить Lehman Brothers без государственной помощи. Законодательное ограничение размера помощи в данном случае заключалось в том, что кредит ФРС должен был быть «обеспечен к удовлетворению», и тем самым ограничивал максимальную сумму, которую можно было выдать, с учетом того, что активы Lehman Brothers превышали 600 млрд долл.

15 сентября 2008 года Lehman Brothers объявил о своем банкротстве. Рынок испытал шок, акции финансовых институтов падали более чем на 10 %, кредитные спреды расширились до максимальных значений, никто не понимал, кто может быть следующим. Кризис доверия затронул все сегменты рынка: рынок межбанковского кредитования и рынок аккредитивов, по сути, перестали работать. За день до объявления Lehman Brothers о своей несостоятельности, ФРС, понимая последствия этого заявления, объявил о беспрецедентном расширении кредитования первичных дилеров в ФРС. Залогом по кредитной линии теперь могли выступать субстандартные ипотечные бумаги, акции, облигации мусорного рейтинга. Но и этот шаг в восприятии рынка все равно был слишком мал, чтобы ослабить шок от новости о банкротстве Lehman Brothers [3]. Проблемы межбанковского кредитования перекинулись на реальный сектор.

Акции крупнейшей страховой компании AIG с уровня 1200 долл. за акцию в сентябре 2007 опустилась почти до 400 долл. в октябре 2008 года. ФРС предоставила AIG экстренное финансирование в размере 85 млрд долл. под залог активов AIG и всех ее дочерних компаний. Это не остановило кризис, и котировки акций финансового сектора продолжали падать, часто на двузначные цифры в процентах за одну торговую сессию. Цены на краткосрочные государственные обязательства росли в цене, а доходности по трехмесячным векселям упали до 0 %, поскольку инвесторы искали «тихую гавань», не доверяя банкам.

В сентябре 2008 года ФРС объявила об открытии своп-линий со всеми основными ЦБ мира в размере 180 млрд долл. для увеличения долларовой ликвидности в глобальной банковской системе. Goldman Sachs и Morgan Stanley добровольно перестали быть инвестиционными банками и стали банковскими холдингами, получив возможность кредитования в ФРС и возможность воспользоваться государственными гарантиями. 25 сентября произошло банкротство Washington Mutual, крупного игрока рынка ипотечного кредитования, которое стало крупнейшим банкротством в истории США. Банк был взят под контроль FDIC, а позднее активы Washington Mutual были переданы J.P.Morgan. Через несколько дней FDIC взял под контроль банк Wachovia [9].

После того, как в октябре 2008 законопроект о программе Troubled Asset Relief Program (TARP) о выкупе проблемных активов на сумму 700 млрд долл. не набрал нужного количества голосов законодателей, рынок испытал максимальное падение со времен «черного понедельника» 1987 года. Обвал американского рынка на 8,8 % за одну торговую сессию привел к панике на всех мировых рынках. Через несколько дней законопроект TARP был одобрен и одновременно с этим FDIC повысил лимит по гарантиям вкладов со 100 до 250 тыс. долл.

Выходящие экономические данные сигнализировали о ускорении падения экономики. В августе 2008 объем заказов на товары длительного пользования упал на 4 % за месяц, количество рабочих мест было сокращено на 159 тыс., сокращение розничных продаж составило 7,7 % г/г. Подобная ситуация происходила по всему миру, несмотря на программы предоставления ликвидности мировыми ЦБ. Доверие к мировой банковской системе находилось на критически низких уровнях.

Для возобновления работы рынка аккредитивов и рынка векселей ФРС учредила Фонд финансирования коммерческих векселей Commercial Paper Funding Facility (CPFF), который скупал коммерческие векселя, используя средства, предоставленные ФРС.

11 октября 2008 года на встрече G7 страны договорились о вливании в капитал банков и повышении максимальной суммы вклада, которая подпадает под гарантии государства.

Программа TARP начала использоваться не только для скупки проблемных активов, но и для пополнения капитала банков. Вливание в капитал банков происходило в форме выпуска привилегированных акций с пятипроцентной дивидендной доходностью. Вливание также было ограничено 3 % по риск-взвешенным активам или 250 млрд долл.

Введение программы временной гарантии ликвидности Temporary Liquidity Guarantee Program (TLGP), по условиям которой FDIC могла гарантировать не только депозиты, но и обязательства финансовых институтов, вызвало ралли на рынках. Рынок акций за одну торговую сессию вырос на 11,6 %. Такая реакция была в том числе связана с тем, что аналогичные программы объявили в других странах мира, и это стало примером скоординированных глобальных действий стран мира по борьбе с кризисом.

Экономические данные за октябрь были катастрофическими. Розничные продажи упали на 8 % (год к году), безработица составила 6,8 %, доверие бизнеса и потребителей было на минимальных за много лет уровнях.

25 ноября 2008 года была объявлена программа количественного смягчения Quantitative easing (QE), согласно которой ФРС выкупал ипотечные бумаги на 600 млрд долл.. Другие ЦБ мира объявили об аналогичных программах поддержки экономики и финансовой системы.

В феврале 2009 года был принят закон о плане помощи в размере 787 млрд долл., который использовался для сокращения налогов, помощи штатам, строительства и обновления инфраструктуры. Также была принята программа в размере 275 млрд долл. для помощи в рефинансировании ипотечных кредитов и предотвращения дефолта по ним.

В марте 2009 года продажи активов на рынках исчерпались, и это стало дном рынка акций (рис. 11). 18 марта ФРС объявило о расширении программы QE на 750 млрд долл. для ипотечных ценных бумаг, а также об увеличении скупки государственных обязательств до 300 млрд долл. В свою очередь, 23 марта министерство финансов США объявило о скупке проблемных активов банков на сумму 0,5–1 трлн долл. Также был значительно расширен контроль ФРС и Министерства финансов над участниками рынка, включая страховые компании, хедж-фонды и т.д.

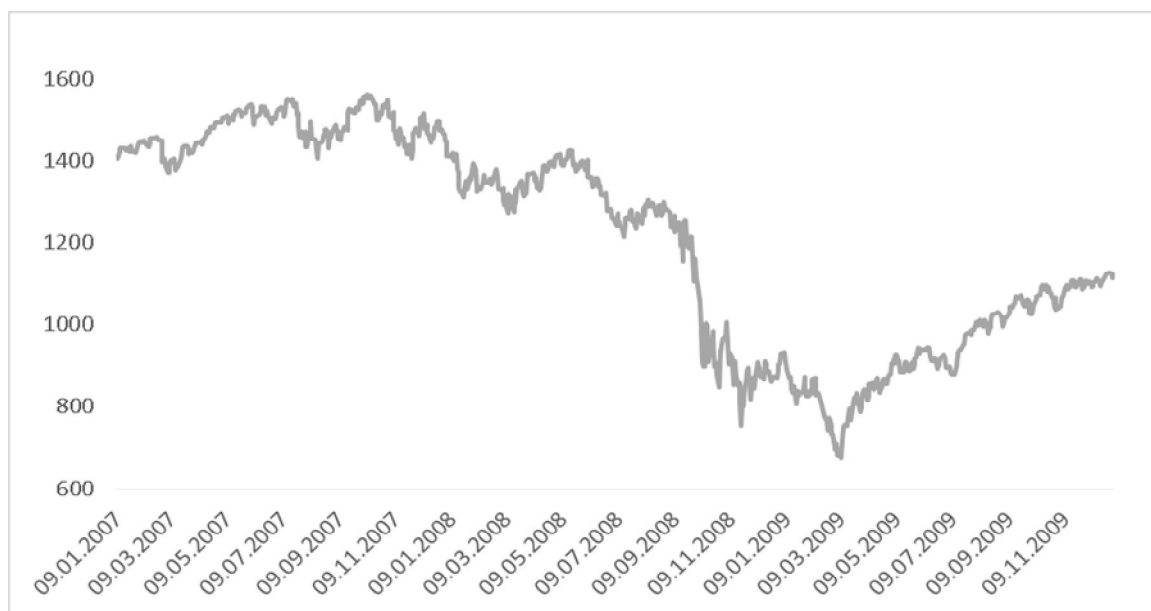


Рис. 11. Индекс акций S&P500 (Источник: Bloomberg)

2 апреля Советом по стандартам ведения финансовой отчетности было введено смягчение правил учета активов по справедливой стоимости, что дало возможность банкам более гибко учитывать ипотечные ценные бумаги на своем балансе. В начале апреля появились первые признаки замедления падения экономических показателей, на что рынок отреагировал ростом. В середине апреля основные рынки были на 20–25 % выше своих минимальных уровней, достигнутых в начале марта. К апрелю 2009 года совокупный объем государственных гарантий в форме купленных активов составил 5,2 трлн. долл. и в форме гарантий – 15,1 трлн. долл. К началу 2010 годы рынки были уже на 60–70 % выше своих минимумов. Мировые ЦБ стали постепенно замедлять программы помощи. ФРС закончила свою программу скупки активов, купив, в общей сложности, ипотечные ценные бумаги на 1,25 трлн. долл.

Заключение

После введения программы количественного смягчения и ряда инициатив бюджетно-налоговой политики экономика США испытала резкий рост после резкого спада. Финансовая система, а за ней и экономика США восстановились за счет относительно быстрой докапитализации банковской системы, программ предоставления ликвидности и изменения правил бухгалтерского учета. При этом надо отметить, что все программы по экстренной помощи принесли доход налогоплательщикам. В первом квартале 2011 года реальный ВВП достиг докризисного уровня. С точки зрения предотвращения кризисов более эффективным механизмом являются макропруденциальные меры контроля за пузырями, которые позволяют предотвращать появление пузырей. Смягчение денежно-кредитной политики и программы предоставления ликвидности позволяют смягчать последствия кризиса уже по факту и поэтому менее эффективны.

Литература

1. 2016 Survey of Consumer Finances Chartbook / Federal Reserve Bank [Electronic resource]. URL: <https://www.federalreserve.gov/econres/files/bulletincharts.pdf>
2. Bernanke B. Causes of the Recent Financial and Economic Crisis [Electronic resource]. URL: <https://www.federalreserve.gov/newsevents/testimony/bernanke20100902a.htm>
3. Bernanke B. Courage to Act: a Memoir of a Crisis and Its Aftermath. New York: W.W. Norton & Company, 2017. 610 p.

4. Cowen Tyler. So We Thought. But Then Again . . . [Electronic resource]. URL: http://www.nytimes.com/2008/01/13/business/13view.html?_r=2&scp=1&sq=Tyler+Cowen&oref=log in&oref=slogin

5. Evolution of an Economic Crisis?: The Subprime Lending Disaster and the Threat to the Broader Economy / US Congress, Joint Economic Committee [Electronic resource]. URL: <https://www.congress.gov/event/110th-congress/senate-event/LC10508/text?q=%7B%22search%22%3A%5B%22Report+and+Recommendations+by++the+Majority+Staff+of+the+Joint+Economic+Com mittee%22%2C%22Report+and+Recommendations+by++the+Majority+Staff+of+the+Joint+Economic+Committee%22%5D%7D&s=1&r=1&overview=open#content>

6. Greenspan A. and Kennedy J. Sources and Uses of Equity Extracted from Homes [Electronic resource]. URL: <https://www.federalreserve.gov/pubs/feds/2007/200720/200720pap.pdf>

7. Meeting of the Federal Open Market Committee on August 7, 2007 [Electronic resource]. URL: <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/FOMC20070807meeting.pdf>

8. Ospina J., Uhlig H. Mortgage-Backed Securities and the Financial Crisis of 2008: a Post Mortem. [Electronic resource]. URL: https://www.ecb.europa.eu/pub/conferences/shared/pdf/20171023_credit_banking_monetary_policy/Uhlig_paper.pdf

9. Paulson H. On the Brink: Inside the Race to Stop the Collapse of the Global Financial System”, New York: Business Plus, 2010. 478 p.

DOI: [10.34773/EU.2023.3.10](https://doi.org/10.34773/EU.2023.3.10)

Межбюджетные отношения в мировой практике: опыт Индии^{*}

Intergovernmental Fiscal Relations in World Practice: the Experience of India

Р. ЮСУПОВА

Юсупова Руфина Аданисовна, аспирант Лаборатории современных проблем региональной экономики Центрального аппарата Уфимского федерального исследовательского центра Российской академии наук. E-mail: migranowa.r91@yandex.ru

В статье приведены некоторые данные по федеративным государствам мира и рассматривается развитие межбюджетных отношений в Индии, экономика которой на сегодняшний день является пятой по размерам в мире. Интерес многих зарубежных и российских ученых к построению федерализма и межбюджетных отношений в Индии вызван тем, что ей удается сохранять государственное единство страны, невзирая на многонациональность и напряженность на религиозной почве в отдельных штатах. Проведен анализ специфики налоговых поступлений в центральный бюджет и в бюджет штатов. Проведен анализ структуры межбюджетных трансфертов, выявлено различие формирования бюджетов штатов Индии и бюджетов субъектов Российской Федерации. В статье показаны особенности межбюджетных трансфертов от центрального бюджета к бюджетам муниципальных образований в Индии.

Ключевые слова: межбюджетные отношения в Индии, уставные гранты, условные гранты, налоговые поступления, федерализм.

The article presents some data on the federal states of the world and examines the development of intergovernmental fiscal relations in India, whose economy is currently the fifth largest in the world. The interest of many foreign and Russian scientists in building federalism and intergovernmental fiscal relations in India is due to the fact that India manages to maintain the state unity of the country, despite the multinationality and despotism in individual states. The analysis of the specifics of tax revenues to the central budget and to the state budget was carried out. The structure of intergovernmental transfers is considered, which showed that the state budget is mainly formed from tax revenues, which cannot be said about the budgets of the regions in the Russian

^{*}Ссылка на статью: Юсупова Р.А. Межбюджетные отношения в мировой практике: опыт Индии // Экономика и управление: научно-практический журнал. 2023. № 3. С. 60–65.