

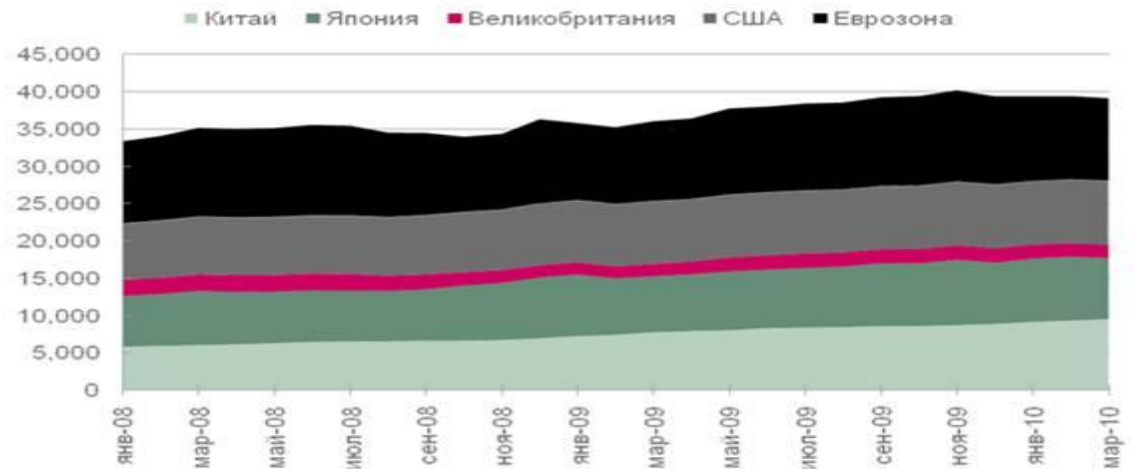
## **Антикризисные меры стран мира и действия по выходу из стимулирующих программ**

**К заседанию Экспертного совета при  
Правительственной комиссии по экономическому  
развитию и интеграции**

**Моисеев А.В.  
Главный экономист ИК Ренессанс Капитал**

## Вторая волна кризиса и меры по борьбе с первой

- На мировых рынках наблюдаются панические настроения, схожие с сентябрем 2008 года
- Однако ключевым отличием является высокий уровень ликвидности. То есть свободная циркуляция денег между участниками рынков пока не прерывается
- Основным фактором, который поддерживает высокий уровень ликвидности в мировой финансовой системе, является продолжающаяся исключительно мягкая денежно-кредитная политика ведущих центральных банков
- Исторический опыт показывает, что в условиях низкой кредитной активности и высокого уровня свободной денежной ликвидности, банки неизбежно направляют эту ликвидность на финансовые спекуляции. Объектами такой спекуляции в кризисных ситуациях часто становятся сырьевые товары



Инфляция в странах, применявших "количественное смягчение"



## Вторая волна кризиса – риски и выводы для России

- Использование международного рынка капитала для финансирования дефицита государственного бюджета может привести к жесточайшей макроэкономической дестабилизации в очень краткие сроки и по причинам, с Россией никак не связанным
- государство должно внимательно следить за тем, чтобы наличие дефицита федерального бюджета не входило в правило, а если уж он образовался, финансировать его за счет внутренних источников.
- Необходимые меры превентивного реагирования:
  - **Тщательный мониторинг ситуации с ликвидностью** в российской финансовой системе
  - Для избежания резкого роста ставок по кредитам, может потребоваться участие Банка России в операциях **прямого выкупа наименее рискованных российских активов – государственных облигаций ОФЗ, Агентства по ипотечному жилищному кредитованию**
  - **Тщательный мониторинг валютных операций банков**, особенно в части сделок, направленных на спекулятивную игру против рубля и формирование необоснованных длинных валютных позиций
  - В случае обострения ситуации - **обеспечение ликвидности на деривативном валютном рынке**
  - Проведение активной политики в области работы с прессой в части недопущения панических настроений\
  - Работа с банками, направленная на избежание недобросовестной конкуренции за счет завышения ставок и распространения негативной информации о конкурентах

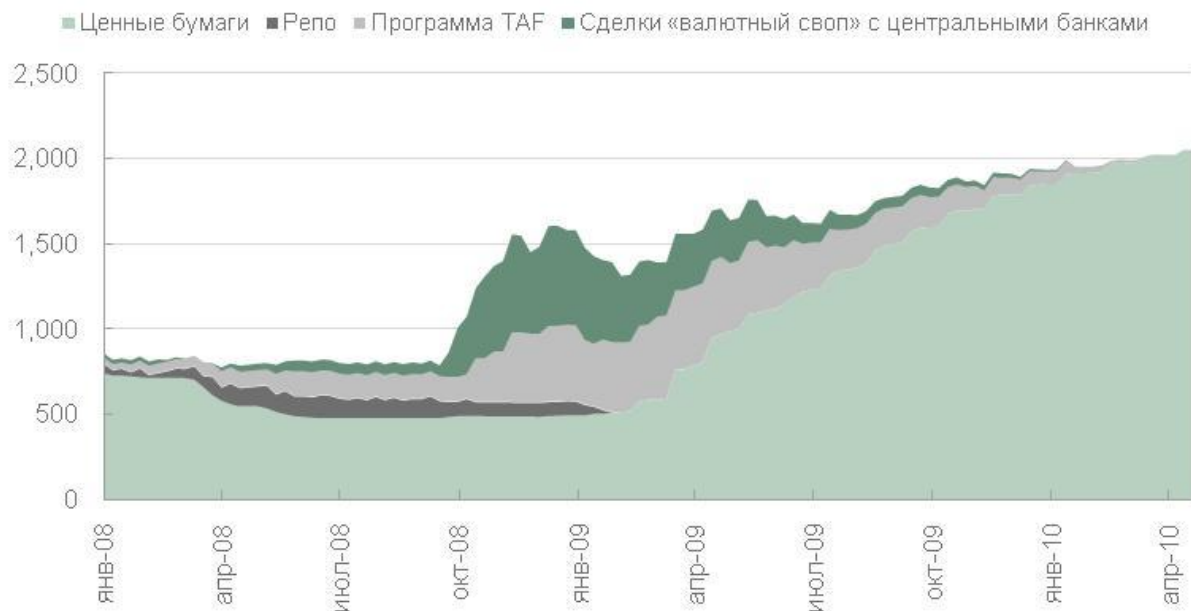
## Федеральная резервная система США: программы предоставления ликвидности

- **«Дисконтное окно».** Для расширения доступа банков к ликвидности, ФРС уменьшила премию ставки дисконтирования к своей базовой ставке с 100 б. п. до 25 б. п., продлив при этом максимальный срок погашения кредитов, предоставленных по программе «дисконтного окна», с одного дня до 90 дней.
- **Программа срочного кредитования на аукционной основе (TAF).** Избежать проблемы восприятия банков как «слабых» в случае обращения за ликвидностью в «дисконтное окно» по фиксированной ставке помогла разработанная ФРС программа TAF. В ее рамках ФРС регулярно проводила аукционы по предоставлению больших объемов средств банковским организациям. По различным причинам, включая конкурсную основу аукционов, программа TAF не вызывала отрицательных эффектов в отличие от обычного кредитования в «дисконтных окнах».
- **Сделки «валютный своп».** Крайне напряженная ситуация на мировых рынках долларového фондирования распространилась и на рынок США. В связи с этим ФРС заключила временные сделки «валютный своп» с основными зарубежными центральными банками.
- **Кредитование небанковских институтов.** ФРС создала ряд временных инструментов для предоставления краткосрочной ликвидности небанковским организациям, в том числе первичным дилерам, фондам денежного рынка, а также участникам вексельного рынка и рынка бумаг, обеспеченных активами.
- **План выхода из программ.** Улучшение финансовых условий способствовало снижению объемов кредитования в рамках большинства программ, и все программы были свернуты в первоначально установленные или продленные сроки. Единственная функционирующая схема – кредитование под залог новых выпусков ипотечных ценных бумаг, обеспеченных коммерческой недвижимостью. Максимальный срок погашения кредитов, предоставленных по программе «дисконтных окон», был сокращен с 90 до 28 дней, а ставка дисконтного окна повышена до 75 б. п.

## Федеральная резервная система США: снижение процентных ставок и покупка активов

- **Традиционные меры.** К концу 2008 г. базовая ставка ФРС достигла минимально возможного диапазона 0-0.25% против 5.25% в 2007 г.
- **Нетрадиционные меры или «количественное смягчение».** ФРС выкупила значительный объем обязательств федеральных агентств, а также ипотечных ценных бумаг, полностью гарантированных федеральными агентствами. ФРС приобрела обязательства Министерства финансов США (казначейские обязательства) на USD300 млрд, ипотечные ценные бумаги с гарантией агентств на USD1.25 трлн. и обязательства самих агентств примерно на USD175 млрд к концу марта.

Инструменты ФРС США, USD млрд



## Федеральная резервная система США: план выхода из программ

- **Выплата процентных ставок по резервам банков.**
- **Сделки обратного репо.** На данный момент такие сделки возможны с первичными дилерами с использованием находящихся в собственности ФРС казначейских обязательств и долговых инструментов агентств. Кроме того, в качестве обеспечения ФРС может использовать ипотечные ценные бумаги.
- **Срочные депозиты.** ФРС может провести аукционы по привлечению срочных депозитов, конвертируя таким образом часть резервов депозитных институтов в депозиты.
- **Погашение или продажа ценных бумаг.** В настоящее время объем обязательств агентств и ипотечных ценных бумаги на балансе ФРС может сокращаться только ввиду наступления срока погашения либо досрочного погашения. Кроме того, все обязательства Министерства финансов США, по которым наступают сроки погашения, пролонгируются, но в будущем ФРС может отойти от этой практики и продавать имеющиеся инструменты на открытом рынке.

### Денежно-кредитная политика ФРС США



## Европейский центральный банк: программы предоставления ликвидности

- **Операции рефинансирования.** Максимальный срок операций рефинансирования был увеличен до 12 месяцев, смягчены требования к залоговому обеспечению. В июле 2008 г. тендеры с переменной ставкой были заменены на тендеры с фиксированной ставкой.
- **Смягчение требований к обеспечению.** В связи с масштабным понижением рейтингов заемщиков по всей зоне евро ЕЦБ принял решение о снижении планки рейтингов обеспечения, используемого в операциях рефинансирования. Более того, минимальный уровень рейтингов временно отменен применительно к долговым инструментам, выпущенным греческим правительством или по которым Греция предоставила гарантии.
- **Сделки «валютный своп».** Для снятия напряженности на рынке финансирования в евро ЕЦБ заключил сделки «валютный своп» с ФРС, центральными банками Швейцарии, Швеции и т. д. В условиях ухудшения рыночных условий, линия с ФРС была вновь открыта в мае 2010 г. для возобновления операций по предоставлению долларовой ликвидности.

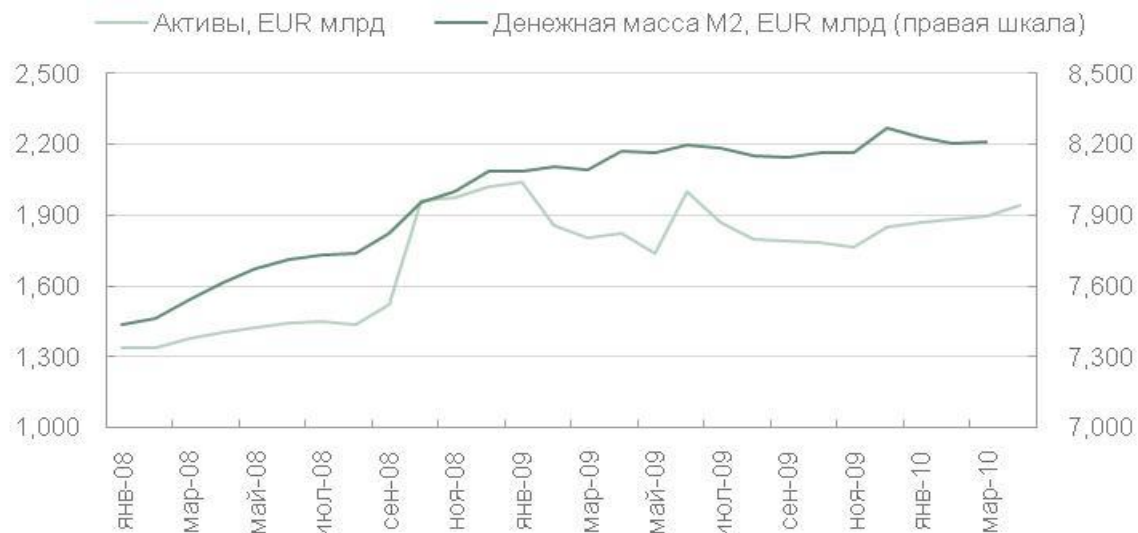
Основные инструменты денежно-кредитной политики ЕЦБ



## Европейский центральный банк: политика процентных ставок и покупка активов

- **Традиционные меры.** К маю 2009 г. ключевая ставка рефинансирования ЕЦБ была понижена до 1.0% с 4.25% в августе 2007 г.
- **«Количественное смягчение».** В июне 2009 г. ЕЦБ объявил о программе, нацеленной на покупку номинированных в евро облигаций на сумму EUR60 млрд.
- **Интервенции на рынке.** В ответ на резкое ухудшение ситуации на мировых рынках в связи с долговым кризисом Греции ЕЦБ принял решение о возможности осуществления интервенции на рынках государственных и негосударственных долговых ценных бумаг зоны евро. Масштаб операций определяется Советом управляющих.

### Денежно-кредитная политика ЕЦБ



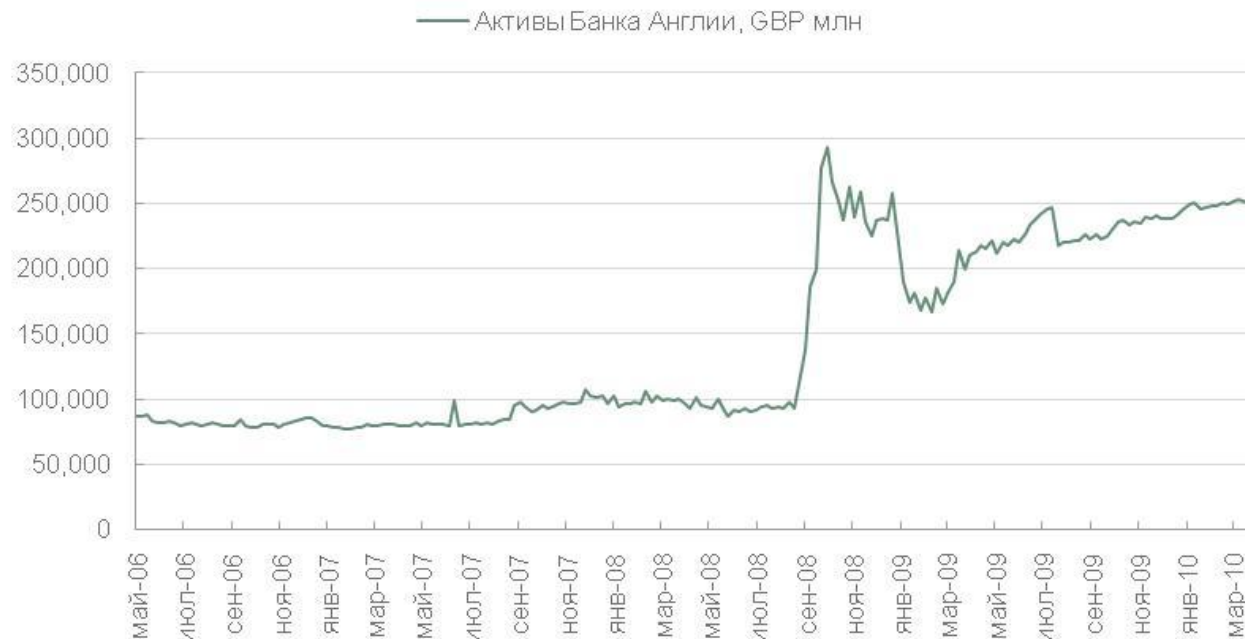


## Европейский центральный банк: план выхода из программ

- Выход из принятых программ стартовал до мая на фоне стабилизации на финансовых рынках. ЕЦБ прекратил предоставлять ликвидность в валютах, кроме евро, а также приостановил операции рефинансирования со сроками погашения свыше трех месяцев. ЕЦБ намеревался вернуться к практике тендеров с переменной ставкой в своих регулярных операциях рефинансирования сроком на три месяца.
- Нарастающие проблемы Греции и их распространение на другие страны вынудили ЕЦБ отказаться от новых шагов по сворачиванию программ поддержки. Регулятор был вынужден возобновить предоставление ликвидности в иностранной валюте сроком на неделю и три месяца (первая операция была проведена 11 мая). Пока ЕЦБ продолжает гарантировать сохранение данного механизма предоставления ликвидности в экстренном случае.
- В сложившейся обстановке ЕЦБ принял обязательство сохранить фиксированную ставку по таким категориям операций. В операционном плане регулятор стремится вернуться к тому, чтобы операции рефинансирования сроком на одну неделю стали основным инструментом управления ставками денежного рынка. Тем не менее, маловероятно, что ЕЦБ в текущих условиях будет оказывать давление на банки с целью перехода от предоставляемого им долгосрочного фондирования к более традиционным инструментам.
- «Нормализация» рейтингов обеспечения по операциям рефинансирования откладывается. Более того, в последние месяцы требования вновь были смягчены. Для ЕЦБ важно вновь оценить факторы, ограничивающие доступ банков к фондированию, и пока решение этого вопроса представляется в управлении фиксированной ставкой по операциям рефинансирования.
- При значительных дефицитах и долгах ужесточение фискальной политики представляется предпочтительным вариантом, предшествующее ужесточению денежной политики. ЕЦБ получит возможность на более длительный срок сохранить низкие ставки.

Банк Англии принял решение о поддержании уровня покупки активов за счет своих резервов – GBP200 млрд. Заявленный план покупок к настоящему времени почти полностью выполнен, поэтому его расширение маловероятно. Регулятор предлагает два варианта плана выхода из программ поддержки и одновременного ужесточения монетарной политики, когда прогноз инфляции превысит целевой показатель (2%). Первый предусматривает повышение ключевых процентных ставок в сочетании с продажей ранее приобретенных активов. Второй предполагает выпуск обязательств центрального банка для снижения уровня ликвидности без продажи финансовых активов на его балансе.

## Денежно-кредитная политика Банка Англии



### Бюджетный сектор и рынок труда

- Заморозка заработной платы в бюджетном секторе до 2014 года. С 2006 года среднегодовой рост заработных плат бюджетников составлял 30%;
- Отмена всех премий в бюджетном секторе, выплачиваемых в форме 13-й и 14-й зарплат. Частично будут сохранены для работников с низким уровнем оплаты труда;
- Ежемесячная квота на сокращение штата частных компаний увеличивается с 2% до 4%;
- Снижение социальных расходов бюджета на 8 млрд евро в ближайшие 14 месяцев.

### Пенсионная сфера

- Пенсионный возраст будет зависеть от средней продолжительности жизни. В настоящее время он составляет 65 лет для мужчин, 60 – для женщин;
- Размер пенсии будет зависеть от средней заработной платы во время рабочего стажа, а не от оклада на момент выхода на пенсию;
- Заморозка пенсий на 2010-12 гг., полная пенсия будет выплачиваться при стаже от 40 лет.

### Налоговая система

- Повышение налога на добавленную стоимость с 21% до 23% и увеличение акцизов на бензин, алкоголь и табак на 10%;
- Изменение системы налогообложения объектов строительства для снижения стимулов к уклонению от налогов

**Ожидаемый результат: 2010 – 8.1%, 2011 – 7.6%, 2014 – 2.6% ВВП.**

## Сокращение бюджетного дефицита: Португалия

### Бюджетный сектор и рынок труда

- Сокращение заработных плат в бюджетном секторе на 5% для высокооплачиваемых работников и политиков;
- Сокращение отчислений в бюджеты региональных и местных правительств на 100 млн евро.

### Пенсионная сфера

- Заморозка пенсий, начиная с 2011 г.

### Налоговая система

- Повышение НДС на 1 п.п. до 21%;
- Подходного налога на 1.5 п.п.
- Налогов на прибыль корпораций на 2.5 п.п. до 27.5%.

**Ожидаемый результат: 2010 – 7.3%, 2011 – 4.6%, 2013 – 2.8% ВВП.**

## Сокращение бюджетного дефицита: Испания

### Бюджетный сектор и рынок труда

- Сокращение заработных плат в бюджетном секторе на 5% в 2010. Заморозка оплаты труда в 2011 г.;
- Сокращение 13 тыс. рабочих мест в государственном секторе;
- Отмена социальных выплат, в частности, пособий по рождению ребенка (составляет EUR2,500);
- Сокращение государственных инвестиций на 6 млрд евро;
- Сокращение бюджетов региональных и местных правительств на 1.2 млрд евро.

### Пенсионная сфера

- Заморозка пенсий, начиная с 2011 г.

**Ожидаемый результат: 2010 – 9.3%, 2011 – 6.5%.**

## Сокращение бюджетного дефицита: Италия

### Налоги

- В отдельных регионах повышаются налоги на прибыль организаций и подоходный налог;

### Пенсии и пособия, оплата труда в госсекторе

- Заморозка заработных плат в государственном секторе до 2013 г.;
- Шестимесячная отсрочка в выплате новых пенсий;
- Сокращение зарплат министров, парламентариев и членов правительства на 10%;
- Уменьшение объема выплат по инвалидности с 12,000 евро до 5,000 евро.
- Сокращение трансфертов региональным и местным бюджетам на EUR13 млрд.;
- Некоторые государственные учреждения, в частности, исследовательский центр ISAE, будут закрыты.

**Ожидаемый результат: суммарное сокращение бюджетного дефицита на EUR24 млрд. до 2012 г. 2010 – 5.0%, 2011-12– 2.7%.**

### **Бюджетный сектор и рынок труда**

- Сокращение объема государственных социальных субсидий и пособий по безработице;
- Сокращение численности вооруженных сил на 40 тыс. рабочих мест;
- Сокращение штата в бюджетном секторе на 10 тыс. рабочих мест;
- Образование и исследовательская сфера получают дополнительные 12 млрд. евро;
- Снижение административных расходов;

### **Налоговая система**

- Отмена ряда налоговых льгот по «экологическому» налогу;
- Введение экологических налогов на всех пассажиров авиатранспорта;
- Введение налога на ядерную энергетику.

**Ожидаемый результат: суммарное сокращение бюджетного дефицита на 80 млрд евро до 2014 г.**