

# Утрата ореола

**Многим странам Центральной и Восточной Европы трудно приспособиться к новым экономическим реалиям**

*Мартин Цихак и Сробона Митра*

**В**ТЕЧЕНИЕ некоторого времени дела шли вполне хорошо у новых центрально- и восточноевропейских государств-членов Европейского союза. Вхождение в ЕС подстегнуло экономическую и финансовую интеграцию, что привело к быстрому экономическому росту и крупному притоку капитала. Это также создало «эффект ореола», оградив некоторые страны от необходимости платить по более высоким ставкам за внешнее заимствование, несмотря на усиливавшуюся уязвимость.

Однако благоприятный период закончился. Начальная устойчивость новых государств-членов к глобальным финансовым потрясениям в некоторых из них уступила место глубокому кризису. Когда в 2007 году разразился глобальный кризис, страны Европы с формирующимся рынком вначале казались невосприимчивыми к нему, так как они не были напрямую подвержены риску, связанному с непервоклассными ипотечными активами США. Однако по мере углубления кризиса в 2008 году экспорт замедлился, и приток капитала практически остановился в некоторых странах. К сожалению, экономическая и финансовая интеграция, которая в благоприятный период помогла странам Европы с формирующимся рынком догнать европейские страны с развитой экономикой, сделала их более уязвимыми при ухудшении глобальных экономических условий.

Теперь новые государства-члены ЕС должны не просто преодолеть текущий кризис, но также воспользоваться своими достижениями последних лет. Они должны проводить более осмотрительную политику и создать более прочную основу политики, в особенности в отношении налогово-бюджетной политики и финансового надзора. И они должны сделать это в более трудных глобальных экономических условиях. Положительным моментом является то, что гибкость их экономики может помочь им более быстро адаптироваться, чем странам Европы с более развитой экономикой.

## Догоняют, быстро догоняют

Вступление в Европейский союз в 2004 году новых восьми государств — Чешской Республики, Эстонии, Венгрии, Латвии, Литвы, Польши, Словакии и Словении — представляло собой самое крупное расширение за всю его историю с точки зрения прироста населения (19 процентов) и территории (22 процента), но наименьшее увеличение с точки зрения роста выпуска продукции (9 процентов). Еще две страны, входившие в бывший советский блок, — Румыния и Болгария — присоединились в 2007 году. Для всех этих стран вступление в ЕС являлось важной вехой с процессе преобразовании их экономики в рыночную.



Возросшая экономическая интеграция и успешное проведение реформ обеспечили более быстрые, чем ожидалось, темпы роста в новых государствах-членах — в среднем на 1 процент, — учитывая их основные экономические показатели (см. рис. 1). Этот быстрый экономический рост позволил новым государствам-членам ЕС увеличить свою долю в глобальном выпуске продукции. Расширение доступа к западным рынкам привело к быстрому росту экспорта, а улучшение доступа к иностранному финансированию помогло резко повысить потребление.

Членство в ЕС особенно благоприятно сказалось на Словении и Словакии, которые смогли выполнить все Маастрихтские критерии и войти в зону евро. Словения первой приняла евро в январе 2007 года. Доход на душу населения в стране, который является самым высоким среди новых государств-членов, достиг приблизительно 80 процентов среднего уровня ЕС в 2006 году, в результате чего он сравнялся с доходом на душу населения в Греции и превысил соответствующий показатель Португалии. Словакия, которая совсем недавно присоединилась к зоне евро, в январе 2009 года, стала одним из других государств-членов, которые имеют самые высокие экономические показатели среди новых государств-членов, и благодаря своему экономическому росту, обеспечиваемому увеличением производительности и экспорта, в том числе в Чешскую Республику, теперь считается страной с развитой экономикой, а не страной с формирующимся рынком.

## Тигр в топливном бачке

Относительный успех новых государств-членов ЕС в стабилизации и преобразовании их экономики в сочетании с их принятием в Европейский союз, как представляется, способствовал быстрой конвергенции процентных ставок, хотя определенную роль в этом также сыграли благоприятные глобальные условия: низкие процентные ставки, обильная ликвидность и расширение базы инвесторов в странах с формирующимся рынком. Это подстегнуло массивный приток капитала в новые государства-члены в форме прямых инвестиций, банковских кредитов и портфельных инвестиций.

В настоящее время доля иностранной собственности в банковских системах стран Европы с формирующимся рынком выше, чем в странах Европы с развитой экономикой и странах с формирующимся рынком в других регионах мира. Небольшое число иностранных банков, имеющих головные отделения в европейских странах с развитой экономикой, вышло на новые рынки в странах Европы с формирующимся рынком, главным образом путем приобретения вновь приватизированных банков. Эти иностранные банки в настоящее время контролируют крупную долю банковских активов в новых государствах-



членах (см. рис. 2). Тот факт, что иностранные банки могли потенциально использовать более крупный пул капитала, доступный их иностранным материнским компаниям, вселял спокойствие в других иностранных инвесторов в регионе. Сохранится ли эта ситуация, еще предстоит увидеть. Притоки капитала в банки сопровождались быстрым ростом кредита, хотя темпы этого роста различались среди новых государств-членов. В то время как три страны Балтии имели темпы роста, которые намного превышали соответствующие темпы в других сопоставимых государствах, эти темпы в большинстве других новых государств-членов в целом соответствовали их финансовому развитию. Быстрый рост кредита также привел к существенному углублению финансового сектора в новых государствах-членах.

### Перегретый мотор

Однако возросшая интеграция и последовавший крупный приток капитала также вызвали новые факторы уязвимости. Приток способствовал формированию высокого уровня внешнего долга и чрезмерного дефицита по счетам текущих операций в ряде новых государств-членов ЕС (см. рис. 3). Быстрый рост кредита вызвал обеспокоенность перегревом экономики, поскольку уровень инфляции повысился, дефицит по счетам текущих операций расширился и вздулся пузырь цен на жилье. Обеспокоенность рисками, связанными с балансом активов и пассивов, была особенно ярко выражена в странах, в которых население и фирмы брали кредиты в евро и других иностранных валютах (главным образом швейцарских франках и иенах), так как это вело к усилению несоответствия валют активов и пассивов. Действительно, доля кредитов в иностранной валюте в большинстве новых государств-членов превышала их уровень в странах с формирующимся рынком в Западной Европе, Латинской Америке и Восточной Азии. Несоответствия валют активов и пассивов усиливали уязвимость частного сектора в случае снижения обменного курса и увеличивали кредитные риски банков.

Возросшая финансовая интеграция также усилила чувствительность стран Европы с формирующимся рынком к рискам, коренившимся в других регионах. Более тесные связи, которые ранее способствовали экономическому росту, могли также усилить замедление. Кроме того, хотя трансграничные открытые позиции международных банков, в основном евро-

пейских стран с развитой экономикой, помогли расширить финансовое посредничество, они также создавали новые каналы распространения «цепной реакции».

### Уже не особые

Несмотря на предупредительные сигналы в форме растущего дефицита по счетам текущих операций и более высокого уровня государственного долга, рынки, как представляется, недооценили риски и сохраняли свои открытые позиции в Центральной и Восточной Европе. Это отражало мнение рынков, что в силу того, что эти страны являются его членами, ЕС, вероятно, придет им на помощь в случае кризиса. Это означало, что спреды по облигациям, отражающие страновой риск, были ниже, чем они были бы в противном случае, то есть наблюдался так называемый «эффект ореола». Действительно, рынки определяли цены на суверенные активы новых государств-членов приблизительно на 50–100 базисных пунктов ниже, чем можно было бы ожидать исходя из стандартных основных макроэкономических показателей.

Начавшийся глобальный финансовый кризис все изменил не в последнюю очередь потому, что он устранил «эффект ореола» (см. рис. 4) и высветил различия между новыми государствами-членами ЕС. В конце 2008 года, в условиях сокращения экспорта в страны с развитой экономикой и резкого замедления притока капитала, кризис быстро охватил страны Европы с формирующимся рынком. Стоимость финансирования для всех суверенных заемщиков резко повысилась, а доступ к финансам сильно сузился. Хотя страны, более тесно прикрывавшиеся Маастрихтских критериев, в целом испытали меньшее увеличение спредов, они не были полностью ограждены от него.

Кризис вызвал повышенное внимание к внешним дисбалансам и перегреву внутренней экономики отдельных государств-членов ЕС. В опубликованном МВФ в мае 2009 года выпуске «Перспектив развития региональной экономики Европы» было показано, что в наибольшей степени пострадали страны с более высокими уровнями инфляции, дефицита по счетам текущих операций и связанного с банками притока капитала. Другими словами, в том, что касается первоначального воздействия кризиса на отдельные страны, риск внезапной остановки притока капитала имел, по крайней мере, столь же важное значение, что и соблюдение Маастрихтских критериев.

### Резкое замедление

Финансовый кризис привел к резкому замедлению экономического роста во всех странах с формирующимся рынком, в том числе в Европе, и в весеннем выпуске «Перспектив развития

Рисунок 1

### Импульс для экономического роста

Вступление в ЕС дало толчок быстрому экономическому росту в странах Центральной и Восточной Европы с целью догнать другие страны.

(ВВП, средние темпы изменения за год, в процентах)



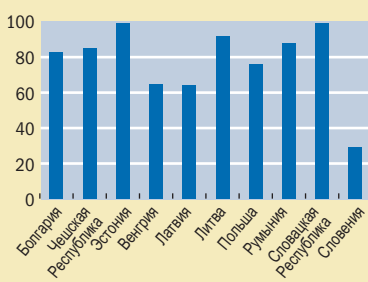
Источник: Čihák and Fonteyne, 2009.

Рисунок 2

### Контрольные пакеты

Значительная часть банковской системы стран Центральной и Восточной Европы находится в руках западноевропейских банков.

(Доля активов, принадлежащих иностранным банкам, в процентах, 2007 год)



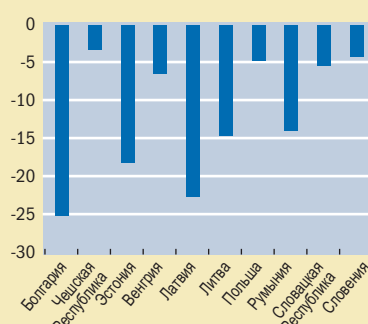
Источник: Европейский банк реконструкции и развития.

Рисунок 3

### Крупные дисбалансы

Во многих новых государствах-членах образовался крупный дефицит по счету текущих операций.

(В процентах ВВП, 2007 год)

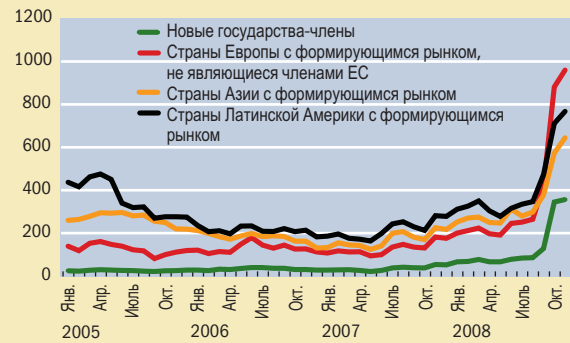


Источник: МВФ, «Перспективы развития мировой экономики».

## Утрата ореола

Спреды по суверенным облигациям стран Центральной и Восточной Европы начали возрастать, следуя за тенденцией в странах с формирующимся рынком в других регионах.

(В базисных пунктах)



Источники: Bloomberg L.P.; расчеты персонала МВФ.

Примечание. Спреды в евро для новых государств-членов и стран Европы с формирующимся рынком, не являющихся членами ЕС, и в долларах для всех других стран.

мировой экономики» 2009 года прогнозируется сокращение деловой активности в этих странах в 2009 году почти на 3 процента. Уязвимость новых государств-членов усугубляется связями между макроэкономикой и финансовым сектором: замедление роста доходов, нестабильность процентных ставок и обменных курсов и коррекция цен на активы оказывают обратное влияние на финансовый сектор. В качестве ответной меры новые государства-члены вносят изменения в свою денежно-кредитную и курсовую политику, политику в отношении финансового сектора и налогово-бюджетную политику.

Валюты стран представляются все более уязвимыми, а правительства сталкиваются с тем, что они не могут или им слишком дорого заимствовать средства на финансовых рынках для финансирования своего бюджетного дефицита. Однако членство в ЕС позволило странам Европы с формирующимся рынком получить доступ к некоторым механизмам, которые оказались полезными в период кризиса. Одним из них является механизм финансирования платежного баланса Европейского союза, который служит необходимым резервом, а другим — заключенные Европейским центральным банком соглашения о РЕПО с рядом новых государств-членов. Венгрия, Латвия и Румыния запросили финансовую поддержку у Европейского союза и МВФ, а Польша запросила доступ к Гибкой кредитной линии МВФ, новому механизму, предназначенному для стран, которые в течение определенного времени демонстрируют высокие результаты.

### Более сильные и более эффективные

Выйдут ли новые государства-члены ЕС более сильными из текущего кризиса? По ряду аспектов они имеют более гибкую экономику, чем страны Европы с развитой экономикой, что может облегчить их адаптацию.

Кризис продемонстрировал, сколь важно проведение надежной политики, и принятие систем, введенных на уровне ЕС, как представляется, способствовало проведению надежной макроэкономической и структурной политики. Это особо подтверждается данными по макроэкономической политике стран, в случае которых Маастрихтские критерии и Пакт о стабильности и росте служили «якорями» для денежно-кредитной и налогово-бюджетной политики.

Лиссабонская программа — стратегия ЕС для обеспечения экономического роста и занятости, — как представляется, также оказала определенное влияние на новые государства-члены. Малые государства-члены ЕС, а также государства-члены с более высокими налогово-бюджетными показателями, продемонстрировали большой прогресс в проведении структурных реформ. В сравнении со странами Европы с развитой

экономикой европейские страны с формирующимся рынком имеют менее ограничительную политику защиты занятости, более низкие уровни минимальной заработной платы, менее централизованные системы заключения коллективных трудовых договоров и менее щедрые пособия по безработице.

Тем не менее, различия в показателях новых государств-членов подчеркивают, что меры внутренней политики являются критически важными факторами экономических достижений. Кризис акцентировал восприятие рынком различий между странами и привел к переоценке рисков в отдельных странах, на что указывает расширение диапазона спредов по суверенным облигациям.

Данные о здоровье финансового сектора новых государств-членов являются неоднозначными. Их банковские системы до сих пор достаточно успешно противостояли глобальному кризису — без банкротства системно значимых учреждений или общей потери доверия вкладчиков. Но в перспективе стоят трудные задачи. В результате уменьшения стоимости национальных валют и сжатия экономики возрастут неплатежи по кредитам. Банки должны будут сократить кредитование, так как они не смогли создать резервы на трудные времена. Домашние хозяйства не смогут заимствовать средства у банков, в то время как падение цен на жилье и ужесточение экономических условий ведут к снижению доходов. В результате этого, несомненно, пострадает потребление домашними хозяйствами, которое составляет в среднем 60 процентов от ВВП.

Какие меры политики должны принять новые государства-члены ЕС, чтобы выбраться из кризиса? В центре кризиса находился банковский сектор, и поэтому ключ к оживлению кроется именно в нем.

- Экономическая политика должна включать меры поддержки кредитования, например, посредством превентивной рекапитализации жизнеспособных банков. Учитывая, что большая часть банковского сектора находится в иностранной собственности, попытки рекапитализации не принесут успеха без тесного сотрудничества с органами, осуществляющими надзор за иностранными материнскими банками.

- Имеются широкие возможности для ведения более эффективного надзора в отдельных странах в рамках существующих структур финансового надзора. Это включает в себя, например, возможность введения более строгих требований к капиталу более слабых банков в рамках системы нормативов «Базель II» и проведения ориентированной на перспективу политики в отношении создания резервов для покрытия убытков по кредитам.

- Новые государства-члены ЕС должны защитить свои достижения в области финансовой политики и закрепить их путем усиления трансграничного сотрудничества между центральными банками, органами надзора и министерствами финансов стран как материнских, так и дочерних учреждений.

- Структурные реформы должны быть усилены, чтобы предотвратить снижение производительности и экономического роста на долгосрочную перспективу. Более сильные институты политики, в конечном итоге, уменьшат уязвимость, связанную с большей финансовой интеграцией.

По всем этим аспектам важную роль будет играть тесное старший экономист между странами Европы с формирующимся рынком и с развитой экономикой. Текущий кризис предоставляет возможность укрепить политические, экономические и финансовые связи в регионе. Хотя проведение сильной политики ЕС по различным направлениям может обеспечить важную поддержку, принятые отдельными странами меры политики будут, в конечном итоге, определять, сколь быстро страны Европы с формирующимся рынком преодолеют кризис, который оказался худшим со времен Великой депрессии. ■

Мартин Цихак — старший экономист, а Сробона Митра — экономист Европейского департамента МВФ.