

Защищенные ОТ ШТОРМА

Страны Центральной, Восточной и Юго-Восточной Европы в основном были защищены от продолжающегося кризиса в зоне евро, но ситуация может быстро измениться

Бас Б. Баккер и Кристоф Клинген

СТРАНЫ Центральной, Восточной и Юго-Восточной Европы в основном не были затронуты кризисом в зоне евро. Финансовые рынки были сильно обеспокоены ситуацией в Греции, Ирландии, Португалии и (в последнее время) в Италии и Испании. Но пока не представляется, чтобы они были слишком обеспокоены ситуацией в 22 странах Центральной, Восточной и Юго-Восточной Европы (см. вставку), несмотря на их близкие связи с зоной евро.

Кардинальное отличие от прошлого состоит в том, что инвесторы часто запрашивают меньшую премию за риск по задолженности этих небольших и менее богатых европейских стран, чем стран Западной Европы: премия за риск для Эстонии в отдельные периоды была ниже, чем для Нидерландов, а для Болгарии и Румынии — ниже, чем для Италии и Испании.

Еще несколько лет назад, когда потрясения в Западной Европе, последовавшие за глобальным финансовым кризисом в 2008 году, быстро распространились на страны Центральной и Восточной Европы, дело обстояло совершенно иначе. В течение многих лет экономика стран региона преуспевала, опираясь, главным образом, на легкодоступные кредиты от Западной Европы. Однако после краха на Уолл-Стрит в сентябре 2008 года инвестиционного банка Lehman Brothers банки в странах зоны евро резко остановили новое кредитование, что вызвало сильное падение внутреннего спроса в большинстве стран Центральной и Восточной Европы. Крупное сокращение глобальной торговли усугубило кризис, сильно повлияв на экспорт стран региона. В результате этого в 2008 и 2009 годах страны региона пережили беспрецедентный экономический спад. К тому времени, когда в 2010 году в экономике стран региона начался подъем, снижение ВВП некоторых стран достигало 25 процентов, хотя нескольким странам, таким как Албания и Польша, удалось выйти из кризиса с относительно малыми потерями.

За исключением «испуга», пережитого в конце 2011 года, страны региона в основном не были затронуты кризисом в зоне евро, начавшемся два года тому назад, что главным образом объясняется тем, что в настоящее время они в меньшей степени полагаются на легкодоступные кредиты от банков Западной Европы для поддержания внутренних расходов, а также приняли меры для ограничения государственного дефицита.

По-прежнему сильные связи

Как представляется, странам удалось уйти от последствий потрясений в зоне евро, несмотря на сильные связи между Западной и Восточной Европой. Со времени распада Советского Союза за два десятилетия тому назад страны Западной и Восточной Европы еще крепче связали себя торговыми и финансовыми узами.

Западная Европа является крупнейшим экспортным рынком для стран региона. Некоторые виды экспорта являются вводимыми ресурсами для экспорта Западной Европы. Многие страны региона стали частью цепочки поставок, обеспечивающей вводимыми ресурсами конечных производителей в Западной Европе. Например, немецкие автопроизводители создали производственные объекты в Центральной Европе и перевели часть своего производства в этот регион.

Торговые связи особенно важны для стран Центральной Европы. Хотя крупные экспортеры биржевых товаров, такие как Россия и Украина, ведут широкую торговлю со странами вне Европы, цены на их продукцию на международных рынках зависят от благополучия экономики стран Западной Европы. Напротив, Юго-Восточная Европа менее интегрирована с Западной Европой.

Однако сколь важными ни были бы торговые связи, еще более важными являются финансовые связи (главным образом, через банки). Банковские системы региона тесно интегрированы с банками Западной Европы в плане структуры собственности и источников финансирования.

На границе с зоной евро

Центральная, Восточная и Юго-Восточная Европа включает страны Балтии (Латвию, Литву и Эстонию), страны Центральной Европы (Венгрию, Польшу, Словацкую Республику и Чешскую Республику), страны Юго-Восточной Европы (Албанию, Болгарию, Боснию и Герцеговину, БЮР Македонию, Косово, Румынию, Сербию, Словению, Хорватию и Черногорию) и страны Восточной Европы (Беларусь, Молдову, Россию и Украину). Турция, которая расположена и в Европе, и в Азии, считается частью региона.



Торгово-развлекательный комплекс в центре Варшавы, Польша.

На долю банков в иностранной собственности (в данном случае таковыми считаются банки, в которых иностранные единицы владеют более 25 процентов капитала и являются крупнейшими акционерами) приходится примерно 35 процентов рынка в Беларуси, России, Словении и Турции, в то время как в Боснии и Герцеговине, Румынии, Словацкой Республике, Хорватии, Чешской Республике и Эстонии, иностранные банки занимают до 80 процентов рынка. В зоне евро, напротив, на долю иностранных банков приходится менее 20 процентов рынка.

Однако иностранные банки не обязательно полагаются на иностранное финансирование. Например, в Чешской Республике преобладают банки в иностранной собственности, но их операции финансируются из местных источников, главным образом, через депозиты. Такие банки менее уязвимы при неожиданном прекращении внешнего финансирования (в данном случае от головного банка).

Однако трансграничное финансирование иностранными банками играет важную роль в экономике многих стран региона. На конец 2011 года оно превышало 30 процентов ВВП Болгарии, Венгрии, Латвии, Литвы, Словении, Хорватии, Черногории и Эстонии (см. рис. 1). Оно принимает форму финансирования западноевропейскими материнскими банковскими группами операций местных филиалов, а также прямого трансграничного кредитования крупных корпораций. В России и Турции, даже несмотря на низкую долю рынка у иностранных банков, местные банки часто дополняют свои депозиты заимствованиями на международных межбанковских рынках и рынках облигаций для финансирования внутреннего кредитования.

Столь прочные финансовые связи предвещали сильное влияние шоков, произошедших в Западной Европе, на страны

Рисунок 1

Тесно связанные

Крупные иностранные банки обеспечивают значительные объемы трансграничного финансирования банковских и небанковских заемщиков в странах Центральной, Восточной и Юго-Восточной Европы.

(Кредитование банками стран с развитой экономикой относительно ВВП стран-получателей, IV квартал 2011 года, в процентах)



Источники: Bank for International Settlements (BIS), Locational Banking Statistics; МВФ, база данных издания «Перспективы развития мировой экономики»; расчеты персонала МВФ.

Примечание. Кредитование осуществляется банками, ведущими международные операции в странах с развитой экономикой. Их центральные банки сообщают информацию в БМР, который составляет данные. БМР является центральным банком центральных банков. Данные по Косово отсутствуют. ЦВЮВЕ = Центральная, Восточная и Юго-Восточная Европа.

Центральной, Восточной и Юго-Восточной Европы. Именно это имело место в 2008–2009 годах. Перед крахом банка Lehman Brothers западноевропейские материнские банки финансировали быстрое расширение внутреннего кредитования, которое подогревало бум цен на активы и внутреннего спроса. Но когда глобальный кризис охватил Западную Европу, эти потоки неожиданно прекратились, вызвав глубокую рецессию в регионе, начавшую ослабевать только после оживления экспорта в страны Западной Европы в 2010 году (см. рис. 2).

Несмотря на эти сильные сохраняющиеся связи между Восточной и Западной Европой, начавшийся два года назад кризис в зоне евро не оказал столь же значительного влияния, как финансовый кризис 2008–2009 годов. В то время как стоимость заимствования в странах на периферии зоны евро (сначала в Греции, потом в Ирландии, а затем и в Португалии) неуклонно повышалась, что отражало растущую обеспокоенность инвесторов, относительная стоимость заимствования для стран Центральной и Восточной Европы оставалась неизменной или продолжала уменьшаться по мере того, как регион восстанавливался после глубокой рецессии.

Главная причина, по которой в этот раз кризис в зоне евро столь слабо затронул страны региона, — это отсутствие крупных дисбалансов. В 2007 и 2008 годах регион был уязвим при внезапной остановке притока капитала, так как страны заимствовали значительные средства за границей (главным образом, у банков Западной Европы), чтобы финансировать крупный дефицит счетов текущих операций. К 2011 году значительная часть этих дисбалансов исчезла (см. рис. 3). В настоящее время экономика не находится в состоянии перегрева, а экономический рост все больше определяется экспортом, а не бумом внутреннего спроса, стимулируемого притоком иностранного капитала.

Страны также приняли программы уменьшения бюджетного дефицита. В преддверии кризиса 2008–2009 годов состояние государственных финансов было слабым, хотя увеличение связанных с бумом налоговых поступлений создавало иллюзию сильных бюджетных позиций. Окончание бума четко показало, что налоговые поступления носили в основном временный ха-

рактер: в 2009 году профицит бюджета стран региона на уровне 2 процентов ВВП сменился дефицитом в 6 процентов ВВП. Однако к 2011 году, после того как большинство стран провело крупную бюджетную консолидацию, дефицит региона уменьшился до ½ процента ВВП.

Тем не менее многие страны стоят перед значительными рисками. Из-за необходимости рефинансировать крупный внешний долг потребности в заимствованиях остаются высокими. Крупные суммы займов в иностранной валюте ограничивают возможности курсовой и денежно-кредитной политики. Кроме того, Россия и Украина остаются чувствительными к снижению цен на биржевые товары. Бюджетный дефицит ряда стран остается значительным, несмотря на усилия, направленные на консолидацию бюджета и уменьшение дефицита и долга. Банковские системы обременены крупными суммами необслуживаемых кредитов (до 2008 года такой проблемы не существовало).

Всплеск цепной реакции

Степень устойчивости региона была подвергнута испытанию, когда во второй половине 2011 года усилились проблемы в зоне евро. Банки в зоне евро столкнулись с существенными трудностями доступа к финансированию. В ответ они начали свертывать операции внешнего финансирования. За период с июня по декабрь иностранные банки сократили финансирование стран Центральной, Восточной и Юго-Восточной Европы на 6½ процента по сравнению с сокращением финансирования стран Африки, Ближнего Востока и Азиатско-Тихоокеанского региона на 3 процента и его увеличением на 2 процента в случае стран Латинской Америки и Карибского бассейна.

Хотя данное существенное сокращение финансирования было частично компенсировано ростом местных депозитов и увеличением кредитования местными банками, рост кредитования был отрицательным в странах Балтии, Венгрии, Словении и Черногории.

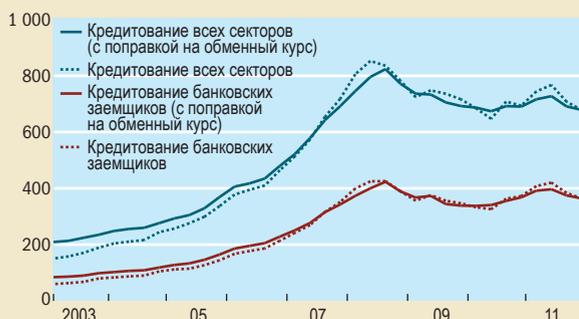
Сокращение финансирования региона ослабло, когда в конце 2011 года и начале 2012 года Европейский центральный банк

Рисунок 2

Сокращение позиций

Банки стран с развитой экономикой быстро расширили кредитование стран Центральной, Восточной и Юго-Восточной Европы до финансового кризиса, начавшегося с краха Lehman Brothers в сентябре 2008 года.

(Кредитование региона банками стран с развитой экономикой, в млрд долл. США)



Источник: Bank for International Settlements.

Примечание. Графиком охватываются банки, ведущие международные операции в странах, являющихся членами Банка международных расчетов, международного центрального банка национальных центральных банков. Поправки на обменный курс вводятся с целью исключить изменения стоимостных оценок, связанные с изменениями обменных курсов для данных, сообщаемых в единой валюте, в данном случае в долларах США.

Рисунок 3

Исчезающий дефицит

В 2007 году страны Центральной, Восточной и Юго-Восточной Европы имели крупный дефицит счетов текущих операций, который существенно уменьшился к 2011 году.

(Дефицит счета текущих операций, в процентах ВВП)



Источник: МВФ, база данных издания «Перспективы развития мировой экономики».

Примечание. Сальдо счета текущих операций отражает доходы страны от экспорта и инвестиций за границей и денежные трансферты, полученные от других стран, за минусом расходов на импорт, дохода, переведенного иностранным владельцам инвестиций в стране, и денежных трансфертов за границу.

(ЕЦБ) предложил банкам неограниченную ликвидность под низкие проценты на период в три года. Прозвучавшее в июле 2012 года заявление Президента ЕЦБ Марио Драги о том, что «будет сделано все необходимое, чтобы сохранить евро», дополнительно успокоило рынки и помогло ослабить нехватку финансирования.

напряженность на финансовых рынках, финансирование от материнских банков, вероятно, сократится, и уменьшится приток капитала, что дополнительно отразится на внутреннем спросе.

Позиции стран региона сильнее, чем в 2008 году, когда катастрофа была неизбежна. Вследствие крупных дисбалансов страны региона были крайне уязвимы при неожиданной остановке

Несмотря на недавнее улучшение ситуации на финансовых рынках, рост резко замедлился в текущем году (в результате вторичных эффектов спада в зоне евро).

Несмотря на недавнее улучшение ситуации на финансовых рынках, рост в регионе резко замедлился в текущем году (в результате вторичных эффектов спада в зоне евро). В октябре в выпуске «Перспектив развития мировой экономики» 2012 года МВФ прогнозирует рост в странах Центральной, Восточной и Юго-Восточной Европы на уровне всего 2,8 процента против 4,9 процента в 2011 году.

Кроме того, вследствие тесных торгово-финансовых связей для стран региона сохраняются риски при новом ухудшении ситуации в зоне евро. Страны Центральной, Восточной и Юго-Восточной Европы будут сильно затронуты усилением кризиса в зоне евро через торговлю и финансы. При быстром падении роста в странах зоны евро пострадает экспорт, усилится

притока капитала. В настоящее время дело обстоит иначе: вероятность кризиса из-за внутренних причин существенно ниже.

Однако это не означает, что регион полностью защищен: на нем по-прежнему могут сказываться события в зоне евро. Несмотря на его новую устойчивость, он быстро может оказаться не в состоянии справиться с последствиями ухудшения ситуации в зоне евро. Это подчеркивает сохраняющуюся необходимость восстанавливать буферы и повышать готовность к кризису. ■

Бас Б. Баккер является советником, а Кристоф Клинген — заместителем начальника отдела Европейского департамента МВФ.



COLUMBIA | SIPA School of International and Public Affairs



PROGRAM IN ECONOMIC POLICY MANAGEMENT (PEPM)

Confront global economic challenges with the world's leading economists, policymakers, and expert practitioners, including Jagdish Bhagwati, Guillermo Calvo, Robert Mundell, Arvind Panagariya, and many others.

A 14-month mid-career Master of Public Administration focusing on:

- rigorous graduate training in micro- and macroeconomics
- emphasis on the policy issues faced by developing economies
- option to focus on Economic Policy Management or International Energy Management
- tailored seminar series on inflation targeting, international finance, and financial crises
- three-month capstone internship at the World Bank, IMF, or other public or private sector institution

The 2013-2014 program begins in July of 2013. Applications are due by January 1, 2013.

pepm@columbia.edu | 212-854-6982; 212-854-5935 (fax) | www.sipa.columbia.edu/academics/degree_programs/pepm
To learn more about SIPA, please visit: www.sipa.columbia.edu