

# Перспективи розвитку регіональної економіки: ЄВРОПА

## Переоцінка ризиків Квітень 2008 року

### Аналітичне резюме

#### Перспективи: плавання по бурхливих хвилях

Поширення кризи на фінансових ринках призвело до значного погіршення перспектив європейської економіки. Хоча Європа зустріла ці фінансові потрясіння з міцними економічними детермінантами, вторинні ефекти очікуваної рецесії в США, глобальна переоцінка ризиків і напруженість у фінансовій системі підривають потужність її економіки. Ці проблеми доповнюються підвищенням курсу євро і різким збільшенням інфляції, пов'язаним насамперед із зростанням цін на продукти харчування і енергоносії. В Європі очікується різке уповільнення темпів економічного зростання, на 1¼ процента в 2008 році, причому в країнах з розвинутою економікою темпи зростання, за прогнозом, на деякий час опустяться набагато нижче потенційного рівня.

Значні ризики загрожують перспективам економічного зростання. Що стосується чинників можливого погіршення ситуації, то вторинні ефекти уповільнення глобального зростання можуть бути навіть більшими, ніж очікується; може відбутися раптове корегування глобальних дисбалансів, що супроводжуватиметься подальшим зміцненням євро; дефіцит кредитних ресурсів може перетворитися в повномасштабну кредитну кризу. Рівні ризику вище в країнах, де відбувається корекція цін на житло, хоча в Європі цей чинник певною мірою втрачає свою важливість внаслідок обмеженого використання домашніми господарствами позик під заставу сплаченої вартості житла. Країни з ринком, що формується, які мають значний дефіцит рахунку поточних операцій або високі коефіцієнти зовнішнього боргу, особливо уразливі до змін настроїв інвесторів. З іншого боку, внутрішній попит може бути вищим, ніж прогнозується, особливо в короткостроковій перспективі, оскільки умови на ринках праці залишаються сприятливими.

Перед директивними органами країн з розвинутою економікою стоїть непросте завдання: відновити довіру до фінансової системи і послабити наслідки кризи у фінансовому секторі для реальної економіки, зберігаючи при цьому важко завойовану довіру до того, що інфляція буде і далі перебувати під контролем, і підтримуючи довгострокову сталість державних фінансів. Першочерговим завданням на найближчий період є відновлення довіри між контрагентами і підвищення стійкості

фінансових установ. Слід продовжувати надавати ліквідність у міру необхідності. Центральним банкам необхідно знайти вірний баланс між підтримкою реальної економіки і запобіганням виникненню вторинних ефектів від нещодавнього зростання інфляції. В зоні євро поточний рівень інфляції є тривожно високим, проте прогнозується, що він знову опуститься нижче рівня 2 відсотків протягом 2009 року, причому ризики зміщені у бік погіршення ситуації. З огляду на це Європейський центральний банк (ЄЦБ) може дозволити собі певне пом'якшення курсу політики. В країнах, де є можливості для фіскального маневру, автоматичним стабілізаторам необхідно дозволити діяти на повну потужність, щоб послабити наслідки економічного спаду. У разі більш різкого зниження темпів економічного зростання своєчасні, тимчасові і точно адресовані заходи бюджетного стимулювання можуть стати дієвим засобом підтримки економіки для деяких країн.

Економіка країн Європи з ринком, що формується, продовжує швидко розвиватися, але динамічному зростанню перешкоджають зниження активності в країнах з розвинутою економікою, переоцінки величини ризику і підвищення цін біржових товарів. Фінансові потрясіння починають позначатися на вартості фінансування і можливості його отримання: збільшилися спреди по суверенних і приватних облігаціях; більш помірним став рівень короткострокових трансграничних фінансових потоків; почало сповільнюватися зростання кредиту в деяких країнах. У більшості країн очікується лише невелике зниження темпів зростання, яке наблизить їх до потенційного рівня і обмежить ризики перегріву. Однак збільшення ризиків «жорсткої посадки» в економіці країн з великими зовнішніми дисбалансами диктує необхідність постійної уваги до питань зниження уразливості і регулювання тиску з боку попиту.

## **Фінансові потрясіння: перевірка стійкості і перешкода зростанню**

Неспокійна ситуація на фінансових ринках швидко розповсюджується у фінансових системах країн Європи (див. розділ 2). Прямі втрати ринкової вартості і доходу по цінних паперах, пов'язаних з непершокласними іпотечними кредитами, ослабили базу капіталу і понизили прибутки європейських фінансових установ. В умовах, коли невизначеність щодо рівнів і характеру ризику невиконання зобов'язань контрагентами набула повсюдного поширення, величина кредитного ризику була піддана переоцінці, але це було зроблено асиметрично по різних класах активів. Небажання інвесторів брати на себе ризики призвело до безпрецедентного тиску на ринках комерційних паперів і міжбанківських грошових ринках.

Незважаючи на глибину і масштаб потрясінь, що відбуваються, фінансові системи Європи поки що досить успішно їх витримують. Основні системні установи зберігають стійкість завдяки вливанню нового капіталу, яке здійснюють у необхідних

випадках акціонери і зовнішні інвестори. Частково завдяки цьому, а частково через те, що потрясіння меншою мірою зачепили традиційні боргові інструменти, банківське кредитування в країнах Європи з розвинутою економікою майже не постраждало, а поширення вторинних ефектів на країни Європи з ринком, що формується, мало обмежений характер.

Проте випробування для фінансових систем Європи ще не закінчилося. Різні оцінки свідчать про те, що визнання збитків в багатьох фінансових установах ще не повною мірою відбиває дійсність. Крім того, вартість фінансових продуктів, пов'язаних з непершокласними іпотечними кредитами, ймовірно, ще більш знизиться, перш ніж стабілізуються умови на ринку житла. Фінансові проблеми, що продовжуються, захоплюють інші форми боргу і страхування від боргового дефолту і можуть, внаслідок своєї дії на материнські банки в країнах з розвинутою економікою, поширитися на європейські країни з ринком, що формується. Крім того, ліквідність лишається дуже невисокою, попри рішучі заходи, вжиті центральними банками основних країн.

Загальне занепокоєння викликають наслідки кризи, що розгортається, для реальної економіки. Проведений аналіз говорить про те, що підвищення вартості фінансування і нестача кредитних ресурсів, а також ланцюгова реакція, що відбувається через корегування цін на активи і житло, ймовірно, матимуть істотний вплив на економічне зростання. Зберігається явна можливість подальшого загострення кредитної кризи, у разі якого спад економічної активності ще більше посилиться.

## **Країни Європи з ринком, що формується: досягнення конвергенції і подолання уразливості**

Аналіз перспектив і чинників уразливості економіки країн Європи з ринком, що формується (див. розділ 3), дає підстави вважати, що тренд до конвергенції країн регіону спирається на міцні детермінанти і, як наслідок, продовжуватиметься, хоч і повільнішими темпами. У більшості країн були досягнуті успіхи в проведенні структурних реформ, внаслідок чого головним чинником зростання стало підвищення продуктивності праці. Проте останніми роками темпи зростання у більшості країн перевищували розрахунковий потенціальний рівень, і зараз вже почалося їх коригування.

В деяких країнах швидке зростання супроводжується зростанням зовнішніх дисбалансів, включаючи утворення великих дефіцитів рахунку поточних операцій і високих рівнів зовнішнього боргу, внаслідок чого зростає ризик «жорсткої посадки» економіки. Хоча економічні детермінанти говорять про обґрунтованість порівняно високих рівнів дефіциту рахунку поточних операцій в регіоні, в деяких країнах дефіцит, можливо, є надмірним, що свідчить про необхідність коригування в

середньостроковій перспективі. Додатковим чинником уразливості є високі рівні зовнішнього боргу і ризику фінансових балансів в деяких країнах.

Необхідні додаткові заходи в галузі макроекономічної політики і структурних реформ для подолання дисбалансів країн Європи з ринком, що формується. Грошово-кредитні умови в більшості країн регіону є, здебільшого, досить м'якими, і їх необхідно в міру можливості посилити. В процесі бюджетної консолідації не завжди повною мірою використовувалися можливості періоду швидкого зростання; бюджетна консолідація повинна грати більшу роль в управлінні внутрішнім попитом, особливо в країнах, де грошово-кредитна політика спрямована насамперед на стабілізацію обмінного курсу. Крім того, проведений нами аналіз розкрив тісний зв'язок між структурними реформами і потенційним зростанням, що свідчить про важливість досягнення подальшого прогресу в здійсненні цих реформ для плавної конвергенції країн Європи з ринком, що формується. Крім того, структурні реформи допомагатимуть спрямуванню ресурсів в сектор зовнішньоторговельних товарів і тому сприятимуть зменшенню зовнішніх дисбалансів.