

Перспективы развития региональной экономики

Европа

Переоценка рисков



АПРЕЛЬ **08**

Обзоры мировой экономики и финансов

Перспективы развития региональной экономики

Европа

Переоценка рисков



АПРЕЛЬ 08

©2008 Международный Валютный Фонд

Cataloging-in-Publication Data

Перспективы развития региональной экономики: Европа – [Washington, D.C.] :
Международный Валютный Фонд, 2008.
р. см. – (Обзоры мировой экономики и финансов)

“Переоценка рисков.”

Russian translation of: Regional economic outlook : Europe.

Апрель 2008 года.

Includes bibliographical references.

ISBN 978-1-58906-714-1

1. Economic forecasting – Europe. 2. Europe – Economic conditions – 1945- 3. Europe –
Economic conditions – Statistics. I. International Monetary Fund. II. Series (World economic
and financial surveys) III. Title.

HC240 .R44518 2008

Цена 31 доллар США
(26 долларов США для студентов и преподавателей
высших учебных заведений)

Просьба присылать заказы по адресу:
International Monetary Fund, Publication Services
700 19th St. N.W., Washington, D.C. 20431, U.S.A.
Телефон.: (202) 623-7430 Факс: (202) 623-7201
Электронная почта: publications@imf.org
Интернет: www.imf.org

Оглавление

Аналитическое резюме	vii
1. Перспективы развития: плавание по бурным волнам	1
Страны с развитой экономикой	1
Страны с формирующимся рынком	10
2. Нестабильность на финансовых рынках: эффекты распространения и воздействие на финансовые системы и операции реального сектора	19
Распространение нестабильности на финансовых рынках на Европу	19
Воздействие на устойчивость финансовой системы	22
Воздействие на реальную экономику	28
3. Конвергенция в странах Европы с формирующимся рынком: устойчивость и уязвимые места	39
Общий обзор	39
Поддержание устойчивого роста	41
Пути решения проблемы уязвимых мест	46
Проведение обоснованной макроэкономической политики	56
План мер политики	58
Библиография	61
Вставки	
1. Вторичные эффекты ослабления роста в США	6
2. Нестабильность ситуации на финансовых рынках: уроки для экономической политики	12
3. Инфляция цен на продовольствие в странах Европы с формирующимся рынком	15
4. Риски эффектов распространения среди ведущих банков Европейского союза	27
5. Региональные финансовые взаимосвязи и каналы цепного распространения	29
6. Профиль риска банков, рост кредитов и реальная экономика	35
7. Последствия нестабильности на финансовых рынках для реального сектора в странах с формирующимся рынком	36
8. Оценки потенциальных темпов экономического роста в странах Европы с формирующимся рынком на основе модели роста	47
9. Устойчивость счета текущих операций в странах ЕС-10	52
Таблицы	
1. Страны Европы. Темпы роста реального ВВП и инфляция по ИПЦ, 2006–2009 годы	5
2. Страны Европы. Внешние и бюджетные сальдо, государственный долг, 2006–2008 годы	9
3. Измерение воздействия переоценки рисков на отдельные рынки	20
4. Чистая открытая позиция банков по отношению к рынкам непервоклассных ипотечных кредитов в США	25

5. Расчетные убытки по позициям банков, связанным с непервоклассными ипотечными Кредитами	25
6. Изменения объемов производства под влиянием финансовых потрясений: результаты имитационных расчетов	33
7. Изменение темпов роста ВВП в результате снижения темпов роста кредита на 10 процентных пунктов	34
8. Определяющие факторы роста в странах Европы с формирующимся рынком, 2003–2007 годы	44
9. Устойчивость счета текущих операций на основе модели региональной конвергенции, 2007 год	54
10. Изменение отношения внешний долг/ВВП под воздействием неблагоприятных потрясений, 2007–2011 годы	55

Рисунки

1. Европа и США. Рост реального ВВП, 2001–2009 годы	1
2. Ключевые краткосрочные показатели	2
3. Зона евро. Вклад продовольствия и энергоресурсов в общую инфляцию, январь 2006 года – декабрь 2007 года	3
4. Зона евро. Стоимость финансирования, 2003–2008 годы	3
5. Отклонения 3-месячных межбанковских ставок от ожидаемых ставок интервенций, 2007–2008 годы	4
6. Изменения в стандартах предоставления ссуд предприятиям и населению, 2005–2008 годы	4
7. Показатели обменного курса евро, 1999–2008 годы	7
8. Экономический рост в странах Европы с формирующимся рынком, 2001–2009 годы	10
9. Страны Европы с формирующимся рынком. Индикаторы уверенности, январь 2006 года – февраль 2008 года	11
10. Страны Европы с формирующимся рынком. Спреды по суверенным и корпоративным облигациям, январь 2007 года – март 2008 года	14
11. Страны с формирующимся рынком. Эмиссия внешних облигаций частным сектором, 2006–2008 годы	14
12. Страны Европы с формирующимся рынком. Спреды по облигациям и дефицит счета текущих операций	17
13. Центральная и Восточная Европа. Рост кредита и цены на жилье, 2002–2006 годы	17
14. Оценка сдвигов в глобальной цене риска, 2007–2008 годы	20
15. Переоценка рисков для разных классов активов и стран	21
16. Кредитование нефинансовых корпораций и домашних хозяйств в зоне евро 2000–2008 годы	23
17. Изменения в балансе Европейской банковской системы	23
18. Ожидаемая частота дефолтов	24
19. Подразумеваемые спреды, 2007–2008 годы	24
20. Зависимость рыночного леввериджа от изменчивости активов подверженных риску банков ЕС, 2007–2008 годы	24
21. Европейские банки — рыночная стоимостная оценка проблемных активов	25

22. Конвергенция в странах Европы с формирующимся рынком и в остальном мире, 2002–2006 годы	39
23. ВВП на душу населения и баланс счета текущих операций, 2007 год	40
24. Страны Европы с формирующимся рынком: добавленная стоимость по секторам, вклады в рост реального ВВП, 2002–2006 годы	41
25. Страны Европы с формирующимся рынком: внутренний и внешний спрос, влияние на рост реального ВВП, 2002–2006 годы	42
26. Страны Европы с формирующимся рынком. Учет факторов экономического роста, 2002–2006 годы	42
27. Экономический рост и рост кредитов частному сектору, 2002–2006 годы	45
28. Страны Европы с формирующимся рынком. Составляющие дефицита по счету текущих операций, 2003–2007 годы	46
29. Страны Европы с формирующимся рынком. Покрытие дефицита по счету текущих операций за счет ПИИ, 2002–2006 годы	46
30. Страны Европы с формирующимся рынком. Изменение баланса счета текущих операций и укрепление реального эффективного обменного курса, 2003–2007 годы	49
31. Страны Европы с формирующимся рынком. Процент изменения в рыночных долях экспорта в мировой экономике, 2002–2006 годы	49
32. Прогнозы модели счета текущих операций и фактический баланс в отдельных странах – новых членах ЕС	50
33. Страны Европы с формирующимся рынком. Краткосрочный долг (остаток срока погашения)/валютные резервы, 2007 год	51
34. Процентная ставка по кредитам — процентная ставка по правилу Тейлора, 2003–2007 годы	57
35. Страны Европы с формирующимся рынком. Индекс денежно-кредитных условий, 2007 год	57
36. Изменение фактического и структурного сальдо бюджета, 2003–2007 годы	58

Авторами настоящего доклада «*Перспективы развития региональной экономики: Европа. Переоценка рисков*» являются Атанасиос Вамвакидис, Эдда Золи, Дора Иакова, Сильвия Сгерри и Филип Шелекенс под общим руководством Майкла Дешлера, Аджея Чопры, Алессандро Леопольда и Люка Эверера. В его подготовке также принимали участие София Арваи, Давид Вавра, Дейл Грей, Карл Дриссен, Эли Канетти, Андреа Меклер, Сробона Митра, Ли Лян Онг, Джеффри Острайкер, Инси Откер-Робе, Александр Пивоварский, Элина Рыбакова, Мустафа Саид, Александр Тиман, Даниэл Харди и Мартин Чихак. Работа по подготовке *ППРЭ: Европа* координировалась Отделом региональных исследований Европейского департамента МВФ в тесном сотрудничестве с Отделом стран Европы Департамента денежно-кредитных систем и рынков капитала МВФ. Павел Лукьянцев, Доминик Ралисон-Раджаобелина и Томас Уолтер оказывали помощь в проведении исследований, административных вопросах и редактировании доклада. Марина Приморац из Департамента внешних связей координировала выпуск издания. Издание на русском языке подготовлено группой сотрудников Отдела арабского и русского языков в составе Александры Акчуриной, Татьяны Вороновой, Михаила Левина, Светланы Мозер, Константина Николаева, Юрия Новицкого и Михаила Сурина. Издание на русском языке координировала Александра Акчурина. Доклад подготовлен на основе имевшихся данных на 24 марта 2008 года. Взгляды, выраженные в настоящем докладе, принадлежат персоналу МВФ и не должны рассматриваться как принадлежащие исполнительным директорам или официальным органам стран, которые они представляют.

Аналитическое резюме

Перспективы: плавание по бурным волнам

Распространение кризиса на финансовых рынках значительно ослабило перспективы европейской экономики. Хотя Европа встретила эти финансовые потрясения, обладая сильными экономическими детерминантами, вторичные эффекты ожидаемой умеренной рецессии в США, глобальная переоценка рисков и напряженность в финансовой системе подрывают силы ее экономики. Эти проблемы усугубляются повышением курса евро и резким подъемом инфляции вследствие роста цен на продукты питания и энергоносители. В Европе ожидается резкое снижение темпов экономического роста, на 1¼ процентного пункта в 2008 году, причем в странах с развитой экономикой темпы роста, по прогнозу, на некоторое время упадут значительно ниже потенциального уровня.

Существуют значительные риски для экономического роста. Что касается риска ухудшения ситуации, вторичные эффекты замедления глобального роста могут оказаться еще сильнее, чем ожидалось; может произойти внезапная корректировка глобальных дисбалансов, сопровождающаяся дальнейшим укреплением евро; сокращение кредита может перерасти в полномасштабный кредитный кризис. Уровни риска выше в странах, переживающих коррекцию цен на жилье, хотя действие этого фактора в Европе смягчается ввиду ограниченного использования домашними хозяйствами займов под залог оплаченной стоимости жилья. Страны с формирующимся рынком, имеющие значительный дефицит по счету текущих операций или высокие коэффициенты внешнего долга, особенно уязвимы в случае снижения уверенности инвесторов. С другой стороны, возможность превышения ожидаемых темпов роста связана с тем, что внутренний спрос может быть выше, чем прогнозируется, особенно в краткосрочной перспективе, поскольку условия на рынках труда все еще благоприятны.

Перед директивными органами в странах с развитой экономикой стоят задачи восстановить доверие к финансовой системе и свести к минимуму последствия кризиса в финансовом секторе для реальной экономики, сохраняя при этом с трудом завоеванную репутацию борцов с инфляцией и долгосрочную устойчивость государственных финансов. Первоочередные задачи на ближайший период заключаются в восстановлении доверия между контрагентами и повышении устойчивости финансовых учреждений. Следует продолжать предоставлять ликвидность по мере необходимости. Центральным банкам необходимо будет найти надлежащий баланс между поддержкой реальной экономики и предотвращением вторичных эффектов вследствие повышения инфляции за последний период. Хотя текущий уровень инфляции в зоне евро тревожно высок, прогнозируется, что в 2009 году он вновь опустится ниже 2 процентов в условиях все более неблагоприятных перспектив экономической активности. Исходя из этого Европейский центральный банк (ЕЦБ) может позволить себе несколько смягчить курс проводимой политики. В странах, обладающих бюджетным потенциалом, следует допустить полномасштабное действие автоматических стабилизаторов, чтобы амортизировать экономический спад. В случае более резкого снижения темпов роста своевременные, ограниченные по срокам и адресные меры бюджетного стимулирования могли бы послужить действенным средством поддержки экономики для некоторых стран.

Экономика стран Европы с формирующимся рынком продолжает быстро расти, но их динамичному развитию препятствуют снижение активности в странах с развитой экономикой, переоценка стоимости активов с учетом риска и повышение цен на биржевые товары. Финансовые

потрясения начинают сказываться на стоимости финансирования и возможности его получения: увеличились спреды по суверенным и частным облигациям, уровни краткосрочных трансграничных финансовых потоков стали более умеренными, и рост кредита в некоторых странах начинает замедляться. В большинстве стран ожидается лишь небольшое снижение темпов роста, которое приблизит их к потенциальному уровню и ограничит риски перегрева. Вместе с тем, ввиду растущих рисков «жесткой посадки» в экономике стран, имеющих крупные внешние дисбалансы, необходимо продолжать работать над снижением уязвимости и регулированием давления спроса.

Финансовые потрясения: проверка устойчивости и ограничение роста

Неспокойная ситуация на финансовых рынках быстро распространяется в финансовых системах стран Европы (см. главу 2). Прямые потери рыночной стоимости и дохода по ценным бумагам, связанным с непервоклассными ипотечными кредитами, ослабили базу капитала и снизили прибыль европейских финансовых учреждений. Ввиду широкого распространения неопределенности относительно уровней и характера риска невыполнения обязательств контрагентами, была произведена переоценка кредитного риска, но это было сделано асимметрично по различным классам активов. Снизившаяся склонность инвесторов к риску привела к беспрецедентному давлению на рынках коммерческих бумаг и межбанковских денежных рынках.

Несмотря на глубину и масштаб потрясений, финансовые системы Европы пока выдерживают их относительно успешно. Основные системные учреждения сохраняют устойчивость благодаря вливаниям нового капитала, производимым по мере необходимости акционерами и внешними инвесторами. Отчасти вследствие этого, а также в результате того, что потрясения в меньшей степени затронули традиционные долговые инструменты, в странах Европы с развитой экономикой не произошло снижения уровня банковского кредитования, а распространение вторичных эффектов на страны Европы с формирующимся рынком носило ограниченный характер.

Однако испытания для финансовых систем Европы еще не закончились. Различные оценки свидетельствуют о том, что признание убытков во многих финансовых учреждениях все еще не в полной мере отражает действительность. Между тем, стоимость финансовых продуктов, связанных с непервоклассной ипотекой, вероятно, еще более снизится, прежде чем стабилизируются условия на рынке жилья. Продолжающийся финансовый кризис захватывает другие формы долга и страхования от долгового дефолта и через воздействие на материнские банки в странах с развитой экономикой может распространиться на европейские страны с формирующимся рынком. Кроме того, ликвидность остается значительно пониженной, несмотря на решительные меры, принимаемые основными центральными банками.

Одной из проблем, вызывающих наибольшую обеспокоенность, является ущерб для реальной экономики в результате происходящего кризиса. Проведенный анализ говорит о том, что повышение стоимости финансирования и сокращение кредитных ресурсов, а также цепная реакция через корректировки цен на активы и жилье, вероятно, окажут значительное влияние на экономический рост. Сохраняется явная возможность более острого кредитного кризиса, который усугубил бы происходящий спад экономической активности.

Страны Европы с формирующимся рынком: поддержка конвергенции и преодоление уязвимости

Анализ перспектив и уязвимости экономики стран Европы с формирующимся рынком (см. главу 3) позволяет предположить, что тренд конвергенции стран региона опирается на прочные детерминанты и, как следствие, будет продолжаться, хотя и более медленными темпами. В большинстве стран достигнуты успехи в проведении структурных реформ, благодаря чему главным фактором роста является повышение производительности. Вместе с тем, темпы роста в последние годы превышают оценки потенциала по большинству стран, и уже началась их корректировка.

В ряде стран быстрый рост сопровождается увеличением внешних дисбалансов, включая крупный дефицит по счету текущих операций и высокие уровни внешнего долга, что повышает риск «жесткой посадки». Хотя экономические детерминанты указывают на обоснованность относительно высоких уровней дефицита по счету текущих операций в регионе, в некоторых странах дефицит, возможно, чрезмерно велик, что говорит о необходимости корректировки в среднесрочной перспективе. Дополнительным фактором уязвимости являются высокие уровни внешнего долга и риски финансовых балансов в некоторых странах.

Необходимо принять дополнительные меры в области макроэкономической политики и структурных реформ, чтобы преодолеть дисбалансы стран Европы с формирующимся рынком. Денежно-кредитные условия в большинстве стран региона в основном довольно либеральны, и следует по мере возможности ужесточить политику в этой области. В процессе бюджетной консолидации не всегда в полной мере использовались возможности периода быстрого роста; бюджетная консолидация должна играть более важную роль в управлении внутренним спросом, особенно в странах, в центре внимания денежно-кредитной которых политики находится стабильность обменного курса. Наш анализ также выявил тесную связь между структурными реформами и потенциальным ростом, из чего следует, что дальнейший прогресс в проведении этих реформ, возможно, является необходимым условием для обеспечения плавной конвергенции в странах Европы с формирующимся рынком. Кроме того, структурные реформы будут способствовать направлению ресурсов в сектор внешнеторговых товаров, тем самым способствуя уменьшению внешних дисбалансов.

1. Перспективы развития: плавание по бурным волнам

В 2008–2009 годах ожидается значительное замедление темпов экономического роста в Европе, обусловленное вторичными эффектами более слабого общемирового роста, повышением цен на сырьевые товары и напряженностью на финансовых рынках. Между тем, всплеск цен на продовольствие и энергоресурсы вызвал повышение уровня инфляции. Перед директивными органами стран с развитой экономикой стоят сложные задачи восстановления доверия к финансовой системе и поддержания реальной деловой активности, одновременно с обеспечением доверия в области инфляции и сосредоточением усилий на долгосрочной устойчивости государственных финансов. В странах Европы с формирующимся рынком меры политики должны быть направлены на снижение уязвимости и укрепление прочности финансовой системы.

Страны с развитой экономикой

Экономический рост при встречном ветре

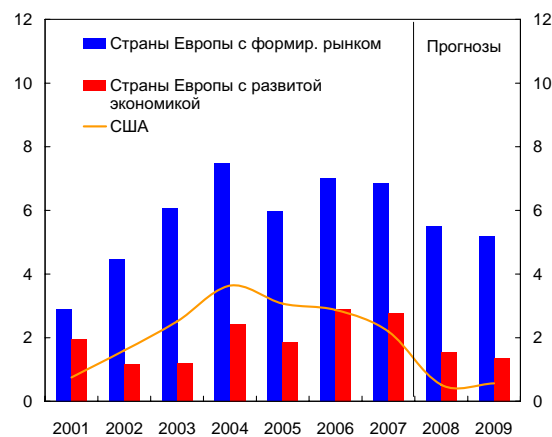
К концу 2007 года темпы роста в странах с развитой экономикой замедлились, поскольку обеспокоенность состоянием рынка ипотечных кредитов непервоклассным заемщикам в США вызвала переоценку рисков на широком спектре самых различных финансовых рынков. Экономический рост в США резко замедлился, что стало отражением продолжающейся корректировки в жилищном секторе и дезорганизации на финансовых рынках¹. В Европе снижение темпов роста в четвертом квартале было относительно небольшим, однако предпринимательская уверенность и показатели деловой активности указывают на дальнейшее ослабление в начале 2008 года (рисунки 1 и 2)².

Основным автором данной главы является Дора Иакова.

¹Подробное обсуждение динамики ситуации в мире и перспектив развития США см. в изданиях МВФ *World Economic Outlook* (2008a) и *Global Financial Stability Report* (2008b).

²К приведенной ниже группе стран Европы с формирующимся рынком относятся: Албания, Беларусь, Болгария, Босния и Герцеговина, бывшая Югославская Республика

Рисунок 1. Европа и США. Рост реального ВВП, 2001–2009 годы (проценты)



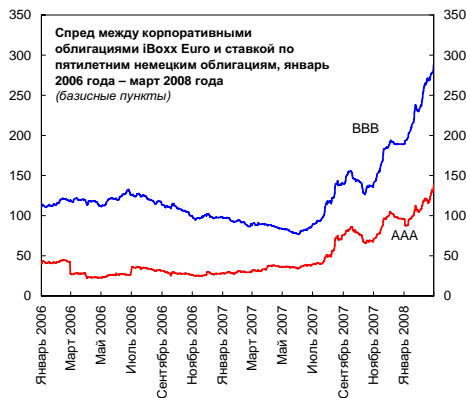
Источник: IMF, *World Economic Outlook*.

В то же время общий уровень инфляции повысился, толчком для чего стал резкий рост мировых цен на сырьевые товары (рисунок 3). Цены на энергоресурсы за год, закончившийся в феврале 2008 года, выросли на 70 процентов, а цены на продовольствие повысились примерно на 40 процентов. Такое повышение цен на продовольствие и энергоресурсы объяснялось сочетанием активного роста спроса со стороны стран с формирующимся рынком и биотопливной отрасли и жестких ограничений на стороне предложения (включая неблагоприятные погодные условия и перебои в добыче нефти). Более высокие цены на сырьевые товары вызывают снижение покупательной способности потребителей и повышение производственных издержек.

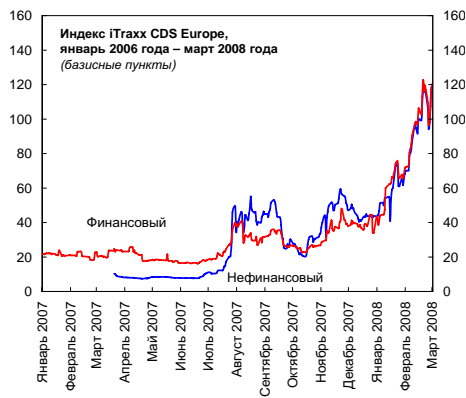
Македония, Венгрия, Латвия, Литва, Мальта, Молдова, Польша, Республика Словакия, Россия, Румыния, Сербия, Словения, Турция Украина Хорватия, Черногория, Чешская Республика и Эстония. Остальные страны Европы включены в группу стран с развитой экономикой.

Рисунок 2. Ключевые краткосрочные показатели

Повышение финансовой напряженности в Европе...

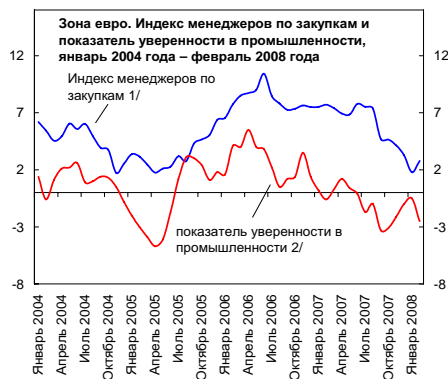


Источник: Datastream.



Источник: Datastream.

...сказалось на деловой активности...



Источник: Евростат; обследования коммерческих предприятий и потребителей Европейской комиссии; Haver Analytics; расчеты персонала МВФ.
1/ С сезонными поправками. Отклонения от значения индекса = 50.
2/ Величина в процентах, отклонение от значения тремя месяцами ранее.

...и уверенности потребителей.



Источник: Евростат; обследования коммерческих предприятий и потребителей Европейской комиссии; расчеты персонала МВФ.
1/ Трехмесячное скользящее среднее годовых процентных изменений.
2/ Величина в процентах, отклонение от значения тремя месяцами ранее.

А тем временем всплеск цен на сырьевые товары...



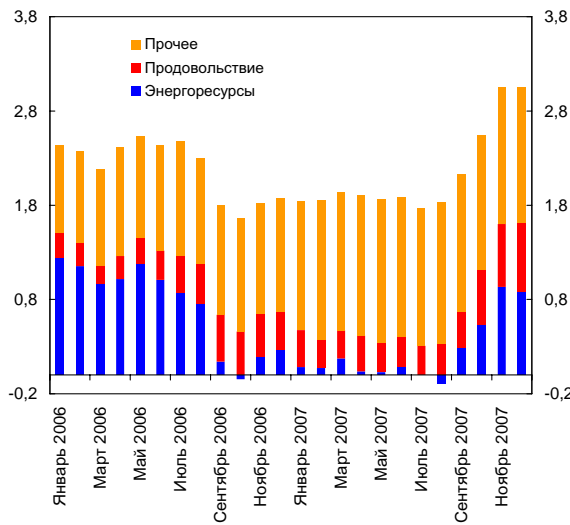
Источник: расчеты персонала МВФ.
1/ В долларах США, 2005 = 100.
2/ Среднее из сортов U.K. Brent, Dubai и West Texas Intermediate с равными весами.

...подтолкнул рост общей инфляции.



Источник: Евростат.
1/ Гармонизированный индекс инфляции потребительских цен (без учета энергоресурсов, продовольствия, спиртных напитков и табачных изделий).

Рисунок 3. Зона евро. Вклад продовольствия и энергоресурсов в общую инфляцию, январь 2006 года – декабрь 2007 года (проценты)



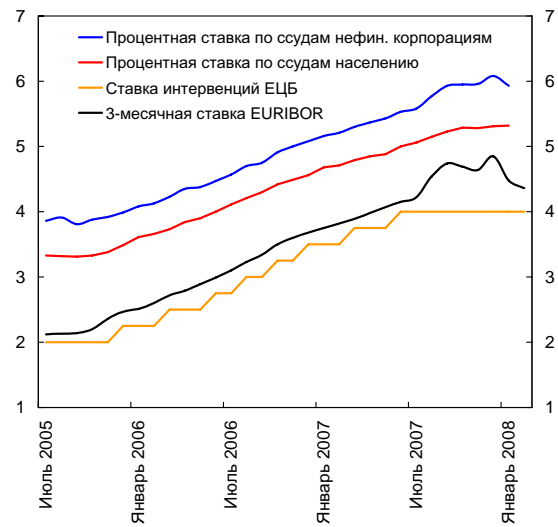
Источники: Евростат и расчеты персонала МВФ.

Ожидается, что темпы роста экономики в развитых странах Европы снизятся на 1¼ процентного пункта до 1,5 процента в 2008 году — что существенно ниже потенциальных темпов роста — и будут еще более слабыми в 2009 году (рисунок 1 и таблица 1). Этот прогноз отражает сделанную персоналом МВФ текущую оценку экономических последствий нестабильности на финансовых рынках (проявляющихся через повышение стоимости финансирования и ужесточение условий кредитования), вероятных вторичных эффектов для Европы, вызванных замедлением темпов роста в США и мире в целом, а также результатов повышения цен на сырьевые товары. Предполагается, что в ближайшем будущем уровень инфляции останется повышенным, но позднее в течение года по мере смягчения роста цен на сырьевые товары и ослабления деловой активности он постепенно снизится.

Переоценка рисков привела к повышению ставок по кредитам . . .

Финансовые потрясения в странах с развитой экономикой в последние месяцы усилились (см. главу 2). То, что началось как дефицит ликвидности, обусловленный напряженностью в небольшом сегменте рынка кредитования домашних хозяйств в США, быстро развернулось в общую переоценку кредитных рисков, которая затронула широкий круг финансовых рынков. Уменьшение

Рисунок 4. Зона евро. Стоимость финансирования, 2005–2008 годы (проценты)



Источник: Европейский центральный банк.

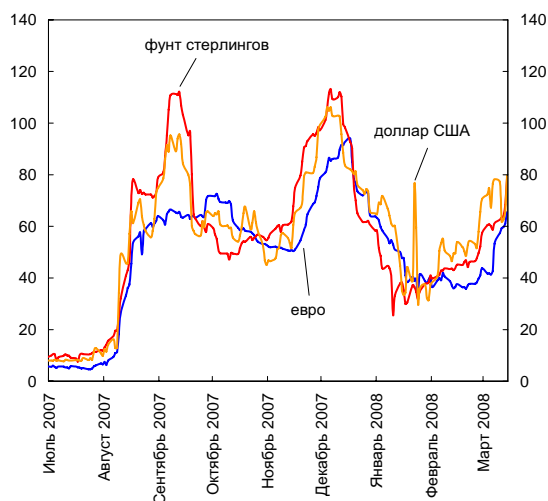
емкости рынка ценных бумаг, обеспеченных активами, и напряженная ситуация с ликвидностью на межбанковском рынке привели к росту стоимости банковского финансирования относительно ставок интервенций. Поскольку банки перекладывали на заемщиков рост своих затрат на финансирование, повысились ставки по кредитам (рисунок 4). Стоимость финансирования за счет выпуска облигаций и акций также возросла. Все крупнейшие центральные банки Европы принимали активные меры по сдерживанию роста стоимости оптовых средств путем увеличения объемов ликвидности, поставляемой на межбанковский рынок. Некоторые центральные банки также ввели новые инструменты интервенций и расширили перечень ценных бумаг, принимаемых в качестве залогового обеспечения. Несмотря на эти усилия, серьезные проблемы с ликвидностью сохраняются на фоне роста обеспокоенности в отношении кредитных рисков — спреды между краткосрочными ставками межбанковского рынка и ставками интервенций существенно превышают свои исторические средние значения (рисунок 5).

. . . и вызвала ужесточение стандартов предоставления кредитов

Вплоть до конца 2007 года темпы роста кредита оставались довольно высокими, несмотря на признаки, свидетельствующие о начале охлаждения кредитного рынка. Рост ипотечного кредитования во многих странах замедлился, однако в ряде случаев

это замедление стало проявляться еще до начала кризиса. В Соединенном Королевстве снизился рост кредитования предприятий. Темпы роста корпоративного кредитования в зоне евро пока остаются на прежнем уровне, хотя это, по крайней мере отчасти, может объясняться переключением предприятий с рыночного финансирования на банковское. Лишь в нескольких секторах, например, в сфере приобретения корпораций за счет заемных средств, отмечается заметное сокращение доступа к кредиту.

Рисунок 5. Отклонения 3-месячных межбанковских ставок от ожидаемых ставок интервенций, 2007–2008 годы (базисные пункты)

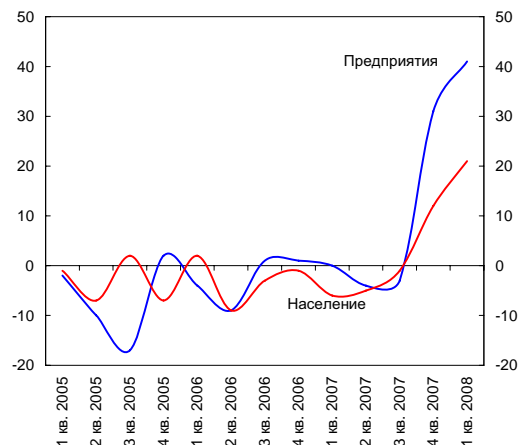


Источник: Bloomberg L.P.

Обследования условий предоставления кредитов в Европе показывают, что кредиторы ужесточают кредитные стандарты и не связанные с ценами условия кредитования, особенно в отношении займов для предприятий (рисунок 6). Основной фактор, объясняющий такое ужесточение стандартов, — это ухудшение перспектив макроэкономического развития. В случае некоторых кредиторов дополнительными факторами являются необходимость восстановить капитал и остановить расширение балансов, вызванное снижением степени секьюритизации кредитов и займов, активацией кредитных линий и принятием забалансовых обязательств.

Особую обеспокоенность вызывает тот факт, что ожидаемое ужесточение в области банковского кредита вряд ли будет компенсироваться повышением доступности финансирования за счет выпуска облигаций и акций. В прошлых эпизодах нестабильности на финансовых рынках различные подсекторы финансовой системы были в состоя-

Рисунок 6. Изменения в стандартах предоставления ссуд предприятиям и населению, 2005–2008 годы 1/



Источник: Haver Analytics и Европейский центральный банк.
1/ Чистая процентная доля банков, сообщающих об ужесточении стандартов предоставления ссуд. В качестве ссуд населению здесь рассматриваются только ипотечные.

нии отчасти компенсировать трудности, отмечавшиеся в одном сегменте. В настоящее время это может оказаться невозможным, поскольку кризис затронул как банки, так и рынки капитала — эти парные движущие силы финансовой системы.

Анализ, проведенный персоналом МВФ, показывает, что нестабильность ситуации на финансовых рынках, скорее всего, приведет к уменьшению реального экономического роста в Европе в 2008 и 2009 годах примерно на $\frac{3}{4}$ процентного пункта относительно базового сценария без финансовых потрясений (см. главу 2). Это снижение роста отражает совокупное воздействие повышения ставок по кредитам, более ограниченного доступа к финансовым средствам и вероятного снижения цен на активы. Поскольку кризис еще находится на стадии развертывания, оценки его воздействия характеризуются значительной неопределенностью.

Вторичные эффекты ослабления общемирового роста могут быть значительными

Снижение вздутых цен на жилье и дезорганизация на финансовых рынках подтолкнули экономику США к спаду. На настоящий момент персонал МВФ прогнозирует в 2008 году небольшое снижение квартальных темпов роста в США (IMF 2008a). США являются одним из крупнейших торговых партнеров для многих стран Европы (Израиля, Ирландии и Соединенного Королевства), на долю которого приходится примерно 15 процентов спроса зоны евро на экспорт. В прошлом

Таблица 1. Страны Европы. Темпы роста реального ВВП и инфляция по ИПЦ, 2006–2009 годы
(проценты)

	Темпы роста реального ВВП				Инфляция по ИПЦ			
	2006	2007	2008	2009	2006	2007	2008	2009
Европа 1/ 2/	4,0	3,9	2,6	2,5	3,6	3,6	4,6	3,4
Страны Европы с разв. экономикой 1/	2,9	2,8	1,5	1,4	2,2	2,1	2,7	2,0
Страны Европы с формирующейся экономикой 1/ 2/	7,0	6,9	5,5	5,2	7,5	7,5	9,5	6,8
Европейский союз 1/	3,3	3,1	1,8	1,7	2,3	2,4	3,1	2,2
Зона евро	2,8	2,6	1,4	1,2	2,2	2,1	2,8	1,9
Австрия	3,3	3,4	1,9	1,7	1,7	2,2	2,8	1,9
Бельгия	2,9	2,7	1,4	1,2	2,3	1,8	3,1	1,9
Финляндия	4,9	4,4	2,4	2,1	1,3	1,6	2,8	1,9
Франция	2,0	1,9	1,4	1,2	1,9	1,6	2,5	1,7
Германия	2,9	2,5	1,4	1,0	1,8	2,3	2,5	1,6
Греция	4,2	4,0	3,5	3,3	3,3	3,0	3,5	2,7
Ирландия	5,7	5,3	1,8	3,0	2,7	3,0	3,2	2,1
Италия	1,8	1,5	0,3	0,3	2,2	2,0	2,5	1,9
Люксембург	6,1	5,4	3,1	3,2	2,7	2,3	2,9	2,1
Нидерланды	3,0	3,5	2,1	1,6	1,7	1,6	2,4	1,8
Португалия	1,3	1,9	1,3	1,4	3,0	2,4	2,4	2,0
Словения	5,7	6,1	4,1	3,5	2,5	3,6	4,0	2,4
Испания	3,9	3,8	1,8	1,7	3,6	2,8	4,0	3,0
Другие страны ЕС с разв. экономикой								
Дания	3,9	1,8	1,2	0,5	1,9	1,7	2,3	2,0
Швеция	4,1	2,6	2,0	1,7	1,5	1,7	2,8	2,1
Соединенное Королевство	2,9	3,1	1,6	1,6	2,3	2,3	2,5	2,1
Новые страны ЕС 1/	6,6	6,2	4,6	4,3	3,3	4,2	5,8	4,2
Болгария	6,3	6,2	5,5	4,8	7,4	7,6	9,7	6,0
Кипр	4,0	4,4	3,4	3,5	2,2	2,2	4,0	2,9
Чешская Республика	6,4	6,5	4,2	4,6	2,5	2,8	6,0	3,5
Венгрия	3,9	1,3	1,8	2,5	3,9	7,9	5,9	3,5
Мальта	3,4	3,8	2,2	2,0	2,6	0,7	3,4	2,5
Польша	6,2	6,5	4,9	4,5	1,0	2,5	4,1	3,8
Румыния	7,9	6,0	5,4	4,7	6,6	4,8	7,0	5,1
Словацкая Республика	8,5	10,4	6,6	5,6	4,3	1,9	3,3	3,1
Эстония	11,2	7,1	3,0	3,7	4,4	6,6	9,8	4,7
Латвия	11,9	10,2	3,6	0,5	6,5	10,1	15,3	9,2
Литва	7,7	8,8	6,5	5,5	3,8	5,8	8,3	6,1
Страны с разв. экономикой, не входящие в ЕС								
Исландия	4,4	3,8	0,4	0,1	6,8	5,0	5,5	2,7
Израиль	5,2	5,3	3,0	3,4	2,1	0,5	2,6	2,0
Норвегия	2,5	3,5	3,1	2,3	2,3	0,8	3,1	2,6
Швейцария	3,2	3,1	1,3	0,9	1,0	0,9	2,0	1,4
Другие страны с формирующимся рынком								
Албания	5,0	6,0	6,0	6,1	2,4	2,9	4,2	2,9
Беларусь	10,0	8,2	7,1	6,8	7,0	8,4	11,2	8,8
Босния и Герцеговина	6,2	5,8	5,5	5,5	7,5	1,3	4,8	2,7
Хорватия	4,8	5,8	4,3	4,0	3,2	2,9	5,5	3,5
Македония, БЮР	3,7	5,0	4,5	5,0	3,2	2,2	7,0	2,5
Молдова	4,0	5,0	7,0	8,0	12,7	12,6	11,4	7,9
Черногория	6,5	7,5	7,2	5,4	2,1	3,4	4,8	4,1
Россия	7,4	8,1	6,8	6,3	9,7	9,0	11,4	8,4
Сербия	5,7	7,3	4,0	6,0	12,7	6,8	11,3	8,9
Турция	6,9	5,0	4,0	4,3	9,6	8,8	7,5	4,5
Украина	7,1	7,3	5,6	4,2	9,0	12,8	21,9	15,7

Источник: IMF, *World Economic Outlook*.

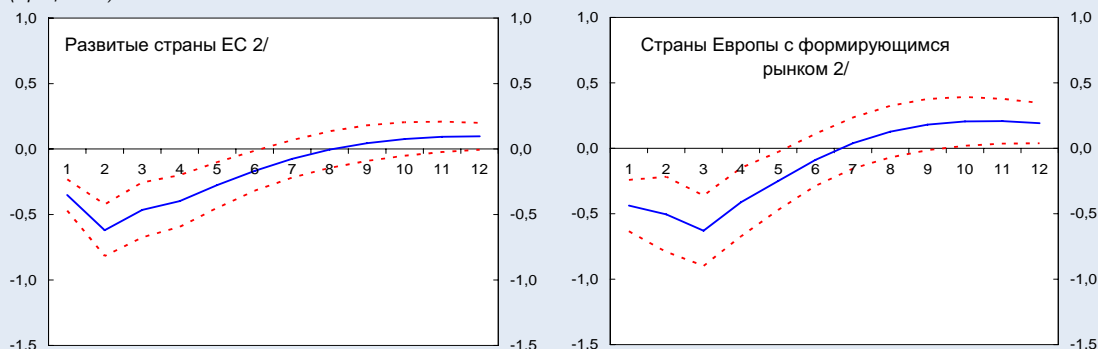
1/ Средневзвешенное по ВВП с учетом ППС.

2/ Черногория не включена в расчет общих показателей.

Вставка 1. Вторичные эффекты ослабления роста в США

Изменения темпов роста в США оказывают очевидное воздействие на рост и в странах Европы с развитой экономикой, и в европейских странах с формирующимся рынком. Анализ на основе векторной авторегрессии, проведенный на квартальных данных за период с 2001 по 2007 год показывает, что временное замедление темпов роста в США на 1 процентный пункт непосредственно приводит к снижению роста в европейских странах с развитой экономикой и с формирующимся рынком примерно на $\frac{1}{2}$ процентного пункта за два квартала. Более того, косвенные вторичные эффекты снижения темпов роста в развитых странах Европы могут ослабить рост в странах с формирующимся рынком еще на $\frac{1}{4}$ процентного пункта. Результаты более раннего исследования персонала МВФ указывают на то, что в случае спада в США эти вторичные эффекты могут быть еще более значительными (IMF, 2007).

Реакция стран Европы на снижение темпов роста в США на 1 процентный пункт 1/
(проценты)



Источник: имитационные расчеты персонала МВФ.

1/ Реакция на импульсы рассчитывается на основании векторной авторегрессии темпов роста в США, темпов роста в развитых странах ЕС и темпов роста в странах Европы с формирующимся рынком с двумя лагами ± 2 стандартных ошибки, что показано пунктирными линиями.

2/ В рамках данного анализа в группу развитых стран ЕС входят Соединенное Королевство и страны зоны евро, кроме Ирландии и Словении. В группу стран Европы с формирующимся рынком входят Болгария, Венгрия, Польша, Словацкая Республика, Хорватия и Чешская Республика. Данные по странам, входящим в каждую группу, агрегированы с использованием весов по объемам ВВП, скорректированным с учетом ГПС.

Примечание. Основным автором данной вставки является Сробона Митра.

замедление экономического роста в США оказывало существенное вторичное воздействие на Европу, причем финансовые связи были даже более важным каналом передачи этого воздействия, чем торговля (Bayoumi and Swiston, 2007). По оценкам персонала МВФ, снижение темпов роста в США на 1 процентный пункт приводит к уменьшению темпов роста в Европе примерно на $\frac{1}{2}$ процентного пункта (вставка 1).

Недавнее повышение реального эффективного обменного курса евро может усугубить негативные последствия для торговли зоны евро (рисунок 7). Оценки персонала МВФ позволяют предположить, что курс евро сейчас выше своего среднесрочного равновесного значения. Если говорить конкретно, то курс евро является завышенным,

как и курс доллара США, по отношению к валютам стран с профицитом счета текущих операций, таких как страны-производители нефти и некоторые страны Азии.

Неопределенность перспектив экономического развития необычно высока

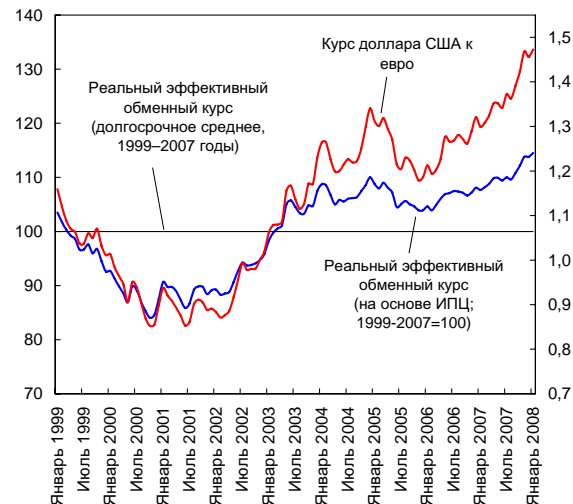
Текущий прогноз экономического роста связан с существенными рисками. Развертывание потрясений на финансовых рынках еще продолжается, и оценки их потенциального воздействия на рост сопряжены с неопределенностью. В случае резкого снижения темпов роста и уровня занятости в Европе, структурная жесткость рынков труда и товарных рынков в развитых странах может стать причиной продолжительного замедления экономического роста.

Во-первых, спад в США может быть более сильным и более продолжительным, чем прогнозируется в настоящее время, что окажет более значительное вторичное воздействие на остальной мир. Подобная динамика вызовет еще более значительное снижение экономического роста в Европе. Во-вторых, по мере развития событий убытки банков могут оказаться более крупными, чем оценивается в настоящее время. В этом случае сокращение кредита может приобрести более серьезный характер, что будет иметь соответствующие последствия для уровня деловой активности. В-третьих, значительное дальнейшее укрепление евро может отразиться на конкурентоспособности, особенно если оно будет обусловлено преимущественно снижением относительной премии за риск по активам, выраженным в евро. К другим рискам для экономического роста относятся дальнейшее повышение цен на сырьевые товары, усиление протекционистского давления и возможность неупорядоченного развития ситуации в связи с глобальными дисбалансами.

В странах, где происходит корректировка цен на жилье, риски могут быть существенно выше. Во многих европейских странах, в том числе в Ирландии, Испании и Соединенном Королевстве, в течение последнего десятилетия отмечался бум цен на жилье. В последние месяцы в Ирландии и Соединенном Королевстве эти цены стали снижаться, а в других странах темпы их роста существенно замедлились. Трудно предсказать масштабы коррекции, однако простые показатели экономической обоснованности, такие как отношения цен к арендной плате и цен к доходам, по-прежнему значительно выше своих исторических средних уровней. Цены на коммерческую недвижимость в Соединенном Королевстве также снижаются. Хотя корректировки некоторых цен на активы уже учтены в прогнозе экономического развития, более резкая или масштабная корректировка приведет к дальнейшему снижению уровня деловой активности и может вызвать эффекты финансового акселератора.

Если говорить о позитивной стороне, то отношения долга к доходам домашних хозяйств во многих развитых европейских странах ниже аналогичных показателей в США, поэтому домашние хозяйства в этих странах Европы менее восприимчивы к изменениям условий кредитования. В ряде исследований было показано, что в Европе изменение цен на жилье оказывает относительно слабое влияние на потребление, поскольку ипотечные займы под чистые

Рисунок 7. Показатели обменного курса евро, 1999–2008 годы



Источник: IMF, Global Data Sources.

активы домашних хозяйств в форме недвижимости менее распространены, чем в Соединенных Штатах. Кроме того, в большинстве стран практика предоставления внутренних кредитов заемщикам с низким уровнем кредитоспособности почти или совсем отсутствует, что должно ограничивать масштабы кредитных проблем, которые бы возникали внутри самих рассматриваемых стран. Даже в тех немногих странах, где рынок ипотечных кредитов непервоклассным заемщикам существует — как, например, в Соединенном Королевстве, — доля таких кредитов в совокупном объеме ссуд гораздо ниже, чем в США. Наконец, исторически высокий уровень занятости в ближайшей перспективе должен послужить поддержкой для внутреннего спроса.

Риски превышения ожидаемых темпов инфляции обусловлены возможностью дальнейшего роста цен на нефть и продукцию сельского хозяйства, а также возможностями ускорения роста заработной платы, учитывая высокий уровень загрузки производственных мощностей и жесткие условия на рынке труда в Европе в целом.

Задачи для экономической политики

Ближайшая цель, стоящая перед директивными органами стран Европы с развитой экономикой, — свести к минимуму воздействие потрясений на финансовых рынках на реальную экономику, при этом сохранив с таким трудом достигнутое доверие к инфляции и долгосрочную устойчивость государственных финансов. Параллельные

усилия по восстановлению доверия к финансовой системе и совершенствованию основ финансового регулирования и надзора должны способствовать созданию гарантий для финансовой стабильности на будущее. Решение этих задач положительно скажется и на странах с формирующимся рынком, уязвимых перед лицом дальнейших нарушений в работе глобальной финансовой системы.

Перед органами денежно-кредитной политики стоит задача осторожного балансирования

Сочетание нарастающего инфляционного давления, усиления рисков недостижения ожидаемых темпов экономического роста и высокой изменчивости на финансовых рынках создает особенно сложные условия для органов денежно-кредитной политики. Ожидается, что в ближайшем будущем инфляция повысится, однако позднее она должна снижаться, по мере того как замедление роста спроса будет ослаблять давление на производственные мощности, а рост цен на сырьевые товары станет более умеренным. Однако в условиях сохраняющегося напряжения на рынке труда давление заработной платы и цен («эффекты второго порядка») может усилиться. Поскольку адекватные ответные меры денежно-кредитной политики в текущих условиях определяются тем, проявятся ли перечисленные эффекты, директивные органы пристально отслеживают итоги переговоров о заработной плате, ведущихся в настоящее время в государственном и частном секторах ряда европейских стран³. В случае гибкой корректировки реальной заработной платы и сохранения закрепившихся инфляционных ожиданий органы денежно-кредитной политики могут несколько ослабить свою политику для компенсации роста цен на сырьевые товары и тем самым минимизировать его последствия для экономического роста.

³Чтобы обеспечить сохранение временного характера повышения инфляции, рост реальной заработной платы должен на время замедлиться по сравнению с ростом производительности труда. Противодействие корректировке уровней заработной платы окажет дополнительное повышательное давление на цены и заставит компании сократить численность работников. Заключенные на данный момент соглашения позволяют предположить, что давление со стороны заработной платы, скорее всего, удастся сдержать.

Задача, стоящая перед каждым конкретным центральным банком, — найти правильный баланс мер политики для экономики своей страны. Европейский центральный банк избрал верный подход и до конца марта сохранял процентные ставки без изменений. Вместе с тем директивные органы должны быть готовы гибко реагировать на изменения экономической ситуации. Хотя текущий уровень инфляции в зоне евро тревожно высок, прогнозируется, что в 2009 году он вновь опустится ниже 2 процентов в условиях все более неблагоприятных перспектив экономической активности. Соответственно, ЕЦБ может позволить себе некоторое смягчение денежно-кредитной политики. С лета Банк Англии понизил свою ставку интервенций в общей сложности на ½ процентного пункта, исходя из представления об усилении рисков более низких, чем ожидалось, темпов экономического роста и возможности того, что в рамках двухлетнего горизонта политики инфляция окажется ниже своего целевого уровня. На противоположном конце спектра находится принятое в феврале центральным банком Швеции решение повысить свою ставку интервенций на ¼ процентного пункта, которое мотивировалось сильным давлением со стороны спроса, высоким уровнем загрузки производственных мощностей и ростом издержек. Дальнейшие меры политики будут зависеть от изменений в балансе рисков для инфляции.

Налогово-бюджетная политика: допустить действие автоматических стабилизаторов

Согласно базовому прогнозу, директивные органы должны позволить автоматическим стабилизаторам смягчить экономический спад. В наиболее развитых странах Европы имеются более значительные автоматические стабилизаторы и более развернутые системы социальной защиты, чем в Соединенных Штатах. Некоторым странам в период последнего экономического подъема удалось сдержать свой бюджетный дефицит, освободив пространство для полномасштабного действия стабилизаторов во время спада (таблица 2). Вместе с тем в нескольких странах, показатели которых близки к границам, установленным их налогово-бюджетными правилами (Италия, Португалия и Франция), возможности проведения антициклической налогово-бюджетной политики

Таблица 2. Страны Европы. Внешние и бюджетные сальдо, государственный долг, 2006–2008 годы
(проценты)

	Сальдо счета текущих внешних операций к ВВП			Сальдо сектора гос. управления к ВВП			Отношение валового гос. долга к ВВП
	2006	2007	2008	2006	2007	2008	
Европа 1/	0,3	-0,3	-0,5	-0,2	0,1	-0,4	
Страны Европы с разв. экономикой 1/	0,4	0,1	-0,2	-0,9	-0,4	-0,8	
Страны Европы с формир. экономикой 1/ 2/	-0,2	-1,9	-2,0	1,8	1,4	0,9	
Европейский союз ^{1/}	-0,8	-1,2	-1,6	-1,6	-1,0	-1,4	60,2
Зона евро	-0,1	-0,2	-0,7	-1,4	-0,6	-1,1	68,6
Австрия	2,4	2,7	2,9	-1,5	-0,8	-0,8	61,7
Бельгия	2,7	3,2	2,9	0,4	-0,1	-0,3	88,1
Финляндия	4,6	4,6	3,8	4,1	5,3	5,0	39,2
Франция	-1,3	-1,3	-2,4	-2,5	-2,4	-2,8	64,1
Германия	5,0	5,6	5,2	-1,6	0,0	-0,7	66,0
Греция	-11,0	-13,9	-13,9	-2,5	-2,7	-1,6	95,3
Ирландия	-4,2	-4,5	-3,2	2,9	0,5	-1,3	25,0
Италия	-2,6	-2,2	-2,4	-3,4	-1,9	-2,5	106,5
Люксембург	10,3	9,5	8,2	0,7	1,1	0,0	4,6
Нидерланды	8,3	6,6	5,9	0,6	0,6	1,1	48,0
Португалия	-9,4	-9,4	-9,5	-3,9	-3,0	-2,4	64,7
Словения	-2,8	-4,8	-4,8	-0,8	-0,1	-0,6	27,5
Испания	-8,6	-10,1	-10,5	1,8	2,2	0,5	39,8
Другие страны ЕС с разв. экономикой							
Дания	2,7	1,1	0,7	4,9	4,5	3,6	30,3
Швеция	8,5	8,3	6,4	2,3	3,2	2,1	45,9
Соединенное Королевство	-3,9	-4,9	-4,8	-2,6	-3,0	-3,1	43,0
Новы страны-члены ЕС 1/	-6,3	-7,1	-7,5	-3,3	-2,3	-2,1	
Болгария	-15,6	-21,4	-21,9	3,5	3,7	3,7	24,6
Кипр	-5,9	-7,1	-7,7	-1,2	1,4	0,3	64,8
Чешская Республика	-3,1	-2,5	-3,0	-2,9	-2,8	-2,2	30,1
Венгрия	-6,5	-5,6	-5,5	-9,2	-5,8	-4,0	65,6
Мальта	-6,7	-6,2	-6,1	-2,5	-2,7	-2,7	64,3
Польша	-3,2	-3,7	-5,0	-4,0	-2,6	-2,9	47,6
Румыния	-10,4	-13,9	-14,5	-1,5	-2,3	-1,7	12,4
Словацкая Республика	-7,1	-5,3	-5,0	-3,7	-2,2	-2,0	30,4
Эстония	-15,5	-16,0	-11,2	3,3	2,9	0,0	4,0
Латвия	-22,3	-23,3	-15,0	-0,4	0,7	0,3	9,9
Литва	-10,8	-13,0	-10,5	-1,5	-1,9	-1,2	18,2
Страны с разв. экономикой, не входящие в ЕС							
Исландия	-25,4	-15,6	-8,0	6,3	5,2	3,1	30,2
Израиль	6,0	3,1	1,8	-1,8	-0,8	-1,1	86,8
Норвегия	17,3	16,3	20,0	18,4	16,9	19,6	54,7
Швейцария	15,1	17,2	15,4	1,9	2,2	0,8	45,9
Другие страны с формир. рынком							
Албания	-5,9	-8,3	-8,3	-3,9	-4,2	-5,2	56,0
Беларусь	-4,1	-6,6	-7,5	1,4	0,6	-0,1	...
Босния и Герцеговина	-8,4	-13,0	-14,0	2,5	1,0	-0,8	23,0
Хорватия	-7,9	-8,5	-9,0	-3,0	-2,3	-2,3	41,0
Македония, БЮР	-0,4	-2,7	-6,8	-0,5	0,6	-1,5	...
Молдова	-12,0	-9,7	-10,3	0,2	-0,3	-0,5	34,6
Черногория	-30,4	-37,0	-32,7	2,4	5,5	2,7	...
Россия	9,5	5,9	5,8	8,3	7,2	5,2	...
Сербия	-12,5	-16,5	-16,1	-1,5	-1,8	-2,2	39,6
Турция	-6,1	-5,7	-6,7	-1,6	-2,9	-2,1	46,0
Украина	-1,5	-4,2	-7,6	-1,4	-2,0	-2,0	15,7

Источник: IMF, *World Economic Outlook*.

1/ Взвешенное среднее. Сальдо гос. бюджета взвешено по объему ВВП по ППС; сальдо счета внешних операций — по ВВП в долларах.

2/ Черногория не включена в расчет общих показателей.

ограничены. В этих странах действие стабилизаторов следует допускать только до тех пор, пока продолжается корректировка в направлении среднесрочных целей. Важно будет не поставить под угрозу процесс улучшения балансов государственного сектора в рамках подготовки к грядущему повышению расходов, связанному со старением населения.

В случае материализации рисков недостижения ожидаемых темпов экономического роста и снижения этих темпов до уровней, близких к уровням спада, в странах с вполне достижимыми среднесрочными целями будет оправдано применение дискреционного бюджетного стимула. Обычно первой линией обороны в случае замедления роста мировой экономики должна быть денежно-кредитная политика. Однако, если финансовые перекосы приведут к снижению эффективности работы обычного механизма передачи воздействия денежно-кредитной политики, своевременный, имеющий четкую адресную направленность и временный бюджетный стимул может оказаться действенным средством поддержания экономики. Примером конкретных мер является разовая скидка с налогов для домашних хозяйств с низкими доходами. Большинство налогово-бюджетных правил (включая Пакт о стабильности и росте) допускает временные отклонения от целевых показателей в случаях резкого экономического спада. Как только экономика стабилизируется, этот стимул должен быть отменен: если возникнет обеспокоенность по поводу долгосрочной устойчивости государственных финансов, могут повыситься долгосрочные процентные ставки, что уменьшит действенность этого стимула.

Необходимо восстановить доверие к финансовой системе

Политика в отношении финансового сектора в краткосрочной перспективе должна быть направлена на повышение прозрачности и восстановление доверия к финансовым рынкам. До тех пор пока сохраняется неопределенность, связанная со стоимостью активов, и обеспокоенность состоянием финансовых учреждений, банки будут и далее проявлять чрезмерную осторожность в вопросах кредитования, и действенность денежно-кредитного стимула для экономики будет ограни-

Рисунок 8. Экономический рост в странах Европы с формирующимся рынком, 2001–2009 годы
(проценты)



Источник: IMF, *World Economic Outlook*.

ченной⁴. Директивным органам также необходимо провести реформы, призванные обеспечить стабильность финансовой системы (конкретные рекомендации по мерам политики см. во вставке 2).

Страны с формирующимся рынком

Высокие темпы роста должны снизиться, а проблема инфляции сохраняется

В 2007 году темпы экономического роста в странах с формирующимся рынком существенно превосходили темпы роста в остальных странах Европы, что свидетельствовало о продолжении процесса конвергенции (таблица 1 и рисунок 8).

⁴Благодаря своевременному вливанию капитала ни одно из ведущих финансовых учреждений Европы пока не потерпело краха. Официальные органы Соединенного Королевства вынуждены были национализировать одно ипотечное кредитное учреждение средних размеров, которое в своей деятельности широко опиралось на оптовое финансирование и секьюритизацию ипотечных кредитов. В Германии была предоставлена экстренная финансовая помощь двум небольшим банкам со значительными открытыми позициями по продуктам, связанным с рынком непервоклассных ипотек в США. Несколько крупных европейских финансовых учреждений, в том числе UBS, Barclays и Credit Agricole, получили вливания капитала со стороны акционеров или из других источников, что позволило им укрепить свои позиции по капиталу. Тем не менее сохраняется неопределенность в отношении масштабов потенциальных убытков в финансовой системе, и существуют опасения по поводу рисков контрагентов (глава 2).

Деловая активность подкреплялась высоким внутренним спросом, в том числе динамичными инвестициями в жилье. В ряде стран, включая государства Балтии, Румынию и Сербию, бюджетные стимулы обуславливали еще большее давление со стороны спроса. Опасения по поводу возможного перегрева экономики некоторых стран усилились в связи с продолжающимся расширением дефицита счета текущих операций, резким ускорением инфляции и, в некоторых случаях, значительным опережением роста заработной платы по сравнению с ростом производительности труда.

Стремительное повышение общего уровня инфляции в основном было вызвано динамикой цен на продовольствие и энергоресурсы, но базовое инфляционное давление тоже усилилось. Рост цен на продовольствие особенно сильно повлиял на общий уровень инфляции в странах Европы с формирующимся рынком — прежде всего в странах юго-восточной Европы, Балтии и Украине — из-за значительной доли продуктов питания в потребительских корзинах, локальных потрясений на стороне предложения и давления, обусловленного процессом конвергенции (см. вставку 3).

В начале 2007 года деловая активность в некоторых странах замедлилась по причинам специфического характера. В Венгрии более жесткая политика в сфере государственных финансов, направленная на достижение устойчивости бюджета, подавляющим образом сказалась на частном потреблении и инвестициях. Уровень деловой активности снизился и в Турции, что было отражением связанного с засухой резкого падения объемов сельскохозяйственного производства, отложенного эффекта предпринятого ранее ужесточения денежно-кредитной политики и возобновившегося укрепления лиры. В Латвии и Эстонии, по мере того как иностранные банки снизили темпы кредитной экспансии, экономический рост замедлился, а цены на жилье начали снижаться.

В предстоящий период на странах Европы с формирующимся рынком будет сказываться нестабильность на финансовых рынках и замедление темпов роста в странах с развитой экономикой. Импульс экономического роста, создаваемый продолжением интеграции в европейскую экономику и выгодами от проведенных ранее структурных реформ, должен укрепить устойчивость региона. Однако более высокая степень открытости экономики этих стран для торговых и финансовых

Рисунок 9. Страны Европы с формирующимся рынком. Индикаторы уверенности, январь 2006 года – февраль 2008 года (процентная величина)



Источники: Haver Analytics, Европейская комиссия и расчеты персонала МВФ.

1/ Среднее из отдельных индексов по Болгарии, Венгрии, Латвии, Литве, Словацкой Республике, Словении, Польше, Румынии, Чешской Республике и Эстонии.

потоков делает их уязвимыми по отношению к вторичным эффектам, обусловленным событиями в мире в целом. Судя по последним имеющимся данным об импорте, розничных продажах и темпах роста кредита, в ряде стран, включая страны Балтии и Словению, становится очевидным небольшое замедление деловой активности. С лета показатели доверия также снизились (рисунок 9).

Базовый прогноз перспектив экономического развития предполагает достаточно плавную коррекцию темпов роста, при этом для большинства стран региона прогнозируемые темпы роста остаются близкими к оценкам потенциального роста, сделанным персоналом МВФ. Более конкретно, ожидается, что рост замедлится с 6,9 процента в 2007 году до 5,5 процента в 2008 году, и еще несколько снизится в 2009 году (таблица 1 и рисунок 1). Ожидается, что в связи с замедлением роста цен на продовольствие и сырьевые товары во второй половине 2008 года общий уровень инфляции понизится. Прогноз исходит из того, что внутренний спрос и впредь будет стимулировать экономический рост в условиях ослабления внешнего спроса, а дезорганизацию финансовых потоков в регион удастся сдержать. Вместе с тем существуют серьезные риски недостижения ожидаемых темпов роста, особенно в случае стран

Вставка 2. Нестабильность ситуации на финансовых рынках: уроки для экономической политики

В условиях растущей обеспокоенности по поводу кредитных рисков контрагентов, для восстановления доверия к контрагентам — что является приоритетной задачей, которая должна быть решена в ближайшее время в целях уменьшения системных угроз и вторичных эффектов — и создания условий для проведения дополнительных среднесрочных реформ, направленных на укрепление финансовой устойчивости учреждений, может потребоваться ряд мер финансовой политики.

В краткосрочной перспективе потребуются прилагать постоянные усилия по следующим направлениям.

- *Предоставление ликвидности.* Центральным банкам следует и далее предоставлять ликвидность на межбанковском рынке для сдерживания роста стоимости оптовых средств.
- *Улучшение прозрачности.* Отсутствие надежной информации об открытых позициях и рисках создает возможность неадекватного восприятия ситуации и повышения степени неприятия риска. В то время как принципиальное значение, как всегда, имеет отражение финансовыми учреждениями своих убытков (глава 2), органам надзора следует стремиться к заполнению пробелов в информации относительно уязвимых мест национальных финансовых учреждений и рынков, придавая особое значение планам по восстановлению финансовой устойчивости.
- *Увеличение капитала банков.* Чтобы укрепить доверие и не допустить ограничивающего кредитование снижения капитала, следует настойчиво рекомендовать банкам со слабыми позициями по капиталу увеличить свой капитал. В некоторых случаях надзорным органам может потребоваться отдать банкам распоряжения о приостановке дивидендных выплат и выкупа акций, с тем чтобы поддержать коэффициенты собственного капитала.

В среднесрочной перспективе необходимы более фундаментальные изменения для обеспечения надлежащего управления рисками на уровне учреждений.

- *Усиление контроля со стороны надзорных органов за управлением риском.* Органы регулирования должны создавать для финансовых учреждений стимулы к пересмотру и совершенствованию своего управления рисками.
- *Создание буфера в форме капитала.* Банки должны поддерживать достаточный размер капитала, чтобы быть в состоянии амортизировать потрясения в результате снижения стоимости активов, отражаемых в балансах по рыночной стоимости, или убытков при продаже активов. Это убедит контрагентов в возможности поддержания доступа к финансированию, в том числе в периоды серьезной нестабильности. Безусловно, в случаях выявления надзорными органами недостатков всегда следует использовать второй основной принцип системы «Базель II», с тем чтобы гарантировать наличие у банков дополнительного капитала сверх минимально требуемого уровня, установленного исходя из весовых коэффициентов по риску или на основании внутренних моделей, в соответствии с первым основным принципом.
- *Мониторинг соотношения заемных и собственных средств в балансе.* При оценке достаточности капитала органам банковского надзора следует с большим вниманием относиться к соотношению между заемными и собственными средствами в балансе. В соответствии с системой «Базель II» для целей расчета достаточности капитала следует надлежащим образом учитывать рыночные риски и риски ликвидности, сопряженные с увеличением валюты баланса. Особенно пристальное внимание необходимо уделять банкам, которые характеризуются тем, что их база активов 1) по большей части подлежит переоценке по рыночным ценам, 2) сильно зависит от рынков как источника финансирования или 3) отличается высокой степенью использования заемных средств.

Примечание. Основным автором данной вставки является Сильвия Сгерри. Данная вставка основана на рекомендациях в отношении экономической политики, изложенных в главе 1 публикации МВФ «Global Financial Stability Report» (IMF, 2008b), а также на недавних оценках финансового сектора (ФСАП), проведенных МВФ в странах Европы с формирующимся рынком.

- *Управление риском ликвидности.* Банкам необходимо совершенствовать свое управление риском ликвидности. Это может включать улучшение оценки резервных линий чрезвычайного финансирования и проведение регулярных, четко калиброванных стресс-тестов. Надзорные органы также должны использовать более инициативный подход к выявлению случаев недостаточной защиты от рисков ликвидности.
- *Укрепление регулирования забалансовых структур.* Следует уменьшить стимулы к созданию забалансовых структур, и при этом необходимы более жесткие правила в отношении использования банками таких структур. Следует улучшить раскрытие информации, с тем чтобы инвесторы могли оценить риск финансирования в отношении конкретных структур. Надзорным органам, возможно, также потребуется усовершенствовать правила в отношении обстоятельств, при которых передача рисков забалансовым структурам оправдывает уменьшение размера нормативного капитала.

Решение проблемы базовых уязвимых мест в архитектуре финансовой системы также должно стать неотъемлемой частью более широких мер государственной политики, направленных на снижение будущих рисков.

- *Совершенствование основ урегулирования кризисов.* Когда банкротство некоторого учреждения представляет системную угрозу, может потребоваться рассмотреть вопрос об оказании государственной поддержки, но при этом акционеры должны принимать на себя всю тяжесть сложившейся ситуации, и должны действовать четкие механизмы, гарантирующие продолжение деятельности на коммерческой основе, а также должен иметься однозначный «план выхода» государственного сектора из этой ситуации. В процессе урегулирования следует избегать усиления давления, обусловленного продажей проблемных долгов, поскольку в результате банки могут вынужденно оказаться недостаточно капитализированными, что приведет к вызывающей крупные издержки нагрузке на застрахованные депозитные учреждения.
- *Укрепление международного сотрудничества надзорных органов.* Быстрое повышение степени трансграничной интеграции в развитых странах Европы, а также более сильная зависимость стран Европы с формирующимся рынком от концентрированного иностранного финансирования подчеркивают необходимость более активного международного сотрудничества надзорных органов в Европейском союзе (см. также вставки 4 и 5 в главе 2). Зарубежная экспансия местных банков также поднимает новые проблемы. Реализуемое в настоящее время соглашение о норме собственного капитала «Базель II» потребовало более действенной международной координации деятельности органов банковского надзора.

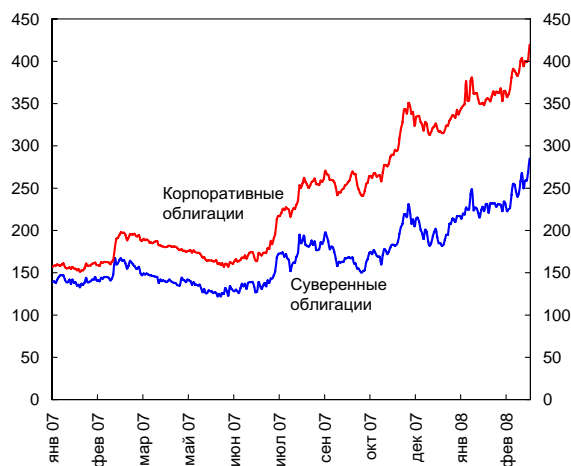
со значительными внешними дисбалансами. Наиболее сильное потенциальное воздействие может оказать риск значительного уменьшения открытых позиций иностранных инвесторов по отношению к данному региону.

До настоящего момента потрясения на финансовых рынках оказывали на страны Европы с формирующимся рынком более значительное воздействие, чем на другие страны с формирующимся рынком, что объясняется высокой зависимостью региона от внешнего финансирования. Ввиду того что иностранные банки — которые занимают доминирующее положение в банковской системе большей части данного региона — стали

перекладывать рост стоимости средств на своих клиентов, отмечается рост ставок по кредитам, хотя реальные ставки по кредитам по-прежнему остаются низкими. Стоимость рыночного финансирования также повысилась (рисунок 10), а доступ к рыночным средствам стал более затруднительным. Спреды по внешнему долгу существенно увеличились, а на рынках акционерного капитала отмечается спад цен. С середины 2007 года выпуск облигаций частным сектором резко сокращался (рисунок 11). В результате темпы роста кредита в некоторых странах, включая страны Балтии и Хорватию, начали снижаться (с очень высоких уровней). В Турции финансирование отечественных банков за счет секьюритизирован-

ных ссуд сократилось, и существуют опасения того, что рост синдицированных кредитов, возможно, также замедляется и что есть вероятность образования дефицита ликвидности на рынках валютных свопов, которые отечественные банки используют для преобразования финансирования в иностранной валюте в национальную валюту.

Рисунок 10. Страны Европы с формирующимся рынком. Спреды по суверенным и корпоративным облигациям, январь 2007 года – март 2008 года 1/ (базисные пункты)

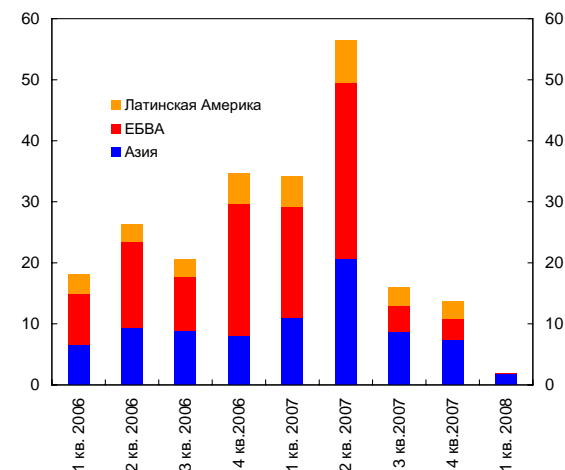


Источник: Bloomberg L.P.
Примечание. EMBI+ представляет собой Индекс облигаций стран с формирующимся рынком (плюс) банка J.P. Morgan.
1/ Спреды J.P.Morgan EMEA EMBI+ относительно казначейских облигаций.

Существенная неопределенность в отношении перспектив развития и смещение рисков в сторону недостижения ожидаемых темпов роста

Во-первых, существует значительная неопределенность в том, что касается продолжительности и глубины общемирового экономического спада и масштабов его вторичного воздействия на страны Европы с формирующимся рынком. Результаты анализа, проведенного персоналом МВФ (вставка 1), показывают, что страны с формирующимся рынком, возможно, более уязвимы по отношению к замедлению роста мировой экономики, чем развитые страны Европы. Резкий экономический спад в других странах, с большой вероятностью, окажет существенное прямое воздействие на торговлю, поскольку страны региона отличаются высоким уровнем открытости, и их экспорт составляет от 30 до 80 процентов ВВП. Наибольшая доля экспорта направляется в другие евро-

Рисунок 11. Страны с формирующимся рынком. Эмиссия внешних облигаций частным сектором, 2006–2008 годы (миллиарды долларов США)



Источник: Dealogic; расчеты персонала МВФ.

пейские страны. Доля экспорта в страны-производители нефти и страны Азии с динамично развивающимся рынком — которые текущий экономический спад, вероятно, затронет в меньшей степени, — очень мала. Более резкое, чем ожидается, замедление темпов роста мировой экономики также усугубит негативный эффект цепной реакции в финансовом секторе.

Во-вторых, трудно предсказать степень ослабления инфляции цен на продукты питания в 2008 году. Хотя эффект потрясений на стороне внутреннего предложения, вероятно, сойдет на нет, факторы конвергенции и более активный общемировой спрос на продукцию для производства биотоплива могут и впредь оказывать повышательное давление на цены. Кроме того, в условиях недостаточного предложения возможен дальнейший рост цен на нефть. Последствия роста цен на энергоресурсы будут особенно значительными в Украине и Молдове, где внутренние цены на газ еще не доведены до уровня мировых.

В-третьих, ввиду сильной зависимости от иностранного капитала регион подвержен риску неожиданного сокращения притоков капитала. Страны Европы с формирующимся рынком больше, чем другие страны этой категории, опираются на приток иностранного капитала, проходящие через банковскую систему. В странах Балтии, Румынии, Сербии и Украине более 25 процентов внутренних кредитов финансируется за счет заимствований за границей, и эта доля растет,

Вставка 3. Инфляция цен на продовольствие в странах Европы с формирующимся рынком

С лета 2007 года общий уровень инфляции в Европе резко повысился, главным образом в результате повышения во всем мире цен на сырьевые товары. Мировые цены на продукты питания с мая 2007 года выросли на 40 процентов (в долларах США), по мере того как наблюдался всплеск спроса для производства биотоплива, а низкий урожай пшеницы в Европе, Северной Америке и Австралии ограничил предложение. Устойчивый рост цен на нефть также подтолкнул инфляционное давление.

Воздействие роста цен на продукты питания на общий уровень инфляции в странах Европы с формирующимся рынком было сильнее, чем в странах с развитой экономикой (первый рисунок). Какие факторы могут объяснить это различие?

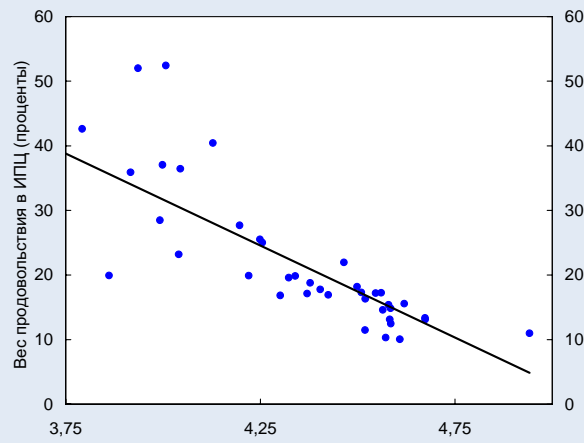
- В странах с формирующимся рынком вес цен на продукты питания в потребительских корзинах гораздо выше, что объясняется более низкими средними уровнями доходов в этих странах (второй рисунок). В 2007 году доля продуктов питания в индексе потребительских цен в развитых странах Европы в среднем составляла 14 процентов, в новых государствах-членах Европейского союза — 22 процента, а в Албании, Беларуси и Украине — свыше 40 процентов.
- Уровни цен на большинство видов первичной продукции сельского хозяйства в странах с формирующимся рынком ниже, чем в развитых странах, поэтому равное абсолютное повышение цен во всех странах Европы приведет к более значительному их повышению в процентном выражении в странах Европы с формирующимся рынком.
- Повышательную траекторию цен на продукты питания в странах Европы с формирующимся рынком усугубили местные потрясения на стороне предложения (неблагоприятные погодные условия). В Болгарии добавленная стоимость в сельском хозяйстве в 2007 году сократилась на 30 процентов, в Румынии она снизилась на 17 процентов, а в Венгрии и Турции — на 13 и 6 процентов, соответственно. Ожидается, что эти эффекты будут носить временный характер.
- Растущая интеграция торговли и постепенное сближение уровней заработной платы также способствовали ускорению инфляции цен на продовольствие в странах с формирующимся рынком. В последние годы наблюдалось быстрое увеличение объемов торговли продуктами питания (особенно в случае новых государств-членов ЕС), что оказало давление на местные цены (третий рисунок). Повышение заработной платы и транспортных расходов еще больше усилило это давление. Наконец, сближение уровней доходов вызывает повышение местного спроса, особенно на продукты питания с более высокой долей добавленной стоимости. Эти тенденции, скорее всего, сохранятся до тех пор, пока не будет достигнута полная интеграция.

Европа. Вклад продовольствия в общую инфляцию (общая инфляция = 100), декабрь 2005 года – декабрь 2007 года (проценты)



Источники: Евростат; расчеты персонала МВФ.
1/ Без Кипра и Мальты.

Доля расходов на продовольствие и доход на душу населения в странах Европы, 2007 год



Логарифм дохода на душу населения по ППС (в долларах США)

Источники: Евростат; расчеты персонала МВФ.

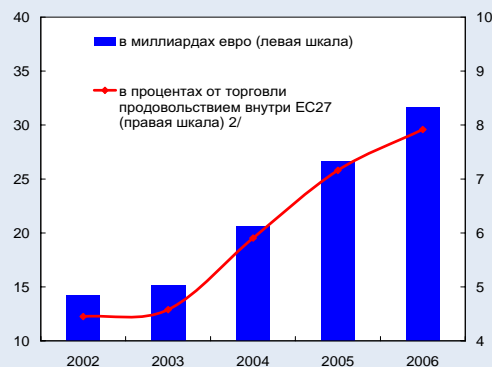
Основными авторами данной вставки являются Джеффри Эстрайхер и Алекс Пивоварски.

...продолжение

Вставка 3 (окончание)

С точки зрения ответных мер экономической политики, крайне важно будет сдерживать обусловленные резким всплеском инфляции эффекты второго порядка. Возможно, потребуется ужесточение денежно-кредитной политики, чтобы предотвратить возникновение спирали «заработная плата — цены» в странах с плавающими обменными курсами. В решении этих задач может помочь надлежащее взаимодействие с общественностью: директивные органы должны ясно показать, что большинство факторов, вызвавших повышение инфляции, носит временный характер, и ожидается, что в среднесрочной перспективе инфляция вернется к целевому уровню. Регулирование цен следует избегать, поскольку такие меры привносят искажения и неэффективность в функционирование рынка. Вместо этого может быть оправдано предоставление адресные временные субсидии наиболее уязвимым социальным группам. Следует поощрять конкуренцию в секторах розничной торговли и сбыта для уменьшения торговых надбавок и ослабления ценового давления.

Новые страны-члены ЕС. Показатели интеграции торговли сельскохозяйственной продукцией 2002–2006 годы 1/
(Экспорт плюс импорт продовольствия)



Источники: Евростат и расчеты персонала МВФ.

1/ Без Кипра и Мальты.

2/ ЕС27 = Австрия, Бельгия, Болгария, Венгрия, Германия, Дания, Ирландия, Испания, Италия, Кипр, Латвия, Литва, Люксембург, Мальта, Нидерланды, Польша, Португалия, Румыния, Словацкая Республика, Словения, Соединенное Королевство, Финляндия, Франция, Чешская Республика, Швеция, Эстония.

(см. вставку 5 в главе 2). Быстрое увеличение кредита подпитываемое притоком капитала, в последние годы подталкивало рост деловой активности. Резкое сокращение такого притока приведет к спаду как потребления, так и инвестиций.

Существует крайняя неопределенность в отношении того, в какой степени иностранные банки сократят кредитование в ответ на финансовые потрясения на развитых рынках. По-видимому, это зависит от финансового состояния материнских банков, их доступа к финансированию, а также величины и концентрации их позиций, открытых по отношению к странам с формирующимся рынком. Иностранные банки, характеризующиеся наибольшим присутствием в странах Европы с формирующимся рынком, имеют незначительные (известные) прямые позиции на рынке ипотечных кредитов непервоклассным заемщикам в США, однако некоторые из них активно используют межбанковские кредиты в целях финансирования, и это повышает риски косвенной цепной реакции. Банки скандинавских стран пытаются постепенно уменьшить объем

кредитов данному региону, с тем чтобы не вызвать резкого падения цен на активы, которое негативно скажется на балансах этих банков.

Если материализуются риски понижающего характера, страны с более значительными дисбалансами будут в большей степени подвержены сдвигам в уровне доверия. В случае уменьшения иностранного финансирования страны, имеющие крупный дефицит счета текущих операций или высокие коэффициенты внешней задолженности, окажутся в наиболее уязвимом положении (см. рисунок 12). В последние годы в ряде стран наблюдался резкий рост цен на фондовом рынке и цен на жилье, что вызывало опасения по поводу потенциального вздутия цен на активы (рисунок 13). С середины 2007 года фондовые цены резко упали, и в некоторых странах начинается снижение цен на жилье. Крупные неожиданные корректировки цен на активы ведут к ухудшению балансов банков и снижению доверия потребителей и могут вызвать эффекты финансового замедления (детальное обсуждение уязвимых мест см. в главе 3).

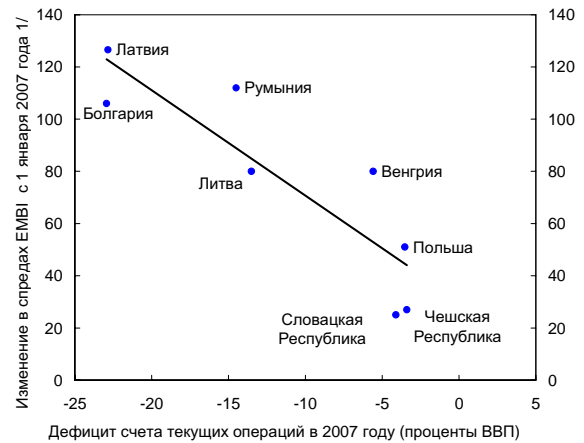
Центральная задача политики: снижение уязвимости и обеспечение мягкой посадки

В тех странах с формирующимся рынком, которые до сих пор испытывают давление в сторону перегрева экономики, меры политики должны сохранять направленность на смягчение внутреннего спроса, уменьшение внутренних и внешних дисбалансов и предотвращение эффектов второго порядка, вызываемых резким повышением инфляции.

- В странах с режимами гибкого обменного курса денежно-кредитная политика должна обеспечить снижение темпов инфляции. Учитывая, что в некоторых странах рост заработной платы опережает рост производительности, а также малый резервный поненциал на рынках труда, предотвращение того, чтобы временный всплеск инфляции стал причиной роста заработной платы, будет важным фактором, позволяющим избежать дальнейшей потери конкурентоспособности. Центральные банки Польши, Чешской Республики, Румынии и Сербии в начале 2008 года надлежащим образом повысили ставки интервенций, чтобы не допустить разворачивания спирали «зарплата — цены» вследствие временного роста инфляции, вызванного повышением цен на сырьевые товары. В нескольких странах, особенно в России, с тем чтобы добиться снижения инфляции, может потребоваться дальнейшее ужесточение политики. В некоторых странах сдерживанию инфляционного давления способствовало повышение обменного курса национальной валюты. Ужесточение налогово-бюджетной политики должно дополнять меры денежно-кредитной политики в сдерживании деловой активности.
- В странах с фиксированными или жестко регулируемые обменными курсами ограничение бюджетных расходов остается главным инструментом удержания экономики от перегрева.
- Ограничение роста заработной платы в государственном секторе поможет умерить требования о повышении заработной платы в частном секторе (особенно в Болгарии, Латвии, Румынии и Эстонии).

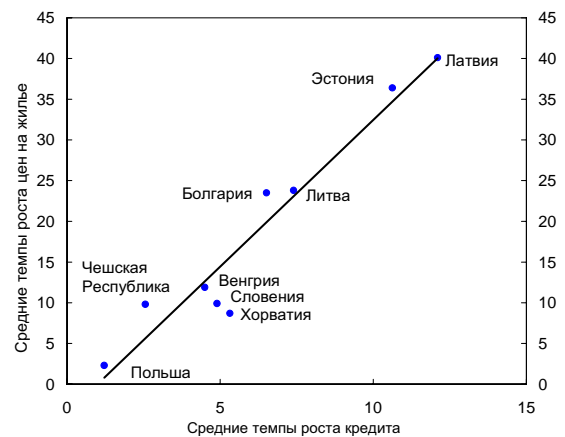
Вместе с тем, учитывая, что в ряде стран цикл деловой активности уже проходит поворотную точку, опасения перегрева экономики уступают место озабоченности по поводу дисбалансов, сформировавшихся в период циклического подъема. Риски резкого замедления темпов экономического роста

Рисунок 12. Страны Европы с формирующимся рынком. Спреды по облигациям и дефицит счета текущих операций



Источники: Bloomberg L.P.; IMF, *World Economic Outlook*; расчеты персонала МВФ.
1/ Базисные пункты. Расхождение в спредах Индекса облигаций стран с формирующимся рынком (ЕМВБ) в евро между 1 января 2008 года и 17 марта 2008 года.

Рисунок 13. Центральная и Восточная Европа. Рост кредита и цены на жилье, 2002–2006 годы (проценты)



Источники: Égert and Mihaljek (2007) и оценки персонала МВФ.
Примечание. Скорость роста кредита определяется как повышение отношения частного кредита к ВВП за год в процентных пунктах, в среднем за период 2002–2006 годов.

усилились, и страны с более крупными дисбалансами могут оказаться в особенно уязвимом положении. Директивные органы должны быть готовы к гибкой адаптации мер экономической политики в зависимости от изменения обстоятельств.

- В рамках базового прогноза давление, обусловленное перегревом экономики, уменьшится в связи со снижением спроса до уровня потенциального объема производства. В рамках этого

сценария политика должна уделять меньше внимание управлению спросом. Однако снижение уязвимости и проведение реформ, позволяющих повысить потенциальный объем производства, должны оставаться первоочередными задачами политики.

- В случае более существенного, чем ожидается, замедления экономического роста следует допустить полномасштабное действие автоматических налогово-бюджетных стабилизаторов. Возможности проведения дискреционной налогово-бюджетной политики будут довольно ограниченными, особенно в новых государствах-членах ЕС, которые либо находятся близко к установленному в ПСР лимиту дефицита, составляющему 3 процента ВВП, либо имеют значительные уровни дефицита счета текущих операций и внешнего долга. Для стран с плавающими обменными курсами после устранения инфляционного давления возможным вариантом действий может также стать уменьшение жесткости денежно-кредитной политики⁵.

Сохранение акцента на повышении устойчивости финансовой системы и проведении структурных реформ будет способствовать снижению уязвимости и смягчению рисков резкого замедления экономического роста. Как наглядно показал российский кризис 1998 года, инвесторы на практике

занимают различные позиции по отношению к странам, исходя из их фундаментальных экономических условий, даже в период роста всеобщего стремления избежать риска. Чтобы минимизировать вероятность нарушений в функционировании внутренних финансовых систем, директивным органам следует усилить надзор в финансовом секторе (в том числе надзор за небанковским финансовым сектором), привести нормативные акты в соответствие с оптимальной практикой и укрепить международное сотрудничество в области надзора. Введение и контроль соблюдения пруденциальных мер, таких как лимиты на отношения суммы кредитов к стоимости залогового обеспечения и повышение норм обязательных резервов по займам за границей, создаст буферные механизмы, которые будут способствовать адаптации экономики в случае потрясений. Ужесточение требований к раскрытию информации в области управления рисками и внутреннего контроля будет способствовать более эффективному контролю над рисками и повышению уровня прозрачности. В то же время следует продолжать проведение структурных реформ, позволяющих уменьшить уязвимость и повысить потенциальный объем производства; примерами таких реформ являются повышение гибкости рынка труда, поощрение конкуренции, повышение качества институтов, укрепление законности и улучшение делового климата.

⁵Возможности проведения менее жесткой политики будут зависеть от триггерных факторов и глубины спада. В случае неожиданной утраты доверия инвесторов у директивных органов может не остаться практически никакого выбора, кроме ужесточения политики до тех пор, пока доверие не будет восстановлено.

2. Нестабильность на финансовых рынках: эффекты распространения и воздействие на финансовые системы и операции реального сектора

Глобальная переоценка кредитного риска и изменение стоимости финансовых активов начались летом 2007 года на фоне нарастающей напряженности на рынке непервоклассных ипотечных кредитов в США. Вследствие доминирующей неопределенности в отношении масштабов рисков, с которыми приходится сталкиваться финансовым учреждениям, напряженность распространилась по различным классам активов и по всей Европе. Несмотря на остроту кризиса, до настоящего времени финансовые системы Европы оставались сравнительно устойчивыми. Тем не менее устойчивость финансовых систем, скорее всего, подвергнется дальнейшим испытаниям по мере признания убытков и вследствие сохраняющихся в перспективе дополнительных рисков. Хотя количественная оценка характеризуется значительной неопределенностью, а имеющиеся данные ограничены, нестабильность на финансовых рынках, вероятно, окажет заметное влияние на операции реального сектора.

Распространение нестабильности на финансовых рынках на Европу

Переоценка кредитного риска и изменение стоимости финансовых активов начались летом 2007 года, что было связано с нарастающими проблемами на рынке непервоклассных ипотечных кредитов в США. После двухлетнего активного роста высокой ликвидности, агрессивной кредитной экспансии, нарастающих проблем секьюритизации ипотечных кредитов и смягчения стандартов гарантирования кредитные рынки внезапно сменили направление развития. Доминирующая неопре-

Примечание. Основные авторы данной главы — Филип Шелленкенс, Сильвия Сгерри и Эдда Золи. основополагающие аналитические разработки представлены в работе Lombardi and Sgherri (2008).

деленность стоимостной оценки структурированных финансовых продуктов, а также отсутствие ясности в отношении масштабов банковских балансовых и забалансовых открытых позиций по этим инструментам, вызвала изменение настроений рынка и создала условия для резкого сокращения ликвидности. Потрясения вскоре охватили Европу, в результате чего потребовалась экстренная помощь банкам и вливания капитала. Несмотря на масштабы и глубину кризиса, европейские ипотечные рынки до настоящего времени оставались в значительной мере незатронутыми, благодаря более стабильным позициям баланса домашних хозяйств, более взвешенному управлению кредитными рисками и более жесткому регулированию.

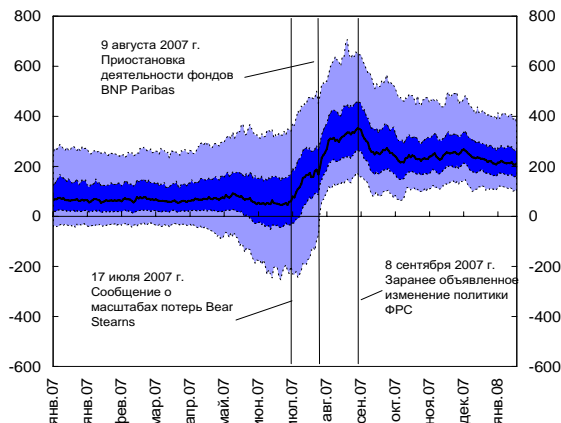
Глобальная переоценка рисков и эффекты распространения

С конца июля 2007 года глобальные финансовые рынки переживают резкую переоценку рисков по сравнению с низкими стандартами прошлых периодов, поскольку инвесторы требуют более высокую компенсацию за кредитный риск, который они принимают (рисунок 14)⁶. Хотя до настоящего

⁶Цена риска, то есть ожидаемая прибыль, которую в условиях равновесия требуют международные инвесторы за каждую дополнительную единицу риска, не поддается непосредственному наблюдению. Принятый в данной главе подход — оценка сдвигов в международной цене риска — опирается на представления о том, что премии за риск, заложенные в различных ценах на активы, определяются совместным образом на рынке, и на них влияет уровень риска конкретного рассматриваемого актива и глобальные факторы риска, например, готовность и способность международных инвесторов принимать на себя такой риск. Для учета более реалистических процессов получения данных проводятся оценки в рамках основы многовариантной генерализованной авторегрессионной условной гетероскедастичности с учетом более протяженных хвостов распределения потрясений. Более подробно об этом см. в работе Lombardi and Sgherri (2008).

времени коррекция не была столь заметной в случае абсолютного уровня, достигаемого премиями за риск, темпы изменения настроений рынка были исключительно высокими. Кроме того, сложность структур финансирования и стратегий передачи риска в финансовом секторе продлевают процесс переоценки, что вызывает распространение рисков интенсивным и непредсказуемым образом.

Рисунок 14 . Оценка сдвигов в глобальной цене риска 2007-2008 г. 1/
(базисные пункты)



Источники: Bloomberg L.P. и расчеты МВФ.

1/ Верная диаграмма на каждый момент времени показывает некоторые процентили расчетного распределения вероятностей для ожидаемой единичной цены риска, которая является общей для всех активов. В частности, существует 50-процентная вероятность того, что глобальная цена риска будет находиться в области, выделенной синим цветом, и 90-процентная вероятность того, что результат попадет либо в синюю, либо в фиолетовую область. Жирная черная линия в центре обозначает расчетную медианную цену риска. Аналитическое обоснование см. в работе Lombardi and Sgherri (2008).

В условиях возросшего присутствия международных инвесторов, реагирующих на любое потрясение перебалансированием своих портфелей по активам и рынкам, которые в иной ситуации могли бы показаться несвязанными, быстрое изменение отношения к принятию риска оказалось ключевым механизмом распространения нестабильности финансовых рынков от ипотечного рынка США на другие активы и страны, в том числе на страны Европы с развитыми и формирующимися рынками⁷.

⁷ Последние работы, в которых анализируется роль переоценки риска как механизма передачи воздействия в периоды тяжелого финансового положения, включают, например, Kumar and Persaud (2002), Gai and Vause (2006), Coudert and Gex (2007) и Gonzalez-Hermosillo (2008).

Таблица 3. Измерение воздействия переоценки рисков на отдельные рынки 1/

	Воздействие на спред 2/	Воздействие на изменчивость 3/
Обеспеченные активами коммерческие бумаги США	69	65
Межбанковский рынок США	31	75
Межбанковский рынок ЕС	29	52
Корпоративные облигации ЕС	28	99
Страны Европы с формирующимся рынком EMBI+ 4/	22	85
Корпоративные облигации США	20	46
Облигации финансовых корпораций ЕС	17	10
Выборочные суверенные облигации ЕС	10	70

Источники: Bloomberg L.P.; расчеты МВФ.

1/ Подробная информация, касающаяся оценки, содержится в работе Lombardi and Sgherri (2008).

2/ Увеличение спреда (в базисных пунктах) после увеличения премии за риск на 100 базисных пунктов.

3/ Процент общей изменчивости, обусловленный изменениями глобальной цены риска.

4/ EMBI+ - индекс облигаций для стран с формирующимся рынком "J.P. Morgan Emerging Markets Bond Index Plus".

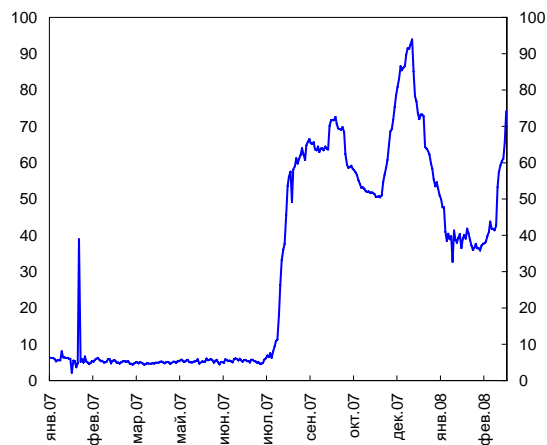
В развитых странах Европы рост неопределенности и падение доверия среди ведущих банков серьезным образом подорвали межбанковский рынок, причем банки, расположенные в финансовых центрах, оказались не в состоянии финансировать крупные портфели ценных бумаг на оптовых рынках (таблица 3)⁸. Спреды между трехмесячной ставкой предложения на лондонском межбанковском рынке (ЛИБОР) для евро и ставкой по свопам с индексацией «овернайт» (СИО) оставались большими, что указывало на растущее предпочтение ликвидности по сравнению с необеспеченным кредитованием банков в сочетании с увеличением премии за риск контрагента (рисунок 15, панель 1)⁹. В связи с накоплением наличных международных инвесторами также возникла напряженность на рынках суверенных облигаций (рисунок 15, панель 2), сопровождающаяся занижением цен на некоторых торгах по итальянским среднесрочным облигациям и ужесточением ликвидности на рынке греческих государственных долговых обязательств. Переоценка глобального риска также

⁸С точки зрения теории в ряде последних исследований было показано, что рыночная ликвидность актива — простота операций с активом — и ликвидность финансирования трейдера — простота, с которой трейдер может получить финансирование, — i) в своей основе связаны с неопределенностью, ii) отслеживают динамику рынка и iii) имеют общие аспекты для разных ценных бумаг. В частности, см. Brunnermeier and Pedersen (2007), Caballero and Krishnamurthy (2007) и Adrian and Shin (2008).

⁹Межбанковское кредитование предполагает авансовый платеж, тогда как расчеты по контрактам СИО производятся на чистой основе по наступлении срока погашения. Поэтому спред ЛИБОР отражает премию за кредитный риск и риск ликвидности. Разбивку спредов ЛИБОР см. в работе Bank of England (2007).

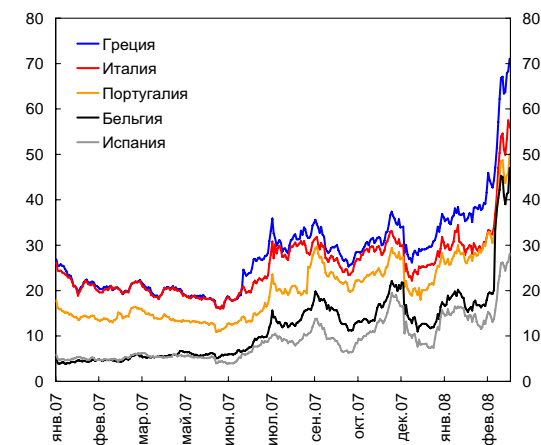
Рисунок 15. Переоценка рисков для разных классов активов и стран

Ставка ЛИБОР за вычетом ставки по свопам с индексацией «овернайт» в ЕС, январь 2007 г. – март 2008 г. (базисные пункты)



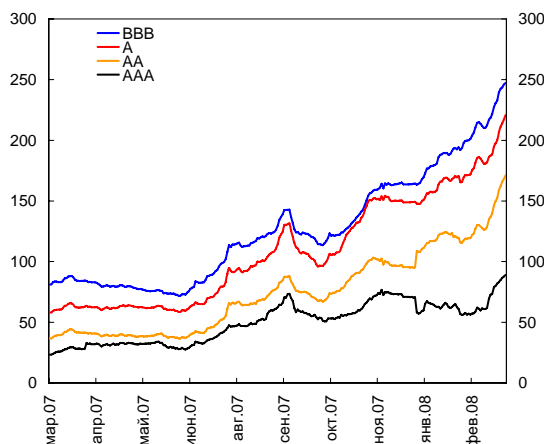
Источник: Bloomberg L.P.

Некоторые рынки 10-летних государственных облигаций внутри зоны евро — спред по отношению к Германии, январь 2007 г. – март 2008 г. (базисные пункты)



Источник: Datastream.

Спред индекса корпоративных облигаций в евро iBoxx по отношению к ставке по 10-летним облигациям Германии, январь 2007 г. – март 2008 г. (базисные пункты)



Источник: Datastream.

Индекс EMBI+ стран Европы с формирующимся рынком, январь 2007 г. – март 2008 г. 1/ (базисные пункты)



Источник: Bloomberg L.P.
1/ EMBI+ — составляемый J.P. Morgan индекс долговых обязательств развивающихся стран.

более чем на 50 процентов способствовала росту изменчивости на рынке корпоративных облигаций с заметным исключением финансового сектора, в котором неопределенность главным образом была связана со специфическими для учреждений факторами (таблица 3). Как следствие дискриминации среди различных классов кредитного риска, коррекция в первую очередь привела к остановке операций и увеличила спреды высокодоходного сег-

мента рынка европейских корпоративных облигаций (рисунок 15, панель 3)¹⁰.

Финансовые потрясения первоначально не коснулись стран с формирующимся рынком, положение которых подкреплялось улучшившимися основными показателями и финансовыми буферами, сформированными в последние годы. Тем не менее в первом квартале 2008 года значительно воз-

¹⁰ См. об этом также в работе «Перспективы развития мировой экономики» (2008а).

росли спреда по облигациям стран Европы с формирующимся рынком (рисунок 15, панель 4). Более высокая стоимость заимствования и более ограниченная ликвидность отсрочили эмиссию новыми государствами-членами евробондов, первоначально намеченную на январь. Однако с марта давление также проявилось и на рынках инструментов с фиксированным доходом в регионе (например, в Венгрии). За тот же период рост синдицированных и секьюритизированных банковских кредитов — основного источника финансирования для компаний в других странах Европы с формирующимся рынком — также замедлялся, вызывая обеспокоенность перспективами внешних заимствований в этих странах.

Более надежный внутренний рынок ипотечных кредитов

Несмотря на потрясения на кредитных рынках США, ипотечные рынки развитых стран Европы до настоящего времени по большей части не были затронуты, и на них не наблюдаются какие-либо признаки внутреннего кризиса непервоклассных кредитов. Ряд особенностей системы финансирования жилья в Европе способствовал более эффективному функционированию внутренних кредитных рынков, укрепляя при этом стабильность в регионе. Непервоклассные ссуды, на долю которых приходится примерно десятая часть совокупного объема ипотечного кредитования в США, в континентальной Европе практически отсутствуют и представляют ограниченную часть совокупного объема ипотечных кредитов в Соединенном Королевстве¹¹. Достаточный потенциал европейских заемщиков в отношении обслуживания долга обеспечивает буфер в периоды изменчивости на рынке недвижимости. Однако еще важнее то, что государственные границы, более осмотрительное управление рисками и более жесткое регулирование сдерживают принятие банками в большинстве стран Европы тех рискованных новых финансовых инструментов на вторичных ипотечных рынках, которые оказались источником проблем в США. Несмотря на недавнее сокращение, розничные депозиты все еще составляют более половины источников финансирования жилья в государствах-членах ЕС. Секьюритизация характерна менее чем для трети всего ипотечного финансирования и

в основном опирается на обеспеченные облигации — традиционные долговые инструменты, регулируемые законодательством ЕС и защищенные от пула ипотек, которые остаются в балансе эмитента. Коэффициенты кредит/стоимость, пруденциальные правила стоимостной оценки и специальные меры защиты инвесторов усиливают относительную безопасность европейских рынков облигаций, обеспеченных ипотечными кредитами, одновременно позволяя кредиторам получать сравнительно дешевые средства на рынках капитала и пользоваться преимуществами сравнительно низких весовых коэффициентов рисков регулирования¹².

Тем не менее к ипотечному рынку стран Европы с формирующимся рынком стоит подходить с определенной осторожностью. Жилищные ссуды в значительной мере способствовали быстрому росту кредитов, отмечавшемуся в регионе, а также стабильному увеличению цен на недвижимые активы. Ввиду важности таких активов в качестве залогового обеспечения кредитов понижительная корректировка цен на жилье может привести к повышенным нормам обязательного резервирования для банков и в конечном счете, в случае увеличения просроченных задолженностей, к более высоким убыткам, что только усилит обеспокоенность в отношении региональной финансовой уязвимости. Наконец, суммарная чистая позиция по активам домашних хозяйств в странах Европы с формирующимся рынком остается сравнительно низкой, как в абсолютном выражении, так и по сравнению с зоной евро, что способствует рискам замедления роста рынка жилья.

Воздействие на устойчивость финансовой системы

Сохраняющаяся устойчивость

До настоящего времени состояние финансовых систем Европы было относительно неплохим. В условиях, когда кризис непервоклассных ипотечных кредитов повлек за собой убытки по прямым инвестициям, более высокую стоимость финансирования, нарастающую неопределенность в отношении доступности финансирования, повсеместные переоценки кредитного риска и риска контр-

¹¹См. Bank for International Settlements (2006) и European Commission (2006).

¹²См. Avesani, García Pascual, and Ribakova (2007).

агента, а также крупные непредвиденные признания забалансовых активов, финансовые системы подвергаются испытанию. Вместе с тем, по имеющимся данным за период до конца марта 2008 года, сохранилась надежность ведущих системных участников, поскольку акционеры и внешние инвесторы при необходимости осуществляли вливания нового капитала. В результате этого, несмотря на изменение коэффициентов капитала, показатели в крупных и развитых банковских группах в зоне евро по-прежнему превышали нормативные минимумы. Однако сохраняются серьезные проблемы в области ликвидности, несмотря на агрессивные ответные действия ведущих центральных банков.

Продолжающийся рост кредитования в Европе до настоящего времени также был показателем сравнительно устойчивой банковской системы, даже невзирая на то, что это отчасти могло быть связано с расширением финансового посредничества (рисунок 16)¹³. В развитых странах, где корпоративное кредитование оставалось устойчивым, продолжилось замедление роста кредитования домашних хозяйств, которое началось задолго до проявления кризиса минувшим летом. Ужесточились кредитные стандарты для международных займов, но не столь резко, как в США, отчасти потому, что они изначально не были столь либеральными. Тем временем во многих странах с развивающимся рынком по-прежнему наблюдался быстрый рост кредитов. Хотя в некоторых странах стало очевидным замедление роста кредитов, этому изменению по большей части предшествовало начало наблюдаемых в настоящее время финансовых потрясений, и оно в большинстве случаев также считалось полезным для устранения чрезмерно высокого давления на экономику.

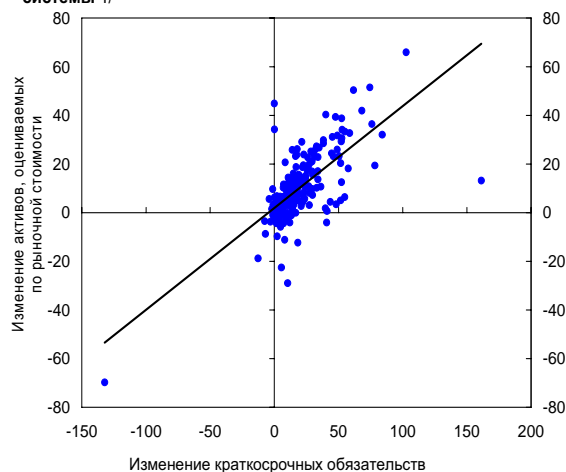
При этом отдельные финансовые учреждения сообщают о значительных списаниях. По мере того как рынки переоценивали риски, банки, расположенные в крупных финансовых центрах, и ведущие финансовые учреждения отражали в балансе значительные частичные списания структурированных ценных бумаг, вызвав увеличение занижения кредитного рейтинга и рост премий за риск дефолта. Продолжающийся процесс переоценки заставил европейские банки в нескольких странах вновь

Рисунок 16. Кредитование нефинансовых корпораций и домашних хозяйств в зоне евро, 2000-2008 годы



Источники: Европейский центральный банк и расчеты МВФ.

Рисунок 17. Изменения в балансе Европейской банковской системы 1/



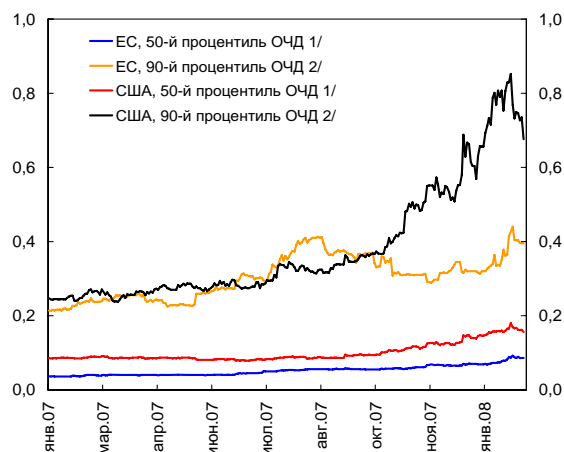
Источник: Moody's KMV.

1/ Зависимость процентных изменений совокупных активов от изменений краткосрочных обязательств, 31.01.08 по сравнению с 31.01.07.

включить в свой баланс открытые позиции по специальным инвестиционным каналам и инструментам структурированных инвестиций. Это повлекло за собой значительные изменения рыночной стоимости активов и балансовой стоимости краткосрочных обязательств за период с января 2007 года по январь 2008 года (рисунок 17).

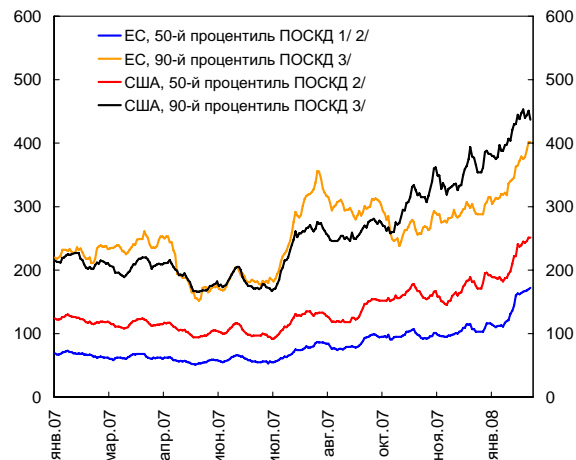
¹³См. Европейский центральный банк (2008).

Рисунок 18. Ожидаемая частота дефолтов, 2007–2008 годы
(проценты)



Источник: Moody's KMV.
1/ Медианное значение выборки в каждый момент времени.
2/ 10 процентов самых слабых банков в каждый момент времени.

Рисунок 19. Подразумеваемые спреды, 2007–2008 годы
(базисные пункты)



Источник: Moody's KMV.
1/ ПОСКД = предполагаемый исход из ожидаемой частоты дефолтов (предполагаемый исход из ОЧД) спред по свопам кредитного дефолта.
2/ Медианное значение выборки в каждый момент времени.
3/ 10 процентов самых слабых банков в каждый момент времени.

Но обеспокоенность на рынках сохраняется

Рыночные оценки периодичности дефолтов возросли, но при этом отчет ведется с низкого исходного уровня, причем изменение было не столь заметным, как в США (рисунок 18). В рамках рассмотренной выборки 226 европейских и 666 американских банков временная структура ожидаемой периодичности дефолтов (ОПД), полученная с использованием предложенной Moody's методологии KMV CreditEdge, показывает, что, несмотря на увеличение в течение следующего года риска банковского дефолта из-за начала кризиса непервоклассных ипотечных кредитов, он остается относительно небольшим¹⁴. Устойчивость европейских банков также в меньшей степени подверглась воздействию по сравнению с банками США из выборки, в особенности это касается наихудшего 10-го перцентиля.

Аналогичный вывод можно сделать на основании предполагаемых спредов по свопам кредитного дефолта (рисунки 19 и 20). Банки отмечали значительное расширение своих спредов по свопам кредитного дефолта, что указывало на резкий рост в профилях рисков. Более высокая стоимость рыночного риска (более высокий коэффициент Шарпа) является

¹⁴Предложенная Moody's методология KMV CreditEdge представляет собой решение на основе Интернета, которое обеспечивает ежедневные обновления и изменения вероятности дефолта по открыто котирующимся компаниям.

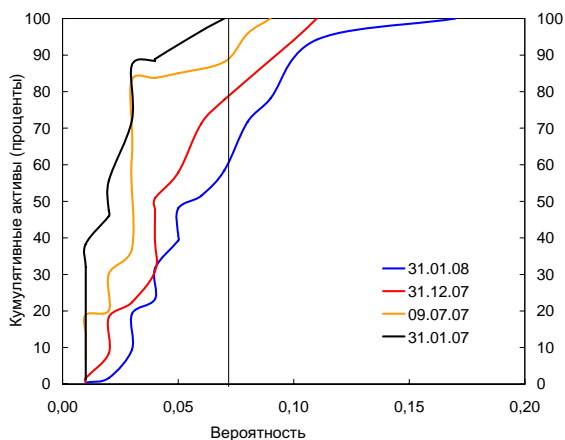
Рисунок 20. Зависимость рыночного левеиджа от изменчивости активов подверженных риску банков ЕС, 2007–2008 годы
(проценты)



Источник: Moody's KMV.
Примечание. Под рыночным левеиджем понимается барьер банка в отношении рыночной стоимости активов, при этом кризисный барьер представляет собой некоторую промежуточную точку между совокупными и текущими обязательствами.

одним из факторов, способствовавших расширению спредов. Но, как представляется, в особенности в случае подверженных риску банков, рыночные цены отражают общее повышение изменчивости активов, вызванное обеспокоенностью качеством активов, ухудшением состояния ликвидности и связанными с этим распродажами активов. Растущий рыночный левеидж явился дополнительным фактором, особенно для учреждений, которым пришлось не ожи-

Рисунок 21. Европейские банки — рыночная стоимостная оценка проблемных активов



Источник: Moody's KMV.

данно расширять свои балансы из-за риска, связанного со специальными инвестиционными каналами и инструментами структурированных инвестиций.

Рыночная оценка неблагополучных активов показывает, что качество системы активов опустилось ниже инвестиционной категории. Как показано на рисунке 21, такое ухудшение качества активов вызвало нарастающий сдвиг кривой, связывающей растущую долю совокупных активов с более высокой ожидаемой периодичностью дефолтов. В начале 2007 года рыночные цены подразумевали, что для банков, имеющих инвестиционную категорию, никакие активы не являлись неблагополучными, тогда как к концу января 2008 года до 40 процентов таких активов оказалось ниже инвестиционной категории¹⁵.

Необходимость своевременного признания убытков

Прямые открытые позиции на рынках непервоклассных ипотечных кредитов в США были одним из основных факторов списаний в европейских банках. При оцениваемых чистых открытых позициях глобальных рынков на рынках непервоклассных ипотечных кредитов в США на уровне примерно 700 млрд долларов на европейские банки приходится приблизительно 40 процентов этой суммы. По сравнению с банками США европейские банки в относительно меньшей степени подвержены риску несекуритизированных непервоклассных ипотечных кредитов и связан-

¹⁵ Инвестиционная категория (BBB- или выше) соответствует средней ожидаемой периодичности дефолта примерно 0,07 процента на год вперед.

Таблица 4. Чистая открытая позиция банков по отношению к рынкам непервоклассных ипотечных кредитов в США 1/ (млрд долларов США)

	Европейские банки		Банки США	
	Уровень	Доля 4/	Уровень	Доля 4/
Непервоклассные ипотечные кредиты	106	38	190	50
ЦБОА, связанные с непервоклассными ипотечными кредитами 2/	85	30	40	10
ОДО, связанные с непервоклассными ипотечными кредитами 3/	88	32	151	40
Итого открытая позиция	279	100	381	100

Источники: Goldman Sachs, UBS, расчеты МВФ.
 1/ Расчеты по состоянию на март 2008 года.
 2/ Процент.
 3/ ОДО = обеспеченное долговое обязательство.
 4/ ЦБОА = ценные бумаги, обеспеченные активами.

Таблица 5. Расчетные убытки по позициям банков, связанным с непервоклассными ипотечными кредитами 1/ (млрд долларов США)

	Европа	США
Ожидаемые убытки	123	144
Непервоклассные кредиты США	16	29
Ценные бумаги, обеспеченные активами	27	12
Обеспеченные долговые обязательства	53	90
Посредники и ИСИ 2/	27	13
Заявленные убытки	80	95
Оставшиеся ожидаемые убытки	43	49

Источники: Goldman Sachs, UBS, оценки МВФ.
 1/ Расчеты по состоянию на март 2008 года.
 2/ ИСИ = инструменты структурированных инвестиций.

ных с ними обеспеченных долговых обязательств (ОДО); однако они в относительно большей степени подвержены риску со стороны связанных с непервоклассными ипотечными кредитами ценных бумаг, обеспеченных активами (таблица 4).

Убытки, понесенные банками по этим рискам, по оценкам, значительны. По состоянию на март 2008 года ожидаемые убытки по рискам, связанным с непервоклассными ипотечными кредитами, оцениваются на уровне 123 млрд долларов в Европе и 144 млрд долларов в США (таблица 5). Эти оценки отражают следующий сценарий для большой выборки банков: средние убытки в размере 15 процентов по несекуритизированным ипотечным кредитам, 30 процентов по ценным бумагам, обеспеченным активами, 60 процентов по ОДО и 5 процентов по ликвидным линиям для забалансовых каналов и инструментов структурированных инвестиций. Для Европы на ОДО приходится львиная доля таких убытков, за ними следуют убытки по ценным бумагам, обеспеченным активами, и забалансовым линиям ликвидности. Для таких оценок сохраняется некоторый диапазон неопределенности, поскольку они

чувствительны к допущениям, и лежащие в их основе определяющие факторы продолжают меняться¹⁶.

Эти результаты указывают на необходимость своевременного признания убытков. Несмотря на то что некоторые европейские банки раскрыли информацию о крупных убытках, совокупная сумма до настоящего времени (примерно 80 млрд долларов по состоянию на март 2008 года) по-прежнему ниже совокупной оценки. Поэтому проблема заключается в том, что финансовым учреждениям в Европе по-прежнему необходимо признать более крупные убытки на сумму примерно 43 млрд долларов.

Испытание не закончено

Устойчивость финансовой системы в развитых странах Европы, скорее всего, подвергнется дальнейшим испытаниям.

- По мере углубления кризиса непервоклассных ипотечных продуктов в США это неизбежно отрицательно скажется на прямых открытых позициях финансовых учреждений Европы. В условиях, когда положение на рынке жилья США еще не стабилизировалось, сохраняется высокая вероятность дальнейших всплесков напряженности на ипотечных рынках. Такие проявления приведут к еще большему снижению стоимости секьюритизированных и структурированных продуктов и к усугублению уже понесенных убытков.
- Сохраняющееся тяжелое финансовое положение, вероятно, активизирует распространение кризиса на другие виды долговых обязательств и страхования от долгового дефолта. Уже ухудшается или предположительно ухудшится качество активов для других видов долговых обязательств, например, других типов потребительского долга (кредитные карты, автомобильные кредиты и ипотечные ссуды высокого качества), ссуд на коммерческую недвижимость и корпоративных кредитов компаниям с высокой долей заемных средств. Изменения кредитных рейтингов страхователей облигаций могут также повлечь за собой более высокие убытки по кредитам для банков и инвесторов. В более общем случае также подвергается риску рынок страхования от долгового дефолта, который пока еще не прошел про-

верку в условиях спада. Тем не менее в настоящее время сложно предсказать, каким образом дальнейшие нарушения в одном сегменте финансовой системы будут распространяться на другие сегменты и как это скажется именно на финансовых системах Европы.

- Вместе с тем в равной мере важно и то, что замедление глобальных темпов экономического роста, скорее всего, усугубит существующие проблемы. Во-первых, ухудшающиеся экономические перспективы могут значительно ослабить балансы домашних хозяйств и корпораций Европы, даже несмотря на то что они изначально в целом были более стабильными, чем в США. Во-вторых, попытки финансовых учреждений сохранить рентабельность, платежеспособность и ликвидность связаны со снятием нарастающего давления по некоторым направлениям реальной экономики — результатом, который может не только усилить замедление роста, но также сказаться на показателях деятельности финансовых систем. В-третьих, распространение кризиса в странах Европы с формирующимся рынком, скорее всего, окажет неблагоприятное воздействие на прибыли иностранных банков, которые имеют значительные открытые позиции в регионе, что ухудшит их надежность.

Воздействие перечисленных рисков на устойчивость финансовой системы, вероятно, будет иметь несколько проявлений. Во-первых, ухудшение качества активов усилит существующие убытки по инвестициям и уменьшит рентабельность и нераспределенную прибыль. Во-вторых, если придется признать дополнительные активы в балансе вследствие использования условных кредитных линий, это осложнит существующие проблемы из-за роста левериджа и ухудшения качества активов. В-третьих, по мере нарастания необходимости добавочных вливаний капитала возникает дополнительный серьезный риск, связанный со снижением доступности внешнего капитала. В-четвертых, риск ликвидности может создавать дополнительные проблемы, если по-прежнему будут существовать препятствия для выявления цен на ранее сформировавшихся рынках и учреждения будут вынуждены продавать активы по ценам распродажи для покрытия непредвиденных потребностей в ликвидности. Наконец, вероятность распространения экстремальных событий от одного банка к другому, как внутри страны, так и за рубежом, увеличилась с течением времени и представляет дополнительный источник напряженности (вставка 4).

¹⁶Подробную информацию о расчете ожидаемых убытков см. в IMF (2008b).

Вставка 4. Риски эффектов распространения среди ведущих банков Европейского союза

Масштабы трансграничных эффектов распространения среди ведущих европейских банков можно проанализировать на основе теории экстремальных значений. Такая основа рассматривает синхронную динамику экстремальных событий («одновременное превышение показателей»), в частности, синхронную динамику экстремальных отрицательных (левая часть распределения) реализаций показателей надежности банков. Выбранным для настоящего анализа показателем надежности

является расстояние до дефолта (РД), определяемое как разность между ожидаемой стоимостью активов в момент наступления срока погашения и критическим уровнем дефолта, который является функцией стоимости обязательств. Более высокое РД ассоциируется с более низкой вероятностью дефолта банка. Оно обычно является полезным приближенным показателем риска дефолта, если акции обращаются на ликвидных рынках.

РД для 27 крупнейших банковских групп Европейского союза рассчитывались за период май 2000 – апрель 2007 года с использованием ежедневных курсов акций и данных годового баланса. Биномиальная логит-модель использовалась для оценки вероятности того, что банки столкнутся с заметным отрицательным изменением РД в результате значительного отрицательного потрясения изменений РД в других банках.

К значительным отрицательным потрясениям относятся приходящиеся на 10-й перцентиль левой части общего распределения изменений РД по всем банкам. Для учета общих факторов в модель также включались четыре контрольные переменные — изменения в наклоне временной структуры и изменчивость внутренних, региональных и мировых индексов фондового рынка.

Результаты (см. таблицу) показывают, что, несмотря на в целом сохраняющуюся более высокую вероятность эффектов распространения в рамках внутренней банковской системы, по-видимому, возрос потенциал распространения экстремальных событий от одного банка к другому — как среди внутренних банков, так и в международных масштабах. Число значимых международных связей уже больше, чем число значимых связей между внутренними банками, что подчеркивает необходимость более активного международного сотрудничества в области надзора в ЕС.

Примечание. Подготовили Мартин Чихак и Ли Лянь Он. Подробнее см. Čihák and Ong (2007).

Значимые случаи одновременного превышения показателей среди банков ЕС, май 2000 г. – апрель 2007 г.

	Май 2000 г. - апрель 2007 г.		Май 2000 г. - ноябрь 2003 г.	
	Внутренние	Международные	Внутренние	Международные
Число значимых связей 1/	19	57	14	50
Процент всех возможных связей 2/	39,6	8,7	28,6	7,6

Источники: расчеты МВФ, основаны на данных Bloomberg LP; и © Bureau van Dijk Electronic Publishing - BankScore.

1/ Число пар банков, для которых были обнаружены случаи одновременного превышения показателей, в соответствующем периоде является значимым на уровне 5 процентов.

2/ Число значимых связей (указанное в предыдущей строке) в процентах от всех возможных каналов цепной реакции (то есть как процент всех возможных внутренних и международных пар банков соответственно).

Несмотря на то что состояние финансовых систем стран Европы с формирующимся рынком до настоящего времени было в целом неплохим, они сталкиваются с нарастающими рисками.

- Хотя воздействие кредитных потрясений до начала 2008 года было относительно ограниченным, в настоящее время начинают проявляться признаки распространения их последствий. Смягчающим фактором является ограниченная прямая подверженность риску, связанному со сложными структурированными продуктами. Но риски ухудшения ситуации увеличились, поскольку более ограниченная глобальная ликвидность может значительно сократить рост кредитов, а проблемы материнских банков могут с легкостью распространяться через границы. В настоящее время проявляются свидетельства та-

ких эффектов распространения. Например, это наблюдается на рынках суверенного долга. Также резко сократилась эмиссия частных облигаций — хотя и с низкого исходного уровня, — что может иметь значение для банков, зависящих от внешнего финансирования для поддержки быстрого роста внутренних кредитов. Вместе с тем, с более общей точки зрения, если рост кредитов значительно замедлится на фоне ужесточения стандартов, возникает риск ухудшения качества активов там, где стандарты кредитования ранее были либеральными.

- Присутствие иностранных банков может быть благом, но они также могут оказаться дестабилизирующим фактором по причине импорта или экспорта нестабильности на финансовых рынках. Несмотря на то что активное присут-

ствие иностранных банков может способствовать ограничению внутренних экономических спадов, оно, скорее всего, усугубит нестабильность на финансовых рынках в случае более значимых событий, например, когда материнский банк в стране происхождения будет испытывать нехватку ликвидности. Если материнские банки сохраняют достаточный уровень капитализации, их финансовая поддержка может уменьшить подверженность аффилированных структур местным условиям и обеспечить определенную степень стабильности местным финансовым системам. Однако концентрация иностранных участников в ряде стран и сходство их деятельности определяют подверженность стран с формирующимся рынком обычным рискам цепного распространения среди кредиторов (вставка 5).

Недавно проведенные стресс-тесты в странах Европы с формирующимся рынком показывают, что такая уязвимость может оказать серьезное воздействие на устойчивость финансовой системы. Во-первых, буферы капитала не всегда оказывались адекватным средством сглаживания серьезных, но тем не менее вероятных потрясений, вызывающих особую озабоченность у более мелких банков. Все же в положительном плане результаты также свидетельствуют о том, что при консолидации с материнскими банками буферы капитала обычно оказываются существенными. Во-вторых, кредитный риск, как правило, является ключевым риском, особенно если учесть косвенные эффекты воздействия валюты и процентный риск. Кредитование в иностранной валюте по-прежнему осуществляется в значительных объемах, и большинство кредитов предоставляется на условиях гибких ставок. В-третьих, в большинстве стран важны репутация конкретного лица и отраслевая концентрация (особенно в сфере недвижимости и строительства). Наконец, устойчивость ликвидных позиций решающим образом зависит от уровня ответственности материнских банков. Такой риск сглаживается в тех случаях, когда материнские банки располагают достаточной ликвидностью и имеют высокую прибыль и буферы капитала. В то же время растущий доступ внутренних банков к источникам финансирования за пределами материнского банка требует тщательного мониторинга структуры сроков погашения такой задолженности.

Воздействие на реальную экономику

Эмпирическая оценка макроэкономических эффектов текущей нестабильности на финансовых рынках представляет собой сложную задачу. В самом деле, существующие макроэкономические модели включают лишь несколько элементов из многих возможных механизмов передачи воздействия разворачивающихся финансовых потрясений на реальную экономику. Более того, современные потрясения носят весьма беспрецедентный характер, что делает оценку, основанную на данных прошлых периодов, недостаточно надежной.

С учетом приведенных оговорок наш анализ показывает, что макроэкономическое воздействие потрясений, скорее всего, будет значительным, особенно в развитых странах Европы, на фоне сохраняющейся неопределенности в отношении вероятности более острого сокращения кредита, которое может привести к дальнейшему снижению объема производства. Ожидается, что в странах Европы с формирующимся рынком замедление роста объема производства, вызванное прямым воздействием финансовых потрясений, а также эффектами распространения вследствие снижения спроса со стороны развитых стран, ограничит уверенные темпы роста, наблюдавшиеся в этих странах в последние годы. Однако спад производства будет ощутимее в случае значительного сокращения кредитов, особенно в странах, где недавняя экспансия в значительной мере была вызвана внешними заимствованиями и очень быстрым ростом кредитов.

Механизмы передачи воздействия на реальную экономику

Текущие финансовые потрясения продолжают оказывать воздействие на реальную экономику посредством нескольких механизмов. Во-первых, растет стоимость заимствования для компаний и домашних хозяйств наряду с увеличивающимися расходами банков на финансирование, что оказывает неблагоприятное воздействие на решения в отношении инвестиций и потребления. Во-вторых, компании также сталкиваются с более высокими затратами на эмиссию облигаций и акций, поскольку корпоративные спреды и премии по инструментам участия в капитале — излишек нормы прибыли на собственный капитал сверх безрисковой процентной ставки — увеличиваются, чтобы компенсировать расходы инвесторов в условиях снижающейся склонности к принятию риска.

Вставка 5. Региональные финансовые взаимосвязи и каналы цепного распространения

На фоне сохранения быстрых темпов роста кредитов в частном секторе стран Европы с формирующимся рынком зависимость от недепозитного финансирования во многих странах увеличилась. Высокие и продолжающиеся расти отношения кредитов к депозитам (ОКД) отражают усиление зависимости от внешнего финансирования, проходящего в первую очередь через банковский сектор, в условиях относительной неразвитости внутренних рынков капитала и свободного доступа преимущественно иностранных банков к дешевому финансированию, предоставляемому их материнскими компаниями¹.

Рост ОКД наблюдается в большинстве стран региона, особенно в странах Балтии, где эти показатели почти удвоились с начала 2000-х годов, и в Украине, Венгрии и России, где в 2007 году они находились в пределах 120–150 процентов. За исключением немногих случаев (Молдова, Сербия, Македония, бывшая Югославская Республика, а также Босния и Герцеговина), изменения банковских отношений кредитов к ВВП значительно превышали изменения отношения банковских депозитов к ВВП, свидетельствуя о том, что в последние годы рост кредитов значительно опережал рост депозитов (первый рисунок).

Значительные трансграничные финансовые связи внутри Европы подчеркивают уязвимость, возникающую вследствие зависимости от сконцентрированного внешнего финансирования. Международная банковская статистика Банка международных расчетов содержит данные по консолидированным внешним требованиям банков, представляющих отчетность, с разбивкой по отдельным странам (через прямое кредитование и местные банковские системы) и дает представление о масштабах и распределении открытых позиций стран Европы с формирующимся рынком по отношению к западным европейским банковским системам. Аналогичным образом она содержит данные об открытых позициях стран Западной Европы по отношению к странам Европы с формирующимся рынком по национальной принадлежности банков, представляющих отчетность.

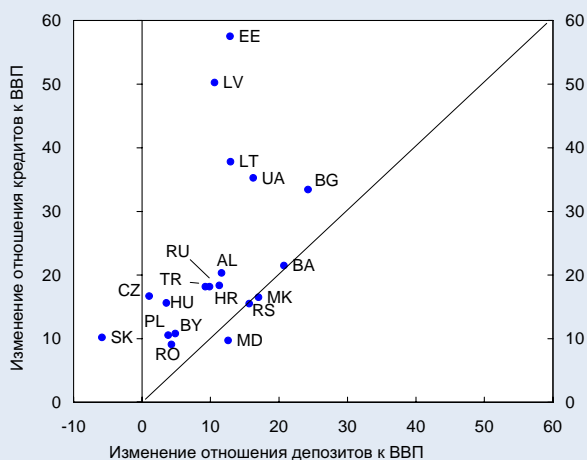
Данные показывают, что большинство стран Европы имеют крупные открытые позиции по отношению к банкам Западной Европы и зависят от них (либо напрямую, либо при посредничестве местных банковских систем). Открытые позиции значительны по величине, как по отношению к ВВП стран-получателей, так и по отношению к размерам активов их банковских систем (второй рисунок).

Непогашенные внешние требования банков, представляющих отчетность, по отношению ко всем банкам Западной Европы наиболее высоки для стран Европы с формирующимся рынком, банковские системы которых находятся преимущественно в иностранной собственности: не следует преувеличивать риски в этих странах в тех случаях, когда кредитование местного банка финансируется в основном за счет местных депозитов, однако уязвимость может возникать вследствие проблем в материнских банках. Открытые позиции во многих странах также значительны по отношению к активам банковского сектора принимающей страны; однако существует несколько примечательных исключений, например, Россия, Турция и Украина.

Примечание. Подготовили София Арвай, Карл Дриссен, Дэниел Харди и Инчи Откер-Робе.

¹В некоторых случаях (например, в Венгрии, Латвии и Литве) относительно большой объем инструментов денежного рынка и эмиссия облигаций банками обеспечивали определенную поддержку финансирования.

Изменение отношений депозитов и кредитов к ВВП, 2003–2007 годы
(процентные пункты)



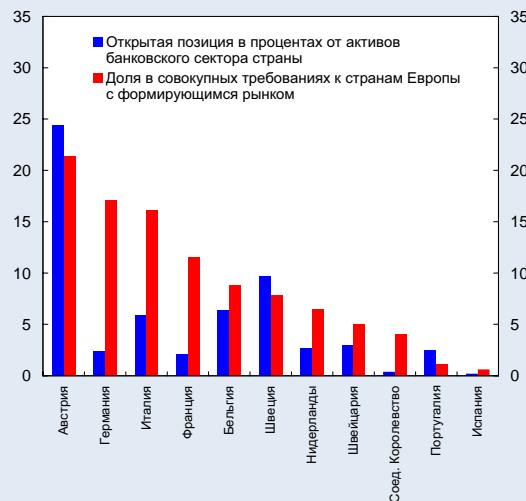
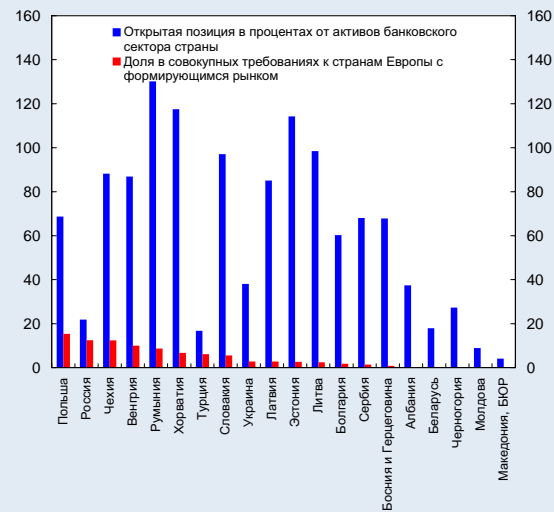
Источники: издание МВФ «Международная финансовая статистика» и расчеты МВФ.

Вставка 5 (окончание)

Концентрация открытых позиций по финансированию способствует возникновению уязвимости, связанной с сильной зависимостью от внешнего финансирования, особенно если это касается финансирования банков². Большинство стран региона имеет сконцентрированные открытые позиции по отношению к банкам в Австрии, Италии и Германии, а страны Балтии имеют крупные открытые позиции в Швеции (третий рисунок). Некоторые из стран с наибольшей зависимостью от внешнего финансирования диверсифицированы в большей степени (например, Чехия и Польша), тогда как некоторые другие зависят от финансирования из весьма ограниченного числа стран. Швеция обеспечивает 85 процентов внешнего финансирования стран Балтии, тогда как на Австрию приходится по крайней мере 40 процентов требований к Боснии, Хорватии, Сербии и Словакии и более 30 процентов требований к Румынии. Аналогичным образом Италия обеспечивает более 30 процентов внешнего финансирования для Болгарии, Хорватии и Боснии и Герцеговины.

В результате такой концентрации финансирования страны Европы с формирующимся рынком становятся уязвимы по отношению к сокращению или ограничению кредита, исходящего из развитых стран. Банковские системы, которые в большей степени зависят от внешнего финансирования для поддержки роста кредитов, могут сталкиваться с внезапным дефицитом финансирования или резким ростом его стоимости в случае непредвиденной переоценки открытой позиции материнского банка по отношению к принимающей стране (например, по причине обеспокоенности растущей уязвимостью в данной стране или в регионе). Несмотря на то что из-за рисков репутации материнские банки едва ли оставят свои дочерние структуры на произвол судьбы, безусловная поддержка маловероятна. Проблемы ликвидности или платежеспособности материнского банка в условиях концентрированной банковской системы также могут с легкостью распространяться на местные банки.

Относительная величина открытых позиций по финансированию в странах с формирующимся рынком и странах Западной Европы, 30 июня 2007 года 1/ (проценты)



Источники: Банк международных расчетов, *Quarterly Banking Statistics* («Квартальная банковская статистика»), декабрь 2007 года; расчеты МВФ.
1/ Открытая позиция по финансированию относится к банковскому и небанковскому секторам в странах-получателях средств. В странах с иностранной банковской собственностью в состав консолидированных требований входят требования банков, находящихся в иностранной собственности, к резидентам; чистые требования ниже на величину принадлежащих банкам внутренних депозитов.

²Уязвимость, возникающая вследствие небанковских заимствований, не имеет таких масштабов по сравнению с уязвимостью, вызванной банковскими заимствованиями. Если корпорация не выплачивает задолженность иностранному банку, у которого она напрямую заимствовала средства, кредитный риск принимает на себя иностранный, а не местный банк.

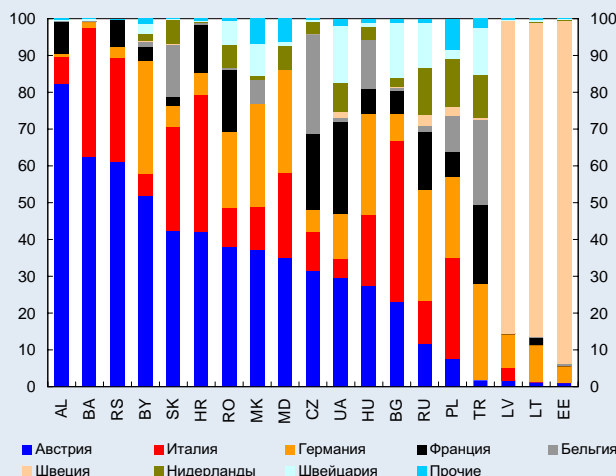
В результате такой концентрации финансирования страны Европы с формирующимся рынком становятся уязвимы по отношению к сокращению или ограничению кредита, исходящего из развитых стран. Банковские системы, которые в большей степени зависят от внешнего финансирования для поддержки роста кредитов, могут сталкиваться с внезапным дефицитом финансирования или резким ростом его стоимости в случае непредвиденной переоценки открытой позиции материнского банка по отношению к принимающей стране (например, по причине обеспокоенности растущей уязвимостью в данной стране или в регионе). Несмотря на то что из-за рисков репутации материнские банки едва ли оставят свои дочерние структуры на произвол судьбы, безусловная поддержка маловероятна. Проблемы ликвидности или платежеспособности материнского банка в условиях концентрированной банковской системы также могут с легкостью распространяться на местные банки.

Воздействие сокращения кредита будет усиливаться, если финансирование из других (небанковских) источников также было бы ограничено. В некоторых странах Европы с формирующимся рынком, которые в последнее время обращались за финансированием на международные рынки капитала, после августа 2007 года отмечалось заметное снижение спроса (например, выпуск евробондов в финансовых секторах России и Украины), и, по имеющимся данным, из-за более широких спредов некоторые банки в Центральной и Восточной Европе отложили планируемую эмиссию облигаций. Эмиссия международных облигаций была незначительным источником финансирования для большинства других стран региона.

Масштабы открытых позиций банков Западной Европы по отношению к странам Европы с формирующимся рынком намного меньше открытых позиций последних, если не считать Австрию. В случае Австрии требования банков, представляющих отчетность, по отношению к странам Европы с формирующимся рынком составляют 23 процента активов ее банковской системы, хотя такие открытые позиции и представляются достаточно диверсифицированными по нескольким странам и небольшими в отношении каждой отдельной страны. Открытые позиции банков в Бельгии и Швеции по отношению к странам Европы с формирующимся рынком также значительны, но остаются ниже 10 процентов активов банковской системы. Для остальных стран открытые позиции невелики, в том числе позиции Франции, Германии и Италии по отношению к наиболее активным банкам в Центральной и Юго-Восточной Европе.

Но и в тех случаях, когда открытые позиции представляются достаточно диверсифицированными, конечное воздействие возможных неблагоприятных событий в одной стране может быть гораздо более существенным, поскольку проблемы в одной стране могут распространиться на другие. Такие региональные эффекты распространения могут привести к тому, что даже открытые позиции Австрии станут значимыми.

Концентрация открытых позиций стран Европы с формирующимся рынком по отношению к странам Западной Европы, 30 июня 2007 года 1/ (проценты)



Источник: Банк международных расчетов, *Quarterly Review* («Квартальный обзор»), декабрь 2007 года.
 Примечание. Сокращенные названия стран соответствуют кодам стандарта ИСО.
 1/ Открытые позиции стран Европы с формирующимся рынком по отношению к западноевропейским банкам определяются как доля представляющих отчетность банков в каждой из стран Западной Европы в совокупных непогашенных требованиях к конкретной стране Европы с формирующимся рынком (к банковскому и небанковскому секторам). Например, примерно 42 процента позиций, открытых Хорватией по отношению к представляющим отчетность банкам Западной Европы, принадлежит банкам Австрии, 38 процентов — банкам Италии, 13 процентов — банкам Франции и т.д. В странах Балтии 85 или более процентов позиций, открытых по отношению к представляющим отчетность банкам, принадлежат банкам Швеции.

Кроме влияния на цену кредита ожидается, что финансовые потрясения окажут неблагоприятное воздействие на предложение кредита, что, в свою очередь, снизит потребление и инвестиции. В-первых, более высокие затраты банков на финансирование уменьшают их ликвидность и способность предоставлять кредиты¹⁷. Еще более важно то, что связанные с рынком непервоклассных кредитов убытки, понесенные банками в развитых странах Европы, ухудшают их показатели достаточности капитала, а, следовательно, и потенциал кредитования. Далее, значительное сокращение эмиссии структурированных продуктов уменьшает финансовые возможности банков в развитых странах Европы и их способность предоставлять кредиты¹⁸. Несмотря на отсутствие прямой подверженности риску рынка непервоклассных кредитов, банки в этих странах также сталкиваются с риском сокращения кредитов, поскольку материнские банки в развитых странах Европы могут ограничить кредитование своих дочерних структур и отделений.

Изменение ситуации в цикле рынка жилья в ряде стран и недавнее ослабление фондовых рынков также будут иметь макроэкономические последствия. Цены на активы влияют на потребление за счет эффектов благосостояния. Цены на недвижимость также оказывают воздействие на активность в строительном секторе¹⁹. Кроме того, падение цен на акции и жилье, а также растущие ставки заимствования создают напряженную ситуацию в балансе и кассовых потоках компаний и домашних хозяйств, тем самым уменьшая их кредитоспособность и способность привлекать заемные средства²⁰.

¹⁷Это так называемый «кредитный канал», впервые определенный в работе Bernanke and Blinder (1988).

¹⁸С 1999 года секьюритизация существенно способствовала росту кредитов в зоне евро (Altumbas et al., 2007).

¹⁹В нескольких исследованиях была установлена связь между ценами на активы и экономическим циклом в развитых странах. См., например, IMF (2000), Catte et al. (2004), IMF (2008a).

²⁰Роль эффектов баланса и залогового обеспечения в кредитных циклах впервые отмечалась в работе Bernanke and Gertler (1989), где была развита так называемая теория «финансового акселератора». См. также Kiyotaki and Moore (1997), Bernanke, Gertler, and Gilchrist (1999).

Количественная оценка воздействия

Текущие финансовые потрясения, скорее всего, окажут значительное воздействие на объем производства в развитых странах Европы. Ожидается, что увеличение корпоративных спредов снизит объем производства в зоне евро на 0,3 и 0,4 процента в 2008 и 2009 годах, соответственно, по сравнению с гипотетическим сценарием, в котором отсутствуют финансовые потрясения. Ужесточение стандартов кредитования, связанное с увеличением спреда между ставками по кредитам и депозитам, в совокупности со спадом цен на акции и жилье будет способствовать дальнейшему замедлению роста объема производства по крайней мере на 0,4 и 0,5 процента в 2008 и 2009 годах, соответственно, по сравнению со сценарием без финансовых потрясений (таблица 6)²¹. В Соединенном Королевстве снижение ВВП в результате увеличения корпоративных спредов оценивается в размере 0,3 процента в 2008 году

²¹Эти оценки основаны на имитационном моделировании, проведенном на основе глобальной экономической модели Национального института (NiGEM). NiGEM представляет собой модель для нескольких стран, которая позволяет оценить воздействие потрясений, непосредственно затрагивающих конкретные страны, а также эффекты распространения последствий снижения экономической активности в других странах. В частности, рассматривались следующие сценарии.

(1) Увеличение на 100 базисных пунктов (бп) спреда между корпоративными и государственными облигациями во всех развитых странах (в том числе за пределами Европы), сохраняющееся в течение двух лет, соответствующее наблюдаемому росту спредов и согласующееся с допущением о постоянной переоценке риска.

(2) Сохраняющееся в течение двух лет увеличение на 100 бп спреда между ставками по кредитам и депозитам в развитых странах (в том числе за пределами Европы), отражающее попытки банков максимально увеличить рентабельность, чтобы восстановить капитал, а также ужесточение стандартов кредитования.

(3) 15-процентное снижение цен на инструменты участия в капитале в развитых странах и странах с формирующимся рынком (в том числе за пределами Европы), продолжающееся в течение одного года, в соответствии с изменениями на фондовом рынке с начала 2008 года.

(4) Снижение номинальных цен на жилье в США, Соединенном Королевстве, Испании и Ирландии на 10–16 процентов в течение двух лет, согласующееся с ожидаемыми изменениями на соответствующем рынке жилья.

Таблица 6. Изменения объемов производства под влиянием финансовых потрясений: результаты имитационных расчетов
(проц. изменение реального ВВП по сравнению со сценарием, не предусматривающим потрясений)

	Зона евро 1/	Соединенное Королевство	Другие развитые страны Европы 2/	Новые государства-члены ЕС (НГЧ-9) 3/	США
Увеличение корпоративных спредов на 100 базисных пунктов за два года во всех развитых странах					
2008	-0,3	-0,3	-0,1	-0,1	-0,2
2009	-0,4	-0,4	-0,2	-0,2	-0,3
Увеличение спреда между ставками по кредитам и депозитам на 100 базисных пунктов за два года во всех развитых странах					
2008	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
2009	-0,1	-0,1	0,0	0,0	-0,1
Снижение курсов акций на 15 процентов за один год в развитых странах и странах с формирующимся рынком					
2008	-0,2	-0,2	-0,2	-0,4	-0,4
2009	-0,1	0,0	0,0	-0,1	0,0
Снижение цен на жилье в США, Соединенном Королевстве, Испании и Ирландии					
2008	-0,1	-0,5	-0,1	-0,2	-0,5
2009	-0,3	-0,8	-0,2	-0,2	-1,1

Источник: оценки МВФ.

1/ Кроме Кипра и Мальты.

2/ Дания, Норвегия, Швейцария и Швеция.

3/ Болгария, Венгрия, Латвия, Литва, Польша, Румыния, Словакия, Чехия и Эстония.

и 0,4 процента в 2009 году по сравнению со сценарием без финансовых потрясений. При этом предполагаемое падение цен на жилье в Соединенном Королевстве приведет к более масштабному замедлению роста объемов производства, чем в зоне евро. Ожидается, что в других развитых странах Европы воздействие финансовых потрясений на ВВП будет более умеренным.

Во всех развитых странах может произойти дальнейшее сокращение объемов производства, если банки существенно снизят предложение кредитов. Проведенные нами оценки показывают, что возросший в настоящее время профиль риска европейских банков, скорее всего, окажет лишь умеренное воздействие на предложение кредитов и что итоговое воздействие на рост ВВП будет носить ограниченный характер (вставка б). Тем не менее нельзя исключить более резкое по сравнению с ожидаемым сокращение кредитов. Это может повлечь за собой спиральный спад, при котором более ограниченная кредитная экспансия может вызывать резкое замедление экономической активности, что, в свою очередь, приведет к сокращению спроса на кредиты.

Финансовые потрясения предположительно окажут негативное воздействие на реальный сектор и в странах Европы с формирующимся рынком. В новых государствах-членах²² снижающие-

²²К этой группе относятся следующие страны: Болгария, Венгрия, Латвия, Литва, Польша, Румыния, Словакия, Чехия и Эстония.

ся цены на инструменты участия в капитале наряду с общими эффектами распространения последствий более низкого спроса со стороны развитых стран, по оценкам, приведут к сокращению объема производства по крайней мере на 0,8 и 0,5 процента в 2008 и 2009 году, соответственно, по сравнению с гипотетическим сценарием без финансовых потрясений (таблица 6).

С учетом высоких темпов экономического роста, наблюдавшихся в этих странах в последние годы, такие оценки свидетельствуют о сравнительно умеренном замедлении. Кроме того, растущие внутренние и внешние премии по заимствованиям могут оказать дополнительное неблагоприятное воздействие в странах Европы с формирующимся рынком. В частности, одновременный рост внутренних и внешних премий за риск на 100 базисных пунктов, сохраняющийся в течение двух лет, может вызвать сокращение объема производства на 0,8–1 процент в 2008 году и 0,3–0,8 процента в 2009 году по сравнению со сценарием без потрясений (вставка 7)²³.

Замедление роста объемов производства в странах Европы с формирующимся рынком было бы еще более резким в случае значительного сокращения кредитов. Оценки моделей векторной авторегрессии (VAR) для выборочных стран с формирующимся рынком указывают на значительное по масштабам воздействие. Если рост кредитов временно упадет на 10 процентных пунктов, в первый год произойдет значительное снижение роста реального ВВП в Эстонии и Румынии — двух странах, где с середины 90-х годов рост кредитов был наиболее стабильным среди стран Европы с формирующимся рынком, — чтобы на второй год вернуться на прежний уровень

²³Такие оценки опираются на имитационные расчеты в рамках модели общего равновесия для стилизованной страны с формирующимся рынком, где движущей силой роста ВВП в значительной мере являются потребление и инвестиции, финансируемые за счет внешних заимствований и очень быстрого роста кредитов (подробнее см. вставку 7). Данная альтернативная модель используется по той причине, что NiGEM не учитывает важной взаимосвязи между внешними и внутренними премиями за риск, ростом кредитов и реальным сектором, что является ключевой составляющей механизма передачи современных финансовых потрясений в страны Европы с формирующимся рынком.

(таблица 7)²⁴. В Чехии отрицательное воздействие на объем производства будет менее ощутимым по масштабам, но более продолжительным, тогда как в Венгрии уменьшение темпов роста будет носить более ограниченный характер.

Таблица 7. Изменение темпов роста ВВП в результате снижения темпов роста кредита на 10 процентных пунктов
(процентные пункты, годовое изменение)

	Чехия	Эстония	Венгрия	Румыния
Год 1	-0,7	-2,0	-0,7	-1,3
Год 2	-0,8	0,7	0,1	0,7

Источник: оценки МВФ.

²⁴Модель VAR включает следующие переменные: рост кредитов, рост реального ВВП, инфляцию (все показатели на годовой основе), ставку по кредитам и, в качестве экзогенной переменной, ставку ЛИБОР. Рост кредитов определяется в номинальном выражении в соответствии с работой Bernanke and Lown (1991), где утверждается, что такой показатель является наиболее подходящим для приближенной оценки реальной стоимости предоставления кредитов в контексте взаимоотношений банк-заемщик при действующих сроках погашения кредитов большой продолжительности. Оценка по модели производится на основе квартальных данных в промежутке между серединой 90-х годов и III кв. 2007 года. Число запаздываний определяется по стандартным информационным критериям. Ответная реакция на потрясения рассчитывается с использованием генерализованной функции реакции на импульсы.

Вставка 6. Профиль риска банков, рост кредитов и реальная экономика

В какой мере современные финансовые потрясения и связанное с ними увеличение профиля риска банков могут воздействовать на их предложение кредитов? И, следовательно, каково потенциальное воздействие на объемы производства? Для ответа на эти вопросы проводилась оценка взаимосвязи между условиями риска банков, ростом кредитов и ростом реального ВВП на выборке 42 ведущих банков из 7 развитых стран Европы (Франции, Германии, Италии, Швеции, Швейцарии и Соединенного Королевства) за период 1991–2007 годов.

Описание модели представляет собой систему из двух уравнений. В первом проводится регрессия роста кредитов в 42 банках по показателю профиля риска банков, росту реального ВВП (с запаздыванием) и нескольким управляющим переменным (в том числе по межбанковской ставке, индексам цен на жилье и курсов акций и по показателю размеров банков). Во втором уравнении анализируется взаимосвязь между ростом кредитов и ростом объемов производства¹. Профиль риска банков приближенно определяется показателями кредитного риска по Мертону, в том числе различными вариантами расстояния до дефолта (РД) и ожидаемой периодичностью дефолта (ОПД) по предложенной Moody's методологии KMV².

Полученные модельные оценки показывают, что увеличение профиля риска банков приводит к более низким (статистически значимым) темпам роста кредитов. В частности, в среднем 1-процентное увеличение ОПД банка может привести к снижению годового роста кредитов на величину до 0,05 процентного пункта с некоторыми колебаниями для разных стран³. С учетом изменения профиля риска банков, наблюдаемого после августа 2007 года (рисунок 16 в основном тексте), предложенная модель предсказывает снижение годового роста кредитов на величину до 4 процентных пунктов. В предложенной модели такое замедление кредитной экспансии подразумевает снижение темпов роста ВВП менее чем на 0,1 процентного пункта. Аналогичные результаты были получены при оценках модели с использованием макроэкономических данных, а не данных по отдельным банкам⁴.

Примечание. Основные авторы данной вставки — Андреа М. Мехлер и Александр Тиман. Аналитическое обоснование данной вставки представлено в работе Maechler and Tieman (2008).

¹Оценки модели рассчитываются с квартальной периодичностью.

²Оба показателя риска опираются на структурную модель Мертона для ценообразования опционов. РД представляет собой число стандартных отклонений, на которое рыночная оценка собственного капитала банка отличается от дефолта. Она обратным образом связана с финансовым риском (меньшее РД означает более высокий риск). Для ОПД по предложенной Moody's методологии KMV, с помощью которой измеряется вероятность дефолта, используется база данных дефолтов прошлого периода для преобразования предполагаемых модельных нейтральных по риску вероятностей в реальную ожидаемую периодичность дефолта (неприятие риска). ОПД имеет прямую связь с финансовым риском (более высокая ОПД означает более высокий риск).

³По сравнению с французскими банками ведущие банки Германии, Испании и Швеции более резко ограничивают кредитную экспансию в ответ на ухудшение профилей рисков.

⁴Более долгосрочные оценки потенциального воздействия финансовых потрясений на кредитную экспансию и объем производства в США см. в работе IMF (2008b).

Вставка 7. Последствия нестабильности на финансовых рынках для реального сектора в странах с формирующимся рынком

Для оценки потенциальных макроэкономических последствий текущих финансовых потрясений для стран Европы с формирующимся рынком проводилось моделирование по простой динамической модели общего равновесия для стилизованной страны с формирующимся рынком, для которой были характерны: 1) высокая степень открытости; 2) фиксированный/жестко регулируемый обменный курс; 3) высокие уровни финансовой долларизации (в условиях, когда большинство кредитов и депозитов привязаны к иностранной валюте); 4) быстрый рост кредитов частному сектору, стимулируемый внешними заимствованиями банков, и 5) прямой доступ корпоративного сектора к международным финансовым рынкам¹.

Рассматривается следующее двухлетнее потрясение: увеличение на 100 базисных пунктов премии за внешний риск, влияющее на ставку, по которой агенты производят заимствования из-за рубежа, наряду с ростом на 100 базисных пунктов премии за внутренний риск, отражающим меньшую склонность банков к принятию риска. Потрясение приводит к немедленному росту ссудных ставок и падению банковских внешних заимствований и корпоративных кредитов. Вместе с тем растет прямое корпоративное внешнее заимствование, поскольку оно дешевле банковских заимствований, если учесть рост внутренней премии за риск. Банковские кредиты домашним хозяйствам снижаются, но в меньшей степени, чем банковские корпоративные кредиты, поскольку домашние хозяйства не могут обращаться к прямым внешним заимствованиям (рисунок).

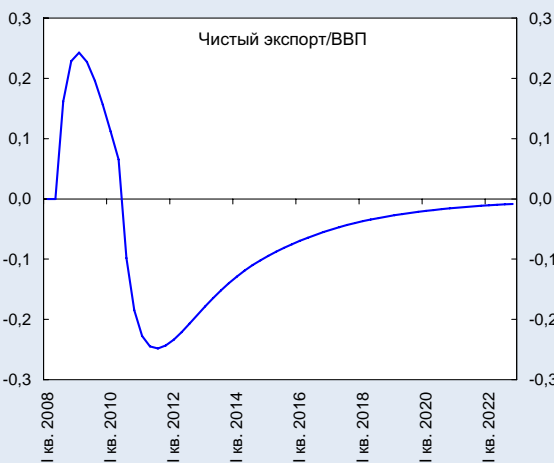
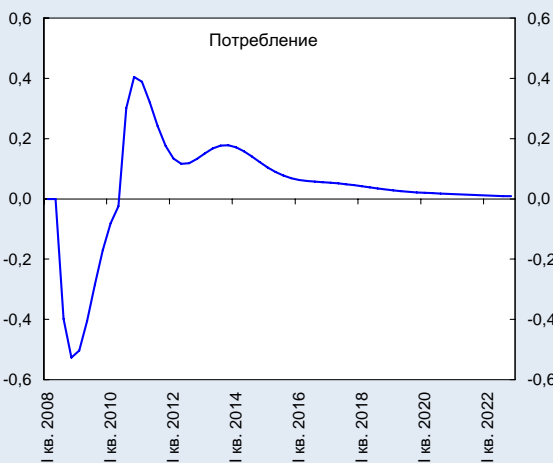
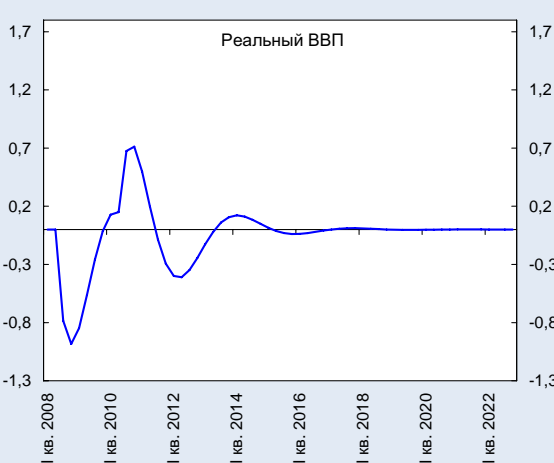
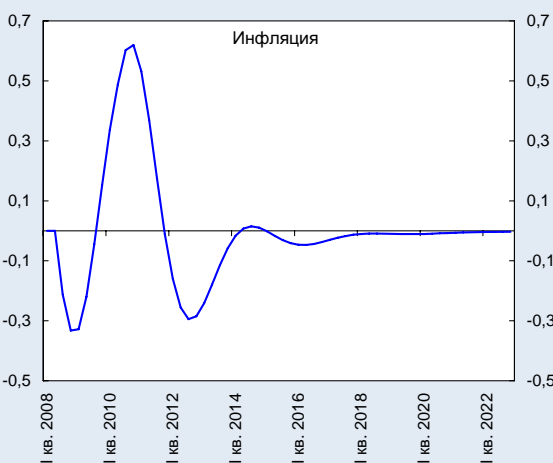
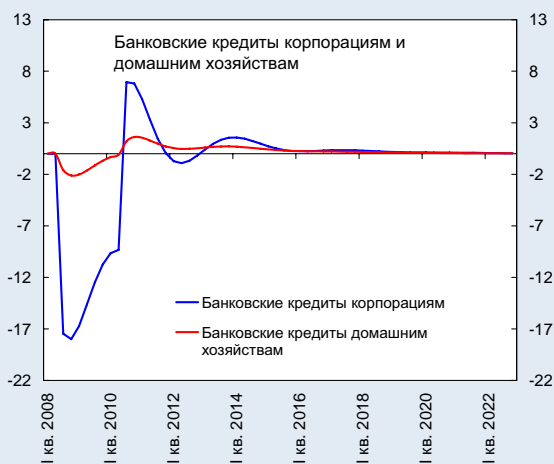
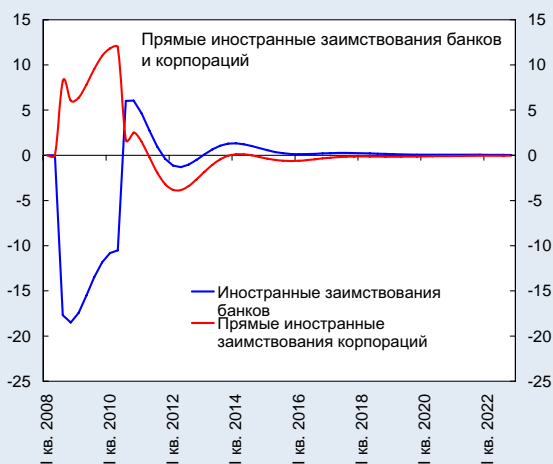
Реальный объем производства сокращается на величину от 0,8 до 1 процента в 2008 году и от 0,3 до 0,8 процента в 2009 году по сравнению со сценарием без потрясений (рисунок). Потребление также падает, хотя и в меньшей степени, чем производство, поскольку, сглаживая потребление, домашние хозяйства уменьшают свои накопленные депозиты. Замедление роста объемов производства сокращает инфляцию в 2008 и 2009 годах. По мере сокращения потребления и относительной цены на внутренние товары по сравнению с импортируемыми товарами происходит падение импорта и улучшение торгового баланса. После завершения потрясений премий происходит быстрое повышение банковских внешних заимствований и банковских корпоративных кредитов, что способствует восстановлению объемов производства и потребления в сочетании с инфляционным давлением и ухудшением торгового баланса.

Примечание. Основные авторы данной вставки — Инчи Откер-Робе и Дэвид Вавра.

¹В реальной части модель включает три сектора (невнешнеторговые товары, экспорт и импорт) и предполагает номинальную и реальную жесткость. В полностью долларизованном финансовом секторе банки предоставляют кредиты на финансирование потребления и производства и принимают депозиты от домашних хозяйств. Процентные ставки меняются одновременно с отношением кредитов к депозитам. Компании имеют доступ к кредитам через посредника, который одновременно использует два не в полной мере взаимозаменяемых источника кредитов: банковские ссуды и прямое внешнее заимствование. Неполная взаимозаменяемость допускает плавное перераспределение между двумя источниками при изменении их относительных цен. Подробное описание модели см. в работах J. Benes, I. Ötker-Robe, I., D. Vávra (2008) и J. Benes, M. Castello-Branco, D. Vávra (2007).

Реакция на повышение внутренних и внешних премий

(процентные изменения по сравнению со сценарием, не предусматривающим потрясений)



Источник: имитационные расчеты МВФ.

3. Конвергенция в странах Европы с формирующимся рынком: устойчивость и уязвимые места

Предполагается, что благодаря хорошим основным экономическим показателям тенденция конвергенции в странах Европы с формирующимся рынком сохранится, хотя ее темпы, по-видимому, замедлятся. Опасения перегрева экономики уступают место обеспокоенности из-за наличия уязвимых мест. Дисбалансы в некоторых странах могут привести к более изменчивой динамике экономического роста, сопряженной с рисками его резкого замедления. В целях сокращения уязвимых мест в большинстве стран с формирующимся рынком потребуются дальнейшее ужесточение макроэкономической и финансовой политики, а успехи в проведении структурных реформ будут неотъемлемым условием продолжения плавной конвергенции в среднесрочной перспективе.

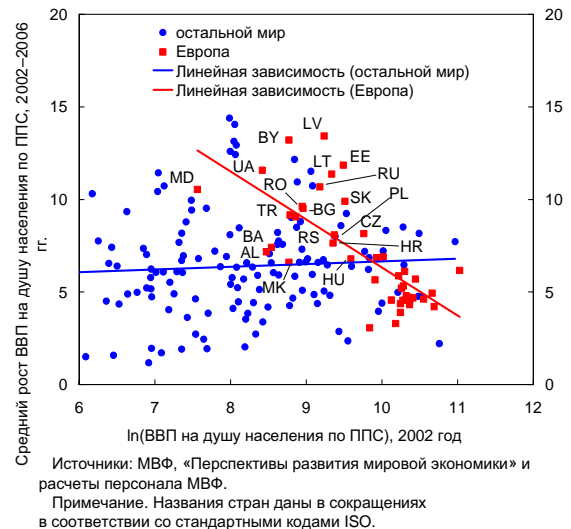
Общий обзор

В большинстве стран Европы с формирующимся рынком продолжается быстрая конвергенция. После нестабильности 1990-х годов темпы экономического роста в этих странах Европы резко ускорились и достигли уровней, уступающих только темпам роста в странах Азии с формирующимся рынком. Усиление интеграции с более развитыми европейскими странами обеспечило возможность значительно более быстрого роста экономики стран Европы с формирующимся рынком по сравнению со странами других регионов, имеющими аналогичные уровни доходов, что позволило им продемонстрировать реальную конвергенцию (рисунок 22).

В ряде стран с формирующимся рынком быстрый экономический рост сопровождается крупными дисбалансами, что ставит под вопрос устойчивость процесса и вызывает опасения относительно уязвимых мест. Ожидается, что страны,

Примечание. Основным автором данной главы является Атанасиос Вамвакидис.

Рисунок 22. Конвергенция в странах Европы с формирующимся рынком и в остальном мире, 2002–2006 годы



находящиеся в процессе конвергенции, будут привлекать иностранные сбережения для финансирования инвестиций и сглаживания потребления, однако в большинстве стран Европы с формирующимся рынком отмечается дефицит по счету текущих операций, размер которого весьма значителен для уровней их доходов, по сравнению с остальным миром (рисунок 23). Ожидания быстрой конвергенции и перспективы высокой доходности в регионе вызвали масштабные притоки капитала. Приток капитала способствовал накоплению очень высоких уровней внешнего долга в некоторых странах и повышению уязвимости по отношению к внешним потрясениям, таким как резкие изменения обменных курсов и процентных ставок, повышение несклонности к риску и утрата интереса инвесторов к странам с формирующимся рынком, причем на фоне текущей финансовой нестабильности во всем мире эти риски существенно возросли (см. главу 2).

Анализ перспектив экономического роста и уязвимых мест в странах Европы с формирующимся рынком — что является предметом данной главы — указывает на следующее.

Тенденция конвергенции в странах Европы с формирующимся рынком опирается на высокие основные экономические показатели, и ожидается, что эта тенденция сохранится.

- Потенциальный рост, определяемый исходя из существующих основных экономических показателей, является относительно высоким. Большинство стран продвинулось в реализации реформ, направленных на ускорение экономического роста; в последнее время главным фактором экономического роста были улучшения в производительности, и во всех странах региона также возросли инвестиции.
- Крупный дефицит счетов текущих операций в период региональной конвергенции — это в известной степени ожидаемое явление. Также всеяют надежду высокие уровни прямых иностранных инвестиций и отсутствие активного повышения обменных курсов в регионе.
- Существуют значительные возможности для углубления и расширения финансового посредничества.

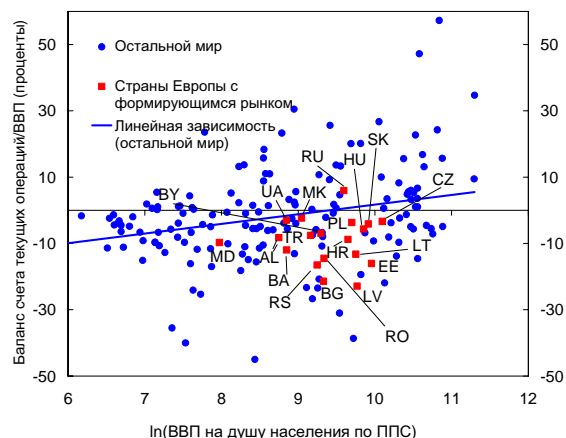
Однако экономический рост в регионе, вероятно, замедлится.

- В последние годы темпы роста экономики в большинстве стран существенно превышали оценки потенциального роста. Реформы в некоторых странах региона продвинулись недостаточно далеко, чтобы обеспечить сохранение текущих темпов роста.
- В последнее время экономический рост главным образом определялся производством невнешнеторговых товаров, тогда как необходимый постепенный перелив капитала и рабочей силы в сферу производства внешнеторговых товаров, по всей видимости, будет сопряжен с издержками корректировки.
- Ожидается, что темпы углубления финансовых рынков и притоков капитала снизятся, отчасти в результате переоценки риска в контексте глобальной финансовой нестабильности.

Траектория конвергенции в странах с крупными внешними дисбалансами может оказаться изменчивой, что связано с рисками резкого замедления темпов экономического роста.

- Дефицит счетов текущих операций намного превышает оценки, выведенные из основных эконо-

Рисунок 23. ВВП на душу населения и баланс счета текущих операций, 2007 год



Источники: МВФ, «Перспективы развития мировой экономики» и расчеты персонала МВФ.

Примечание. Названия стран даны в сокращениях в соответствии со стандартными кодами ISO.

мических показателей, и в большинстве случаев существуют риски его резкой корректировки.

- Высокие уровни внешнего долга являются источником уязвимости, а динамика долга особенно сильно зависит от изменений обменных курсов и колебаний темпов экономического роста.
- Балансовый анализ указывает на то, что сектора корпораций и домашних хозяйств подвержены значительным валютным и процентным рискам, что свидетельствует об уязвимости финансового сектора под воздействием кредитных рисков, а также для государственного сектора.

При помощи мер макроэкономической политики можно более эффективно ликвидировать региональные дисбалансы.

- Индикаторы показывают, что, несмотря на меры по ужесточению денежно-кредитных условий, в большинстве стран региона они, как представляется, остались довольно мягкими.
- При проведении фискальной консолидации не всегда в полной мере были использованы выгоды, связанные с быстрым экономическим ростом, а в некоторых странах сальдо государственных финансов ухудшилось в структурном отношении.

Структурные реформы имели существенное значение для повышения потенциального роста экономики, и это указывает на то, что в сочетании с взвешенной макроэкономической политикой дальнейшее продвижение в этой области будет ключевым

фактором обеспечения плавной конвергенции в странах Европы с формирующимся рынком.

Применимость этих выводов различается в зависимости от того, к какому региону Европы относятся соответствующие страны с формирующимся рынком. В странах Балтии были накоплены значительно более крупные внешние дисбалансы, чем в остальных странах региона. Более быстрое продвижение структурных реформ повысило гибкость экономики этих стран, однако им по-прежнему может быть сложно приспосабливаться к потрясениям, поскольку существующие в этих странах фиксированные курсовые режимы исключают возможность корректировки номинальных обменных курсов для смягчения воздействия потрясений. Внешние дисбалансы в странах Юго-восточной Европы хотя и не столь велики, но тоже весьма значительны и продолжают ухудшаться. Кроме того, проведение структурных реформ в этих странах отстает, и они, возможно, не в состоянии быстро приспосабливаться к потрясениям. Напротив, в большинстве стран Центральной и Восточной Европы внешние дисбалансы менее ощутимы, и эти страны относительно дальше продвинулись на пути реформ, благодаря чему их уязвимость снизилась.

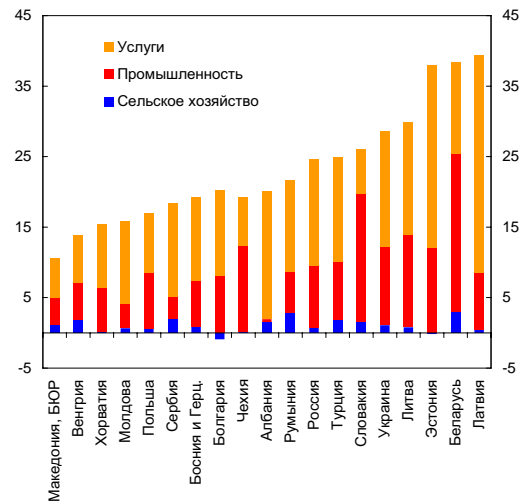
Поддержание устойчивого роста

Экономический рост определялся внутренним спросом

Со стороны предложения главным фактором экономического роста в странах Европы с формирующимся рынком в последнее время являлись услуги, а затем промышленное производство (рисунок 24). На начальных этапах процесса конвергенции относительное расширение производства невнешнеторговых товаров (преимущественно услуг) — это ожидаемое явление, и такое расширение сопряжено с повышением относительной цены невнешнеторговых товаров и уровней заработной платы²⁵. Однако успешная конвергенция в

²⁵См. ноябрьский выпуск 2007 года «Перспектив развития региональной экономики: Европа», часть II, глава 2. В категорию услуг входит туризм, который относится к внешнеторговым товарам, однако это актуально главным образом для Хорватии и в меньшей степени для Турции, где существуют крупные туристические сектора. В категорию услуг также входит аутсорсинг, доля которого, хотя он и

Рисунок 24. Страны Европы с формирующимся рынком. Добавленная стоимость по секторам, вклады в рост реального ВВП, 2002–2006 годы (кумулятивные процентные пункты)



Источники: Всемирный банк, «Показатели мирового развития» и расчеты персонала МВФ.

конечном итоге требует изменения обращения этого процесса и перераспределения ресурсов в пользу производства внешнеторговых товаров.

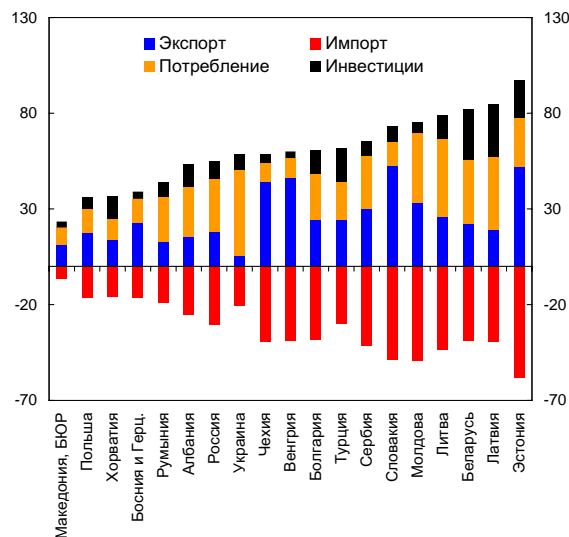
Со стороны спроса экономический рост в странах Европы с формирующимся рынком определялся в последнее время внутренним спросом, причем во многих странах наблюдался резкий скачок в отношении инвестиций к ВВП и быстрый рост потребления (рисунок 25). Даже несмотря на достаточно высокие темпы роста экспорта, вклад чистого экспорта в экономический рост в большинстве стран был отрицательным. Ощутимый вклад потребления в экономический рост преимущественно объясняется его значительной долей в ВВП. Фактически в большинстве стран региона рост инвестиций в последние годы опережал рост потребления.

Совокупная производительность факторов производства является одним из основных источников роста

Оценки производственных функций дают дополнительное представление о движущих факторах экономического роста в странах Европы с формирующимся рынком. Система учета факто-

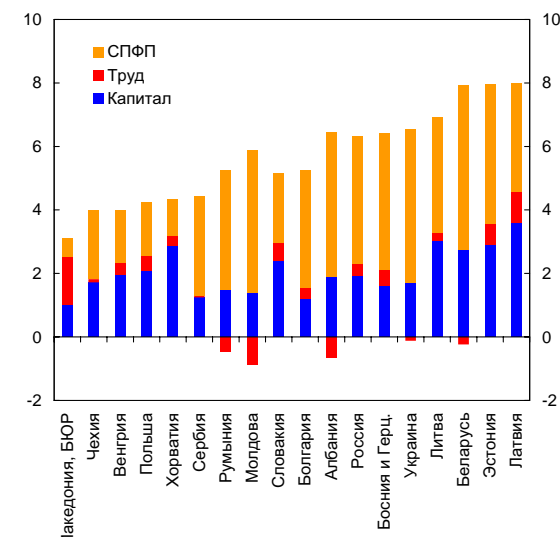
является внешнеторговым товаром, все еще относительно невелика, несмотря на быстрое расширение этой сферы в последние годы.

Рисунок 25. Страны Европы с формирующимся рынком: внутренний и внешний спрос, влияние на рост реального ВВП, 2002–2006 годы
(кумулятивные процентные пункты)



Источники: Всемирный банк, «Показатели мирового развития» и оценки персонала МВФ.

Рисунок 26. Страны Европы с формирующимся рынком. Учет факторов экономического роста, 2002–2006 годы
(проценты за год)



Источники: МВФ, «Перспективы развития мировой экономики» и оценки персонала МВФ.

ров экономического роста связывает рост с накоплением капитала, изменениями в использовании рабочей силы и остаточным фактором, обычно называемым совокупной производительностью факторов производства (СПФП). Рост, в основном определяемый накоплением факторов производства без улучшения производительности труда, может оказаться неустойчивым ввиду убывающей отдачи на капитал и труд. Напротив, рост, движимый структурными преобразованиями, которые повышают эффективность экономики, будет выражаться в более быстром росте СПФП, свидетельствуя о том, что производственные мощности растут быстрее, чем ограничения, накладываемые капиталом и трудом.

Оценки СПФП, полученные при помощи традиционного подхода на основе производственных функций, показывают пользу структурных преобразований в большинстве стран Европы с формирующимся рынком, что служит положительным признаком перспектив будущего роста (рисунок 26)²⁶. Рост в странах Европы с формирующимся рынком преимущественно определялся СПФП, и экономика стран, характеризовавшихся более высоким ростом СПФП, действительно росла более быстрыми темпами. В большинстве стран важную роль также играет накопление капитала, тогда как значение труда оказалось менее весомым, а в некоторых странах даже отрицательным фактором, главным образом из-за эмиграции²⁷.

²⁶В данной работе принимается технология Кобба–Дугласа с двумя факторами — капиталом и трудом — и постоянной отдачей от масштаба: $Y(t) = A(t) F[K(t), L(t)]$. Y — реальный ВВП, A — индекс уровня технологического развития, или СПФП, K — капитал, L — занятость. В таком случае вклады в экономический рост рассчитываются по формуле $y(t) = \alpha(t) + \alpha(t) + (1-\alpha)l(t)$, где α — доля рент-

ных платежей за капитал в совокупном доходе, а $(1-\alpha)$ — доля выплат заработной платы за использование труда в совокупном доходе, причем предполагается, что рынки продуктов являются конкурентными; строчные буквы обозначают темпы роста. $\alpha(t)$ оценивается по остаточному принципу, и хотя предполагается, что данный параметр измеряет улучшения производительности, он также отражает воздействие других производительных сил, помимо капитала и труда, и возможные ошибки измерения. Более подробную информацию см. в работе Barro and Sala-i-Martin (2004).

²⁷Это согласуется с данными работы Schadler et al. (2006), где установлено, что рост СПФП в Центральной и Восточной Европе был выше, чем в других странах с формирующимся рынком, включая страны Восточной Азии и Латинской Америки. При интерпретации этих результатов следует проявлять известную осторожность, поскольку оценка запасов капитала в странах с переходной экономикой сопряжена с определенными трудностями. Из-за отсутствия надежных данных об инвестициях за период до 1990-х годов необходимо специальное допущение относительно исходного уровня запасов капитала. В данной работе предполагается, что исходное отношение капитала к ВВП

Структурные реформы являются важными движущими силами экономического роста

Реформы, которые, как установлено, способствовали экономическому росту и повышению производительности, объясняют быстрый рост в странах Балтии и в Центральной и Восточной Европе, тогда как более низкие начальные уровни доходов и различные аспекты конвергенции объясняют быстрый рост в Юго-восточной Европе и в странах СНГ (таблица 8)²⁸. Структурные реформы в странах Балтии продвигались существенно быстрее, благодаря чему сократилась роль государства в экономике и создались благоприятные условия для предпринимательства, что привело к расширению инвестиций. По ряду параметров страны Балтии уже сопоставимы со странами зоны евро²⁹. Далее следуют страны Центральной и Восточной Европы, причем прогресс здесь касается большинства факторов роста. Оба региона также характеризуются высокой степенью открытости для международной торговли, они далеко продвинулись в процессе перехода к рыночной экономике и отличаются относительно развитой общественной инфраструктурой, образованным населением и более гибкими, чем в зоне евро, рынками труда. В странах Юго-восточной Европы

в странах Европы с переходной экономикой находится где-то между средними уровнями для стран мира с низкими доходами и для стран со средними доходами в 1995 году. Получаемый в результате диапазон оценок СПФП для каждой страны, вероятно, является более правдоподобным, чем оценки, основанные на коротких рядах данных об инвестициях. Представленные на рисунке 26 данные показывают середину этих диапазонов роста СПФП и вклад капитала в экономический рост. Сведения о долях доходов заимствованы из прошлых страновых исследований МВФ или, при отсутствии данных по конкретной стране, предполагались равными среднему уровню в регионе.

²⁸В таблицу 8 включены факторы, которые, как было установлено в литературе, определяют потенциальный экономический рост и производительность. Несмотря на то что статистическая и относительная экономическая значимость многих из этих детерминант по-прежнему является предметом обсуждения, они могут указывать на перспективы роста страны или региона и служить руководством для политики. Более подробную информацию см. в работах Barro and Sala-i-Martin (2004), George, Oxley, and Carlaw (2004), Helpman (2004) и Aghion and Durlauf (2005).

²⁹Если предположить, что зона евро — это тот регион, с которым сближаются страны Европы с формирующимся рынком, то темпы конвергенции этих стран зависят от достигнутых ими успехов в проведении реформ по сравнению с соответствующими успехами в зоне евро.

наблюдается отставание структурных реформ, и оно еще более заметно в странах СНГ (эти различия отчасти могут быть связаны с тем, что процесс гармонизации в рамках ЕС в последние годы является движущей силой реформ в новых государствах-членах ЕС). Отсутствием прогресса в осуществлении реформ может объясняться тот факт, что экономика в некоторых странах этих регионов не росла быстрее, чем в остальных странах Европы с формирующимся рынком, несмотря на более низкие начальные уровни доходов³⁰.

Другие детерминанты роста в регионе благоприятствуют конвергенции или, по крайней мере, не препятствуют ей. Финансовый сектор развивается быстрыми темпами во всех странах Европы с формирующимся рынком, хотя этот процесс и далек от завершения. Демографические характеристики региона и показатели развития человеческого капитала близки к соответствующим характеристикам и показателям в других странах Европы.

Процесс углубления финансового сектора может остановиться

Исследования МВФ указывают на то, что несмотря на достигнутые в последнее время успехи, многое еще предстоит сделать, чтобы финансовые сектора в странах Европы с формирующимся рынком сблизились с более развитыми финансовыми секторами в остальной части Европы³¹. Объем внутренних банковских кредитов частному сектору как доля ВВП в большинстве стран региона остается незначительным по сравнению с уровнями доходов. Оценки, приведенные в работе Schadler et. al. (2005) и в докладе МВФ по стране 06/169 (для Румынии и других новых государств-членов ЕС), а также данные за 2006 год показывают, что коэффициенты кредитования в новых государствах-членах ЕС значительно ниже их долгосрочного равновесного уровня, за исключе-

³⁰К странам Юго-восточной Европы (ЮВЕ) относятся Албания, Болгария, Босния и Герцеговина, Македония (бывшая югославская республика), Румыния, Сербия; к странам Центральной и Восточной Европы (ЦВЕ) относятся Венгрия, Польша, Словакия, Чехия; к странам Балтии относятся Латвия, Литва, Эстония; в регион СНГ входят Беларусь, Россия, Молдова, Украина.

³¹См. ноябрьский выпуск 2007 года «Перспектив развития региональной экономики: Европа», часть II, глава 3.

Таблица 8. Определяющие факторы роста в странах Европы с формирующимся рынком, 2003–2007 годы
(незвешенные средние; в процентах, если не указано иное)

	Страны Европы с формирующимся рынком	Страны Балтии	ЮВЕ	ЦВЕ	СНГ	Зона евро	Источник
Конвергенция							
Рост реального ВВП, 2003–2007 годы	6,5	9,0	5,4	5,3	7,6	1,9	ПРМЭ
Реальный ВВП на душу населения, скорректированный по ППС, в процентах от зоны евро, 2006 год	39,2	55,0	29,1	60,9	25,5	100,0	ПРМЭ
Демографические данные							
Коэффициент зависимости престарелых, 2006 год	0,4	0,5	0,4	0,4	0,4	0,5	ПМР
Прирост населения, 2003–2007 годы	-0,1	-0,3	0,1	0,0	-0,7	0,6	ПРМЭ
Инвестиции							
Валовое накопление основного капитала (в процентах ВВП), 2003–2007 годы	23,4	28,9	22,4	23,2	22,7	20,7	ПРМЭ
в том числе							
частный	18,9	24,7	17,7	21,7	17,3	.	ПРМЭ
государственный	4,3	3,4	4,6	4,0	4,5	.	ПРМЭ
Приток прямых иностранных инвестиций (в процентах ВВП), 2003–2007 годы	4,8	5,3	6,6	3,9	2,9	.	ПРМЭ
Налогово-бюджетная политика							
Сальдо сектора государственного управления (в процентах ВВП), 2007 год	-0,6	0,4	-0,8	-3,4	1,9	-0,7	ПРМЭ
Сектор гос. управления, совокупные расходы и чистое кредитование (в процентах ВВП), 2007 год	39,7	36,6	39,6	43,4	38,6	46,7	ПРМЭ
Сектор государственного управления, валовый долг (в процентах ВВП), 2007 год	27,1	9,2	32,3	34,7	16,0	66,3	ПРМЭ
Денежно-кредитная политика							
Инфляция ИПЦ (в процентах), 2007 год	6,3	7,5	4,0	4,0	10,9	2,1	ПРМЭ
Ответственное управление денежной массой (индекс, увеличение с 1 до 10), 2005 год	7,9	9,0	7,9	9,2	6,8	9,5	СЭС
Переходный период							
Средний показатель перехода (индекс, увеличение с 1 до 5), 2007 год	3,3	3,8	3,1	3,8	2,8	.	ЕБРР
в том числе							
Приватизация крупных предприятий	3,3	3,9	3,3	3,8	2,7	.	ЕБРР
Приватизация мелких предприятий	3,9	4,3	3,8	4,3	3,4	.	ЕБРР
Реструктуризация предприятий	2,7	3,2	2,5	3,6	1,9	.	ЕБРР
Либерализация цен	4,1	4,3	4,2	4,3	3,8	.	ЕБРР
Политика в области конкуренции	2,6	3,3	2,3	3,2	2,3	.	ЕБРР
Индекс экономической свободы (индекс, увеличение с 1 до 10), 2005 год	6,7	7,7	6,3	7,2	6,3	7,3	СЭС
Размеры сектора государственного управления (индекс, уменьшение с 1 до 10), 2005 год	5,8	6,9	5,4	5,4	5,7	5,0	СЭС
Развитие финансового сектора							
M2 (в процентах ВВП), 2006 год	46,1	44,5	48,6	57,9	33,4	.	ПМР
Внутренние кредиты частному сектору (в процентах ВВП), 2006 год	42,1	78,1	38,3	45,2	31,0	122,0	ПМР
Спред процентных ставок (ставка по кредитам минус ставка по депозитам), 2006 год	5,3	3,0	7,5	3,0	5,4	4,0	ПМР
Регулирование кредитного рынка (индекс, уменьшение с 1 до 10), 2005 год	8,5	9,5	8,4	9,1	7,8	8,2	ПМР
Рыночная капитализация котируемых компаний (в процентах ВВП), 2006 год	42,5	28,0	42,6	31,4	87,2	72,9	ПМР
Обращающиеся акции, коэффициент оборота (в процентах), 2006 год	41,2	18,6	17,2	53,6	35,1	56,0	ПМР
Финансирование (% опрошенных руководителей, считающих это ограничением), 2005 год	28,7	11,3	34,1	28,8	33,1	20,1	ПМР
Банковская реформа и либерализация процентных ставок (индекс, увеличение с 1 до 5), 2007 год	3,3	3,9	3,0	3,8	2,8	.	ЕБРР
Рынки ценных бумаг и небанковские финансовые учреждения (индекс, увеличение с 1 до 5), 2007 год	2,7	3,3	2,2	3,6	2,3	.	ЕБРР
Условия предпринимательской деятельности							
Нормативно-правовое регулир. предпринимат. деятельности (индекс, уменьшение с 1 до 10), 2005 год	5,7	6,8	5,3	5,9	4,9	6,8	СЭС
Время, необходимое для открытия предприятия (дней), 2006 год	30,6	25,7	31,0	29,5	40,0	21,5	ПМР
Время, необходимое для регистрации собственности (дней), 2006 год	111,1	36,0	165,0	103,8	106,0	53,8	ПМР
Индекс простоты ведения предпринимательской деятельности (рейтинг, 1=правила, наиболее благоприятствующие деятельности), 2006 год	75,5	19,0	86,0	57,3	114,0	40,3	ПМР
Правовая система и коррупция							
Правовая система и права собственности (индекс, увеличение с 1 до 10), 2005 год	5,9	7,2	5,0	6,5	5,6	7,8	СЭС
Время, необходимое для обеспечения выполнения контракта (дней), 2006 год	423,1	227,0	477,3	675,0	224,0	472,5	ПМР
Время на разрешение проблемы неплатежеспособности (лет), 2006 год	3,8	2,6	3,5	4,6	3,8	1,3	ПМР
Суды (% опрошенных руководителей, считающих это ограничением), 2005 год	18,3	7,2	25,5	23,1	12,1	7,1	ПМР
Коррупция (% опрошенных руководителей, считающих это ограничением), 2005 год	17,6	8,8	24,8	13,9	15,6	7,0	ПМР
Внешняя торговля							
Торговля (% ВВП), 2006 год	113,1	135,2	98,4	140,2	104,4	109,0	ПМР
Свобода международной торговли (индекс, увеличение с 1 до 10), 2005 год	6,9	7,7	6,4	7,7	6,7	7,5	СЭС
Торговля и валютная система (индекс, увеличение с 1 до 5), 2007 год	4,0	4,3	4,1	4,3	3,7	.	ЕБРР
Инфраструктура							
Реформа общей инфраструктуры (индекс, увеличение с 1 до 5), 2007 год	2,7	3,1	2,5	3,3	2,3	.	ЕБРР
Человеческий капитал							
Доля обучающихся в средней школе (% от соответствующей возрастной группы), 2005 год	92,5	98,5	90,9	96,6	89,4	106,8	ПМР
Доля обучающихся в высших учебн. заведениях (% от соответствующей возрастной группы), 2005 год	52,4	72,0	34,4	54,3	59,0	67,3	ПМР
Квалификация рабочей силы (% опрошенных руководителей, считающих это ограничением), 2005 год	11,0	13,3	8,7	12,0	12,8	10,4	ПМР
Рынок труда							
Уровень безработицы (в процентах), 2006 год	12,0	6,0	19,7	10,4	5,2	7,8	ПРМЭ
Нормативно-правовое регулирование рынка труда (индекс, уменьшение с 1 до 10), 2005 год	5,9	6,5	5,6	6,1	6,2	5,1	СЭС
Новая экономика							
Расходы на НИОКР (в процентах ВВП), 2004 год	0,8	0,7	0,6	0,8	1,0	1,9	ПМР
Персональные компьютеры (на 1000 человек), 2004 год	136,8	277,1	82,4	218,7	53,6	421,3	ПМР
Пользователи Интернета (на 1000 человек), 2004 год	269,2	439,4	175,5	323,2	198,8	439,4	ПМР

Источники: «Перспективы развития мировой экономики» МВФ (ПРМЭ), «Показатели мирового развития» Всемирного банка (ПМР), Европейский банк реконструкции и развития (ЕБРР), и Сеть экономической свободы (СЭС).

Примечание. Страны Юго-Восточной Европы (ЮВЕ): Албания, Босния и Герцеговина, Болгария, Македония (БЮР), Румыния, Сербия.

Страны Центральной Восточной Европы (ЦВЕ): Чехия, Венгрия, Польша, Словакия. Страны Балтии: Эстония, Латвия, Литва. СНГ: Беларусь, Россия, Молдова, Украина.

нием Латвии и Эстонии, где они несколько выше равновесного уровня. Кроме того, существуют значительные возможности для развития рынков долговых обязательств и акций. Таким образом, углубление финансового сектора в странах Европы с формирующимся рынком является частью равновесного процесса конвергенции, который, по всей вероятности, продолжится в среднесрочной перспективе.

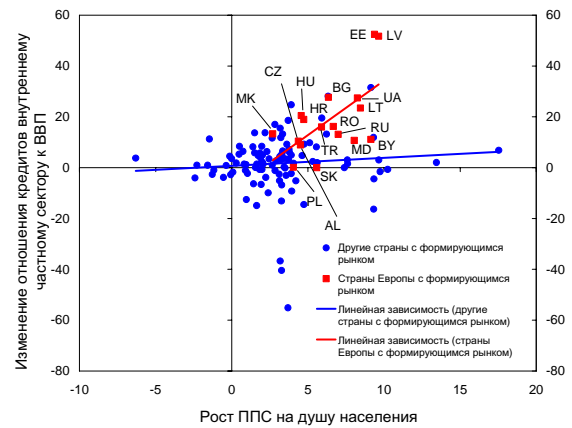
Вместе с тем наблюдавшаяся в последнее время скорость углубления финансовых рынков в регионе, возможно, была чрезмерно высокой. Темпы кредитной экспансии по отношению к экономическому росту в странах Европы с формирующимся рынком превышали соответствующие темпы в других странах этой категории (рисунок 27). Кроме того, если учесть кредиты и займы, полученные нефинансовым сектором непосредственно от внешних кредиторов, то отношение кредита к ВВП будет существенно выше (см., например, данные по Юго-восточной Европе в работе Sorsa et.al. (2007)). Таким образом, хотя тенденция финансового углубления в странах Европы с формирующимся рынком, скорее всего, сохранится, темпы его в ближайшем будущем могут замедлиться даже при отсутствии потрясений³². Как ожидается, это, в свою очередь, будет способствовать замедлению роста объемов производства

Экономический рост, скорее всего, замедлится в соответствии с потенциальным ростом

Хорошие основные экономические показатели объясняют высокие потенциальные темпы роста в странах Европы с формирующимся рынком, однако фактические темпы роста, как представляется, были еще выше, и это наводит на мысль о давлении

³² Подробное обсуждение состояния финансового сектора в странах Европы с формирующимся рынком, перспектив его надежности и дальнейшего развития, последствий и экономической обоснованности быстрого роста кредита, а также устойчивости финансового сектора по отношению к потрясениям см. в работах Duenwald, Gueorguiev and Schaechter (2005) для Болгарии, Румынии и Украины, Hilbers et.al. (2005) для Центральной и Восточной Европы, Sorsa et.al. (2007) для Юго-восточной Европы, а также в докладах МВФ по странам: 06/392 для Польши, 06/285 для Албании, 07/269 для Боснии и Герцеговины, 07/390 для Болгарии, 07/82 для Хорватии, 06/354 для Латвии, 06/169 для Румынии, 08/55 для Сербии и 06/414 для новых государств-членов ЕС.

Рисунок 27. Экономический рост и рост кредитов частному сектору, 2002–2006 годы (проценты)



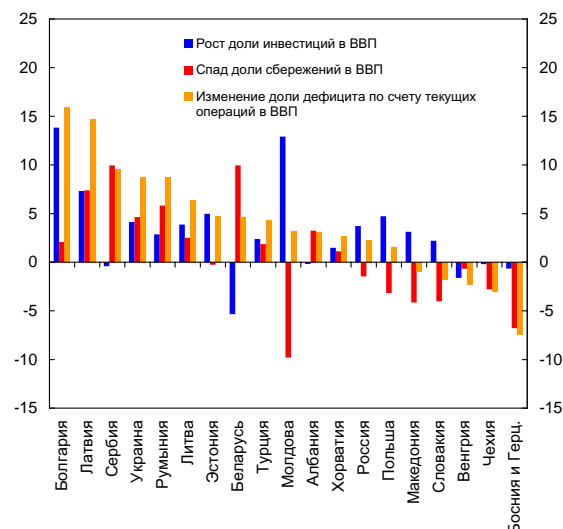
Источники: МВФ, «Перспективы развития мировой экономики» и расчеты персонала МВФ.
Примечание. Названия стран даны в сокращениях в соответствии со стандартными кодами ISO.

нии со стороны перегретой экономики³³. Оценки, основанные на моделях экономического роста, указывают на высокий потенциальный рост во всех странах региона (вставка 8). Вместе с тем сопоставление оценок, полученных с использованием моделей экономического роста, с фактическими темпами роста показывает, что темпы роста экономики всех стран Европы с формирующимся рынком в последние пять лет превышали потенциальные уровни; исключением была Венгрия, где темпы роста оставались ниже потенциального уровня. Наиболее существенная разница наблюдается в Латвии, России и Украине. Согласно оценкам, в 2003–2007 годах темпы роста в регионе в среднем опережали потенциальный уровень на 2 процента (1,8 процента без учета России). Таким образом, несмотря на ожидаемое продолжение конвергенции, ее темпы могут замедлиться. Более того, процесс возврата к потенциальным темпам роста в тех странах, где давление избыточного спроса привело к возникновению уязвимых мест, может оказаться проблематичным.

Полученные оценки указывают и на то, что дальнейшие структурные реформы могли бы существенно повысить потенциальные темпы роста в странах Европы с формирующимся рынком, причем в некоторых случаях даже до уровней,

³³ Сделать достоверные выводы о степени перегрева затруднительно из-за сложностей, связанных с точным определением потенциальных объемов производства.

Рисунок 28. Страны Европы с формирующимся рынком. Составляющие дефицита по счету текущих операций, 2003–2007 годы (проценты)



Источники: МВФ, «Перспективы развития мировой экономики» и расчеты персонала МВФ.

превышающих текущие темпы роста экономики этих стран. Ожидается, что продолжение реформ темпами, наблюдавшимися в последние годы, вызовет повышение потенциального роста в среднем на 1,6 процента в год.

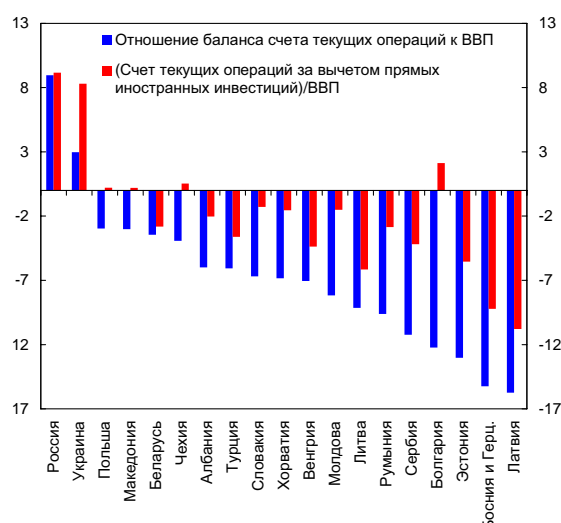
Пути решения проблемы уязвимых мест

Некоторые тенденции обнадеживают ...

Как отмечалось выше, в большинстве стран Европы с формирующимся рынком сохраняется дефицит счета текущих операций, значительно превышающий дефицит в других странах мира с сопоставимой экономикой. И хотя это обуславливает уязвимость региона по отношению к внешним потрясениям (см. ниже), другие тенденции являются более успокаивающими.

- Большинство случаев недавнего ухудшения сальдо счетов текущих операций в странах Европы с формирующимся рынком, по-видимому, объясняется ростом инвестиций (рисунок 28). И почти в половине стран фактически наблюдался рост сбережений. В большинстве стран с крупным дефицитом, таких как страны Балтии и Болгария, инвестиции выросли особенно заметно, хотя во многих случаях это сопровождалось сокращением сбережений. Ожидается, что высо-

Рисунок 29. Страны Европы с формирующимся рынком. Покрытие дефицита по счету текущих операций за счет ПИИ, 2002–2006 годы (проценты)



Источники: МВФ, «Перспективы развития мировой экономики» и расчеты персонала МВФ.

кие инвестиции приведут к улучшению перспектив экономического роста в регионе и в конечном итоге позволят уменьшить дефицит счетов текущих операций.

- В последние годы дефицит счетов текущих операций в странах Европы с формирующимся рынком финансировался преимущественно при помощи прямых иностранных инвестиций (ПИИ) (рисунок 29). ПИИ менее изменчивы, чем другие потоки капитала, поскольку они не могут быть с кратковременным уведомлением выведены из страны. Одной из ключевых особенностей ПИИ является то, что они в полной мере участвуют в распределении экономических рисков и часто сигнализируют об улучшении экономической политики страны и позитивных ожиданиях относительно перспектив ее развития. Поэтому финансируемый за счет ПИИ дефицит счетов текущих операций обычно является более устойчивым и, как правило, характеризуется более постепенной корректировкой, чем дефицит, финансируемый за счет долговых или портфельных потоков (хотя нельзя исключать и неожиданного прекращения притоков ПИИ). Вместе с тем важно отметить, что некоторые ПИИ в страны Европы с формирующимся рынком в последнее время были связаны с приватизацией, а значит, могут не повториться. Кроме того, в большинстве стран, прежде всего в странах Балтии и Юго-восточной Европы, все возрастающая доля

Вставка 8. Оценки потенциальных темпов экономического роста в странах Европы с формирующимся рынком на основе модели роста

Для стран с переходной экономикой оценка потенциальных темпов роста наталкивается на ряд препятствий, в том числе: короткие временные ряды данных, отсутствие некоторых ключевых переменных, проблемы измерения и постоянное изменение статистических методов. Кроме того, использование данных прошлых периодов для оценки потенциальных темпов роста и современные тенденции определения будущих перспектив в период структурных преобразований могут привести к ошибочным выводам. Вместе с тем оценки потенциальных темпов роста объемов производства по-прежнему полезны для выяснения того, в какой степени фактические темпы роста определяются временными факторами.

С учетом этих оговорок проводится оценка с использованием эконометрической модели роста на основе большой сравнительной выборки стран, включающей 107 развитых и развивающихся стран, за период 1996–2006 годов. Оцениваемые коэффициенты применяются для прогнозирования потенциальных темпов роста в странах Европы с формирующимся рынком на основе текущих значений независимых переменных для каждой страны¹. Рассмотрение последних 10 лет имеет ряд преимуществ: выборка включает страны с переходной экономикой; некоторые межстрановые индексы за более ранние периоды недоступны; по сравнению с предыдущими годами улучшилось общее качество данных.

Эмпирическое описание имеет следующий вид:

$$(\text{рост реального ВВП на душу населения})_i = c + \beta X_i + u_i, \quad \text{для страны } i = 1, \dots, n.$$

Зависимой переменной являются средние темпы роста реального ВВП на душу населения по паритету покупательной способности (ППС) для каждой страны i ; c — постоянная величина; β — матрица оцениваемых параметров; X_i — матрица независимых переменных; u_i — вектор ошибок (см. источники данных в таблице 8 в основном тексте). Для каждой страны используется одно наблюдение, которое в зависимости от переменной представляет собой либо среднее за 10 лет, либо исходное значение 1996 года.

Предпочтительным описанием оценки является следующее:

рост реального ВВП на душу населения = 11,00(2,93)** -1,38(4,52)*** исходный реальный ВВП на душу населения -7,05(-3,86)*** коэффициент зависимости престарелых +0,13(3,93)*** инвестиции/ВВП +0,02(1,80)* доля обучающихся в университетах -0,015(-2,34)** темпы инфляции +0,07(1,50) прямые иностранные инвестиции/ВВП +0,59(3,00)** индекс экономической свободы в 1995 году +0,86(3,97)*** изменение индекса экономической свободы в 1995–2005 годах +0,90(1,73)* условная переменная для стран с переходной экономикой +0,67(1,69)* условная переменная для Африки.

***, **, * указывает на статистическую значимость для уровней 1, 5 и 10 процентов соответственно; число наблюдений равно 107; скорректированный R^2 равен 0,59; согласующаяся с гетероскедастичностью t -статистика приведена в скобках.

Результат показывает, что при прочих равных параметрах в стране с относительно низким уровнем доходов, низким коэффициентом зависимости, значительной долей инвестиций, низкими темпами инфляции и относительно образованным населением будут наблюдаться более высокие темпы роста. Для индекса экономической свободы, который определяет ряд различных аспектов макроэкономической и структурной политики и реформ, получена положительная и статистически значимая оценка². При отношении ПИИ к ВВП стоит положительный коэффициент, но он статистически значим только для уровня 15 процентов. Отдельные константы для стран с переходной экономикой и стран Африки имеют положительные значения.

¹Аналогичная методология использовалась в работе Schadler et. al. (2006) для Центральной и Восточной Европы, в работе Moore and Vamvakidis (готовится к выпуску) для Хорватии и в докладе МВФ по стране 06/345 для Македонии, БЮР.

²Большой объем информации об индексе экономической свободы см. на сайте www.freetheworld.com.

...продолжение

Вставка 8 (окончание)

Оценка условной переменной для стран с переходной экономикой показывает, что эти страны в течение последних 10 лет развивались быстрее, чем можно было бы объяснить определяющими факторами роста в данной модели, — примерно на 0,9 процента в год на основе ВВП на душу населения, причем в большинстве этих стран в начале перехода наблюдался резкий экономический спад. Однако такой «бонус роста» может и не сохраниться в будущем или, по крайней мере, сохраниться не в таких масштабах.

Потенциальный и фактический рост реального ВВП в странах Европы с формирующимся рынком (проценты)

	Оценки модели роста				Среднее	Средний рост в 2003–2007 годах	Рост в 2007 году (фактические или предварительные оценки)
	Потенциальный рост без дальнейших реформ		Потенциальный рост с реформами				
	наименьший	наибольший	наименьший	наибольший			
Страны с переходной экономикой в том числе	2,4	3,2	4,1	5,0	3,7	6,5	7,1
Юго-Восточная Европа	3,2	4,1	5,2	6,1	4,6	6,6	6,3
Балтия	5,3	6,3	7,5	8,4	6,9	8,9	8,9
Центральная и Восточная Европа	3,0	3,9	4,3	5,2	4,1	5,1	6,0
Албания	3,5	4,4	4,9	5,8	4,6	5,6	6,0
Болгария	3,2	4,1	5,2	6,1	4,7	6,1	6,2
Хорватия	3,2	4,1	4,9	5,8	4,5	4,9	5,8
Чехия	3,1	4,0	4,1	5,1	4,1	5,5	6,5
Эстония	5,3	6,2	7,4	8,3	6,8	8,8	7,1
Венгрия	3,0	3,9	4,0	4,9	4,0	3,7	1,3
Латвия	4,3	5,2	6,3	7,2	5,7	9,7	10,2
Литва	5,8	6,7	8,1	9,0	7,4	8,4	8,8
Польша	2,8	3,7	4,3	5,2	4,0	5,1	6,5
Румыния	3,1	4,0	5,3	6,2	4,7	6,3	6,0
Россия	2,1	3,0	3,6	4,5	3,3	7,3	8,1
Словакия	3,6	4,5	5,2	6,1	4,8	7,1	10,4
Турция 1/	3,0	4,7	3,4	5,1	3,2	7,0	5,0
Украина	2,5	3,4	4,5	5,4	4,0	7,7	7,3

Источник: МВФ, «Перспективы развития мировой экономики» и расчеты персонала МВФ.

1/ Условная переменная для Турции имеет статистически значимую оценку 1,7, которая учитывается в диапазоне потенциального роста в таблице.

Применяя эти оценки и наиболее поздние значения независимых переменных для каждой из стран Европы с формирующимся рынком, можно получить набор оценок потенциальных темпов роста и воздействия экономических реформ на рост (см. таблицу; отдельные страны исключаются из выборки из-за отсутствия значений для некоторых определяющих факторов роста). Нижняя часть диапазона предполагает, что для стран с переходной экономикой «бонус роста» в среднесрочной перспективе не сохранится, тогда как верхней части диапазона соответствует обратное предположение. Диапазон значений без реформ подразумевает отсутствие дальнейшего продвижения структурных реформ (индекс экономической свободы остается на уровне значений 2005 года), что может быть предельным допущением, тогда как диапазон значений с реформами предполагает, что структурные реформы продолжают теми же темпами, и это также может быть предельным допущением, поскольку реформы в прошлом стартовали с весьма низкого уровня. В основном тексте в качестве потенциальных темпов роста для каждой страны использовалось среднее значение всех этих оценок.

дефицита счетов текущих операций финансируется путем заимствования средств иностранными банками у материнских банков.

- Повышение обменных курсов, как представляется, не объясняет накопление внешних дисбалансов в странах Европы с формирующимся рынком (рисунок 30). В последние годы не наблюдается существенной корреляции между изменениями сальдо счетов текущих операций в этих странах и изменениями реальных эффективных обменных курсов (которые также не коррелированы с уровнями дефицита счетов текущих операций).
- Страны Европы с формирующимся рынком увеличивают свои доли на рынках. С 2002 года экспорт товаров и услуг (кроме нефти), как доля мирового импорта, вырос во всех странах региона, причем в некоторых — существенно (рисунок 31). Поэтому, как представляется, проблемы

конкурентоспособности не объясняют значительный дефицит счетов текущих операций в регионе.

... однако дефицит счетов текущих операций существенно превышает оценки, основанные на экономических детерминантах

Оценки ожидаемого дефицита счетов текущих операций, основанные на экономических детерминантах, предполагают, что в некоторых странах Европы с формирующимся рынком существуют чрезмерные внешние дисбалансы. Хотя такие оценки сопряжены с неопределенностью и в значительной степени зависят от эмпирической спецификации, они заметно отличаются от фактических уровней дефицита в большинстве стран региона и свидетельствуют о необходимости корректировки в среднесрочной перспективе,

признаки которой начинают проявляться в настоящее время³⁴.

Для оценки равновесного дефицита счетов текущих операций используются множество методологий, причем МВФ обычно использует так называемый подход КГВК³⁵. Такие оценки были опубликованы в последних докладах МВФ по странам Европы с формирующимся рынком³⁶. В данном разделе обсуждаются новые результаты, полученные при помощи трех альтернативных методологий.

Во-первых, результаты имитационных расчетов по эмпирической модели детерминантов сальдо счетов текущих операций в Европе, приведенные в работе Abiad, Leigh, and Mody (2007), приводят к неоднозначным выводам для некоторых новых государств-членов ЕС. Эта модель в явном виде учитывает финансовую интеграцию, и поэтому она в особенности подходит для стран Европы с формирующимся рынком³⁷. Результаты показывают, что в последние пять лет дефицит счетов текущих операций был существенно выше, чем это оправдано с точки зрения основных экономических показателей, в Латвии и Эстонии,

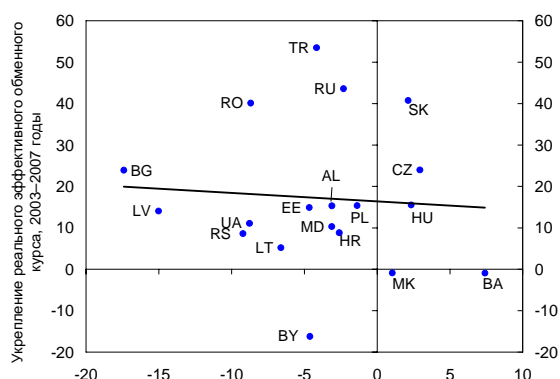
³⁴Эти результаты получены на основе общей методологии для всех стран Европы с формирующимся рынком. Несмотря на пользу такого подхода с точки зрения сопоставлений между странами, он не позволяет учесть некоторые специфические страновые аспекты. В то же время в докладах МВФ по странам, некоторые из которых упоминаются в данной главе, специфические страновые аспекты рассматриваются более подробно.

³⁵Аббревиатура «КГВК» означает Консультативную группу по вопросам валютных курсов, созданную в МВФ в 1995 году в целях укрепления потенциала в области оценки позиций по счетам текущих операций и уровней обменных курсов. Оценки КГВК основываются на трех взаимодополняющих подходах: подходе с позиций макроэкономического баланса, приведенной форме подхода с позиций равновесного реального обменного курса и подходе с позиций внешней устойчивости. Более подробную информацию см. в работах: Isard and Faruqee (1998), Isard et. al. (2001) и International Monetary Fund (2006).

³⁶Например, доклад МВФ по стране 07/255 для Эстонии.

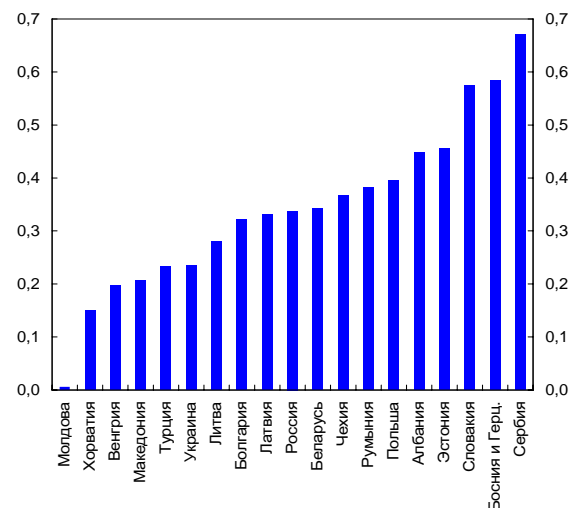
³⁷Подход КГВК может занижать равновесный дефицит счета текущих операций в условиях конвергенции с ЕС и быстрой финансовой интеграции. В работе Abiad, Leigh, and Mody (2007), где эти обстоятельства учитываются в используемой эмпирической модели, сделан вывод о том, что финансовая интеграция является главным фактором, определяющим сальдо счетов текущих операций в Европе.

Рисунок 30. Страны Европы с формирующимся рынком. Изменение баланса счета текущих операций и укрепление реального эффективного обменного курса, 2003–2007 годы (проценты)



Изменение баланса счета текущих операций/ВВП, 2007 год
 Источники: МВФ, «Перспективы развития мировой экономики» и оценки МВФ.
 Примечание. Названия стран даны в сокращениях в соответствии со стандартными кодами ISO.

Рисунок 31. Страны Европы с формирующимся рынком. Процент изменения в рыночных долях экспорта в мировой экономике, 2002–2006 годы 1/



Источники: МВФ, «Перспективы развития мировой экономики» и расчеты персонала МВФ.
 1/ Товары и услуги, кроме нефти.

несколько выше в Литве, Венгрии и Словакии и ниже в Чехии и Польше (рисунок 32)³⁸.

³⁸Разница между прогнозируемым и фактическим дефицитом счетов текущих операций в значительной мере объясняется циклическими факторами. Подробное обсуждение этих имитационных расчетов по Литве см. в работе Ohnsorge (готовится к выпуску).

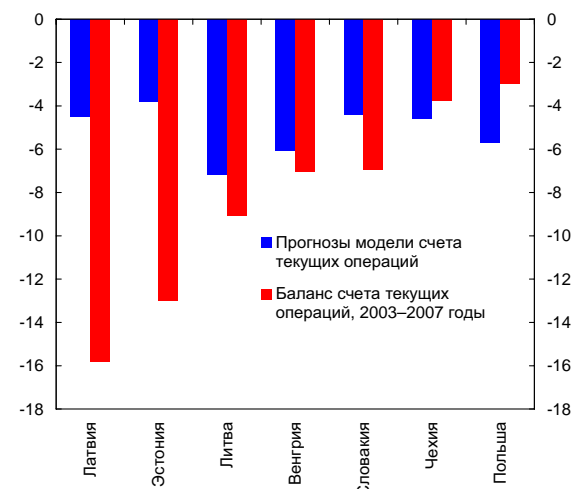
Во-вторых, оценки сальдо счетов текущих операций для новых государств-членов ЕС, основанные на подходе с позиций макроэкономического баланса, показывают, что экономические детерминанты оправдывают более крупный, чем в других странах с формирующимся рынком, дефицит в данном регионе, однако не до такой степени, как в некоторых странах (вставка 9). Показатели в странах Балтии и, в самое последнее время, в Болгарии и Румынии, отклонились от прогнозов, сделанных по данной модели. Это отклонение, как представляется, преимущественно объясняется циклическими и структурными факторами, но также и экономической политикой. Хотя отклонения от модельных прогнозов не являются убедительным доказательством нарушения равновесия, особенно с учетом зависимости подобных оценок от эмпирической спецификации, корректировка потребует перераспределения ресурсов в пользу секторов внешнеторговых товаров и замедления роста внутреннего спроса.

В-третьих, оценивание модели динамической оптимизации в период региональной конвергенции стран Европы с формирующимся рынком приводит к аналогичным выводам. Согласно этой модели, основанной на работе Blanchard and Giavazzi (2002), страны с формирующимся рынком сближаются с более развитыми странами региона путем заимствования средств на международных рынках капитала³⁹. Сальдо счетов теку-

³⁹Регрессионное уравнение имеет следующий вид: $ca_{it} = \alpha_i + \beta_1(y_{it} - y_t) + \gamma X_{it} + \varepsilon_{it}$, где ca_{it} — сальдо счета текущих операций страны i в момент t , α_i — общий временной эффект, y_{it} — логарифм ВВП на душу населения страны i в момент t , y_t — логарифм среднего уровня ВВП на душу населения в зоне евро, а X_{it} — набор других управляющих переменных для страны i в момент t , включая коэффициент зависимости пожилых и рост реального ВВП. Можно ожидать, что чем значительнее разрыв между доходами определенной страны Европы с формирующимся рынком и доходами развитых стран Европы, тем выше коэффициент зависимости пожилых и чем сильнее текущий цикл роста, тем больше будет дефицит счета текущих операций этой страны. Коэффициент при переменной относительных доходов изменяется во времени. Как утверждается в работе Blanchard and Giavazzi (2002), финансовая интеграция в Европе в последние годы значительно усилилась, и это позволило странам с формирующимся рынком в период конвергенции больше заимствовать, осуществлять более крупные инвестиции и откладывать меньше средств в качестве сбережений, что со временем привело к увеличению дефицита счетов текущих операций. Выборка, в которую включены все европейские страны, охватывает период 1976–2006 годов (для большинства стран с переходной экономикой — начиная с середины 1990-х годов). Более

Рисунок 32. Прогнозы модели счета текущих операций и фактический баланс в отдельных странах — новых членах ЕС

(проценты ВВП)



Источники: МВФ, «Перспективы развития мировой экономики» и расчеты персонала МВФ.

щих операций в странах с формирующимся рынком зависят от временного эффекта, относительного уровня доходов на душу населения, демографических факторов и цикла деловой активности. В настоящее время за счет заимствований из внешних источников финансируются достаточно высокие потребление и инвестиции, исходя из ожиданий улучшения уровней жизни в будущем. Поэтому быстрый экономический рост в странах с формирующимся рынком сопряжен с крупным дефицитом счетов текущих операций, что может служить описанием ситуации, наблюдавшейся в последние годы в странах Европы с формирующимся рынком. Модель можно использовать для прогнозирования уровней сальдо счетов текущих операций, которые согласуются с региональной конвергенцией в странах Европы с формирующимся рынком.

Результаты показывают, что крупный дефицит счетов текущих операций в странах Европы с формирующимся рынком лишь отчасти обусловлен региональной конвергенцией. В большинстве случаев в период конвергенции этот дефицит находится в пределах равновесных диапазонов (определяемых 95-процентным доверительным интервалом) (таблица 9). Однако эти диапазоны яв-

ранные случаи использования этой модели применительно к Латвии, Литве и Венгрии см. в докладах МВФ по странам 06/354, 05/122 и 05/215 соответственно.

ляются широкими, и дефицит в большинстве стран Европы с формирующимся рынком существенно превышает центральные оценки в рамках этих диапазонов. Кроме того, в трех странах — Латвии, Болгарии и Эстонии — дефицит превышает расчетные диапазоны⁴⁰.

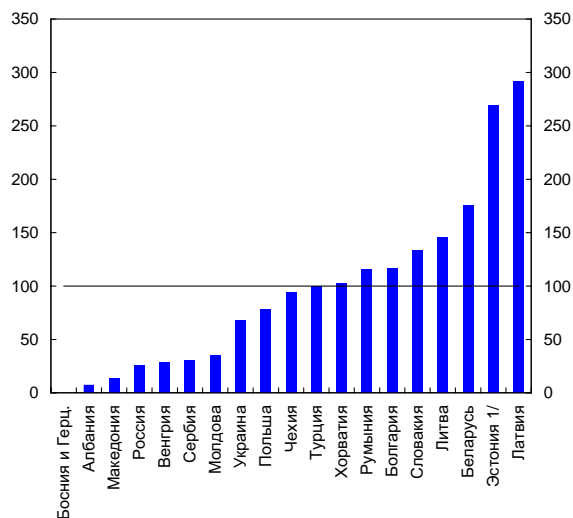
Высокий внешний долг вызывает обеспокоенность

В ряде стран Европы с формирующимся рынком уровни внешнего долга, рассчитанные по отношению к ВВП, существенно превышают показатели большинства других стран с формирующимся рынком. Из-за высоких уровней внешней задолженности, а также внутреннего долга в иностранной валюте некоторые части региона могут быть подвержены потрясениям, в том числе связанным с трудностями пролонгации, резкими колебаниями процентных ставок и обменных курсов, сдвигами в настроениях инвесторов и изменениями в планах расширения деятельности иностранных банков, которым принадлежит львиная доля банковских активов и большинстве стран. Странам, имеющим задолженность, придется погашать ее либо при помощи экспорта, либо за счет сокращения внутреннего спроса. Очевидно, первый способ является предпочтительным, однако его успех будет зависеть от хода реализации реформ⁴¹.

Хотя большая часть долга имеет средние и длительные сроки погашения, резервное покрытие краткосрочного долга в ряде стран является низким. Обычно считается, что отношение краткосрочного долга к валютным резервам центрального банка, превышающее 100, не обеспечивает достаточную защиту в периоды потрясений. Примерно в половине стран Европы с формирующимся рынком соответствующие показатели гораздо ниже указанного лимита, примерно в четверти стран они очень близки к этому лимиту или незначительно превышают его, а в остальных (в странах

Балтии и в Беларуси) существенно выше этого уровня (рисунок 33)⁴².

Рисунок 33. Страны Европы с формирующимся рынком. Краткосрочный долг (остаток срока погашения)/валютные резервы, 2007 год (проценты)



Источники: МВФ, «Перспективы развития мировой экономики» и расчеты персонала МВФ.
1/ Первоначальный срок погашения.

Основываясь на методологии, изложенной в работе Milesi-Ferretti and Razin (1997), стандартную систему учета долга можно использовать для определения динамики внешнего долга в ответ

⁴⁰ Согласно прогнозам из последнего выпуска издания МВФ «Перспективы развития мировой экономики», ожидается, что дефицит Эстонии будет находиться в указанных пределах к 2008 году, Латвии — к 2009 году, а Болгарии — к 2010 году.

⁴¹ См. ноябрьский выпуск 2007 года «Перспектив развития региональной экономики: Европа», часть II, глава 2.

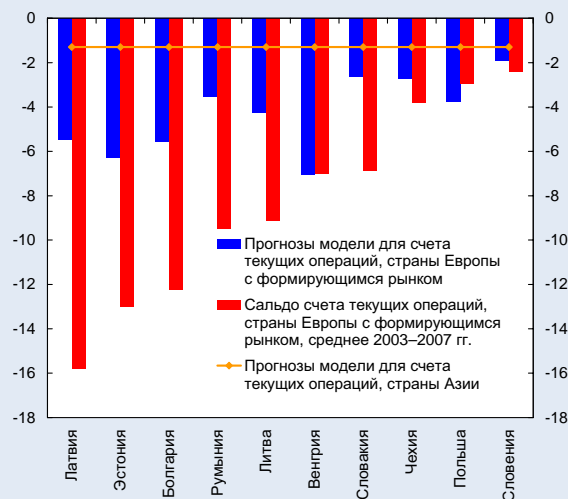
⁴² В большинстве стран чистый внешний долг, который корректируется с учетом иностранных активов частного сектора, существенно ниже. В Латвии, например, имеющей самый высокий уровень внешнего долга среди стран Европы с формирующимся рынком, чистый долг в 2007 году оценивался примерно в 52 процента ВВП — отношение чистого краткосрочного долга к валютным резервам оценивалось в 98 процентов. Несмотря на то что высокая доля иностранных активов может обеспечить определенную защиту в периоды внешних потрясений, возможные несоответствия между владельцами активов и должниками показывают, что иммунитета от потрясений не существует.

Вставка 9. Устойчивость счета текущих операций в странах ЕС-10¹

С точки зрения основных экономических показателей вполне оправдан тот факт, что в большинстве стран — новых членов Европейского союза существует дефицит по счету текущих операций, который в среднем больше наблюдаемого в других странах с формирующимся рынком. С помощью так называемого макроэкономического подхода на основе баланса проведена оценка равновесного соотношения между балансом счета текущих операций и набором основных экономических показателей; это соотношение определяет позицию страны по сбережениям и инвестициям в выборке 59 промышленно развитых и развивающихся стран. Полученные в результате более высокие дефициты по счету текущих операций в ЕС-10 определяются двумя факторами: более значительной долей зависимого населения и гораздо меньшей позицией по чистым иностранным активам (первая таблица).

Демографическая структура в ЕС-10 ближе к характерной для промышленно развитых стран Европы, чем для других стран с формирующимся рынком за пределами Европы. Более высокая доля зависимого престарелого населения приводит к уменьшению национальных сбережений, становясь причиной более крупного дефицита по счету текущих операций. Кроме того, большая вера иностранных инвесторов в перспективы роста ЕС-10 и более высокая зависимость последних от иностранного капитала для обеспечения роста находят свое отражение в более ограниченной позиции по чистым иностранным активам. В отличие от стран Азии с формирующимся рынком, где рост в основном финансировался за счет собственных ресурсов, конвергенция стран Европы с формирующимся рынком финансируется из внешних источников. Проверки устойчивости также указывают на целесообразность исключения из выборки неевропейских стран с формирующимся рынком. В этом случае прогнозы модели для счета текущих операций для ЕС-10 оказываются несколько больше.

Сальдо счета текущих операций и прогнозы модели (проценты ВВП)



Источники: МВФ, «Перспективы развития мировой экономики» и расчеты персонала МВФ.

Регрессия счета текущих операций

Переменные	Коэффициенты	Влияние на норму счета текущих операций				
		коэффициент × среднесрочное значение переменной 1/	ЕС-10	Азия	Ближний Восток	Латинская Америка
С	0,02		2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Сальдо бюджета/ВВП	0,39***		-0,4%	-0,6%	-0,9%	-0,1%
Относительно ВВП на душу населения в ППС	0,03**		1,5%	0,6%	0,5%	0,8%
Зависимое престарелое население	-0,14**		-3,2%	-1,4%	-1,0%	-1,5%
Прирост населения	-0,79**		0,0%	-1,2%	-1,2%	-1,0%
Торговый баланс по нефти/ВВП	0,15***		-0,5%	-0,6%	-0,4%	0,0%
Исходное ЧИА/ВВП	0,04***		-3,2%	0,0%	-2,1%	-1,7%
ПИИ/ВВП	-0,13**		-0,5%	-0,3%	-0,4%	-0,3%
Рост продукции реального сектора на душу населения	-0,05					
Условная переменная денежных переводов из-за границы 2/	0,02***				2%	
Условная переменная финансовых центров	0,01					
Условная переменная кризиса в Азии	0,028***					
Условная переменная банковского кризиса	0,015***					
R ²	0,42					
Среднее нормы СТО			-4,4%	-1,4%	-1,9%	-1,8%

Примечание. ***, ** и * обозначают значимость на уровне 1%, 5% и 10% соответственно.

1/ Среднесрочные значения переменных взяты из базы данных ПРМЭ.

2/ Становится равной 1, если совокупные поступления денежных переводов и оплата труда работников составляют 5 процентных пунктов ВВП или более.

Примечание. Основным автором данной вставки является Джесмин Рахман (на основе работы Rahman (готовится к печати)).

¹В ЕС-10 входят следующие новые члены Европейского союза: Болгария, Венгрия, Латвия, Литва, Польша, Румыния, Словакия, Словения, Чехия, Эстония.

В какой степени фактический баланс счета текущих операций в ЕС-10 отклонялся от прогнозов модели? Отмечаются широкие колебания для разных стран; с одной стороны это Словения и Польша, демонстрирующие преимущественно положительные отклонения, а с другой — страны Балтии и Словакия с постоянно отрицательными отклонениями. В рамках этой последней группы Словакия со временем сократила свое отклонение, тогда как страны Балтии двигались в противоположном направлении, а недавно к ним присоединились Болгария и Румыния.

Отклонение фактических балансов счета текущих операций от «годовых» прогнозов по модели, которые рассчитываются с использованием коэффициентов регрессии баланса счета текущих операций и годовых значений фундаментальных переменных, может объясняться факторами трех видов: циклическими или временными (разрыв между производственными мощностями и выпуском продукции и приток капитала в результате присоединения к ЕС), структурными (структура экспорта и конкуренция затрат в обрабатывающем секторе), а также факторами экономической политики (валютный режим и политика в финансовом секторе)². Наряду с циклическими и временными переменными структурные и политические также являются статистически значимыми, поэтому полученные при объяснении колебаний в дивергенции в ЕС-10 результаты показывают, что исключение крупных дефицитов, скорее всего, потребует улучшения показателей экспорта (вторая таблица).

В самом деле, опыт стран, в которых крупные дефициты отсутствуют (Польша и Словения) или со временем снижались (Чехия, Словакия и Венгрия), демонстрирует значимость экспорта. Несмотря на быстрый рост импорта во всех странах ЕС-10, экспорт неизменно возрастал только в данной подгруппе. Этому, в свою очередь, способствовали не только высокие темпы роста и увеличивающиеся рыночные доли, но и структура, которая становилась все более диверсифицированной в пользу продукции с высоким технологическим содержанием, а также рост производительности, который благоприятствовал развитию внешнеторгового сектора.

Вопрос заключается в том, могут ли остальные страны-члены ЕС-10, где дефицит счета текущих операций во всех случаях превышает 10 процентов, следовать тому же сценарию. В этих странах нарастает обеспокоенность внешней стабильностью, учитывая ощутимые размеры их внешнего долга, стремительными темпами роста кредитов, увеличивающимся давлением внутренней заработной платы и ограниченной гибкостью политики. Крупная и растущая отрицательная позиция по чистым иностранным активам подразумевает, что ухудшение баланса доходов в предстоящие годы, скорее всего, компенсирует ожидаемое улучшение баланса трансфертов. Поэтому радикальное изменение баланса торговли и услуг будет иметь существенное значение для достижения необходимой корректировки и потребует весьма стабильных показателей экспорта в дополнение к замедлению роста внутреннего спроса.

Отклонение от регрессии баланса СТО

Зависимая переменная = фактический баланс СТО/ВВП – годовой норм. баланс СТО/ВВП	
Переменные	Коэффициенты
С	-0,10***
Разрыв между производственной мощностью и выпуском продукции	-0,43***
Относительная конкуренция затрат в обрабатывающей отрасли 1/	0,11***
Доля трудоемкой продукции в совокупном экспорте	-0,05*
Условная переменная присоединения к ЕС (= 1 для двух лет после завершения переговоров о вступлении в ЕС)	-0,02**
Условная переменная валютного режима (= 0 для режима фиксированного курса)	0,02***
Эффективность финансового сектора 2/	-0,32*
R ²	0,48

Примечание: ***, ** и * обозначают значимость на уровне 1%, 5% и 10% соответственно.

1/ Отношение издержек на рабочую силу в расчете на единицу продукции в экономике в целом и в обрабатывающем секторе в сравнении с торговыми партнерами. Рост подразумевает более конкурентоспособный обрабатывающий сектор.

2/ Накладные издержки в финансовом секторе.

²Для этого анализа коэффициенты регрессии извлекаются из результатов оценки с использованием данных только для промышленно развитых стран и стран Европы с формирующимся рынком.

Таблица 9. Устойчивость счета текущих операций на основе модели региональной конвергенции, 2007 год
(проценты)

	Счет текущих операций/ВВП			
	Фактическое сальдо в 2007 году (предварительно)	Центральный прогноз модели	Различие между фактическим сальдо в 2007 году и центральным прогнозом модели	Сальдо счета текущих операций в 2007 году относительно 95-процентного доверительного интервала
Албания	-8,3	-7,9	-0,4	В пределах
Беларусь	-6,6	-7,1	0,1	В пределах
Босния и Герцеговина	-13,0	-6,8	-5,2	В пределах
Болгария	-21,4	-6,6	-16,3	Меньше, на 5,1 процента
Хорватия	-8,5	-5,6	-3,2	В пределах
Чехия	-2,5	-3,2	-0,2	В пределах
Эстония	-16,0	-4,9	-11,1	Меньше, на 1,3 процента
Венгрия	-5,6	-4,0	-1,6	В пределах
Латвия	-23,3	-5,6	-17,6	Меньше, на 7,9 процента
Литва	-13,0	-5,2	-8,3	В пределах
Македония, БЮР	-2,7	-7,0	4,7	В пределах
Молдова	-9,7	-8,3	-1,4	В пределах
Польша	-3,7	-5,1	1,6	В пределах
Румыния	-13,9	-6,7	-7,8	В пределах
Россия	5,9	-6,1	12,0	В пределах
Сербия	-16,5	-7,6	-8,6	В пределах
Словакия	-5,3	-4,6	0,8	В пределах
Турция	-5,7	-7,1	-0,4	В пределах
Украина	-4,2	-7,3	4,3	В пределах

Источник: МВФ, «Перспективы развития мировой экономики», расчеты персонала МВФ.

на ряд неблагоприятных потрясений (таблица 10)⁴³. В данном случае рассматриваются три вида потрясений: 20-процентное снижение обменного курса (только для стран с плавающими обменными курсами), повышение процентных ставок по кредитам на два процентных пункта и снижение темпов роста реального ВВП на два процента по сравнению с базисными прогнозами издания МВФ «Перспективы развития мировой экономики» (ПРМЭ).

Согласно прогнозам, все три потрясения в среднесрочной перспективе приведут к более высоким уровням задолженности, чем в базисных прогнозах. Потрясение обменных курсов оказывает гораздо более значительное воздей-

ствие на долг, чем два других вида потрясений, эффекты которых являются примерно одинаковыми. Потрясение обменных курсов оказывает наиболее сильное воздействие на Венгрию и Хорватию. Потрясения, связанные с темпами роста и процентными ставками, оказывают наиболее сильное воздействие на Латвию, Болгарию, Венгрию, Хорватию и Эстонию.

Балансовый анализ указывает на наличие уязвимых мест

В одном из последних исследований МВФ подчеркиваются уязвимые места в балансах активов и пассивов ряда стран Европы с формирующимся рынком. В рамках подхода к анализу на основе баланса экономика рассматривается как система взаимосвязанных балансов секторов (государственного, частного, корпоративного и домашних хозяйств), при этом основное внимание уделяется запасам, в противоположность традиционному макроэкономическому анализу, при котором обычно исследуются агрегированные переменные потоков. Подход в виде балансового анализа дает полезное представление о балансовых несоответствиях в структурах сроков погашения, валют и капитала, которые могут усугубить уязвимость страны по отношению к потрясениям, и позволяет лучше понять взаимосвязи между различными секторами.

⁴³Траектория внешнего долга как доли ВВП определяется следующим процессом:

$$d_{t+1} - d_t = (1/(1+g_t + \rho_t + g_t \rho_t)) * [r_t - g_t - \rho_t(1+g_t)] d_t - tb_{t+1},$$

где d — отношение внешнего долга к ВВП, r — эффективная номинальная процентная ставка по внешнему долгу, g — темпы роста реального ВВП, tb — сальдо счета текущих операций без учета процентов как доля ВВП, а ρ — изменение внутреннего дефлятора ВВП в евро: $(1 + \rho_t) = (1 + \pi_t) (1 + \varepsilon_t)$, где π_t — повышение внутреннего дефлятора ВВП, а ε_t — темпы номинального повышения обменного курса. В этой методологии предполагается, что дальнейшего накопления валютных резервов не происходит. О применении этой системы в случае Литвы см. в докладе МВФ по стране 05/122.

Таблица 10. Изменение отношения внешней долг/ВВП под воздействием неблагоприятных потрясений, 2007–2011 годы

	Базовые модельные прогнозы 1/			Потрясения в 2008 году, отклонения от базовых прогнозов					
	2007	2008	2011	20-процентное обесценение 2/		Увеличение процентных ставок на 2 процента		Уменьшение темпов роста на 2 процента	
				2008	2011	2008	2011	2008	2011
Албания	19,4	26,1	33,5	4,7	4,1	0,4	1,9	0,4	1,9
Беларусь	26,6	28,3	41,7	5,8	3,9	0,4	1,8	0,4	1,8
Босния и Герцеговина	50,6	60,3	88,9	...	...	0,9	4,7	0,9	4,8
Болгария	93,1	102,6	113,9	...	...	1,6	6,9	1,6	6,9
Хорватия	85,7	86,3	88,4	20,5	18,5	1,6	6,3	1,6	6,4
Чехия	38,1	38,2	38,4	9,1	8,4	0,7	2,8	0,7	2,8
Эстония	106,0	97,1	91,9	...	...	1,7	5,9	1,7	6,0
Венгрия	92,6	89,5	86,2	22,1	20,9	1,7	6,6	1,8	6,9
Латвия	129,0	127,2	121,0	...	...	2,2	8,8	2,1	9,0
Литва	65,8	66,1	68,7	...	...	1,1	4,2	1,1	4,2
Македония, БЮР	35,8	38,6	42,5	...	...	0,7	2,8	0,7	2,8
Молдова	58,8	60,4	69,2	13,2	10,3	1,0	4,0	1,0	4,0
Польша	51,3	51,4	55,6	12,2	11,3	0,9	3,8	0,9	3,9
Румыния	42,7	51,4	66,3	9,8	8,0	0,8	3,6	0,8	3,6
Россия	34,4	22,9	13,0	7,3	5,2	0,6	1,2	0,6	1,2
Сербия	63,1	71,9	90,5	14,5	11,3	1,1	4,8	1,1	4,9
Словакия	54,9	52,1	45,6	12,9	11,2	1,0	3,6	1,0	3,6
Турция	33,0	37,6	48,8	7,7	6,6	0,6	2,7	0,6	2,8
Украина	53,4	45,2	48,1	10,7	7,1	0,8	2,6	0,8	2,7

Источник: МВФ, «Перспективы развития мировой экономики», имитационные модели персонала МВФ.

1/ При условии отсутствия дальнейшего накопления резервов.

2/ По отношению к евро. Таблица не содержит результатов для потрясений обменного курса в странах с механизмом валютного управления или фиксированным обменным курсом евро.

Данный подход особенно актуален для стран Европы с формирующимся рынком, отличающихся высокими уровнями долга в иностранной валюте. Анализ на основе баланса может показать открытые позиции секторов, которые сальдируются в агрегированном балансе активов и пассивов страны. Проблемы, связанные с обслуживанием валютного долга в одном секторе, могут быстро распространиться на другие сектора, что будет иметь более широкие экономические последствия.

Хотя данное исследование находится на начальной стадии и требует формирования обширных наборов данных по секторам, которые не всегда доступны даже в случае развитых стран, на основании последних исследований МВФ можно сделать некоторые предварительные выводы для отдельных стран Европы с формирующимся рынком⁴⁴:

- Банки имеют чистую позицию на стороне обязательств по отношению к сектору нерезидентов и чистую позицию на стороне активов по отношению к внутреннему нефинансовому частному сектору. Эти позиции отражают выполнение банками функций посредников, распределяющих в виде банковских кредитов средства, поступающие от первого указанного сектора — главным образом от материнских иностранных банков, — во второй сектор, и могут стать причиной

уязвимости этих банков к неожиданному прекращению притоков таких средств.

- Хотя внутреннее кредитование в иностранных валютах обеспечивает банкам хеджирование от валютных рисков, у банков сохраняется косвенная подверженность таким рискам через посредство кредитных рисков, поскольку большая часть их должников (внутренний частный нефинансовый сектор) не хеджирована⁴⁵.
- Банковский сектор подвержен процентному риску. Предусмотренные условиями большинства ипотечных кредитов плавающие процентные ставки обеспечивают смягчение процентных рисков, но даже в этих случаях у банков сохраняется косвенная подверженность им из-за кредитных рисков.
- Учитывая высокую долю ипотечных кредитов в кредитных портфелях, банки могут оказаться уязвимыми и к событиям, происходящим на рынке недвижимости.
- Балансы внутреннего частного нефинансового сектора (корпораций и домашних хозяйств) подвержены валютным рискам, источником которых являются крупные и все возрастающие открытые валютные позиции, а также рискам изменения внутренних и внешних процентных ставок, обусловленным долговыми обязательствами с пере-

⁴⁴См. доклады МВФ по странам: 07/82 для Хорватии, 06/419 для Эстонии, 05/277 и 06/354 для Латвии и 06/379 для Венгрии.

⁴⁵Так, по оценкам, в Хорватии 80 процентов банковских кредитов в иностранной валюте предоставляется нехеджированным заемщикам.

менными процентными ставками. Несмотря на то что домашние хозяйства имеют также значительный объем депозитов в иностранной валюте, заемщики могут отличаться от сберегателей и, соответственно, быть подверженными воздействию таких рисков.

- Балансы государственного сектора в целом являются устойчивыми (за исключением Венгрии). Более того, некоторые органы государственного управления рефинансировали внешний долг на внутреннем рынке. Однако крупные открытые валютные позиции нефинансового частного сектора свидетельствуют о наличии определенных неявных фискальных рисков в случае серьезного спада деловой активности.

В целом, балансовый анализ для выборки стран Европы с формирующимся рынком показывает, что значительная подверженность секторов корпораций и домашних хозяйств валютному и процентному рискам означает наличие определенной уязвимости для финансового сектора через посредство кредитных рисков и, косвенным образом, для государственного сектора в случае серьезного потрясения.

Проведение обоснованной макроэкономической политики

Во многих случаях страны Европы с формирующимся рынком обеспечили недостаточное ужесточение макроэкономической политики в ответ на давление со стороны перегретой экономики. В некоторых странах вместо того, чтобы противодействовать сложившейся тенденции, проводилась политика «подливания масла в огонь». В частности, при отсутствии денежно-кредитной политики в условиях фиксированных курсовых режимов для регулирования внутреннего спроса не всегда подключались меры налогово-бюджетной политики.

Денежно-кредитные условия представляются мягкими

Быстрый рост кредита и давление со стороны перегретой экономики в ряде стран Европы с формирующимся рынком отчасти объясняются низкой стоимостью заемных средств. За последние годы реальные процентные ставки по кредитам снизились в большинстве стран региона. Кроме того, корпорации, а также — все в большей степени — домашние хозяйства в странах Европы

с формирующимся рынком имеют возможность осуществлять прямые заимствования из внешних источников, получая доступ к еще более низким процентным ставкам, хотя и ценой валютного риска.

Посредством денежно-кредитной политики не всегда удавалось добиться необходимого ужесточения денежно-кредитных условий. Открытость счетов операций с капиталом, высокая евроизация (в некоторых случаях), углубление финансовых рынков и интеграция, а также опасение по отношению к плавающим обменным курсам (в некоторых случаях) ослабляли действенность денежно-кредитной политики. Меры по ее ужесточению в некоторых странах, например, повышение обязательных резервов и меры кредитного контроля, не принесли желаемого результата в плане замедления темпов роста иностранных заимствований и кредита, а кредиторам и заемщикам часто удавалось обходить их⁴⁶. В самом деле, во всех странах Европы с формирующимся рынком денежно-кредитные условия представляются весьма мягкими.

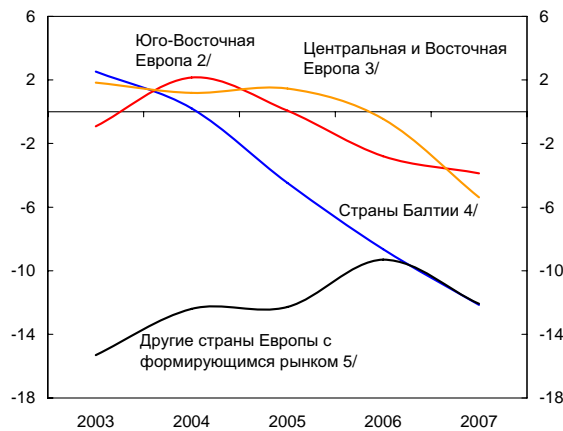
В соответствии с правилом Тейлора, за последние годы жесткость денежно-кредитных условий в странах Европы с формирующимся рынком уменьшилась (рисунок 34), особенно в странах Балтии после 2003 года⁴⁷. За этим последовало смягчение в Центральной и Юго-восточной Европе, хотя и гораздо более медленными темпами. Изначально, в 2003 году, денежно-кредитные условия в остальных странах региона были очень мягкими, затем, вплоть до 2006 года, происходило их ужесточение, но в 2007 году они стали вновь смягчаться⁴⁸.

⁴⁶Более подробную информацию см. в работе Hilbers et. al. (2005).

⁴⁷Правило Тейлора определяется как сумма разрыва между фактическим и потенциальным объемами производства, равновесной процентной ставки (которая принимается равной потенциальным темпам роста, оцененным с использованием фильтра Ходрика–Прескотта), ожидаемой инфляции (которая принимается равной фактической инфляции за последние три года) и инфляционного разрыва (который принимается равным разнице между фактической инфляцией и целевым показателем инфляции, принимаемым равным 2-процентному целевому показателю ЕЦБ плюс 1,5 процента в результате эффектов Балассы–Самуэльсона).

⁴⁸Результат — мягкие денежно-кредитные условия — не означает мягкость денежно-кредитной политики (такой

Рисунок 34. Процентная ставка по кредитам — процентная ставка по правилу Тейлора, 2003–2007 годы 1/



Источники: МВФ, «Перспективы развития мировой экономики» и расчеты персонала МВФ.

- 1/ Положительны в случае жестких денежно-кредитных условий.
 2/ Албания, Босния и Герцеговина, Болгария, Македония (БЮР), Румыния, Сербия, Хорватия.
 3/ Венгрия, Польша, Словакия и Чехия.
 4/ Латвия, Литва и Эстония.
 5/ Беларусь, Молдова, Россия, Турция, Украина.

Индекс денежно-кредитных условий указывает на аналогичную тенденцию (рисунок 35)⁴⁹. Согласно этому индексу, в последние годы происходило смягчение денежно-кредитных условий в регионе. Однако, в противоположность выводам,

вывод был бы особенно ошибочным в случае стран Европы с формирующимся рынком и фиксированными обменными курсами, в которых отсутствует независимая денежно-кредитная политика). Это предполагает, скорее, что ужесточение политики в странах Европы с формирующимся рынком не привело к ужесточению денежно-кредитных условий (которые могут быть мягкими даже в стране с механизмом валютного управления). Такая интерпретация полученного результата вытекает из того факта, что в расчеты по правилу Тейлора в данной главе вместо процентной ставки интервенций включена процентная ставка по кредитам. Первая ставка значима для определения того, является ли мягкой денежно-кредитная политика, а вторая — для определения того, являются ли мягкими денежно-кредитные условия.

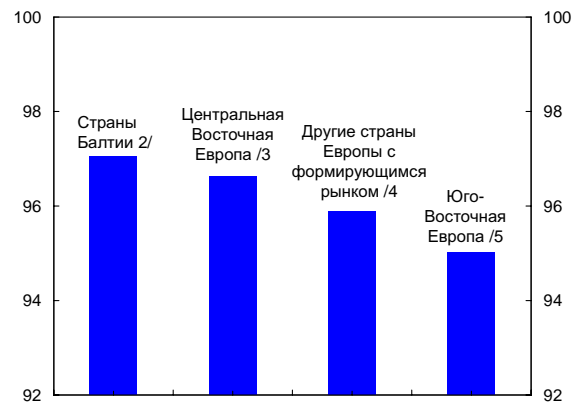
⁴⁹Индекс денежно-кредитных условий в 2003 году равен 100; он представляет собой взвешенную сумму изменений реальных процентных ставок по кредитам и реальных эффективных обменных курсов, веса которых составляют 0,75 и 0,25 соответственно.

сделанным на основе правила Тейлора, денежно-кредитные условия представляются слишком мягкими в большинстве стран Юго-восточной Европы и, по крайней мере, в странах Балтии.

Фискальная консолидация недостаточно масштабна

Большинство стран Европы с формирующимся рынком воспользовались преимуществами сильного цикла, чтобы улучшить сальдо своих государственных финансов. Обусловленные экономическим ростом высокие показатели доходов в последние годы позволили осуществить фискальную консолидацию, просто допустив действие автоматических стабилизаторов. Обеспокоенность по поводу перегрева экономики и уязвимых мест в некоторых странах породила призывы к еще большему ужесточению политики, чтобы компенсировать высокий спрос частного сектора и создать условия для поддержки экономики в случае серьезного спада деловой активности.

Рисунок 35. Страны Европы с формирующимся рынком. Индекс денежно-кредитных условий, 2007 год 1/



Источники: МВФ, «Перспективы развития мировой экономики» и расчеты персонала МВФ.

- 1/ Либерализация при падении ниже 100; 2003 год = 100.
 2/ Латвия, Литва и Эстония.
 3/ Венгрия, Польша, Словакия и Чехия.
 4/ Беларусь, Молдова, Россия, Турция и Украина.
 5/ Албания, Босния и Герцеговина, Болгария, Македония (БЮР), Румыния, Сербия, Хорватия.

Вместе с тем, если сделать поправку на экономический цикл, успехи в осуществлении фискальной консолидации в регионе были неоднозначными (рисунок 36)⁵⁰. За последние пять лет сальдо государственных финансов в структурном отношении улучшились в меньшей степени, чем фактические сальдо во всех странах региона, кроме Албании. В девяти странах структурные сальдо бюджета ухудшились, несмотря на уменьшение фактических сальдо в пяти из них. Структурные сальдо ежегодно улучшались в среднем более чем на 0,5 процентного пункта ВВП только в Хорватии, Боснии и Герцеговине, Турции и Польше (в указанной последовательности). В 2007 году структурный профицит бюджета имели только Беларусь, Босния и Герцеговина, Македония (бывшая югославская республика), Эстония и Болгария. Этот результат противоречил хорошо известному правилу (соответствующему долгосрочным ориентирам Пакта ЕС о стабильности и росте) сбалансированного бюджета на протяжении экономического цикла⁵¹.

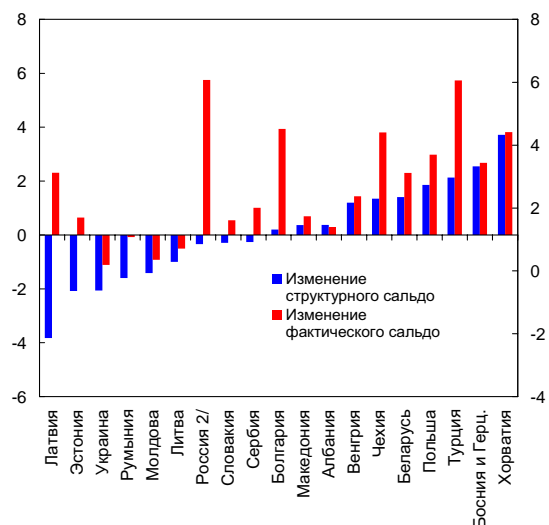
План мер политики

Представленный в данной главе анализ показывает, что хотя сближение экономики стран Европы с формирующимся рынком с более развитыми европейскими странами, судя по всему, продолжится, наблюдавшиеся в последнее время темпы конвергенции, по-видимому, нереальны, а в некоторых случаях, возможно, привели к повышению уязвимости к потрясениям и рисков резкого

⁵⁰Потенциальный объем производства и разрыв между фактическим и потенциальным объемами производства измеряются с использованием фильтра Ходрика–Прескотта или оценок МВФ, основанных на альтернативных методологиях для каждой страны. Оценки потенциального роста, основанные на модели экономического роста, упомянутой в предыдущем разделе, не могут использоваться, поскольку они не позволяют определить потенциальный объем производства. Оценки потенциального объема производства, основанные на фильтре Ходрика–Прескотта, могут быть завышенными, поскольку темпы роста существенно превосходили потенциальный уровень, основанный на результатах оценки по модели экономического роста в рассматриваемом периоде.

⁵¹Учитывая потребности в развитии инфраструктуры, структурный дефицит в отдельных странах Европы с формирующимся рынком может быть оправданным, однако прогнозы повышения расходов на здравоохранение и пенсионное обеспечение, вызванного старением населения, могут потребовать наличия структурного профицита.

Рисунок 36. Изменение фактического и структурного сальдо бюджета, 2003–2007 годы 1/
(проценты ВВП)



Источник: МВФ, «Перспективы развития мировой экономики» и расчеты персонала МВФ.

1/ Структурное сальдо не корректируется с учетом расходов, связанных с пенсионной реформой, и расходов, связанных с трансфертами ЕС.

2/ Структурное сальдо России считается равным сальдо без учета нефти.

го замедления темпов экономического роста. Ликвидация этих уязвимых мест имеет решающее значение для обеспечения плавной конвергенции в среднесрочной перспективе и, в некоторых странах, для плавного замедления темпов экономического роста.

Последние рекомендации МВФ в отношении экономической политики в регионе, которые также подкрепляются эмпирическими результатами, изложенными в данной главе, можно подытожить следующим образом:

- Провести структурные реформы, с тем чтобы повысить потенциальные темпы роста за счет обеспечения справедливой рыночной конкуренции, ограничения роли государства в экономике, улучшения условий ведения коммерческой деятельности, устранения бюрократической волокиты, реорганизации судебной системы и продвижения на пути гармонизации в рамках ЕС в странах-кандидатах на вступление в ЕС.
- Реализовать меры политики, направленные на обеспечение макроэкономической стабильности, устранение внешних дисбалансов и уменьшение числа уязвимых мест, включая ужесточение денежно-кредитной политики (где это возможно) и

проведение гораздо более масштабной фискальной консолидации, чем та, что определяется действием автоматических стабилизаторов в фазе расширения, особенно в странах с ограничениями на проведение денежно-кредитной политики. Повышение уровней заработной платы должно осуществляться в соответствии с улучшением производительности. Необходимо также вновь рассмотреть, а в некоторых случаях устранить, искажения в налогово-бюджетной сфере, которые могли создать стимулы к чрезмерным заимствованиям частного сектора⁵².

- Реализация мер политики, направленных на укрепление финансового сектора и создание защитных механизмов, с тем чтобы способствовать преодолению потрясений, включая меры пруденциальной политики, такие как более высокие весовые коэффициенты риска для кредитования нехеджированных заемщиков в иностранной валюте, установление лимитов на отношения суммы кредитов к стоимости залогового обеспечения и стоимости обслуживания долга к доходам, а также более высокие нормы обязательных

резервов для иностранных заимствований. Создание кредитных реестров и укрепление надзора за небанковским финансовым сектором должны существенно повысить действенность этих мер.

Перечисленные меры политики обеспечат продолжение процесса конвергенции в странах Европы с формирующимся рынком. Как показано в главе 1, наиболее вероятным сценарием развития событий является постепенное замедление темпов экономического роста, которое, по-видимому, уже происходит в отдельных странах региона. Вместе с тем, учитывая наличие серьезных уязвимых мест в некоторых странах, нельзя исключать и более резкую корректировку. Высокие уровни внешнего долга в некоторых случаях указывают на то, что эти уязвимые места сохранятся и в среднесрочной перспективе, поэтому продвижение в реализации рекомендованных мер политики и реформ является необходимым условием для подготовки стран региона к неожиданным потрясениям, а также для уменьшения со временем внешних дисбалансов и обусловленных ими уязвимых мест.

⁵²К таким стимулам относятся: вычет той или иной части процентов по ипотечным кредитам из суммы налогооблагаемого дохода (Хорватия, Чехия, Эстония, Венгрия, Литва и Польша), жилищные субсидии, в том числе субсидирование процентных ставок и сберегательные премии (Венгрия, Хорватия, Чехия и Польша), и освобождение основного жилья от налога на недвижимость и налога на прирост капитала (во всех странах).

Библиография

- Abiad, Abdul, Daniel Leigh, and Ashoka Mody, 2007, "International Finance and Income Convergence: Europe Is Different," IMF Working Paper 07/64 (Washington: International Monetary Fund).
- Adrian, T., and H.S. Shin, 2008, "Liquidity, Monetary Policy, and Financial Cycles," *Current Issues in Economics and Finance*, Federal Reserve Bank of New York, Vol. 14 (January-February), No. 1.
- Aghion, Philippe, and Steven N. Durlauf, eds., 2005, *Handbook of Economic Growth* (Amsterdam: North Holland).
- Altunbas, Y., L. Gambacorta, and D. Marqués, 2007, "Securitisation and the Bank Lending Channel," Economic Working Paper No. 653 (Rome: Bank of Italy). Available via the Internet: www.bancaditalia.it/pubblicazioni/econo/temidi/td07/td653_07/en_td653/en_tema_653.pdf
- Avesani, R.G., A. García Pascual, and E. Ribakova, 2007, "The Use of Mortgage Covered Bonds," IMF Working Paper 07/20 (Washington: International Monetary Fund).
- Bank of England, 2007, *Quarterly Bulletin—Q4* (December).
- Barro, Robert, and Xavier Sala-i-Martin, 2004, *Economic Growth* (Cambridge, Massachusetts: MIT Press, 2nd ed.).
- Bayoumi, T., and A. Swiston, 2007, "Foreign Entanglements: Estimating the Source and Size of Spillovers Across Industrial Countries," IMF Working Paper 07/182 (Washington: International Monetary Fund).
- Benes, J., I. Ötker-Robe, and D. Vávra, 2008, "Active Monetary Policy with Direct Policy Measures" (unpublished; Washington: International Monetary Fund).
- Benes, J., M. Castello Branco, and D. Vávra, 2007, "A Simple DGE Model for Inflation Targeting," IMF Working Paper 07/197 (Washington: International Monetary Fund).
- Bernanke, B., and A. Blinder, 1988, "Credit, Money, and Aggregate Demand," *American Economic Review: Papers and Proceedings*, Vol. 78 (May), pp. 435–39.
- Bernanke, B., and M. Gertler, 1989, "Agency Costs, Net Worth and Business Fluctuations," *American Economic Review*, Vol. 79 (March), pp. 14–31.
- , and S. Gilchrist, 1999, "The Financial Accelerator in a Quantitative Business Cycle Framework," in *Handbook of Macroeconomics*, Vol. 1C (Amsterdam: North-Holland), pp. 1341–93.
- Bernanke, B., and C.S. Lown, 1991, "The Credit Crunch," *Brookings Papers on Economic Activity*: 2, Brookings Institution, pp. 205–47.
- Blanchard, Olivier, and Francesco Giavazzi, 2002, "Current Account Deficits in the Euro Area: The End of the Feldstein-Horioka Puzzle?" *Brookings Papers on Economic Activity*: 2, Brookings Institution, pp. 147–86.
- Brunnermeier, M.K., and L.H. Pedersen, 2007, "Market Liquidity and Funding Liquidity," NBER Working Paper No. 12939 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Caballero, R.J., and A. Krishnamurthy, 2007, "Collective Risk Management in a Flight to Quality Episode," NBER Working Paper No. 12896 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Catte P., N. Girouard, R. Price, and C. André, 2004, "Housing Markets, Wealth and the Business Cycle," *OECD Economics*

- Department Working Paper No. 394 (Paris: Organization for Economic Cooperation and Development).
- Čihák, M., and L. Ong, 2007, "Estimating Spillover Risk Among Large EU Banks," IMF Working Paper 07/267 (Washington: International Monetary Fund).
- Committee on the Global Financial System, 2006, "Housing Finance in the Global Financial Market," CGFS Paper No. 26 (Basel: Bank for International Settlements).
- Coudert, V., and M. Gex, 2007, "Does Risk Aversion Drive Financial Crises? Testing the Predictive Power of Empirical Indicators," CEPII Working Paper No. 2007-02 (Paris: Centre d'Etudes Prospectives et d'Informations Internationales).
- Duenwald, Christoph, Nikolay Gueorguiev, and Andrea Schaechter, 2005, "Too Much of a Good Thing? Credit Booms in Transition Economies: The Cases of Bulgaria, Romania, and Ukraine," IMF Working Paper 05/128 (Washington: International Monetary Fund).
- Égert, Balazs, and Dubravko Mihaljek, 2007, "Determinants of House Price Dynamics in Central and Eastern Europe," in *Focus on European Economic Integration 1/07* (Vienna: Oesterreichische Nationalbank).
- European Central Bank, 2008, *The Euro Area Bank Lending Survey* (Frankfurt am Main, January). Available via the Internet: www.ecb.int/stats/money/lend/html/index.en.html
- European Commission, 2006, "Report of the Mortgage Funding Expert Group" (Brussels).
- Gai, P., and N. Vause, 2006, "Measuring Investors' Risk Appetite," *International Journal of Central Banking*, Vol. 2 (March), pp. 167–88.
- George, Donald A. R., Les Oxley, and Kenneth I. Carlaw, 2004, *Surveys in Economic Growth: Theory and Empirics* (Oxford: Blackwell).
- Gonzalez-Hermosillo, B., 2008, "Investors' Risk Appetite and Global Financial Market Conditions" (unpublished; Washington: International Monetary Fund).
- Helpman, Elhanan, 2004, *The Mystery of Economic Growth* (Cambridge, Massachusetts: Belknap Press of Harvard University Press).
- Hilbers, Paul, Inci Ötker, Ceyla Pazarbasioglu, and Gudrun Johnsen, 2005, "Assessing and Managing Rapid Credit Growth and the Role of Supervisory and Prudential Policies," IMF Working Paper 05/151 (Washington: International Monetary Fund).
- International Monetary Fund (IMF), 2000, "Asset Prices and the Business Cycle," Chapter 3 in *World Economic Outlook*, World Economic and Financial Surveys (Washington), pp. 77–112
- , 2006, "Methodology for CGER Exchange Rate Assessments" (Washington: Research Department, November).
- , 2007, *World Economic Outlook*, World Economic and Financial Surveys (Washington, April).
- , 2008a, *World Economic Outlook*, World Economic and Financial Surveys (Washington, April).
- , 2008b, *Global Financial Stability Report*, World Economic and Financial Surveys (Washington/April).
- Isard, Peter, and Hamid Faruquee, 1998, *Exchange Rate Assessment: Extension of the Macroeconomic Balance Approach*, IMF Occasional Paper No. 167 (Washington: International Monetary Fund).
- , Russell G. Kincaid, and Martin Fetherston, 2001, *Methodology for Current Account and Exchange Rate Assessments*, IMF Occasional Paper No. 209 (Washington: International Monetary Fund).

- Kiyotaki, N., and J. Moore, 1997, "Credit Cycles," *Journal of Political Economy*, Vol. 105 (April), pp. 211–48.
- Kumar, M., and A. Persaud, 2002, "Pure Contagion and Investors' Shifting Risk Appetite: Analytical Issues and Empirical Evidence," *International Finance*, Vol. 5 (Winter), pp. 401–36.
- Lombardi, M.J., and S. Sgherri, forthcoming, "A Global Repricing of Risk or New Episodes of Financial Contagion?" IMF Working Paper (Washington: International Monetary Fund).
- Maechler, Andrea M., and Alexander F. Tieman, forthcoming, "The Real Effects of Financial Sector Risk," IMF Working Paper (Washington: International Monetary Fund).
- Milesi-Ferretti, Gian Maria, and Assaf Razin, 1997, "Sharp Reductions in Current Account Deficits: An Empirical Analysis," IMF Working Paper 97/168 (Washington: International Monetary Fund).
- Moore, David, and Athanasios Vamvakidis, forthcoming, "Economic Growth in Croatia: Potential and Constraints," in *Financial Theory and Practice*.
- Ohnsorge, Franziska, forthcoming, "Methodologies for Current Account Assessment," in *Lithuania: Selected Issues*, IMF Country Paper (Washington: International Monetary Fund).
- Rahman, Jesmin, forthcoming, "Current Account Deficits in EU-10: Equilibrium, Excess and EU-phoria," IMF Working Paper (Washington: International Monetary Fund).
- Schadler, Susan, Paulo Flavio Nacif Drummond, Louis Kuijs, Zuzana Murgasova, and Rachel van Elkan, 2005, *Adopting the Euro in Central Europe: Challenges of the Next Step in European Integration*, IMF Occasional Paper No. 234 (Washington: International Monetary Fund).
- Schadler, Susan, Ashoka Mody, Abdul Abiad, and Daniel Leigh, 2007, *Growth in the Central and Eastern European Countries of the European Union*, IMF Occasional Paper No. 252 (Washington: International Monetary Fund).
- Sorsa, Piritta, Bas Berend Bakker, Christoph Duenwald, Andrea M. Maechler, and Andrew Tiffin, 2007, "Vulnerabilities in Emerging Southeastern Europe—How Much Cause for Concern?" IMF Working Paper 07/236 (Washington: International Monetary Fund).



Regional Economic Outlook
Europe, April 2008 (Russian)

