

# Перспективы развития региональной экономики: ЕВРОПА

Переоценка рисков  
Апрель 2008 года

## 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.