

**Ури Дадуш, Сергей Алексащенко, Шимелс Али, Вера Эйделман, Мойзес Наим,
Беннет Стэнсил, Паола Субаччи**

**КРИЗИС ЕВРО,
или ПОТЕРЯННАЯ ПАРАДИГМА**

Под редакцией Ури Дадуша

Содержание

Предисловие.....	3
Об авторах.....	4
Введение.....	5
Часть I. Причины	9
<i>Ури Дадуш и Беннет Стэнсил. Долговой кризис в Европе — не только бюджетная проблема</i>	10
<i>Ури Дадуш и Вера Эйделман. Германия: надежда или проблема Европы</i>	16
Часть II. Страновые заметки	20
<i>Беннет Стэнсил. Почему Греции необходимо реструктурировать задолженность</i>	20
<i>Ури Дадуш и Беннет Стэнсил. Опыт Латвии и Аргентины: недвусмысленное предостережение</i>	23
<i>Сергей Алексаиенко, Уроки российского кризиса</i>	27
<i>Беннет Стэнсил. Ирландия: от «мыльного пузыря» к банкротству</i>	30
<i>Ури Дадуш и Вера Эйделман. Станет ли Италия «второй Грецией»?</i>	35
<i>Шимелс Али. Португалия: проблемы с ростом</i>	40
<i>Ури Дадуш и Вера Эйделман. Может ли Испания справиться с «эгейским гриппом»?</i>	44
Часть III. Меры по преодолению кризиса	49
<i>Ури Дадуш. Три пункта: план спасения евро</i>	49
<i>Ури Дадуш и Мойзес Наим. Европа выиграла время — и только</i>	51
<i>Паола Субаччи. Уроки кризиса</i>	53
<i>Ури Дадуш и Мойзес Наим. Остерегайтесь «инфляционного фундаментализма»</i>	55
Часть IV. Воздействие кризиса на другие страны	62
<i>Ури Дадуш. Угроза американской экономике</i>	62
<i>Ури Дадуш. Кризис евро и развивающиеся страны</i>	64
<i>Ури Дадуш и Беннет Стэнсил. Назревает ли общий долговой кризис?</i>	67
Часть V. Политические рекомендации	73

Предисловие

Цель данного доклада — анализ причин и последствий кризиса евро, представляющего на сегодня наибольшую опасность для оздоровления мировой экономики. В него включены исследования, проводившиеся в рамках программы Фонда Карнеги за Международный Мир по международной экономике, а также работы приглашенных авторов — Сергея Алексашенко, Мойзеса Наима и Паолы Субаччи.

Несколько статей публикуются впервые. Другие были подготовлены в течение последних трех месяцев, по ходу стремительно разворачивавшегося кризиса евро. Для них мы указываем даты первой публикации.

Работой над докладом руководил Ури Дадуш. Активное участие в ней принимали научные сотрудники программы Фонда Карнеги по международной экономике Шимелс Али, Вера Эйделман и Беннет Стэнсил. Работники маркетингового, издательского и интернетовского подразделений Фонда Карнеги Зина Фелдман, Эбен Гилфенбаум, Джессика Дженнингс, Тим Мартин, Илонка Освальд, Питер Рид и Малахи Туохи оказали неоценимую помощь в позиционировании, дизайне, редактировании публикации, а также в ее рассылке через Интернет.

Об авторах

Сергей Алексахенко — бывший заместитель министра финансов и первый заместитель председателя Центрального банка России, в настоящее время эксперт программы «Экономическая политика» Московского Центра Карнеги. Также занимает пост директора по макроэкономическим исследованиям Высшей школы экономики в Москве. Ранее работал управляющим директором, руководителем представительства инвестиционного банка «Merrill Lynch» в Москве и управляющим директором российской частной инвестиционной компании «Интеррос».

Шимелс Али — экономист, научный сотрудник программы Фонда Карнеги по международной экономике. Получил степень магистра по специальности «Экономика» в Норвежском научном университете.

Ури Дадущ — старший научный сотрудник, директор программы Фонда Карнеги по международной экономике. Прежде занимал во Всемирном банке пост директора по международной торговле, а до этого — директора по экономической политике. Одновременно возглавлял рабочую группу Всемирного банка по мировой экономике, и в этом качестве руководил подготовкой основных докладов банка о международной экономической ситуации. До этого возглавлял аналитическую службу журналов «Economist» и «Business International».

Вера Эйделман — управляющий редактор «International Economic Bulletin». Имеет степень бакалавра Стэнфордского университета по специальностям «Экономика» и «Социология».

Мойзес Наим — главный редактор журнала «Foreign Policy». До этого работал управляющим директором Всемирного банка и руководил научными программами по изучению экономических реформ Фонда Карнеги. В начале 1990-х годов занимал пост министра торговли и промышленности Венесуэлы, а ранее был профессором и деканом IESA — бизнес-школы и научно-исследовательского центра в Венесуэле.

Беннет Стэнсил — младший научный сотрудник программы Фонда Карнеги по международной экономике. Имеет степень бакалавра Университета Уэйк Форест по специальностям «Математика» и «Экономика».

Паола Субаччи — руководитель исследовательских программ в области международной экономики Королевского института международных отношений (Чатамхауса) в Лондоне. Является консультантом аналитической службы журнала «Economist» и агентства «Bloomberg». Ранее работала экономистом в консалтинговой фирме «Oxford Economic Forecasting». Автор ряда трудов по проблемам макроэкономической и финансовой политики европейских стран.

Введение

Ури Дадуш

Острая фаза мирового финансового кризиса была скоротечной — она началась с банкротства «Lehman Brothers» 15 сентября 2008 г. и завершилась 9 марта 2009 г., когда индекс Доу-Джонса достиг низшей точки. Но, подобно тяжелому сердечному приступу, сбой в «кровообращении» экономики — кредитных потоках — оказался достаточно продолжительным, чтобы нанести невосполнимый ущерб промышленно развитым странам, оказавшимся в эпицентре кризиса. Этот ущерб проявляется в трех основных формах, представляющих в настоящее время серьезную опасность для стабильности мировой экономики: высоком (и растущем) уровне государственной задолженности, неустойчивости банков и большом избытке ликвидности, который в конечном счете необходимо будет устранить.

Кризис евро, затрагивающий самую основу крупнейшего в мире экономического блока, несет в себе лишь два из трех опасных факторов: речь идет о проблематичной государственной задолженности Греции и других «уязвимых» стран, а также о непрочности европейских банков — держателей значительной части этих долговых обязательств. Монетарная политика стран еврозоны и промышленно развитых государств в целом по-прежнему направлена на стимулирование роста, и кризис как минимум оттягивает тот момент, когда они смогут, ничего не опасаясь, начать сокращение расходов. Из-за проблем в Европе мировая экономика становится еще больше уязвимой перед лицом трех перечисленных угроз.

Глубинные причины кризиса евро

Хотя самым наглядным проявлением кризиса евро является растущая как на дрожжах государственная задолженность, его корни следует искать гораздо глубже — в утрате конкурентоспособности, которой сопровождался переход на евро в ряде стран — Греции, Ирландии, Италии, Португалии и Испании (ГИИПИ).

Последовательность событий, обернувшихся долгосрочной утратой конкурентоспособности во всех странах ГИИПИ, вписывается в один тревожный сценарий:

- Введение евро сопровождалось резким снижением процентных ставок и столь же резким ростом уверенности в обществе, ожидавшем, что институты и среднедушевые доходы в странах ГИИПИ вскоре сравняются с соответствующими показателями крупнейших экономических держав европейского Севера.
- Внутренний спрос сильно увеличился, что привело к опережающему росту цен на товары, не являющиеся предметом международной торговли, по сравнению с внешнеторговыми товарами, а также росту зарплат по сравнению с производительностью труда.
- Произошедшее ускорение экономического роста обуславливалось динамикой во внутреннем секторе услуг, строительстве и разрастанием роли государства; в то же время доля экспорта в объеме ВВП оставалась на прежнем уровне, а импорт и дефицит текущего баланса в условиях доступности иностранных инвестиций, напротив, резко увеличились.
- Результатом стал рост задолженности государства, частных субъектов или тех и других.

Тем временем в Германии после воссоединения происходили изменения исторического масштаба, благодаря которым она стала крупнейшим миром экспортером, и все государства европейского Севера пожинали плоды расширения рынков сбыта и ослабления конкуренции со стороны ГИИПИ. Однако модель роста в этой группе стран по определению обладала изъянами, и в конце концов «мыльный пузырь» внутреннего

спроса лопнул. Теперь им необходимо сокращать государственные расходы, а высокие издержки блокируют любые усилия по стимулированию роста за счет экспорта. Страны ГИИПИ оказались в ловушке «равновесия слабого роста», а неизбежная острая борьба между различными социальными силами за ограниченные финансовые ресурсы лишь ускорит наступление кризиса.

Этот сценарий в главных чертах характерен для всей периферии еврозоны, хотя в каждой стране он имеет определенную специфику. Например, в Италии и Португалии пик роста наступил на очень ранней стадии, а Испания пережила десятилетний экономический бум, за которым после глобального кризиса последовал спад. Единая монетарная политика, проводившаяся в еврозоне, была слишком либеральной в отношении государств, где темпы роста были наивысшими: она усугубляла их инфляционные тенденции и ослабление конкурентоспособности и в то же время была слишком жесткой в отношении крупных экономических держав, в частности, Германии, снижая там внутренний спрос и увеличивая преимущество над странами ГИИПИ в плане удельных затрат на рабочую силу.

Воздействие на другие страны

Такой же и даже еще более заразный штамм «болезни евро» уже поразил страны, не входящие в еврозону, но много лет назад привязавшие к евро курсы национальных валют, — в первую очередь Латвию, Литву и Эстонию. Другие «новобранцы» Европейского союза, например, Венгрия и Румыния, сохраняют гибкий валютный курс, но их способность провести девальвацию сдерживается большой задолженностью в иностранной валюте. В результате и они страдают от «болезни евро».

Кризис евро затронет и остальной мир — по шести направлениям. Во-первых, он приведет к снижению темпов роста в Европе, являющейся рынком сбыта для примерно четверти объема общемирового экспорта. Во-вторых, он обернется дальнейшим обесцениванием евро, из-за чего резко снизятся прибыли от экспорта в Европу и усилится конкуренция со стороны самих европейских производителей. В третьих, удерживая на низком уровне процентные ставки в европейских, а возможно, и в других промышленно развитых странах, кризис может способствовать перетеканию капиталов на рынки государств с переходной рыночной экономикой. В-четвертых, он чрезвычайно усилит волатильность финансовых рынков и вызовет у инвесторов приступы панического страха перед любыми рисками. В-пятых, и это, пожалуй, важнее всего, кризис нанесет смертельный удар многим непрочным финансовым учреждениям. Наконец, в-шестых, неспособность сдержать кризис увеличит тревогу в связи с государственной задолженностью других промышленно развитых стран, а также, что неизбежно, и «уязвимых» государств с переходной экономикой.

Меры по устранению кризиса

Политика в еврозоне

Катастрофические рецессии в Аргентине, которая в 2001—2002 гг. нарушила собственный закон о конвертируемости национальной валюты, девальвировала песо, а затем объявила дефолт, и в Латвии, выбравшей иной способ адаптации (усиление бюджетной дисциплины и сокращение зарплат), показывают, что не существует легких путей по преодолению сильного ослабления конкурентоспособности в сочетании с высокой задолженностью в иностранной валюте. Конечно, евро для Греции уже не иностранная валюта, но она станет таковой, если страна для повышения конкурентоспособности решит выйти из еврозоны — а это может оказаться для нее наилучшим способом обуздания кризиса.

Если девять наиболее затронутых кризисом стран (ГИИПИ, Латвия, Литва, Эстония и Болгария) не готовы порвать с евро, им придется прибегнуть к хорошо известному пакету мер по упорядочению налогово-бюджетной сферы, призванных стабилизировать

соотношение между задолженностью и ВВП, и к структурным реформам для повышения производительности труда, конкурентоспособности и стимулирования роста. Само по себе наведение порядка в бюджетной сфере может способствовать сокращению внутреннего спроса и обузданию роста зарплат, но при использовании только этих мер — без структурных реформ — для повышения конкурентоспособности потребуются столько же лет болезненного затягивания поясов, сколько прошло с начала бума, обусловленного введением единой европейской валюты.

Даже в наилучших условиях, когда для адаптационных мер не существует политических препятствий, а финансирование стабильно, восстановление конкурентоспособности, устойчивости в налогово-бюджетной сфере и переход к более сбалансированной модели роста потребуют нескольких лет. В качестве приблизительного ориентира (хотя конкретные цифры по странам могут различаться) можно указать, что этим странам придется за счет адаптационных мер сэкономить сумму, равную 5—12% ВВП, и сократить удельные затраты на рабочую силу на 15—30%. Учитывая, что дисбалансы в их экономике формировались в течение десяти, а то и более лет, для осуществления необходимых реформ потребуются как минимум три-четыре года, и в этот период внутренний спрос будет снижаться или по крайней мере не увеличится.

Даже после недавнего решения об оказании финансовой помощи Греции и другим уязвимым странам адаптационные шаги будут неизбежно носить дефляционный характер. Номинальный объем ВВП в этих странах может снизиться, усугубляя трудности, связанные со стабилизацией соотношения задолженность/ВВП, если дефляционный эффект не будет компенсироваться сочетанием следующих обстоятельств: продолжением оживления в сфере мировой торговли, стимулирующей рост монетарной политикой, снижением курса евро, и увеличением внутреннего спроса в «профицитных» странах Европы, в частности, в Германии и Нидерландах, которые больше всего выиграют от девальвации общеевропейской валюты. Поскольку европейские страны торгуют в основном друг с другом, причем сильнее всего на европейский рынок ориентированы наименее конкурентоспособные государства ЕС, основная перестройка в сфере конкурентоспособности и агрегированного спроса должна произойти внутри Европы.

Уроки для других стран

Самое главное — нынешний кризис демонстрирует странам, не входящим в зону евро, что им необходимо сильнее опираться на внутренний спрос и спрос на развивающихся рынках и проявлять еще большую осторожность при разработке макроэкономической политики. Кроме того, потенциальным кандидатам на вступление в еврозону следует учесть уроки происходящих событий и отложить переход на общеевропейскую валюту до того момента, пока они не исправят положение с собственной конкурентоспособностью. Кроме того, основываясь на опыте ГИИПИ, они должны будут после вступления принять меры, чтобы инвестиционные потоки не шли в сектора, не связанные с внешней торговлей, а также поддерживать значительный профицит в государственных финансах.

Опыт кризиса евро стал еще одним подтверждением того факта, что строгая привязка обменного курса к иностранной валюте в сочетании с неограниченным движением капиталов и широкими возможностями заимствований за рубежом (а именно это мы наблюдаем в странах ГИИПИ и Прибалтики) чревата опасными последствиями. Страны с гибким обменным курсом, и даже привязанным к иностранной валюте при наличии контроля над движением капиталов, лучше справляются с экономическими сбоями, вызванными «Великой рецессией».

Наконец, но не в последнюю очередь, кризис евро выявил ограниченность региональных механизмов — даже объединяющих богатые страны — в борьбе с финансовыми кризисами, и лишней раз подчеркнул важную роль общемирового «кредитора на крайний случай» в лице МВФ. Этот институт обладает не только большими

ресурсами и квалификацией, чем любые региональные структуры; немалым преимуществом может стать и его удаленность от региональных политических баталий.

Часть I ПРИЧИНЫ

Механизм кризиса

1. После перехода на евро Греции, Ирландии, Италии, Португалии и Испании уверенность в их будущем экономическом росте и стабильности резко возросла, что привело к снижению процентных ставок по сравнению с более устойчивыми участниками Евросоюза.

2. Укрепление уверенности и снижение процентных ставок привело в странах ГИИПИ к увеличению внутреннего спроса, инвесторы и потребители осмелели, начался рост расходов и кредитов, которые зачастую брались за рубежом в рамках притока иностранного капитала.

3. Рост ускорился, цены на внутренние виды экономической активности (наименее подверженные международной конкуренции, например, жилищное строительство) повысились по сравнению с ценами на импортно-экспортную продукцию, что вело к привлечению инвестиций в менее производительные сектора, не связанные с внешней торговлей, и соответственно к их оттоку из экспортных секторов и отраслей, производящих товары, конкурирующие с импортом.

4. Одновременно в Германии, Нидерландах и других традиционно стабильных странах европейского «ядра» возросла доля экспорта в объеме ВВП. Увеличить экспорт им позволило повышение спроса в странах ГИИПИ. Принятие общей валюты, стоимость которой основывалась на общеевропейских тенденциях в сфере конкурентоспособности, а потому оказалась ниже, чем могла бы быть в тех же условиях у немецкой марки или гульдена, сделало более привлекательными цены на их экспортные товары.

5. Бум в сфере внутреннего спроса в странах ГИИПИ вызвал бурный рост зарплат, опережавший повышение производительности труда, что увеличивало удельные затраты на рабочую силу и тем самым еще больше подрывало конкурентоспособность. Эта тенденция усугублялась крайней негибкостью рынка труда в большинстве стран ГИИПИ. Проблемы этих стран с конкурентоспособностью усиливались также из-за взлета Китая, снижения курса доллара и иены и быстрого увеличения производительности труда в экспортных секторах США и Японии.

6. Единая европейская монетарная политика была слишком либеральной в отношении динамично развивающихся экономик Испании, Греции и Ирландии, и слишком жесткой в отношении Германии, где темпы роста внутреннего спроса и зарплат были ниже среднеевропейских. Это также усугубляло неконкурентоспособность стран ГИИПИ.

7. Более низкие издержки при заимствованиях и повышение внутреннего спроса вели к росту налоговых поступлений в государствах ГИИПИ. Но вместо осознания временного характера этого феномена и сбережения внезапно свалившихся в руки доходов до того момента, когда темпы роста замедлятся, государства ГИИПИ увеличили расходы. В Греции дополнительные проблемы создала вопиющая некомпетентность в бюджетной политике.

8. Финансовый кризис 2008 г. сразу положил конец модели роста, утвердившейся в странах ГИИПИ после перехода на евро. В условиях резкого экономического спада и падения налоговых доходов стало очевидно, что поддерживать прежний уровень государственных расходов не удастся, а утрата конкурентоспособности развеяла надежды добиться оживления в экономике за счет стимулирования экспорта. Если страны ГИИПИ не примут болезненных корректирующих шагов по сокращению бюджетного дефицита и восстановлению конкурентоспособности, они будут и дальше страдать от высокого уровня задолженности государства и частных субъектов, а темпы экономического роста там будут слабыми.

Долговой кризис в Европе — не только бюджетная проблема

Ури Дадуш и Беннет Стэнсил

В заголовках новостей утверждается, что причина кризиса евро заключается в высокой государственной задолженности. К сожалению, проблемы в наиболее пострадавших Греции, Ирландии, Италии, Португалии и Испании, а также в малых странах, чьи валюты привязаны к евро, например, в Латвии, слишком сложны, чтобы списывать их только на расточительную финансовую политику правительств.

По сути кризис вызван неверным распределением ресурсов внутри стран и между странами, а также утратой конкурентоспособности, обусловленной — и во многих случаях скрытой — экономическим бумом, последовавшим за введением общеевропейской валюты десять лет назад. Нынешние проблемы с государственными финансами во многом являются следствием, а не причиной этих изменений, и для успешного преодоления кризиса руководству соответствующих государств необходимо осознать это.

«Евробум»

В феврале 1992 г. лидеры европейских государств подписали договор об учреждении Европейского союза (его также называют Маастрихтским договором), положивший начало введению евро и созданию единой валютной зоны. В конечном счете это соглашение привязало валюты и монетарную политику подписавших его государств (включая и страны ГИИПИ за исключением Греции) к соответствующей политике крупнейшей и наиболее стабильной экономической державы Европы — Германии, а также других стран европейского Севера с эффективно действующей экономикой.

Ожидания, что стабильность и богатство, характерные для северных членов Евросоюза (СЕС) — Австрии, Бельгии, Германии, Нидерландов и Франции, — распространятся и на периферию ЕС и что более прочная институциональная и народнохозяйственная система СЕС приведет к соответствующим изменениям в странах ГИИПИ, резко усилили уверенность в благополучных экономических перспективах последних. Если в 1980—1990 гг. по среднему уровню инфляции и издержек, сопряженных с заимствованиями, страны ГИИПИ напоминали сегодняшнюю Гану, то в следующем десятилетии они (за исключением Греции¹) по этому показателю приблизились к СЕС. Спреды по доходности долгосрочных государственных облигаций в странах ГИИПИ по сравнению с СЕС (этот показатель позволяет судить о степени рискованности инвестиций в ГИИПИ по сравнению с СЕС) снизились с 550 базовых пунктов в 1980—1990 гг. до всего 10 в 1999 г.

¹ У Греции сближение с СЕС по основным экономическим показателям произошло немного позднее, и разрешение вступить в еврозону она получила только в 2000 г.; спреды по доходности облигаций снизились с 750 базовых пунктов в 1980—1990 гг. до примерно 30 в 2001 г.

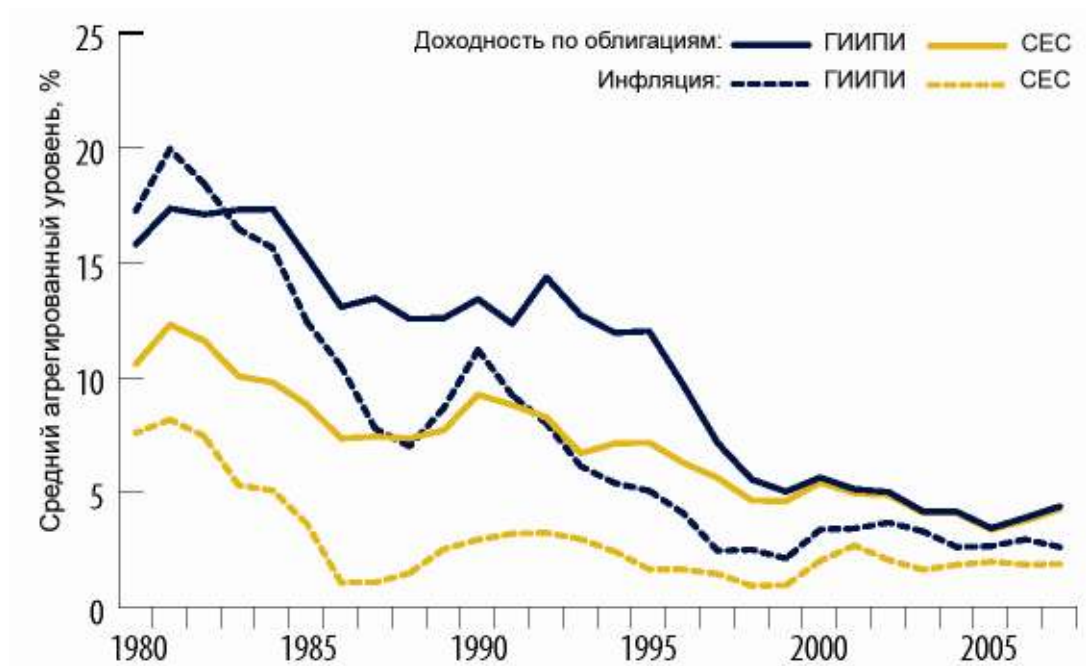


Рис. 1. Годовые темпы инфляции и доходность по долгосрочным государственным облигациям. Источник: МВФ

Усиление внешних дисбалансов

Низкий уровень процентных ставок и рост уверенности подпитывали резкое повышение внутреннего спроса, отчасти финансировавшееся за счет внешних заимствований. В странах ГИИПИ, особенно в Греции, Ирландии и Испании, увеличение внутренних расходов сопровождалось ухудшением текущего баланса и ростом задолженности частных субъектов.

Рост спроса вздувал цены и зарплаты, особенно в сфере услуг и в секторах, не связанных с внешней торговлей, в результате чего цены на товары этих секторов увеличивались по отношению к ценам на внешнеторговые товары, и именно туда поступали основные объемы инвестиций. В 1997—2007 гг. цены на услуги в странах ГИИПИ в среднегодовом исчислении росли на 1,5 процентного пункта быстрее, чем на товары, аналогичная разница в СЕС составляла всего 0,5%. В результате в экономике стран ГИИПИ произошел сдвиг от промышленных секторов в сторону сектора услуг и жилищного строительства. В 1997—2007 гг. в этих странах из промышленности в сферу финансовых услуг, недвижимости и бизнеса перетекли 4 процентных пункта ВВП, а в СЕС — только 2 процентных пункта.

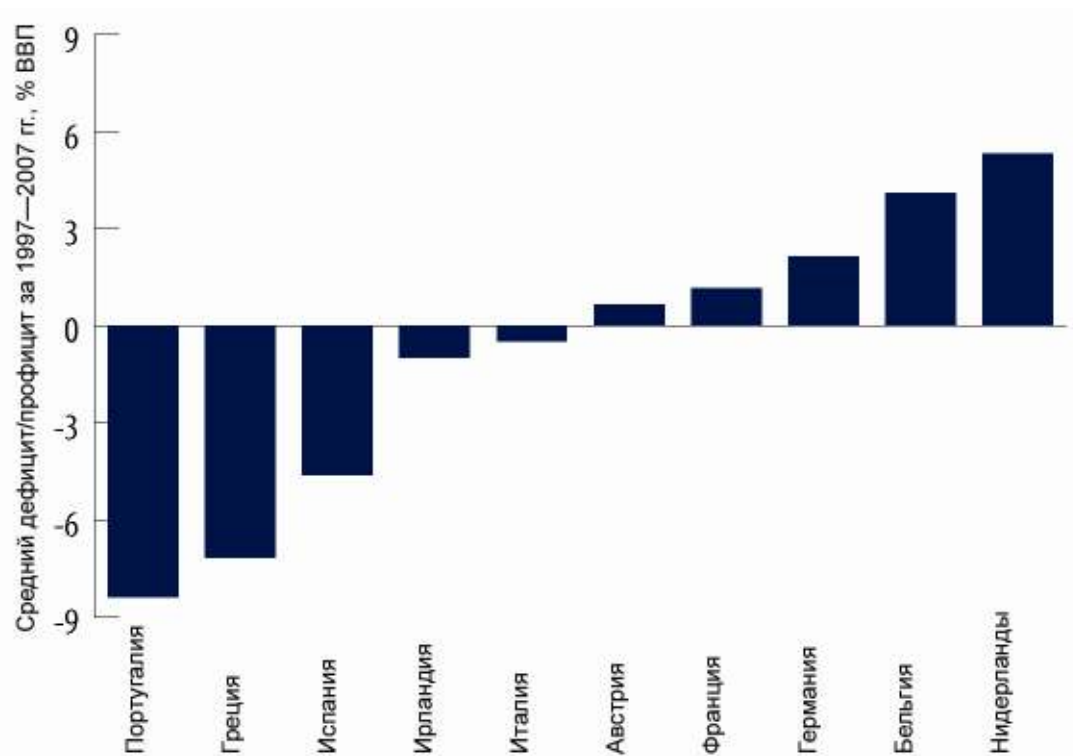


Рис. 2. Текущий баланс. Источник: МВФ

За тот же период среднегодовые темпы роста среднедушевой оплаты труда в странах ГИИПИ выросли на 5,9%, что существенно превышало аналогичный показатель СЕС — 3,2%. Этот рост не сопровождался соответствующим повышением производительности труда, прежде всего в ГИИПИ, где он составлял 1,3% в год (в СЕС — 1,2% в год). В результате удельные затраты на рабочую силу в странах ГИИПИ за 1997—2007 гг. увеличились на 32%, а в СЕС — только на 12%. Во многом эти тенденции были обусловлены впечатляющими изменениями в германской экономике после воссоединения страны, в результате которых она заняла первое место в мире по объему экспорта (см. главу «Германия: гордость или проблема Европы?»).



Рис. 3. Изменения реального фактического валютного курса (на основе номинальных удельных затрат на рабочую силу, по отношению к ЕС и другим крупным промышленно развитым государствам). Источник: Еврокомиссия

Результатом стало резкое падение конкурентоспособности стран ГИИПИ по сравнению с другими развитыми государствами. Особенно серьезным было их отставание от не входящих в еврозону стран, где затраты на рабочую силу возросли весьма умеренно и, кроме того, в пересчете на евро стали еще меньше из-за того, что за 2000—2007 гг. курс общеевропейской валюты по отношению к доллару повысился почти на 50%.

Тем не менее последствия этой общей утраты конкурентоспособности и структурной перестройки экономики в разных странах ГИИПИ варьировались. Греция, где процентные ставки и инфляция снизились особенно сильно, в течение многих лет переживала устойчивый рост, подпитывавшийся мощным притоком иностранного капитала: объем чистых иностранных активов, составлявший в 1995 г. –5% ВВП, снизился к 2007 г. до –100% ВВП. В Ирландии и Испании динамичному росту ВВП способствовали также «мыльные пузыри» в секторе недвижимости и строительной отрасли. В 1997—2007 гг. среднегодовые темпы роста цен на жилье в Ирландии составили 12,5%, а в Испании — 8% (для сравнения: в США даже в период формирования «мыльного пузыря» на рынке недвижимости этот показатель не превышал 4,6%). За тот же период доля строительной отрасли в совокупном объеме производства увеличилась в Испании с 9,8% до 13,8%, в Ирландии — с 7,9% до 10,4% (в США аналогичный показатель за это время вырос с 4,6% до 4,9%). Более того, в Греции, Ирландии и Испании рост производства способствовал повышению задолженности частных лиц; с 1997 по 2007 гг. объем внутреннего кредита там увеличился в среднем на 155% (в СЕС — всего на 27%).

В Португалии и Италии, где экспортные сектора уже страдали от снижения производительности и негибкости рынка труда, темпы роста увеличились лишь ненадолго, а затем снова стали самыми низкими в Европе. Тем не менее и в этих странах баланс активов и пассивов частного сектора ослаб; уровень сбережений домохозяйств за 1997—2007 гг. сократился в Португалии на 4,7 процентного пункта, а в Италии — на 5,7 процентного пункта.

Неприятности стран ГИИПИ усугублялись трудностями, связанными с единой монетарной политикой в еврозоне. В отсутствие контроля над процентными ставками возможности Греции, Испании и Ирландии по борьбе с «мыльными пузырями» были ограничены, а для Италии и Португалии, пытавшихся остановить замедление темпов роста, лучше подходила бы менее жесткая монетарная политика. В частности, по оценкам, содержащимся в недавнем исследовании Организации экономического сотрудничества и развития (ОЭСР), базовые ставки рефинансирования в 2001—2006 гг. были для Германии слишком высоки (примерно на 50 базисных пунктов), а для Испании, Греции и Ирландии — слишком низки (на 300—400 базисных пунктов). За счет стимулирования экономического роста и повышения зарплат в последних трех странах это расхождение способствовало увеличению разрыва в конкурентоспособности.

Необходимо отметить, что страны ГИИПИ — не единственные, где события развивались по такому сценарию. Другие члены ЕС, привязавшие свои валюты к евро — в первую очередь Латвия, Литва и Эстония, — пережили аналогичные, а то и более жестокие кризисы (см. главу «Кризис евро масштабнее, чем вы думаете»).

«Разрастание» государства

Во всех странах ГИИПИ более низкие издержки на кредитование и повышение внутреннего спроса обернулись ростом налоговых доходов, в результате чего у их правительств возник соблазн также увеличить расходы. Не осознав, что увеличение доходов благодаря экономическому буму — это нежданно свалившееся в руки богатство, которое следует сберечь, власти ГИИПИ принялись его тратить. В 1997—2007 гг. государственные расходы на душу населения в этих странах возросли в среднем на 76%, а вклад государства в ВВП — на 3,5 процентного пункта. В СЕС государственные расходы на душу населения за это время увеличились на 34%, а доля государства в ВВП осталась на прежнем уровне.

В Ирландии и Испании временный рост доходов с лихвой компенсировал эти траты — в обеих странах в 2000—2007 гг. госбюджет сводился с профицитом, хотя по увеличению государственных расходов они превосходили почти все другие страны еврозоны. Тем не менее в их бюджетной сфере стали проявляться признаки неустойчивости. Например, в Ирландии структурный дефицит — показатель, не учитывающий циклические изменения в доходах и расходах, — увеличился с 1% ВВП в 2000 г. до более 8% в 2007 г.

Мировой финансовый кризис полностью высветил недостатки модели роста, утвердившейся в ГИИПИ после введения евро. После замедления роста производства налоговые доходы резко снизились, и оказалось, что разросшийся государственный сектор этим странам не по карману. «Мыльные пузыри» на рынке жилья в Ирландии и Испании лопнули, что усугубило нагрузку на госбюджет. Дублину пришлось спасать разбухший финансовый сектор, потратив на это, по оценкам, до 13,9% ВВП, что сильно усугубило переживаемые страной трудности. Рецессия в экономике стран ГИИПИ усиливалась, но низкая конкурентоспособность чрезвычайно затрудняла стимулирование оживления за счет экспорта. Рост издержек на заимствования и резкое увеличение государственной задолженности (в среднем на 20% ВВП за 2007—2009 гг.) еще больше ограничили возможности государства в плане расходов, причем именно в тот момент, когда они были особенно необходимы.

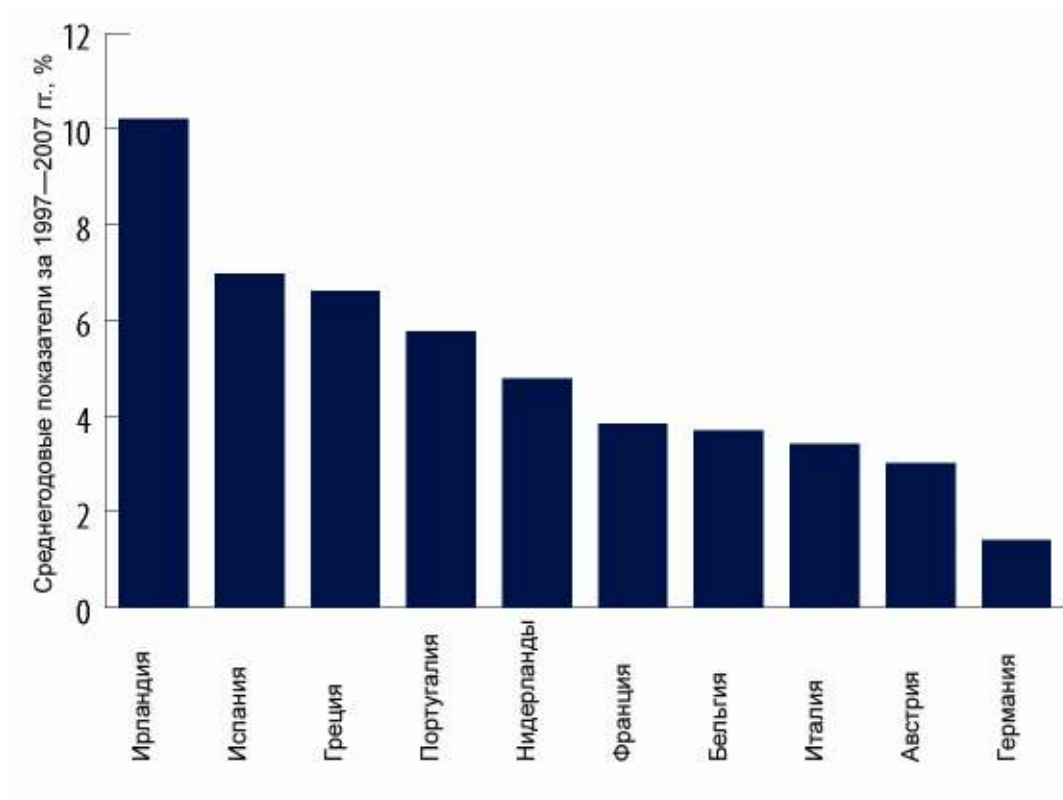


Рис. 4. Рост государственных расходов. Источник: Евростат

Хотя в настоящее время государственные ресурсы стран ГИИПИ перенапряжены, корни их проблем лежат гораздо глубже. Они связаны со структурными диспропорциями в распределении ресурсов, устранение которых потребует не просто сокращения бюджетного дефицита, но куда более сложных и длительных реформ. Этот вопрос подробнее анализируется в следующих главах.

Германия: надежда или проблема Европы

Ури Дадуш и Вера Эйделман

После введения евро конкурентоспособность Греции, Ирландии, Италии, Португалии и Испании начала неуклонно снижаться. Но конкурентоспособность — понятие относительное, в связи с чем возникает важный вопрос: как после перехода на евро складывались дела у Германии, крупнейшей и наиболее конкурентоспособной экономической державы Европы? Чтобы ответить на него, надо вернуться к процессу воссоединения страны, сопровождавшемуся массивными инвестициями для модернизации экономики бывшей ГДР и ее интеграции с промышленным ядром ФРГ. Хотя этот процесс не завершился полностью и сегодня, он стал катализатором далеко идущих структурных реформ и способствовал обузданию роста зарплат после их резкого повышения на первой стадии воссоединения. Кроме того, введение евро усилило преимущество Германии над партнерами по еврозоне в плане удельных затрат на рабочую силу. Ее экспорт резко увеличился, а по темпам роста внутреннего спроса Германия начала отставать от ГИИПИ, что еще больше увеличило ее активное сальдо в двусторонней торговле с этими странами. Германия, которая теперь получит наибольшие выгоды от спада, вызванного кризисом евро, должна стимулировать внутренний спрос, чтобы компенсировать дефляционные меры, принимаемые странами ГИИПИ.

Реформы после воссоединения

Сразу после воссоединения в конце 1990 г. Германия столкнулось со значительным снижением конкурентоспособности. Удельные затраты на рабочую силу (УЗРС) — показатель, обозначающий соотношение между ростом зарплат и производительностью труда, — существенно повысились. Заработная плата на территории бывшей ГДР стала быстро приближаться к западногерманскому уровню, хотя производительность труда в восточных регионах по-прежнему была значительно ниже. В результате эти затраты в Германии за 1990—1995 гг. увеличились на 17,6% (средний показатель для будущих стран еврозоны за тот же период составил 11,5%).

Кроме того, воссоединение привело к росту спроса — прежде всего на услуги, что ухудшило положение экспортных секторов. Благодаря трансфертам с запада в восточные регионы, призванным повысить уровень жизни их жителей, внутренний спрос в 1990—1992 гг. увеличился почти на 7% ВВП. Это подпитывало сектор услуг, где среднегодовые темпы роста в 1990—1995 гг. составляли 7%; в 1996—2008 гг. они снизились до 3%. В то же время доля экспорта в ВВП в 1991—1993 гг. снижалась.

Эта экономическая реструктуризация поистине исторического масштаба и высокие удельные затраты на рабочую силу в восточных регионах ослабляли конкурентоспособность страны и привели к росту безработицы с 4,2% в 1991 г. до 8,2 % к началу 1994 г. Особенно пострадала занятость в ориентированных на экспорт отраслях.

Для преодоления этих проблем Германия провела структурные реформы, направленные на обуздание роста зарплат и реструктуризацию народного хозяйства. Расходы на оплату труда в государственном секторе с 1993 по 2000 гг. сократились на 1% ВВП, вскоре то же произошло и в частном секторе. Рост безработицы, а также появившиеся у корпораций возможности использовать дешевую рабочую силу из других стран привели к тому, что немецкие трудящиеся вынуждены были снизить свои требования при заключении коллективных договоров. В результате в 1995—2000 г. удельные затраты на рабочую силу в промышленности даже снизились (на 3,4%), а в секторе услуг остались почти на прежнем уровне, повысившись всего на 1,8%.

Вследствие этих изменений конкурентоспособность германских экспортных секторов возросла, а объемы экспорта увеличились. В 1993—2000 гг. доля экспорта в ВВП страны повысилась на 10 с лишним процентных пунктов — с 22% до 33%. Хотя доля Германии в общемировом объеме экспорта с 1990 по 2000 гг. сократилась на 3,5%, это

было лучше среднего показателя для промышленно развитых стран — их доля за тот же период снизилась на 6,3%.

Введение евро и экспортный бум

Дополнительные преимущества в плане экспорта Германия получила в результате перехода на европейскую валюту. Евро в конечном счете оказался дешевле, чем могла бы быть немецкая марка, — ведь его курс отражает тенденции всей Европы в плане конкурентоспособности, а не одной Германии. Так, по оценкам Еврокомиссии, курс общей валюты применительно к Германии в I квартале 2009 г. был занижен на 10—12%. Введение евро также увеличило внешний спрос, в том числе и со стороны стран ГИИПИ.

После перехода на евро Германия вернула себе прежнюю долю в общемировом экспорте (в 2000—2009 гг. она выросла на 0,5 процентного пункта). Этот результат выглядит просто превосходным, особенно на фоне падения доли промышленно развитых стран на 11,6% за тот же период. За это же время доля экспорта в ВВП самой Германии выросла еще на 14%; таким образом, общее увеличение за 1993—2008 гг. составило целых 25 процентных пунктов. Одним словом, пока страны ГИИПИ все больше становились «интровертами» и сосредоточивались на внутренних видах экономической деятельности, Германия стала экспортером номер один в мире.

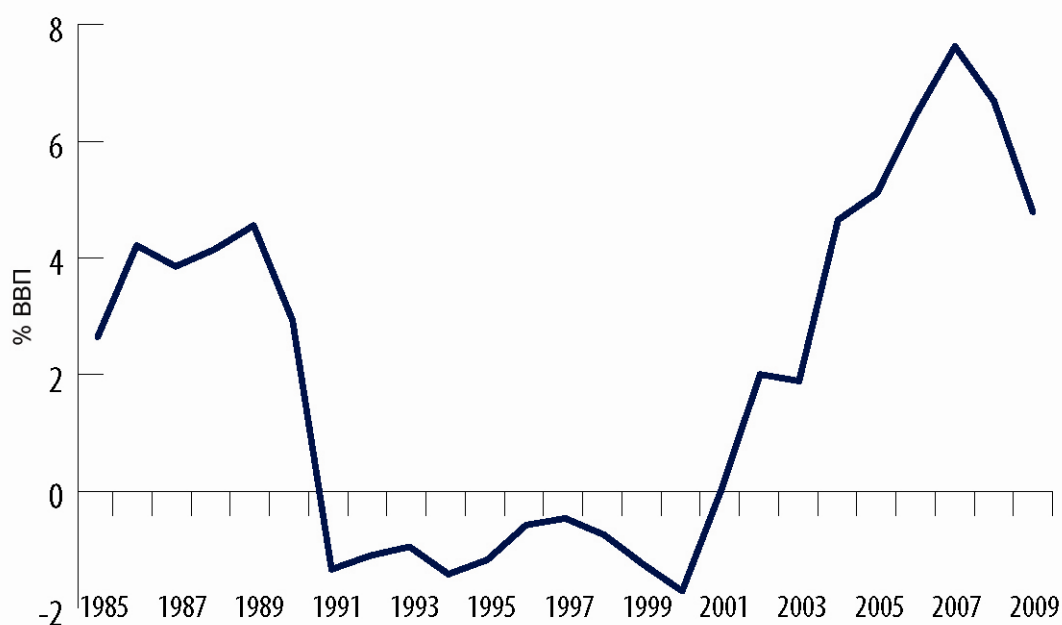


Рис. 5. Текущий баланс. Источник: МВФ

Доля совокупного объема германского экспорта, приходившаяся на страны еврозоны, после введения единой валюты на самом деле снизилась, поскольку темпы роста в этих странах были ниже, чем в других регионах. Однако активное сальдо ее торгового баланса в двустороннем товарообороте с ГИИПИ увеличилось. Например, пассивное сальдо баланса Греции в торговле с Германией увеличилось с $-1,5\%$ ВВП в 1999 г. до $-2,5\%$ в 2008 г. В товарообороте других государств европейского «ядра» (в частности, Нидерландов) с ГИИПИ проявились те же тенденции. Это позволяет утверждать, что все «профицитные» страны выиграли от увеличения спроса у более слабых партнеров по еврозоне.

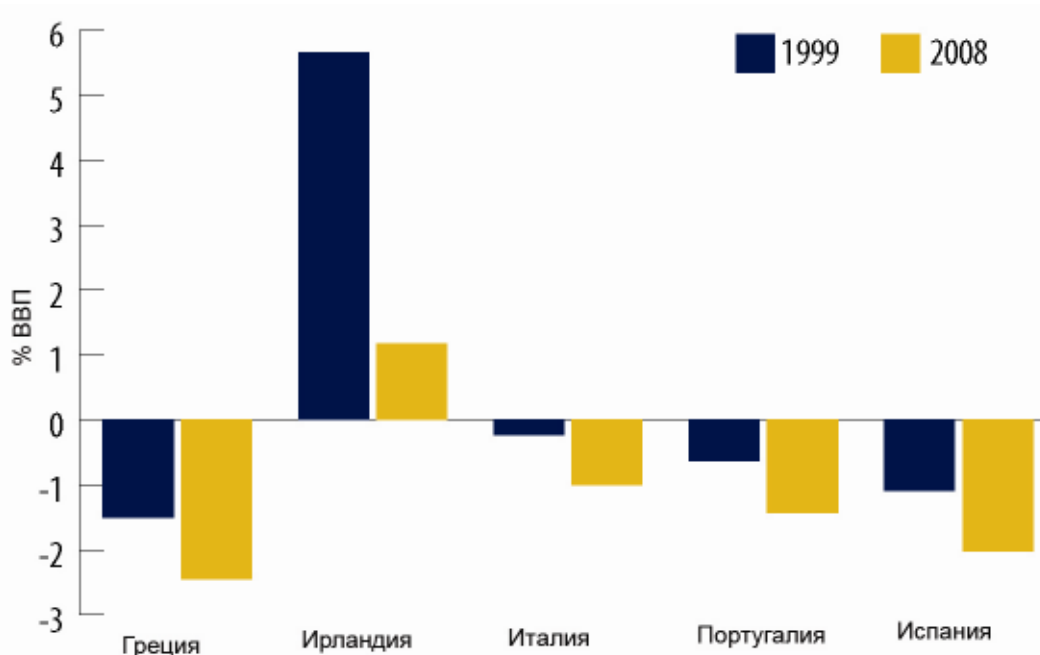


Рис. 6. Торговый баланс стран ГИИПИ в двустороннем товарообороте с Германией. Источник: ОЭСР

Низкие темпы роста зарплат и внутреннего спроса

Несмотря на выгоды, которые принесло Германии введение евро, темпы роста зарплат в стране оставались умеренными, в результате чего удельные затраты на рабочую силу сохраняли высокую конкурентоспособность по отношению к другим государствам Европы. В 2000—2009 гг. эти затраты в Германии увеличились на 7%, а аналогичный средний показатель для стран ГИИПИ за тот же период составил 31%. Повторим: достигнутые Германией результаты в плане УЗРС были получены в основном за счет ограничения роста зарплат, а не опережающего повышения производительности труда: зарплат в стране за 2000—2009 гг. выросли на 11% (это на 15 процентных пунктов меньше среднего показателя по еврозоне и на 36 пунктов меньше среднего показателя ГИИПИ), а производительность труда — на 13%, что лишь на 2% больше среднего показателя по еврозоне и значительно ниже 25%-ного роста производительности труда в Греции и Ирландии.

Однако, несмотря на то что УЗРС в Германии в пересчете на евро снизились по отношению к странам ГИИПИ и даже к другим государствам европейского «ядра», например, Австрии и Нидерландам, они повысились по сравнению с крупными странами за пределами еврозоны, в том числе с США, Японией и Китаем.

Обузданию повышения зарплат в Германии после введения евро способствовали медленные темпы роста ВВП и еще более слабое увеличение внутреннего спроса. В 2000—2008 гг. среднегодовые темпы роста ВВП Германии (1,4%) были вдвое ниже, чем в ГИИПИ, чья экономика росла в среднем на 3% в год. За тот же период доля внутреннего спроса в ВВП Германии снизилась на 5,8 процентного пункта, а в странах ГИИПИ повысилась в среднем на 0,6%. Этому падению спроса способствовал целый ряд факторов: от монетарной политики в еврозоне (слишком жесткой в отношении Германии и слишком мягкой в ряде стран ГИИПИ) до высокой безработицы и низких темпов роста зарплат, а также значительного уровня сбережений у «стареющего» населения страны.

Таким образом, хотя укрепление конкурентоспособности Германии и стало результатом радикальных экономических реформ (на опыте которых странам ГИИПИ стоило бы поучиться), оно зависело также от спроса в других государствах включая те же страны ГИИПИ. В условиях, когда курс евро по отношению к доллару с ноября прошлого года снизился на 20%, а в странах с переходной экономикой начался рост, у Германии есть хорошие предпосылки как для увеличения экспорта, так и для стимулирования

внутреннего спроса. Увеличение внутреннего спроса в Германии не только облегчит положение ее более слабых партнеров по еврозоне, стоящих перед необходимостью болезненных корректирующих шагов (кроме того, их экспорт ориентирован в первую очередь на Европу), но и защитит саму германскую экономику от чрезмерной опоры на зарубежные рынки. К сожалению, политическое руководство в Берлине вряд ли пойдет по этому пути, поскольку он противоречит заявленному намерению правительства к 2013 г. вернуть дефицит бюджета в рамки «маастрихтских критериев».

Часть II СТРАНОВЫЕ ЗАМЕТКИ

Почему Греции необходимо реструктурировать задолженность

Беннет Стэнсил

Сталкиваясь с двойной проблемой (высокой и продолжающей расти государственной задолженностью, а также утратой конкурентоспособности), Греция может выбраться из ямы нынешнего кризиса только за счет болезненных шагов. Наименьшим злом для нее является упорядоченная реструктуризация ее долгов, которую можно провести, когда кредиторы окажутся более подготовленными к этой шоковой мере. Однако поскольку собираемость налогов в Греции сегодня крайне низка, а неофициальная экономика, по оценкам, напротив, весьма обширна, можно предположить (хотя это и маловероятно), что властям удастся резко увеличить налоговые поступления, и этот вариант не понадобится.

Разрастание проблем

До введения евро Греция имела одни из наихудших экономических показателей среди будущих стран еврозоны. Среднегодовой уровень инфляции был одним из наиболее высоких в регионе, греческое правительство платило самые высокие проценты по государственным облигациям; рост ВВП был самым медленным в Европе.

Казалось, переход на евро позволил решить многие из этих проблем. Среднегодовая инфляция снизилась с 18% в 1980—1995 гг. всего до 3% в 2000—2007 гг. За тот же период расхождение в доходности между греческими и немецкими гособлигациями сократилось с 1100 до 40 базисных пунктов.

В связи со стабилизацией греческой экономики страна обрела привлекательность для иностранного капитала. Показатель Греции по чистым зарубежным активам (он рассчитывается за счет вычитания из активов, которыми страна владеет за рубежом, ее собственных активов, находящихся в собственности иностранцев) резко ухудшился — если в 1995 г. он составлял –5% ВВП, то в 2007 г. уже –100%. Благодаря притоку дешевого иностранного капитала внутренний спрос вырос, а дефицит текущего баланса увеличился с 3,7% ВВП в 1997 г. до 14,4 % в 2008 г.

Рост внутреннего спроса обернулся более высоким по сравнению с другими странами еврозоны повышением цен, в результате чего увеличились затраты на рабочую силу, что негативно сказывалось на конкурентоспособности страны. С 1997 г. потребительские цены в Греции выросли на 47% (по еврозоне в целом — только на 27%); а уровень зарплат на душу населения в стране с 2000 г. повысился на 80% (общий показатель для еврозоны — 23%). В результате конкурентоспособность Греции существенно снизилась: по оценкам МВФ, реальный эффективный курс евро для нее завышен на 20—30%.

Падение конкурентоспособности усугублялось изменением соотношения между производственным сектором, с одной стороны, и сферой услуг и секторами, не связанными с внешней торговлей, — с другой. Хотя в Греции эти структурные изменения были не столь масштабными, как в других неблагоприятных экономиках Европы, и без того небольшая доля промышленного производства в объеме ВВП страны в 1997—2007 гг. снизилась на 2,5 процентного пункта, а доля строительства увеличилась на 2 процентных пункта. В тот же период цены на услуги росли на 1,3 процентного пункта быстрее, чем цены на товары (в целом по еврозоне этот опережающий рост составлял 0,6 процентного пункта), что лишь усугубляло структурный перекос в пользу сектора услуг.

Подобные дисбалансы имели и свои (временные) положительные стороны. Если в 1980—1997 гг. среднегодовые темы экономического роста в Греции были самыми низкими среди стран, вошедших позднее в еврозону (1,1%), то в течение следующих

десяти лет ее экономика росла в среднем на 4,1% в год, что вывело ее по этому показателю на четвертое место в еврозоне. Если в 1995 г. ВВП на душу населения в Греции был на 61% ниже, чем в Германии, то в 2008 г. — уже только на 29%.

По мере увеличения налоговых доходов власти начали быстро наращивать государственные расходы — особенно на социальные трансферты и зарплаты в госсекторе. В 1997—2008 гг. государственные расходы на душу населения в Греции выросли на 140% (в целом по еврозоне — на 40%). За тот же период доля социальных трансфертов повысилась с 13,9 до 18,9% ВВП, в то время как по всей еврозоне она снизилась с 17,1 до 16,1%. Средняя зарплата в госсекторе Греции увеличилась на 112%, а в целом по еврозоне — только на 38%.

Благодаря динамичному росту экономики дефицит в госсекторе оставался на приемлемом, казалось бы, уровне — в 2000—2007 гг. его средняя величина составляла 5% ВВП. Все сильно изменилось с началом экономического кризиса и после того, как рыночные игроки осознали, что официальная статистика Греции страдает хронической неточностью. В 2008 г. рост ВВП составил всего 2%, а в следующем году объем валового внутреннего продукта сократился на 2%, в результате чего налоговые доходы государства снизились, а дефицит скорректированного бюджета увеличился до 7,7% в 2008 г. и 13,6% в 2009-м.

Поскольку задолженность Греции увеличилась с 96% ВВП в 2007 г. до 115% в 2009 г. (и по прогнозам МВФ к 2015 г. достигнет 150% ВВП даже в случае принятия draconianских финансовых мер), издержки заимствования для страны резко повысились. Усилилась тревога по поводу неспособности Греции расплатиться по кредитам и возросла опасность того, что кризис быстро перекинется на другие неблагоприятные государства Европы. Руководство ЕС и МВФ попыталось успокоить рыночных игроков обещаниями помочь Греции, и хотя первые попытки такого рода закончились неудачей, принятые позднее решения, в том числе о выделении пакета финансовой помощи в 145 млрд долл., похоже, стабилизировали ситуацию, поскольку эта сумма покрывает все потребности Афин в кредитах как минимум на два ближайших года.

Согласованные корректировочные меры

Чтобы получить финансовую помощь, Греции пришлось согласиться на ряд адаптационных шагов, распадающихся на три основные категории:

- **Бюджетно-налоговая политика.** Цель корректировок в этой области — к 2013 г. начать сокращение объема задолженности по отношению к ВВП и к 2014 г. снизить дефицит бюджета до 3% ВВП. Общая отдача от корректировочных мер должна составить 11% ВВП: она складывается из сокращения расходов на 5,3% ВВП, повышения налогов на 4% ВВП и структурных реформ, благодаря которым ВВП страны должен увеличиться на 1,8%. Наиболее масштабная корректировка предусматривается на начальном этапе — в 2010 г.
- **Структурные реформы.** Цель реформ — повысить эффективность и транспарентность деятельности государства, усилить гибкость зарплат в частном секторе, а также улучшить деловой климат и повысить уровень конкуренции.
- **Финансовый сектор.** Положение греческих банков пошатнулось из-за беспокойства относительно государственного долга страны, поскольку именно они являются держателями значительной его доли. Банки Греции утратили доступ к оптовым средствам международного рынка. ЕС и МВФ окажут поддержку банковскому сектору страны для обеспечения его достаточной капитализации.

Перспективы

Пакет финансовой помощи ЕС-МВФ представляет собой в первую очередь кредитную линию и призван развеять опасения относительно ликвидности в Греции. Любое устойчивое улучшение ситуации в стране может быть только результатом

бюджетно-налоговых мер. Однако речь идет о весьма масштабных шагах: планируемая отдача — 11% ВВП — превосходит годовые расходы государства на оборону, здравоохранение и образование вместе взятые. Подобное сокращение скорее всего усугубит глубокую рецессию в частном секторе и приведет к снижению цен и зарплат, что, в свою очередь, негативно скажется на объеме производства и налоговых доходах. Учитывая относительную закрытость греческой экономики, из-за которой большая часть потраченных государством средств остается на отечественном рынке, косвенное воздействие ужесточения финансовой дисциплины на производство будет особенно сильным.

По прогнозам МВФ Греции необходимо будет поддерживать первичное сальдо на уровне 6% ВВП и обеспечивать ежегодный рост ВВП в размере 2,7% только для того, чтобы к 2020 г. снизить соотношение задолженности и ВВП до 120%, а ведь это на 5 процентных пунктов выше его нынешнего значения. В 2000—2007 гг. самое высокое среднегодовое первичное сальдо и самый большой рост ВВП из всех стран еврозоны были у Бельгии (соответственно 4,7% и 2,2%). Учитывая, что греческая экономика менее диверсифицирована и обладает меньшей конкурентоспособностью, чем бельгийская, шансы на то, что Греции удастся добиться ежегодного роста в 2,7% ВВП, особенно в условиях столь сильного ужесточения финансовой политики, выглядят в лучшем случае неопределенными.

Более того, если произойдет стагнация роста ВВП (а это вполне возможно с учетом снижения конкурентоспособности Греции и жесткости мер по экономии) и если задолженность страны, как прогнозируется, достигнет 150% ВВП, первичное сальдо в 6% ВВП обеспечит сокращение уровня задолженности лишь при сохранении процентных ставок на уровне ниже 4%. Поскольку в 2002—2007 гг. — когда экономика Греции переживала рост, беспокойства о возможности дефолта не было, а ее ценные бумаги не считались «мусором» — доходность по греческим облигациям с десятилетним сроком погашения составляла в среднем 4,25% годовых, трудно представить, что Греции не придется платить существенно больший процент по новым долговым обязательствам, которые она выпустит после 2012 г., когда закончится срок действия пакета помощи ЕС-МВФ.

В этих условиях реструктуризация задолженности необходима, но, возможно, этого будет недостаточно, чтобы вновь вывести Грецию на путь устойчивого роста. Чтобы заново раскрутить маховик роста, стране надо будет все больше опираться на экспорт, однако эта стратегия столкнется с серьезными препятствиями, прежде всего вызванными утратой конкурентоспособности. Реструктуризация долга может даже косвенно усугубить проблему конкурентоспособности, повысив благосостояние Греции и, следовательно, внутренний спрос. Более того, внешние условия складываются для страны не слишком благоприятно: примерно две трети ее экспорта приходится на другие страны ЕС, где тоже принимаются программы бюджетной экономии.

Для восстановления конкурентоспособности необходимо будет сокращать зарплаты, провести дефляцию, повышать производительность труда, но все это требует времени и станет серьезнейшей проверкой на прочность социальной ткани греческого общества. Если эти усилия в разумные сроки не дадут результатов, единственной реальной альтернативой для Греции может оказаться отказ от евро без выхода из состава ЕС.

Наконец, необходимо сделать одну оговорку. Известно, что в Греции существует масштабная неофициальная экономика, распространено уклонение от налогов, а статистика печально известна своей неадекватностью. В случае расширения налоговой «сети» нельзя исключать (хотя это и маловероятно) необычайно резкого роста налоговых поступлений. Если это произойдет, результаты станут очевидны примерно в течение ближайшего года, когда политический импульс мер по финансовой дисциплине будет обладать максимальной силой. И к этому времени дальновидные кредиторы будут готовы к реструктуризации греческого долга.

Опыт Латвии и Аргентины: недвусмысленное предостережение¹

Ури Дадуш и Беннет Стэнсил

Греческие власти проводили расточительную и безответственную финансовую политику. Тем не менее опыт Аргентины и Латвии в борьбе с чрезмерными расходами и завышенным курсом валюты — а именно такие же проблемы сегодня одолевают Грецию — должен послужить предостережением Европе. Дефолт и выход из еврозоны (казалось бы, немыслимый вариант) может оказаться для Греции наименьшим из зол, хотя это чревато катастрофическими последствиями как для Европейского союза, так и для всего мира. Чтобы этого не случилось, ЕС должен поддержать Грецию всеми имеющимися средствами.

Уже несколько лет инфляция в Греции была выше, чем у ее северных соседей по еврозоне, а опережающий по сравнению с производительностью труда рост зарплат подрывал ее конкурентоспособность. Как видно из табл. 1, эта проблема в разной степени характерна также для Ирландии, Италии, Португалии и Испании. На долю этих стран вместе взятых по состоянию на 2009 г. приходилось 35% ВВП еврозоны (это на 30% превышает долю Германии).

Таблица 1

Опережающий рост зарплат в евро по сравнению с производительностью труда (январь 2001 — март 2009 г.)

Страна	Увеличение удельных затрат на рабочую силу, %
Греция	33
Италия	30
Испания	28
Ирландия	27
Германия	6
США	-27

Источники: ОЭСР, МВФ.

Среди обычных признаков завышенности курса валюты — неспособность страны обеспечивать экономический рост, не создавая чрезмерного дефицита текущего баланса, не увеличивая долговое бремя и не утрачивая постепенно доверия инвесторов. Решить эту проблему можно только двумя способами. Первый — девальвация. Применительно к странам еврозоны это потребует такого радикального шага, как отказ от евро и переход на прежнюю национальную валюту, что приведет к дефолту из-за того, что задолженность резко превышает доходы. Другой вариант — ужесточение финансовой дисциплины и структурные реформы: сокращение государственных расходов и зарплат, а также меры по повышению производительности труда.

Девальвация: наименьшее из зол?

Анализ двух прямо противоположных примеров преодоления проблемы завышенного курса — Аргентины, в январе 2002 г. отказавшейся от системы валютного администрирования и проведшей девальвацию песо, и Латвии, вынужденной в декабре 2008 г. прибегнуть к помощи МВФ, но решившей не отказываться от привязки лата к евро, — говорит о том, что во втором случае потери в плане объема производства могут оказаться даже больше, чем при девальвации и дефолте.

В течение трех лет, предшествовавших кризису в этих двух странах, их ВВП быстро рос: в Аргентине — на 5,8% в год, а в Латвии — на 10,9%. В то же время реальный эффективный обменный курс аргентинской валюты повысился на 12%, а латвийской — на

¹ Данная статья впервые опубликована в выпуске «International Economic Bulletin» от 3 марта 2010 г.

24%; дефицит текущего баланса Латвии в 2006—2007 гг. превышал 20% ВВП, а в Аргентине в 1998 г. составил почти 5%: больше, чем когда-либо с начала 1980-годов.

По мере утраты доверия инвесторов и замедления роста экспорта в обеих странах в конце концов началась рецессия. Ситуацию в Аргентине усугубила девальвация бразильской валюты и небольшой общемировой спад в 2001 г.; латвийский же кризис углубило начало глобальных финансовых потрясений. Кредиты обеих стран были деноминированы в иностранной валюте, а их долговое бремя в предкризисные годы резко возросло, хотя в Латвии превалировала задолженность частных лиц, а в Аргентине велика была и государственная задолженность.

Аргентина была вынуждена провести девальвацию, в результате которой песо обесценился по отношению к доллару на 70%, а Латвия, имея куда больший дефицит платежного баланса, решила сохранить привязку национальной валюты к евро и провести антикризисные меры при весьма значительной финансовой поддержке (в объеме 43% ВВП) МВФ и ЕС.

Несмотря на совершенно различные пути преодоления кризиса, обе страны столкнулись с резким сокращением объема производства и занятости. По сравнению с пиковыми значениями ВВП Аргентины в разгар кризиса снизился на 18,4%, а в Латвии — на 21% (причем ее, по прогнозам, ждет дальнейшее падение валового внутреннего продукта). Безработица в обеих странах превысила 20%.

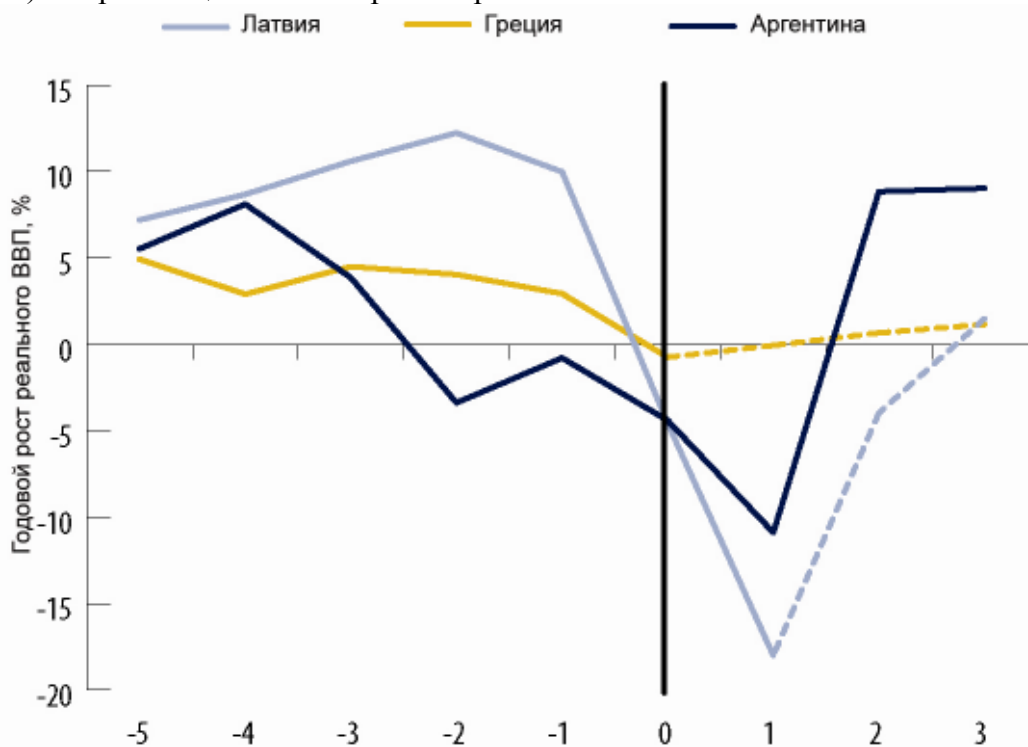


Рис. 7. В трех странах производство резко сократилось, но Латвия пострадала больше всех. Вертикальная линия обозначает переломный момент каждого из кризисов: решение Аргентины о девальвации в январе 2002 г.; согласие Латвии на условия МВФ в декабре 2008 г., означавшее, что она намерена сохранить привязку к евро; и нынешнюю ситуацию в Греции. Пунктирной линией обозначены прогнозы. Источник: МВФ

В Аргентине девальвация обернулась масштабными потрясениями и дефолтом по 75% ее внешних долгов, составлявших в совокупности 100 млрд долл. (в сегодняшних ценах). За семь лет, прошедших после этого, общие издержки иностранцев, связанные с дефолтом (как в форме прямых убытков в виде потерянной основной суммы и процентов по кредитам, так и косвенных, связанных со снижением котировок акций), по оценкам, почти вдвое превышают первоначальную сумму долгов, попавшую под дефолт. Таким образом, Аргентина сумела вынудить кредиторов разделить с ней издержки преодоления кризиса. В то же время и сегодня, восемь лет спустя, страна не пользуется доверием

инвесторов, ее доступ к рынкам капитала остается ограниченным, а в рейтинге «Standard & Poor's» она занимает седьмое место с конца в списке из 123 стран.

Хотя Аргентине пришлось дорого заплатить за девальвацию и дефолт, ее конкурентоспособность быстро восстановилась, и в экономике вскоре началось оживление, которому способствовали и благоприятные внешние условия. Экспорт в 2003 г. увеличился на 15%, а в 2004 г. — на 17%, а ВВП вырос соответственно на 8,8% и 9% — его докризисная пиковая величина была достигнута через 30 месяцев.

Что же касается Латвии, то хотя сальдо ее текущего баланса стало активным, это было достигнуто ценой сдерживания спроса, а не роста экспорта: с конца 2007 г. импорт Латвии снизился на 41%, а экспорт — только на 14%. Латвия по-прежнему не может выбраться из рецессии: по прогнозу МВФ ее ВВП в 2010 г. сократится на 4%, а за этим в 2011 г. последует анемичный рост на уровне 1,5%. Кроме того, помимо большого объема невыплаченных частных кредитов у страны теперь появился большой государственный долг, который придется возвращать МВФ и Евросоюзу.

Греческий, латвийский и аргентинский кризисы: сходство и отличия

Негативные явления в греческой экономике накапливались годами, и в некоторых отношениях они не менее, а то и более серьезны, чем в Аргентине и Латвии. В 2002—2007 гг. среднегодовые темпы роста внутреннего спроса составляли 4,7% (при увеличении на 1,8% в целом по еврозоне). Этот относительно быстрый рост финансировался отчасти за счет внешних заимствований, а более высокий уровень инфляции в Греции обернулся за последние четыре года 17%-ным повышением реального эффективного валютного курса (что, впрочем, меньше аналогичных оценочных показателей Аргентины и Латвии). Дефицит текущего баланса вырос с 5,8% ВВП в 2004 г. до 14,4% в 2008 г. (больше, чем у Аргентины, но меньше, чем у Латвии). Государственный долг Греции, по оценкам, достиг 112% ВВП — это почти вдвое больше, чем уровень задолженности Аргентины перед девальвацией (63% ВВП), и примерно в шесть раз больше предкризисного показателя Латвии.

Вряд ли усиливающийся греческий кризис ограничится масштабами одной этой страны. Дефицит текущего баланса Испании в 2007 г. превысил 10% ВВП, а уровень безработицы в этой стране в результате рецессии перевалил за 20%. Что же касается Италии, то там дефицит текущего баланса остается умеренным (2,5% ВВП в 2009 г.), но это достигнуто за счет отставания от других стран еврозоны по темпам роста в среднем на 1,2% в течение последних пяти лет. Учитывая, что государственный долг Италии достиг 116% ВВП, кризис в Греции и Испании вполне может перекинуться и на нее.

Какие антикризисные меры будут эффективнее всего?

Из нашего сравнительного анализа вытекают четыре простых вывода. Во-первых, независимо от того, насколько удачно Греция скорректирует избыточный рост спроса и завышенный курс валюты, последствия в плане доходов и занятости населения будут весьма серьезными — скорее всего, намного серьезнее, чем прогнозируется сегодня.

Во-вторых, отказ от евро и дефолт при всей болезненности этого шага может оказаться для Греции менее тяжким вариантом — если корректировка не увенчается успехом, а помощь извне не придет. Девальвация и дефолт позволят переложить часть издержек на плечи иностранных кредиторов, избежать дальнейшего роста задолженности в результате финансовой помощи и создать условия для возобновления роста намного быстрее, чем в случае жесткой экономии и корректировочных мер.

В-третьих, шаг, который может оказаться наименьшим из зол для самой Греции, возможно, обернется гораздо худшими последствиями для ее партнеров по еврозоне. Девальвация и дефолт еще больше ухудшат положение банковского сектора, приведут к непредсказуемому «инфекционному эффекту» в других странах, а весь проект единой европейской валюты получит «пробоину ниже ватерлинии». Даже если предположить, что

издержки от дефолта Греции и Испании — а задолженность этих двух стран составляет соответственно 370 и 770 млрд долл. — окажутся вдвое меньше, чем от аргентинского, потери иностранных инвесторов будут эквивалентны 2% общемирового ВВП; если же дефолт объявит только Италия, убытки вдвое превысят эту сумму.

В-четвертых, из сказанного выше очевидно, что Европа и международное сообщество должны быть кровно заинтересованы в оказании помощи Греции и ее стабилизационным мерам. При этом речь идет не только о прямых кредитах, но и об увеличении финансовой помощи в случае необходимости (так действует американская система социального обеспечения при поддержке депрессивных регионов). Кроме того, Германии и другим странам, которые могут себе это позволить, следует подумать о реализации бюджетной политики, направленной на более активное стимулирование роста; в течение нескольких лет подобную же цель следует поставить при разработке монетарной политики для всей еврозоны. Необходимо всегда учитывать и возможность обращения к Международному валютному фонду (МВФ) — не только из-за имеющихся у него ресурсов и опыта, но и потому, что его участие создает столь необходимое политическое пространство для оказания финансовой помощи и надзора за соблюдением жестких условий ее предоставления. Впрочем, какой бы вариант ни был реализован, вероятным результатом кризиса станет снижение курса евро, что также будет способствовать корректировке ситуации в Греции и других уязвимых странах, а также созданию дополнительных возможностей для помощи им со стороны Германии и других государств, где бюджетная ситуация складывается благополучно.

Уроки российского кризиса

Сергей Алексашенко

По мере усиления кризиса некоторые эксперты рекомендуют Греции осуществить реструктуризацию государственного долга и выйти из еврозоны. Именно такие инструменты позволили России в 1998 г., когда я был заместителем председателя Центробанка и отвечал за контакты с МВФ, успешно справиться с тяжелейшим финансовым кризисом. Стране удалось быстро добиться оживления в экономике и в конечном счете расплатиться по долгам, чему способствовал и рост нефтяных цен. Конечно, ситуация в России в 1998 г. во многом отличается от происходящего сегодня в Греции, но из тогдашнего опыта все же можно извлечь три урока как для Греции, так и для еврозоны в целом: необходимо всегда избегать масштабных макроэкономических дисбалансов, не пытаться решить проблему «по частям», поскольку лишь всеобъемлющие планы могут дать эффективный результат, и четко понимать, что успех мер по оздоровлению экономики во многом зависит от размеров пакета внешней финансовой помощи.

Причины российского кризиса

Двенадцать лет назад, а середине 1998 г., соотношение задолженности России к объему ВВП составляло 57%, а бюджетный дефицит достиг 5% ВВП. В принципе оба эти дисбаланса были не так уж велики, — по крайней мере, они намного меньше сегодняшних аналогичных показателей Греции, — но ситуация сложилась тяжелая. С начала реформ в 1992 г. в России так и не удалось наладить налоговое администрирование, и бюджет год за годом сводился с дефицитом. Резкое падение нефтяных цен, начавшееся в январе 1998 г., усугубило и без того непростую бюджетную ситуацию. К лету 1998 г., когда нефтяные цены снизились с 20 долл. за баррель годом раньше до 12 долл. (что стало сопоставимо с себестоимостью добычи нефти российскими компаниями), налоговые поступления от нефтегазового сектора резко сократились. Поступления в казну за январь-июль позволяли профинансировать лишь две трети государственных расходов, остальное приходилось занимать. «Нефтяной шок» обернулся также резким ослаблением текущего баланса.

Кроме того, хотя объем внутреннего государственного долга к лету 1998 г. был не очень велик — примерно 18% ВВП (прошлые заимствования обесценивались из-за высокой инфляции), — его структура была сильно сдвинута в пользу краткосрочных заимствований. Сохранение высокого уровня инфляции, превышавшего 20% начиная с 1994 г., когда государство впервые выпустило на рынок облигации, до середины 1997 г., не позволяло Минфину размещать длинные бумаги. В результате каждую неделю из бюджета необходимо было гасить старые выпуски на сумму примерно 1 млрд долл. (примерно 1,3% ВВП в месяц за июнь-декабрь по курсу рубля до дефолта). У Греции ежемесячные обязательства по погашению задолженности еще выше — 1,8% ВВП.

Кроме того, приняв в ноябре 1997 г. решение о продлении действия так называемого валютного коридора, российские власти оказались привязанными к фактически фиксированному валютному курсу. Греция в результате перехода на евро оказывается сегодня в этом плане еще больше связанной по рукам и ногам.

Кризис усугубила и смена правительства в мае 1998 г. — вместо Виктора Черномырдина, находившегося в кресле премьера с конца 1992 г. и рассматривавшегося всеми как наиболее вероятный кандидат на пост президента на выборах 2000 г., его возглавил мало кому известный Сергей Кириенко. Этот шаг обострил противоречия между парламентом и исполнительной властью и затянул процесс утверждения нового премьера, а слабый персональный состав правительства привел к тому, что доверие участников рынка оказалось потерянным, и переговоры с МВФ в июне замедлились.

Действия властей и реакция МВФ

В середине июля 1998 г. МВФ принял решение предоставить России кредит в 20 млрд долл.; его первый транш составил 4,8 млрд. Эта сумма была эквивалентна 6,7% ВВП страны¹ (для сравнения: пакет финансовой помощи Греции сегодня составляет 110 млрд евро, или 46% ее ВВП). Неудивительно, что объем кредита оказался существенно ниже ожиданий рынка и уже не смог предотвратить интенсивное ускорение кризиса.

17 августа 1998 г. российские власти объявили о замораживании платежей по погашению и обслуживанию внутреннего государственного долга до конца 1999 г. и начале переговоров о реструктуризации краткосрочных долгов. Кроме того, был введен запрет на осуществление платежей резидентами в погашение внешних долгов до конца 1998 г. и расширены границы валютного коридора. Еще через десять дней коридор был полностью отменен; отпущенный в свободное плавание рубль быстро подешевел на две трети.

Даже лишившись доступа к кредитным рынкам, правительство России сумело к середине 1999 г. устранить бюджетный дефицит — за год до того, как цены на нефть снова начали расти. Хотя списания задолженности не произошло, и в конечном счете по ней пришлось расплатиться, сроки погашения значительной части кредитов были продлены, что резко сократило расходы на их обслуживание и рефинансирование в тот период, когда проводились корректирующие меры. Кроме того, в связи с ростом прибыли экспортеров сырья из-за резкой девальвации рубля возросли налоговые поступления в казну. Высокий годовой уровень инфляции также привел к увеличению доходов в номинальном исчислении; одновременно правительство проводило жесткую политику в плане государственных расходов, отказываясь от индексирования зарплат и пенсий.

Этот подход позволял устранять все слабые места одновременно: долговое бремя (как по выплате процентов, так и по погашению основной суммы) сократилось, а курс рубля стал плавающим. Более того, в начале сентября новое правительство во главе с Евгением Примаковым — выступавшим в то время в роли оппонента Бориса Ельцина — получило поддержку парламента, а значит, и возможность предпринять ряд шагов по ужесточению финансовой дисциплины.

Последующие события показали, что эти решения — хотя они были чрезвычайно болезненными для экономики и населения — оказались правильными. С ноября 1998 г. в России начался бурный рост промышленного производства: резкая девальвация рубля не только снизила валютные издержки экспортных секторов, но и открыла возможности для многих отраслей промышленности, работавших на внутренний рынок. Автомобильная, пищевая, легкая промышленность, машиностроение и металлургия начали расти темпами выше 10% годовых.

Уроки для Греции и зоны евро

1. Нельзя забывать о макроэкономике. Хотя сочетание благоприятных факторов может создать у правительств иллюзию, что ослабление монетарной и бюджетной политики не приведет к серьезным негативным последствиям, практика показывает: любое нарушение долгосрочного макроэкономического баланса рано или поздно оборачивается сильными потрясениями. В 1998 г. Россия из-за макроэкономических дисбалансов оказалась перегруженной краткосрочным долгом. Греция в 2010 г. испытывает на себе последствия резкого наращивания государственного долга, в том числе и краткосрочного, повышения удельных затрат на рабочую силу и финансирования потребления за счет внешних займов. Хотя стране приходится усваивать этот урок уже на

¹ Эта цифра рассчитывается на основе среднегодового валютного курса. Если же предполагаемый объем ВВП вычислить на основе данных за II квартал 1998 г. и взять обменный курс рубля, действовавший на момент принятия решения о кредите, его объем составит менее 5% ВВП.

собственном горьком опыте, он может быть весьма полезен для других проблемных стран еврозоны, не решающихся приступить к реальному устранению проблем глубинного характера.

2. Лишь всеобъемлющие меры способны дать результат, и страна, охваченная кризисом, должна действовать решительно. Опыт России показывает, что в ходе борьбы с кризисом власти должны самым тщательным образом проанализировать все его причины и постараться найти решения для всего комплекса проблем, не рассчитывая, что некоторые из них «рассосутся» сами по себе. Инвесторы не хуже министров понимают суть дела и готовы дать некоторое время на поиск их решения, но не готовы верить в чудеса. В случае Греции это означает, что пакет помощи, предоставленный МВФ и ЕС, позволяет ей выиграть время, но не является решением накопившихся проблем. Он дает греческим властям определенную передышку, шанс на успешную модернизацию экономики и повышение ее сравнительной конкурентоспособности. Однако реформы должна осуществлять сама Греция, и их целью должно быть решение не только бюджетных и долговых проблем, но и структурных. Тем не менее трудно представить себе, каким образом страна может повысить свою конкурентоспособность, не имея контроля над собственным валютным курсом. Сокращения зарплат (если оно произойдет) скорее всего будет недостаточно, поскольку аналогичные меры осуществляют и главные конкуренты Греции в сфере туризма (на долю которой приходится треть общего экспорта товаров и услуг страны) — Испания, Португалия и Италия.

3. Большое значение имеет объем пакета помощи. Кредит, выделенный России Международным валютным фондом, оказался недостаточным, чтобы успокоить рыночных игроков и дать руководству страны необходимое время для восстановления бюджетной дисциплины. В результате Россия смогла решить свои проблемы только за счет пересмотра графика платежей по задолженности и отказа от валютного коридора. В условиях нынешнего кризиса объем помощи МВФ оказывается в несколько раз больше, что дает странам, попавшим в трудную ситуацию, более широкие возможности и, вероятно, позволит им избежать самых крайних мер. Следует, однако, четко понимать: если Греции в разумные сроки не удастся восстановить конкурентоспособность, она, возможно, будет вынуждена отказаться от евро и провести девальвацию национальной валюты. В этом случае дефолт неизбежен, поскольку девальвация чрезвычайно увеличит и без того крайне высокий уровень задолженности по отношению к ВВП. Это означает, что Греции будет необходимо не просто изменить график, но и списать значительную часть долгов. Россия в 1998 г. смогла избежать такого списания из-за значительно меньшего объема задолженности в иностранной валюте.

Ирландия: от «мыльного пузыря» к банкротству ¹

Беннет Стэнсил

Греция, Испания, Италия и Португалия переживают кризис из-за сочетания (в разной степени) негибкости рынка труда, высоких государственных расходов и утраты конкурентоспособности. Однако опыт Ирландии показывает, что от «эгейского гриппа» не застрахованы и страны с казалось бы гибкой, конкурентоспособной экономикой, проводящие разумную бюджетную политику. В результате серьезнейшего финансового кризиса Ирландия сегодня оказалась под тем же обоюдоострым «дамкловым мечом», что и другие страны ГИИПИ: она сталкивается с последствиями низкой конкурентоспособности и непосильного бремени государственного долга.

«Кельтский тигр»

Ирландия добилась процветания задолго до введения евро в конце 1990-х годов. В 1990—1995 гг. она демонстрировала опережающий, по сравнению с другими странами ГИИПИ, рост ВВП, а уровень инфляции и издержек при кредитовании был не только ниже, чем у Греции, Италии, Португалии и Испании, но и сравним с соответствующими показателями Германии.

Кроме того, Ирландия занимала одно из первых мест в мире по индикаторам качества государственного управления и благоприятного делового климата ². Рынок труда в стране отличался гибкостью, а система образования считалась одной из лучших в Европе.

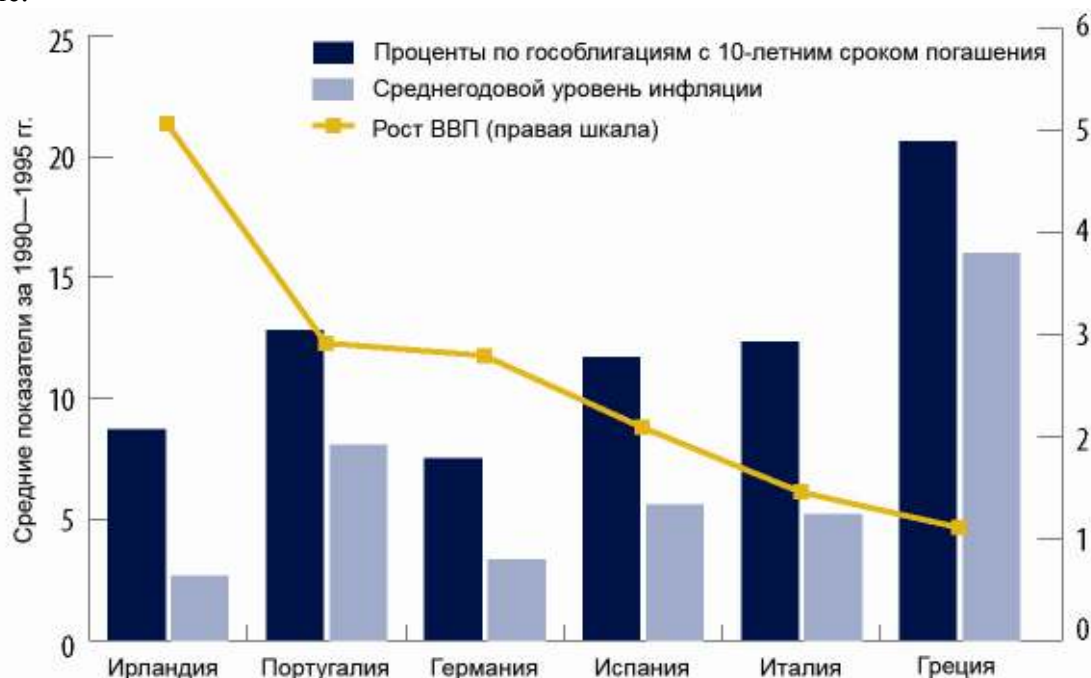


Рис. 8. До перехода на евро. Источники: МВФ, Евростат

¹ Данная статья впервые опубликована в выпуске «International Economic Bulletin» от 13 мая 2010 г.

² Хотя за длительный период времени этих индикаторов не существует, в 2008 г. она занимала 7-е место из 183 стран в рейтинге Всемирного банка «Условия для бизнеса» (Doing Business).

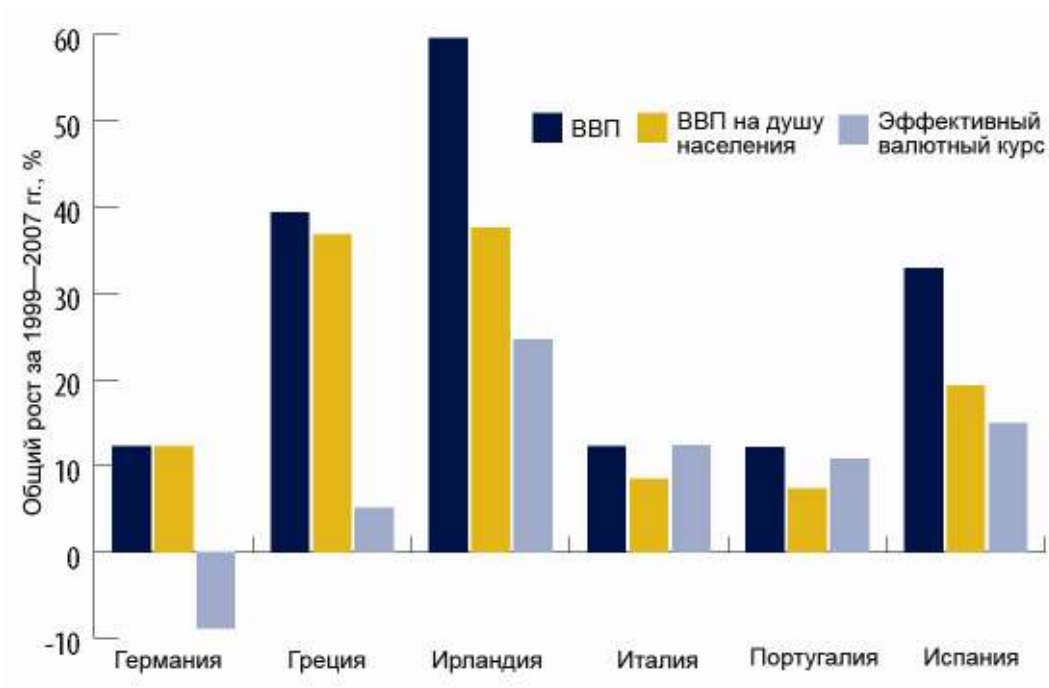


Рис. 9. Ирландский экономический бум. Источники: МВФ, Евростат

Путь к кризису

Если в остальных странах ГИИПИ переход на евро породил уверенность, которой прежде не было, то в Ирландии он придал нестабильное ускорение и без того впечатляющему росту экономики.

В 1995—2000 гг. среднегодовые темпы роста в этой стране увеличились до 9,5%, а процентные ставки к 2005 г. опустились ниже германского уровня. Зарплаты в 1997—2007 гг. росли в пять раз быстрее, чем в среднем по еврозоне, в результате чего реальный эффективный валютный курс с 1999 по 2008 гг. увеличился на 36% (при среднем увеличении на 13% по другим странам ГИИПИ).

Столь динамичный рост и слишком либеральная по отношению к Ирландии монетарная политика в еврозоне подпитывали резкое повышение доли заемных средств в финансовом секторе страны. Объем кредитов увеличился на порядок, превысив к 2008 г. 200% ВВП (в 1975—1994 гг. соответствующий средний показатель составлял порядка 40%). Всего за десять лет балансы финансовых и монетарных учреждений выросли примерно на 750% ВВП, и к 2007 г. общая сумма задолженности достигла почти 1400% ВВП. В других странах ГИИПИ рост балансов составил «всего» 100% ВВП, а средний объем совокупной задолженности приблизился к 200%.

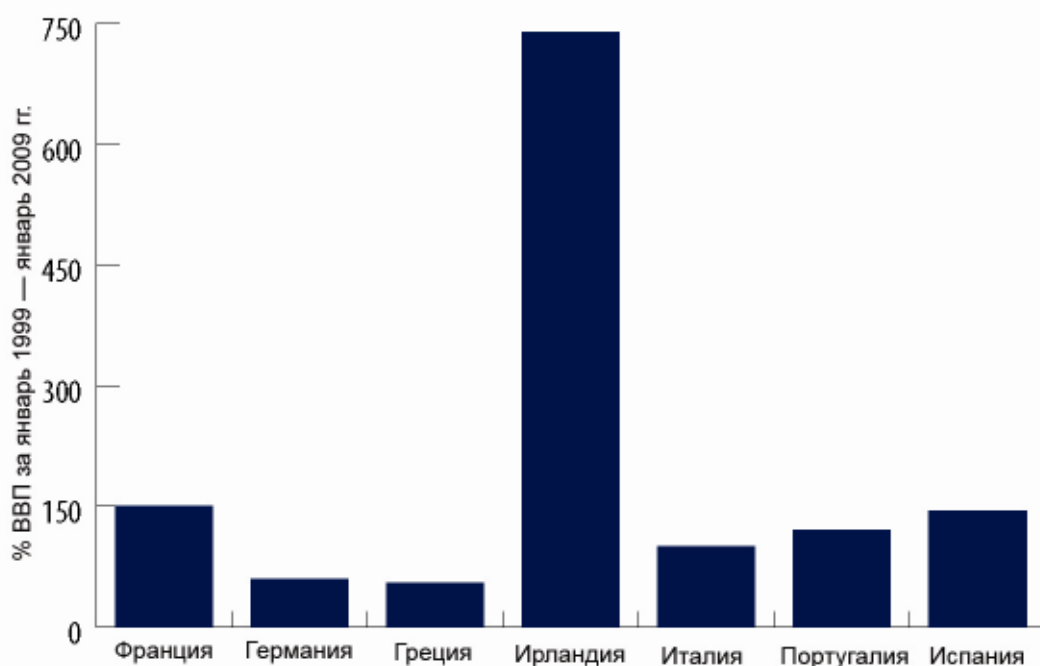


Рис. 10. Рост балансов банковских учреждений. Источник: Еврокомиссия

На рынке жилья надулся гигантский «мыльный пузырь». С 1997 по 2006 гг. количество построенных домов увеличивалось на 9,6% в год, и по расчетам МВФ цены на жилье в Ирландии оказались на 90% выше, чем можно было прогнозировать, исходя из ее основополагающих показателей (для Испании это превышение составило 28%, а для США — 20%).

В экономике Ирландии (и других стран ГИИПИ) произошел сдвиг от производства в сторону услуг и жилищного сектора. В 1999—2006 гг. до 10% ВВП перетекло из промышленного сектора в сферы финансовых посреднических услуг, недвижимости и бизнеса. Инвестиции в жилье увеличились с 5% ВВП в середине 1990-х до 12% с лишним в начале 2007 г.

В период этого бума власти Ирландии проводили, казалось бы, ответственную политику: среднегодовой профицит бюджета в 1997—2007 гг. составлял 1,6% ВВП, чему способствовал и рост налоговых поступлений. В это же время по еврозоне в целом профицита нигде не наблюдалось, а в Греции бюджетный дефицит достигал в среднем 4,8%.

Тяжелейший кризис в Ирландии

В 2008 г. «мыльный пузырь» лопнул. За два следующих года внутренний спрос в Ирландии снизился на 16%, инвестиции сократились на 40% с лишним, а цены на жилье упали на 30%. К концу 2010 г. ВВП Ирландии по сравнению с докризисным периодом скорее всего снизится на 14%.

Финансовый сектор пострадал еще сильнее, чем экономика в целом. Котировки акций обвалились на 70% с лишним. По прогнозу, составленному в июне 2009 г., совокупные убытки банков к концу 2010 г. должны достигнуть 35 млрд евро, или 20% ВВП; уже после этого национализированный Англо-ирландский банк отчитался об убытках в 12,7 млрд евро, беспрецедентных в истории страны.

В условиях финансового кризиса правительство пошло на чрезвычайные меры, осуществляя денежные вливания в экономику, предоставляя гарантии вкладчикам и кредиторам крупных банков, скупая проблемные активы. Совокупные активы банков, получивших такие государственные гарантии, сегодня оцениваются в 440 млрд евро, что составляет 270% ВВП страны и 2700% среднегодовой суммы эмиссии облигаций в Ирландии.

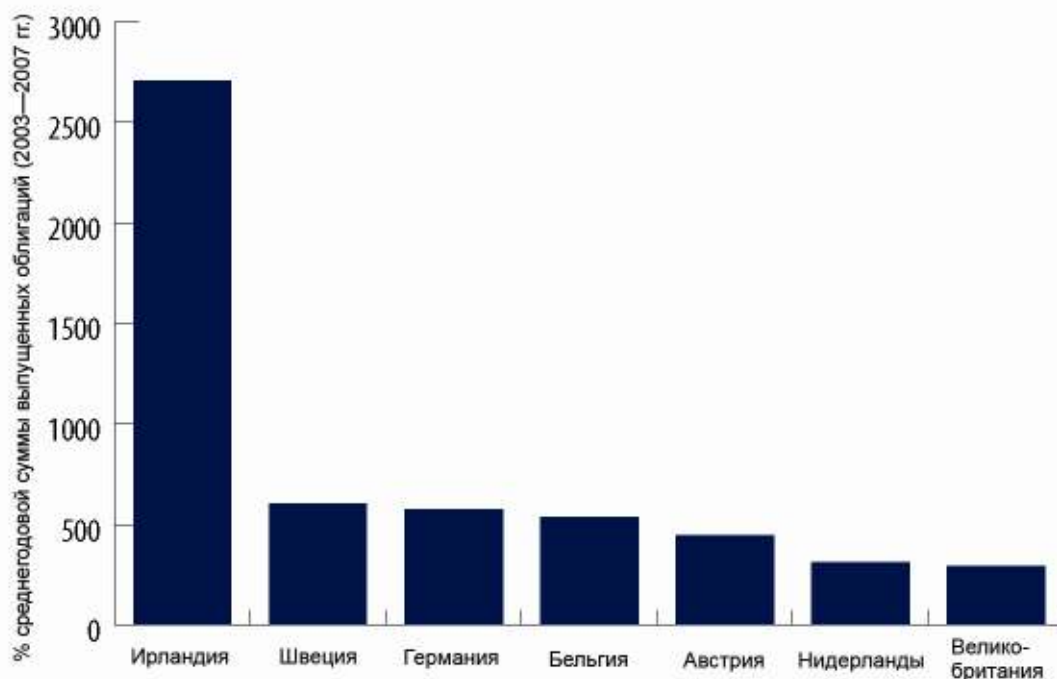


Рис. 11. Банковская задолженность, охваченная государственными гарантиями. Источник: МВФ

Естественно, эти меры ложатся тяжким бременем на государственные финансы. Оценочные расходы на стабилизацию финансового сектора на конец 2009 г. составили 13,9% ВВП — по этому показателю Ирландия опережает все другие промышленно развитые страны.

Кроме того, сокращение производства и рост безработицы (его темпы в Ирландии выше, чем в других развитых странах) обернулись в 2009 г. снижением налоговых поступлений на 11,6%. В результате выявилась иллюзорность профицита госбюджета: по оценкам МВФ, его структурный баланс (без учета циклических колебаний доходов и расходов) в 2007 г. демонстрировал дефицит на уровне 9% ВВП. Реальные темпы роста государственных расходов, несмотря на их кажущуюся стабильность по отношению к объему ВВП, были одними из самых высоких в Европе.

Все это в сочетании с государственной поддержкой финансового сектора привело к возникновению значительного бюджетного дефицита — в 2009 г. он составил 14,8% ВВП. Совокупная задолженность (даже если исключить ту ее часть, что охвачена госгарантиями), вероятно, увеличится с 25% ВВП в 2007 г. до почти 90% в 2011 г.

Путь к оздоровлению экономики

Чтобы выбраться из ловушки, в которую попали сегодня все страны ГИИПИ, Ирландии необходимо следовать по тому же пути, что и остальным, — восстанавливать конкурентоспособность и вернуть устойчивость государственным финансам.

На первом направлении ситуация уже меняется к лучшему. Достигнув пикового значения в середине 2008 г., реальный эффективный валютный курс сегодня сократился на 10%, а увеличение экспорта подпитывает экономический рост. Корректировка зарплат также уже происходит: в государственном секторе они в декабре 2009 г. были сокращены на 5—15%. Это позволит переориентировать экономику, страдающую перекосом в пользу сферы услуг и финансового сектора, в сторону экспорта — чему, несомненно, должен способствовать благоприятный деловой климат в Ирландии и гибкость ее рынка труда.

Руководство страны уже предприняло смелые шаги, включая расширение базы налогообложения, увеличение пенсионного возраста, сокращение социальных льгот и снижение зарплат госслужащих, призванные урезать государственные расходы на 2,5% ВВП в 2010 г. и обеспечить сокращение бюджетного дефицита до уровня ниже 3% ВВП в 2014 г. Осуществить эти цели будет нелегко: продолжающийся рост безработицы и

сокращение внутреннего спроса по-прежнему негативно воздействуют на налоговые поступления; бюджетный дефицит и в 2011 г., как ожидается, превысит 10% ВВП. Чтобы гарантировать продолжение этих крайне необходимых реформ, особенно в случае ослабления их поддержки обществом, необходимы последовательность и упорство со стороны ирландских властей, а также «горькая правда» из уст МВФ, превратившегося в одного из важнейших участников борьбы с кризисом в Европе.

Ситуация в финансовом секторе и сегодня представляет для бюджетной реформы в Ирландии угрозу, масштаб которой трудно оценить точно. Если какие-то события в стране или в Европе вызовут потрясения в банковском секторе, государству придется выполнить свои гарантийные обязательства, и уровень задолженности возрастет еще больше. Чтобы снизить этот риск, программы поддержки финансового сектора должны носить гибкий характер, обеспечивая оперативную реакцию на новые экономические неурядицы, и предусматривать там, где это уместно, отмену государственных гарантий.

Пример Ирландии подчеркивает тот факт, что гибкость и динамизм не дают стране иммунитета от болезни, поразившей сегодня Южную Европу. Несмотря на многолетний рост и профициты, финансовый кризис способен за считанные месяцы диаметрально изменить ситуацию в бюджетной сфере.

В годы ирландского бума государство могло умерить дисбаланс в сторону сектора услуг и недвижимости средствами налоговой политики: например, значительно повысить НДС на услуги и строительство жилья. Это позволило бы обуздать девятый вал капитала, захлестнувший рынок недвижимости и финансовый сектор, а также облегчить корректировку бюджета, когда бум сменился спадом. Ирландия на собственном горьком опыте убедилась: сокращать государственные расходы в трудные времена куда труднее, чем держать их в узде в период роста.

Станет ли Италия «второй Грецией»? ¹

Ури Дадуш и Вера Эйделман

Кризис с государственной задолженностью в Греции находится еще на начальной стадии развития, его воздействие на другие уязвимые страны, в том числе на Испанию, Португалию и Ирландию, стало предметом широкой дискуссии. Но как обстоят дела у Италии, чьи ВВП и размер госдолга в шесть раз больше, чем у Греции?

Итальянские власти в период кризиса лучше, чем греческие, справились с управлением государственными финансами, однако объем ее задолженности по отношению к ВВП все еще выше, чем у Греции, а конкурентоспособность после перехода на евро снизилась столь же резко. Характерное для Италии сочетание таких факторов, как высокая задолженность, ослабление конкурентоспособности и анемичный рост, позволяет предположить: даже если греческую «инфекцию» удастся сдержать, в крайне неопределенной посткризисной обстановке экономика страны останется необычайно уязвимой к внешним шоковым воздействиям.

Чтобы избежать выхода из еврозоны и катастрофического долгового кризиса, Италии необходимо в качестве первого шага принять трехлетнюю программу, призванную повысить ее первичное сальдо не менее чем на 4% ВВП и провести как минимум 6%-ную фактическую девальвацию по отношению к Германии за счет сокращения зарплат и осуществления далеко идущих структурных реформ. По сравнению с программами, действующими или разрабатываемыми в странах, уже охваченных кризисом (в Греции, Ирландии и прибалтийских государствах), эти меры весьма скромны и должны рассматриваться как превентивные.

Однако действий, предпринимаемых на уровне самих уязвимых государств, явно недостаточно: чтобы облегчить им болезненную корректировку, в масштабе всей еврозоны должна проводиться политика, направленная на стимулирование роста и снижение курса единой валюты. «Большая двадцатка» также жизненно заинтересована в ослаблении евро, поскольку это обеспечит дальнейшее оздоровление мировой экономики.

Бум после введения евро и кризис

После того, как Италия и Греция перешли на евро соответственно, в 1999 и 2001 гг., процентные ставки в обеих странах упали почти до уровня Германии (там они самые низкие в еврозоне), что подпитывало рост потребительских расходов и цен на жилье, особенно в Греции. Хотя правительства обеих стран пользовались низкими кредитными издержками для наращивания расходов, им также удалось снизить бюджетный дефицит и долговое бремя. Задолженность Италии с 1999 по 2007 г. сократилась на 10% ВВП. Греции за тот же период удалось еще больше сократить государственный долг — на 12% ВВП. Это был значительный шаг вперед, хотя другим странам с высокой задолженностью, например, Бельгии, удалось справиться с аналогичной задачей намного лучше.

После начала кризиса задолженность Греции и Италии, как и других стран, резко увеличилась. В 2008—2009 гг. дефицит бюджета Греции вдвое превышал аналогичный показатель Италии, и прирост ее задолженности по отношению к объему ВВП также был вдвое больше. Тем не менее долговая нагрузка обеих стран сегодня одинакова.

Таблица 2

Нынешняя и прогнозируемая задолженность, % ВВП

Страна	2009	2011	2014
Япония	218,6	231,9	245,6
Италия	115,1	123,5	128,5
Греция	113,4	126,8	—

¹ Данная статья впервые опубликована в выпуске «International Economic Bulletin» от 20 апреля 2010 г.

Бельгия	97,9	104,9	—
США	84,8	97,7	108,2
Франция	77,4	86,6	92,6
Великобритания	72,9	89,3	98,3
Германия	72,5	87,8	89,3
Ирландия	64,5	87,9	—
Испания	55,2	66,9	—

Источники: Еврокомиссия, МВФ, ОЭСР.

Имея государственный долг в размере 115% ВВП (при том что процентные ставки приближаются к 4% годовых), Италия должна только на его обслуживание ежегодно тратить примерно 4,5% ВВП — сумму, равную ассигнованиям на народное образование в текущем году. Более того, даже если доходы государства будут достаточно велики, чтобы покрыть все расходы, издержки на выплату процентов приведут к тому, что задолженность страны будет расти быстрее, чем ее «вялая» экономика (эксперты сходятся в том, что среднегодовые темпы роста последней в ближайшие семь лет составят 3%). Таким образом, задолженность будет каждый год увеличиваться более высокими темпами, если в первичном сальдо (речь идет о разнице между доходами и расходами государственного сектора, исключая процентные платежи по госдолгу) не установится стабильный профицит. Поскольку по датам погашения долги Италии носят относительно краткосрочный характер, потенциально она более уязвима к изменениям настроений на рынке по сравнению с другими странами.

Разумная бюджетная политика

Благодаря обузданию расходов, отчасти за счет пенсионной реформы, проведенной в 1990-х годах, и повышения государственных доходов в результате временных мер в налоговой сфере, Италии пока удавалось избегать взрывного роста задолженности. В ходе кризиса ее банкам, проводившим достаточно осторожную политику, не понадобилась государственная помощь; значительные бюджетные ассигнования на стимулирование экономики также не выделялись.

Но самое главное — меньший дефицит бюджета и более высокий уровень накоплений в частном секторе привели к тому, что внешний платежный баланс Италии также отличается большей устойчивостью, чем у Греции. В 1993—1999 гг. Италия имела активное сальдо текущего баланса, а с 2000 г. удерживает его дефицит на скромном уровне — 1,6% ВВП. У Греции, где внутренний спрос повышался гораздо быстрее, среднегодовой дефицит текущего баланса в 2000—2009 гг. составлял 9,1%. Если бы экономический рост в Италии привел к такому же увеличению внутреннего спроса, как в Греции, ее дефицит достиг бы аналогичной величины. По тем же причинам, а также потому, что в период бума она не привлекала в таких объемах иностранные инвестиции, ситуация с чистой внешней задолженностью в Италии также выглядит относительно благоприятно.

Рынки вознаградили Италию за разумную бюджетную политику. В ходе кризиса спреда по греческим государственным облигациям с десятилетним сроком погашения повысились гораздо больше, чем по аналогичным итальянским бумагам, а в последнее время эта разница увеличилась еще больше.

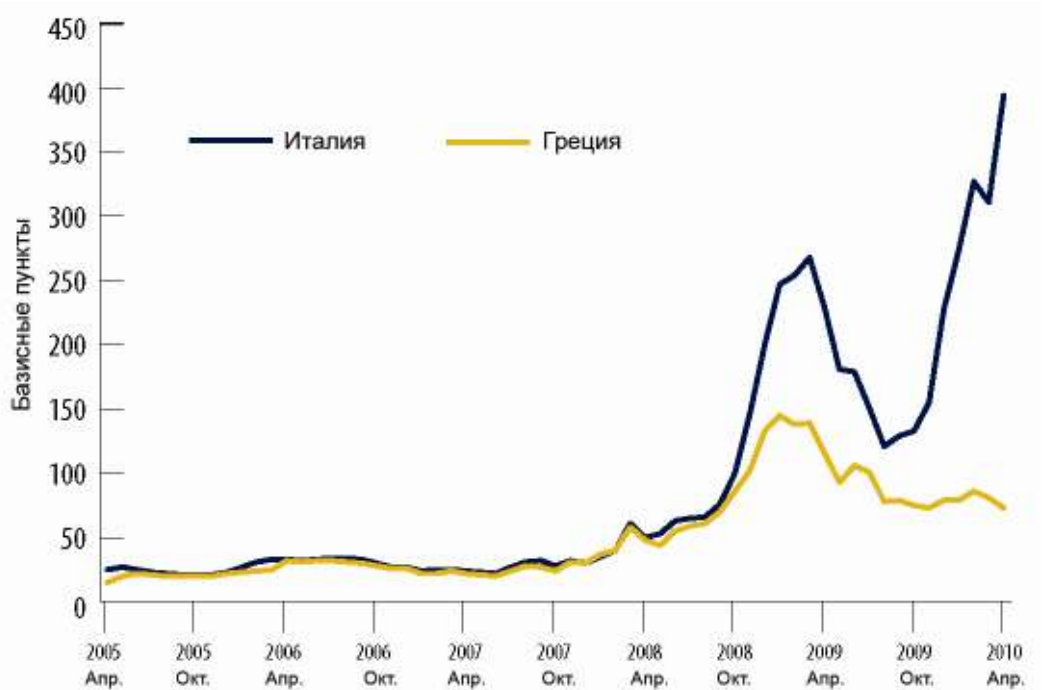


Рис. 12. Спреды доходности по греческим и итальянским государственным облигациям относительно германских бундесбондов. Источник: «Haver Analytics»

Утрата конкурентоспособности и низкий потенциал роста

Тем не менее после присоединения к еврозоне конкурентоспособность Италии ослабла не меньше, чем у Греции. Удельные затраты на рабочую силу в стране с 2000 по 2009 гг. увеличились на 32% (в Греции за тот же период — на 34%). Чтобы эти затраты оставались на уровне показателей Германии (где зарплаты повышались параллельно с ростом производительности труда), оплата труда в Италии за последнее десятилетие (в номинальном исчислении) должна была оставаться по сути статичной. Еще больше снизилась конкурентоспособность Италии по отношению к другим крупным торговым державам, в том числе к США, Китаю и Японии — которые одновременно являются важными рынками сбыта и конкурентами для итальянской экспортной продукции.

В эконометрических исследованиях делается вывод, что причина низких темпов роста итальянской экономики связана с падением общей производительности факторов производства. В 1996—2004 гг. этот показатель в Италии снижался в среднем почти на 1% в год, тогда как в Германии он примерно на столько же повышался. Итальянскую экономику уже не первое десятилетие одолевают многочисленные структурные проблемы. Среди них — негибкость и «дуализм» рынка труда, небольшие размеры среднестатистической фирмы, непродуманное и чрезмерное регулирование, неадекватное качество государственных служб, недостаточный уровень конкуренции в основных сферах услуг (в том числе в энергетической, телекоммуникационной, транспортной) и серьезнейшие дефекты в плане государственного управления на юге страны.

Утрата Италией конкурентоспособности обернулась весьма негативными последствиями: по данным недавнего исследования, проведенного Еврокомиссией, в 1998—2008 гг. по темпам роста экспорта товаров и услуг Италия отставала от всех других стран ЕС, в результате чего ее доля на традиционных (в географическом плане) рынках сократилась больше, чем у других, причем это сокращение нельзя объяснить только факторами торговых издержек. Учитывая тот факт, что страна специализируется на низкотехнологичных товарах, отсутствие возможности прибегнуть к девальвации национальной валюты делает ее положение особенно сложным.

Заложница обстоятельств

Заколдованный круг высокой задолженности и низкого роста, в который попала Италия, формировался не одно десятилетие, но неопределенная ситуация в посткризисной мировой экономике чревата для нее новыми рисками. В краткосрочной перспективе неспособность стран еврозоны справиться с греческим кризисом и сдержать его расползание вполне может привести к резкому росту процентов как по государственным, так и по частным долговым обязательствам, что в конечном счете заморозит спрос в Европе. Это покончит с непрочным оживлением в итальянской экономике, вынуждая ее идти на более масштабную корректировку бюджета и препятствуя росту экспорта.

С другой стороны устойчивый рост в мировой экономике также будет сопровождаться повышением процентных ставок и может уже в нынешнем или будущем году привести к новому мощному «нефтяному шоку». Это особенно сильно затронет Италию, импортирующую 93% потребляемой нефти и обладающую ограниченными возможностями для компенсации повышения нефтяных цен за счет увеличения экспорта.

Впрочем, самая серьезная опасность для страны заключается в дальнейшем снижении конкурентоспособности по отношению к Германии и другим торговым партнерам в связи с увеличением разрыва между уровнем зарплат и производительностью. Если этот процесс не остановить, он в конце концов лишит экономику любых возможностей для роста. Финансовые рынки отреагируют на это (или даже предвосхитят такую тенденцию) по «греческому» сценарию — резко повысят стоимость заимствований.

Необходимые меры: трехлетний план

Италии не стоит ждать, когда ее поразит «инфаркт», лучше сразу решить проблемы повышенного давления и лишнего веса.

- В ближайшие три года ей необходимо увеличить первичное сальдо на 4% ВВП, чтобы обеспечить постепенное снижение соотношения задолженность/ВВП. Для сравнения: повышение первичного баланса, ожидаемое от Греции по условиям ее соглашения с ЕС, должно составить 10% ВВП за тот же период.
- Для восстановления утраченной конкурентоспособности Италии следует сократить удельные затраты на рабочую силу и провести важные структурные реформы. 6%-ное снижение этих затрат позволит стране лишь на четверть сократить накопившееся за последние десять лет отставание конкурентоспособности от Германии, но и оно станет важным сигналом для рынков. Добиться этого результата можно немедленно — за счет общего сокращения зарплат на 6%, начиная, как это делается в других странах, с работников государственного сектора. Есть и другой, более вероятный по политическим соображениям вариант: постепенное снижение зарплат на 1% в год в течение трех лет при одновременном осуществлении структурных реформ, обеспечивающих повышение производительности труда.
- Эти структурные реформы должны включать отмену правил, ведущих к дуализму рынка труда, и повышение эффективности базовых служб, влияющие на конкурентоспособность всех хозяйствующих субъектов.

Процессу корректировки — не только в Италии, но также в Греции и других «проблемных» странах — способствовал бы также рост в еврозоне в целом.

- Чтобы обеспечить такой рост, Германия и другие «профицитные» государства должны заняться стимулированием внутреннего спроса и в меньшей степени опираться на экспорт в страны еврозоны.
- Кроме того, Европейский центральный банк (ЕЦБ) должен в течение ряда лет проводить монетарную политику, стимулирующую рост. Незначительное повышение уровня инфляции вряд ли сразу же приведет к увеличению номинальных

процентных ставок, но сделает менее болезненным необходимое сокращение реальной оплаты труда.

- Чтобы стимулировать конкурентоспособность Европы в нынешний решающий момент, ЕЦБ должен четко ориентироваться на слабый евро, а «большая двадцатка», если она хочет предотвратить спад в еврозоне, должна смириться со снижением курса общеевропейской валюты. Серия долговых кризисов в еврозоне неизбежно распространится на некоторые уязвимые страны с развивающейся рыночной экономикой и может негативно отразиться на кредитных издержках правительств Японии и США, а также объемах экспорта этих двух стран и Китая.

Потенциальные кризисы с государственной задолженностью в Европе представляют собой серьезную угрозу устойчивости оживления в мировой экономике; перечисленные политические шаги — это та цена, которую мир должен заплатить за предотвращение нового коллапса.

Португалия: проблемы с ростом ¹

Шимелс Али

В отличие от наиболее уязвимых стран еврозоны в Португалии экономический бум после перехода на евро оказался недолговечным. Накануне введения евро среднегодовые темпы роста ее ВВП составляли почти 4% — это был один из самых высоких результатов в еврозоне (на один с лишним процент выше среднего показателя). Однако за повышением спроса, обусловленным резким снижением процентных ставок и финансовой политикой, направленной на стимулирование роста, не последовало соответствующее увеличение в сфере предложения, поэтому Португалия начала утрачивать конкурентоспособность раньше, чем другие страны ГИИПИ. В 2001—2005 гг. среднегодовые темпы роста в стране снизились до 1%.

Хотя Португалия по сравнению с Грецией лучше справляется с обузданием бюджетного дефицита и роста госдолга, ее незавидные долгосрочные перспективы в плане роста, резкая утрата конкурентоспособности и достаточно высокий уровень задолженности (как у государства, так и у частных лиц) придают стране крайнюю уязвимость перед эпидемией «эгейского гриппа». Более того, этот риск усугубляется тем, что 25% португальского экспорта приходится на Испанию, которая сама является проблемной страной.

Быстрое окончание «евробума»

Как и в других странах ГИИПИ, в Португалии переход на евро привел к резкому снижению процентных ставок, — с 12,3% в 1991—1995 гг. до примерно 6% в 1996—2000 гг., что создало предпосылки для потребительского бума. Дополнительным катализатором скорее всего послужили и чересчур оптимистичные ожидания, что среднедушевой ВВП в Португалии, составлявший в 1985—1995 гг. менее 60% уровня Германии по паритету покупательной способности (в Испании соответствующий показатель равнялся 76%, а в Греции — 70%), сравняется со средней величиной для еврозоны.

В 1995—2000 гг. объем частных накоплений по отношению к ВВП сократился на 7 процентных пунктов, а темпы валового прироста основного капитала, наоборот, ускорились. Задолженность домохозяйств и секторов, не связанных с финансами, в процентах от ВВП с середины 1990-х годов по 2002 г. выросла в два с лишним раза. Пассивное сальдо текущего баланса, почти равнявшееся нулю в 1995 г., через пять лет составляло уже 9%; это говорит о том, какую роль в финансировании потребления и инвестиций играли внешние заимствования.

Несмотря на резкое увеличение налоговых поступлений в казну, бюджетная политика носила проциклический характер, усугубляя общую ситуацию. Первичное сальдо с 1995 по 2001 г. уменьшилось на 3,5% ВВП.

¹ Данная статья впервые опубликована в выпуске *International Economic Bulletin* от 13 мая 2010 г.

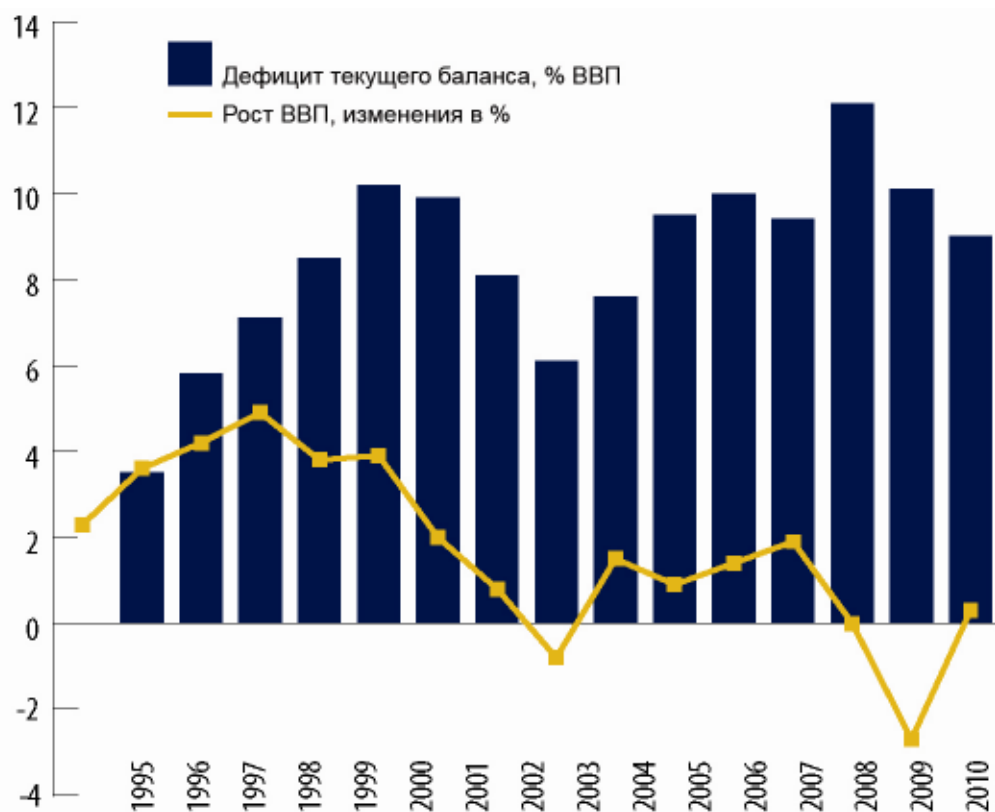


Рис. 13. Бум и спад в Португалии. Источник: МВФ

После официального введения евро монетарная политика в еврозоне, слишком либеральная для Греции, Испании и Ирландии, где происходил бум на рынке жилья, была чересчур жесткой для Португалии, где инвестиции в сектор жилой недвижимости в процентах ВВП со временем сократились, а инфляция снизилась. В связи с высоким уровнем задолженности рост расходов домохозяйств прекратился, а перспективы повышения уровня жизни уже не выглядели многообещающими — существенного сближения Португалии с другими странами еврозоны во среднедушевому ВВП не произошло. В результате инвестиционный и потребительский бум подошел к концу. В 2001—2007 гг. среднегодовые темпы роста потребления домохозяйств составляли 1,5% (для сравнения: в Испании, Греции и Ирландии этот показатель достигал 3—5%). Среднегодовой рост ВВП в 2001—2008 гг. не превышал 0,8%.

Хотя «Великая рецессия» не ударила по Португалии так же сильно, как по другим «проблемным» странам, она в 2009 гг. обернулась сокращением ВВП на 2,7%. На 2010 и 2011 гг. прогнозируется рост соответственно на уровне 0,5% и 0,7% — в основном за счет внешней торговли, поскольку внутренний спрос скорее всего увеличиваться не будет. Спад также оказывает существенное воздействие на уровень безработицы, достигший в прошлом месяце 10,7% (еще два года назад он был на три процентных пункта меньше). Впрочем, по сравнению с Испанией и Ирландией это увеличение выглядит не таким уж большим. Наконец, кризис самым серьезным образом затронул государственные финансы; объем госдолга за последние два года увеличился с 66% до 86% ВВП.

Чем объясняется эта стагнация?

Структура экспорта Португалии к моменту введения евро имела явный перекос в сторону традиционных медленно растущих отраслей, где сравнительное преимущество все больше получали азиатские страны с развивающейся рыночной экономикой. Например, на долю низкотехнологичных секторов в 1995 г. приходилось до 80% общего объема производства, а в 2001 г. — 73%. Немало данных указывает на чрезвычайную слабость делового климата в Португалии и негибкость рынка труда.

Наряду с быстрым падением конкурентоспособности эти факторы, несомненно, сыграли свою роль в том, что «евробум» оказался недолговечным. Он сопровождался значительным сужением рынка труда и шестипроцентным повышением средней зарплаты в 1995—2002 гг.; в Португалии она росла вдвое быстрее, чем в целом по ЕС. Более того, если в Португалии фонд зарплаты в 1995—2002 гг. увеличился на 2% ВВП, то в Испании и Ирландии он сократился более чем на 1%. Общая сумма зарплат в государственном секторе в 2002 г. достигла 15% ВВП (в среднем по еврозоне она в тот же период составляла 10% ВВП).

Следствием этого стало повышение в 1994—2000 гг. реального эффективного валютного курса (РЭВК), в основе которого лежат удельные затраты на рабочую силу, примерно на 12%, в то время как в Испании и Ирландии он оставался примерно на одном и том же уровне. Это увеличение, которое вело к поощрению внутреннего спроса в противовес экспорту и усилению макроэкономических дисбалансов, проявлялось в неуклонном росте пассивного сальдо текущего баланса и снижении объема прямых иностранных инвестиций. Во второй половине 1990-х годов приток таких капиталовложений в Португалию был ниже среднего показателя по странам еврозоны; страна теряла инвестиционную привлекательность. Кроме того, с 1995 по 2000 гг. рыночная доля португальского экспорта сократилась на 10%.

1995=100

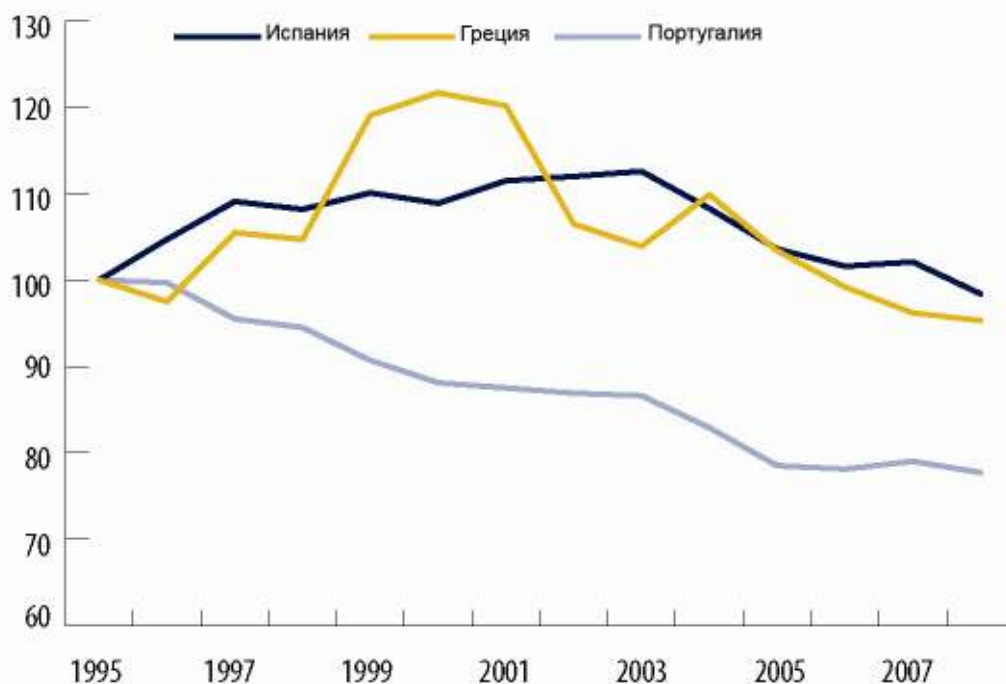


Рис. 14. Эволюция рыночной доли экспорта, %. Этот показатель демонстрирует, быстрее или медленнее растет экспорт страны, чем ее рынок в целом, т. е. прибавляется или убавляется доля ее экспорта. Источник: ОЭСР

В то же время рост производительности труда замедлился: его среднегодовые темпы сократились с 3,1% в 1995—2000 гг. до менее 1% в начале XXI в. Они отставали также от среднего показателя по ЕС, причем во всех секторах экономики (в сельском хозяйстве Португалии — на целых 32%). Частично незавидная ситуация с производительностью труда объясняется относительно низкими темпами формирования человеческого капитала и слабым использованием информационных технологий. Показатель наличия высшего образования у португальских трудящихся составляет всего 9%; в этом отношении она находится на одном из последних мест в еврозоне (для сравнения: в Испании, Ирландии и Греции этот показатель гораздо выше — 18—22%). Аналогичным образом доля расходов на научно-исследовательские и опытно-конструкторские работы в ВВП Португалии вдвое

ниже, чем в среднем по еврозоне. Более того, по индикаторам качества государственного управления и делового климата она также занимает одно из последних мест среди стран, перешедших на единую европейскую валюту.

Принимаемые меры

Португалия могла бы воспользоваться экономическим бумом для перемещения акцента в сторону быстро растущих секторов с более высокой добавленной стоимостью, а также придания структуре производства экспортно-ориентированного характера. Вместо этого в структуре ее экспорта превалировала продукция традиционных секторов. Кроме того, государство упустило возможность обеспечить профицит бюджета, что позволило бы не только сбалансировать бюджет, но и умерить бум в сфере внутреннего спроса и преобладание видов экономической деятельности, не связанных с внешней торговлей. Задним числом можно заметить: целесообразно было бы также скорректировать систему налогообложения таким образом, чтобы она не поощряла потребление товаров, не являющихся предметом внешней торговли, и инвестиции в соответствующие сектора (например, жилищное строительство).

В нынешней трудной ситуации правительство разработало стратегию по сокращению бюджетного дефицита с 9,4% ВВП в 2010 г. до 3% в 2013 г. Это позволит стабилизировать соотношение задолженность/ВВП на уровне 90% по сравнению со 150% в Греции и 75% в Испании (на такие показатели ориентируются правительства этих стран).

Среди мер, разработанных властями Португалии, — приватизация, повышение налогов на высокие доходы и прирост капитала, сокращение зарплат госслужащих и государственных инвестиций. Недавно анонсированное жесткое сокращение расходов, в том числе за счет 5%-ного снижения зарплат высокопоставленных чиновников и повышения НДС на 1%, следует расценивать как обнадеживающий признак. Однако прогнозы роста, лежащие в основе планов по сокращению дефицита, чересчур оптимистичны. По этим прикидкам темпы роста должны быть выше тех, что наблюдались в прошлом, к тому же в них не полностью учитывается дефляционный эффект ужесточения бюджетной политики. Попытки властей повысить налоги могут также обернуться проблемами, ведь по «утечке мозгов» страна занимает одно из первых мест в Европе.

Более того, если эта стратегия позволит выиграть время, затормозить рост зарплат и переориентировать экономику на экспорт, сама по себе она не способна решить проблемы низкой производительности труда и вялого роста. Принимаемые меры должны быть сосредоточены на усилении конкурентоспособности, особенно за счет придания большей гибкости рынку труда и повышения уровня конкуренции в относительно «защищенных» инфраструктурных отраслях. В долгосрочном плане для повышения производительности труда и привлекательности Португалии в глазах иностранных инвесторов первостепенное значение имеет расширение базы человеческого капитала. Кроме того, слабые результаты Португалии по ряду индикаторов делового климата (особенно это относится к возможностям открыть новое дело, аккуратности в уплате налогов и доступности кредитов) говорят о необходимости системного подхода к устранению недостатков в этой области.

Может ли Испания справиться с «эгейским гриппом»? ¹

Ури Дадуш и Вера Эйделман

Ответ на этот вопрос зависит от быстроты и решительности действий правительства. Проблемы, с которыми сталкивается Испания, имеют тот же источник, что и затруднения Греции: громадные ошибки в распределении ресурсов и утрату конкурентоспособности, начало которой положил переход на евро. Сектора, не связанные с внешней торговлей, — жилищный, государственный, целый ряд разновидностей рыночных услуг — непропорционально разрослись. Соотношение госдолг/ВВП в Испании вдвое меньше, чем в Греции, а потому у Мадрида есть больше времени и ресурсов на решение проблем. Однако большой дефицит бюджета и коллапс испанской модели роста, возникшей после перехода на евро, говорят о том, что при отсутствии надлежащих мер страна может столкнуться со взрывным увеличением государственной задолженности.

Более того, Испании необходимо провести глубокие структурные реформы: она не может рассчитывать, что посткризисное экономическое оживление само по себе позволит вновь запустить механизм роста и снизить уровень безработицы. Необходимо ликвидировать диспропорции в экономике, формировавшиеся в течение десяти с лишним лет, восстановить конкурентоспособность, а также перенацелить ресурсы в обрабатывающую промышленность и иные сектора, связанные с внешней торговлей и обладающие потенциалом роста. Поскольку девальвация валюты для Испании исключена, осуществить эти реформы возможно лишь на основе снижения удельных затрат на рабочую силу, а также цен на жилье и услуги по сравнению с аналогичными показателями других стран ЕС. Катализатором этого процесса должно стать сокращение государственного сектора и другие далеко идущие реформы, причем приступать к ним надо без промедления.

Введение евро и экономический бум

Несомненно, определяющей характеристикой испанского кризиса являются бум, а затем обвал на рынке жилья. На пике роста доля строительной отрасли (условно чистая продукция) достигла 17% ВВП (в США аналогичный докризисный показатель был вдвое ниже). Всего за десять лет цены на жилье в Испании повысились в два с лишним раза, а в пиковом 2006 г. в стране было начато строительство большего количества домов, чем в Великобритании, Германии, Франции и Италии вместе взятых; значительную часть этого жилья покупали иностранцы.

Однако бум в жилом секторе был лишь одним из симптомов структурных диспропорций в распределении ресурсов. Накануне перехода на евро процентные ставки в стране резко снизились, а уверенность в благополучных перспективах экономики, наоборот, сильно возросла. В результате внутренний спрос и инфляция повышались в полтора раза быстрее, чем в среднем по еврозоне. Европейская монетарная политика применительно к Испании была слишком мягкой и лишь усугубляла эти тенденции.

В условиях этого роста спроса цены на продукцию всех видов экономической деятельности, не связанных с внешней торговлей, повысились по сравнению с ценами на внешнеторговые товары и услуги, устанавливаемыми на мировом рынке; в эти защищенные от международной конкуренции сектора, не связанные с внешней торговлей, перемещались инвестиции и трудовые ресурсы; повышение зарплат шло быстрее, чем в других странах еврозоны, и превышало рост производительности труда. Доля промышленного сектора Испании в объеме ВВП, и прежде небольшая, сократилась на 4%. В период бума произошло временное увеличение налоговых поступлений в казну, в результате чего доходы государства превысили ожидаемый уровень. В результате у

¹ Данная статья впервые опубликована в выпуске «International Economic Bulletin» от 6 мая 2010 г.

государства появилась возможность быстро наращивать расходы (за 2005—2009 гг. это увеличение составило 7,5% ВВП), сохраняя при этом видимость разумной бюджетной политики и поддерживая соотношение госдолг/ВВП на одном из самых низких уровней в еврозоне. Хотя государственный сектор в Испании меньше, чем в некоторых других крупных европейских странах, его быстрое разрастание способствовало слабости показателей страны в плане производительности труда.

Таблица 3

Промышленность (условно чистая продукция), % ВВП

Страна	2007	Изменение с 2000 г.
Германия	24	+1
Ирландия	22	-10
Италия	18	-3
Испания	15	-4
Португалия	14	-3
Греция	10	-1

Источник: Всемирный банк.

Таблица 4

Быстрый рост расходов

Страна	Рост государственных расходов в 2005—2009 гг., % ВВП
Германия	0,8
Ирландия	14,5
Италия	3,7
Испания	7,5
Португалия	3,4
Греция	6,6

Источник: Евростат.

Утрата конкурентоспособности

Несмотря на экономический бум в Испании (в 1999—2007 гг. темпы роста в этой стране превышали средний показатель по еврозоне на 1%), ее совокупная производительность факторов производства (не показывала подобной динамики. В 2000—2008 гг. она практически не росла, в то время как в Германии повышалась в среднем на 0,9% в год, а в США — на 1,4%. Особенно плохо обстояло дело в секторах, не связанных с внешней торговлей, включая почту, телекоммуникации и транспорт.

Тем не менее растущий спрос привел в Испании к опережающему темпу повышения зарплат по сравнению с партнерами по еврозоне. С 2000 г. среднегодовой рост почасовых затрат на рабочую силу в Испании был выше среднего по еврозоне на 1% и более. Это повышение усугублялось негибкостью испанского рынка труда, в том числе его «дуализмом», защищающим постоянных работников и их зарплаты. Удельные затраты на рабочую силу в Испании — средняя стоимость рабочей силы на единицу продукции — с 2000 г. увеличились на 30% с лишним, тогда как в Германии номинальная заработная плата повышалась параллельно с ростом производительности труда.

По отношению к Соединенным Штатам и Японии, где УЗРС в пересчете на евро сократились на 20% с лишним (отчасти из-за роста курса евро), конкурентоспособность Испании снизилась еще больше. Хотя по Китаю пригодные для сравнения данные отсутствуют, можно с уверенностью сказать, что из-за гигантского роста производительности труда при весьма скромном изменении курса юаня УЗРС в пересчете на евро в этой стране также снизились.

За последнее десятилетие доля испанского экспорта на мировом рынке снизилась, однако темпы роста его объема были примерно такими же, как у других европейских стран-экспортеров. На первый взгляд этот результат выглядит неплохо, но на самом деле он совершенно неудовлетворителен: ведь объем производства в Испании увеличивался за счет иммиграции и инвестиций, и соответственно росли и ее потребности в импорте.

На самом деле доля экспорта в ВВП Испании за 2000—2008 гг. сократилась на 3 процентных пункта; в Германии за этот же период она возросла на 14 процентных пунктов. И если у Германии активное сальдо текущего баланса увеличилось, то у Испании сформировался большой дефицит. В этом отношении можно сказать, что события в стране развивались по тому же сценарию, что и в Греции, Ирландии и Португалии, которые также приобрели чрезмерную зависимость от внутреннего спроса и секторов, не связанных с внешней торговлей.

Отражением этих тенденций стало ухудшение национального баланса Испании. В 2007 г. объем ее чистых внешних обязательств достиг почти 80% ВВП (это третий по величине показатель в Европе), а задолженность домохозяйств и корпораций, не относящихся к финансовому сектору, с 1998 г. возросла в два с лишним раза, превысив 200% ВВП.

Кризис

«Великая рецессия» способствовала сокращению дефицита текущего баланса и восстановлению прежнего уровня индивидуальных накоплений, но одновременно она обернулась падением внутреннего спроса и выявила неустойчивость испанской модели роста. Хотя общемировой ВВП сегодня вновь начал увеличиваться, в Испании спад в нынешнем году, как ожидается, должен составить 0,4% ВВП. Банковский сектор страны пережил кризис сравнительно успешно, однако, по данным МВФ, если безработица, как ожидается, продолжит расти, а цены на жилье еще больше снизятся, капитал испанских сберегательных банков может сократиться на 2 млрд евро — почти 30% их резервов на возможные потери по ссудам.

Масштабный рост безработицы — в апреле ее уровень превысил 20% — следует расценивать как одно из проявлений корректировки неверного в структурном плане распределения ресурсов: здесь речь идет не только о резком снижении мирового оборота промышленных товаров, но и о падении общего спроса в жилищном секторе и отраслях, не связанных с внешней торговлей.

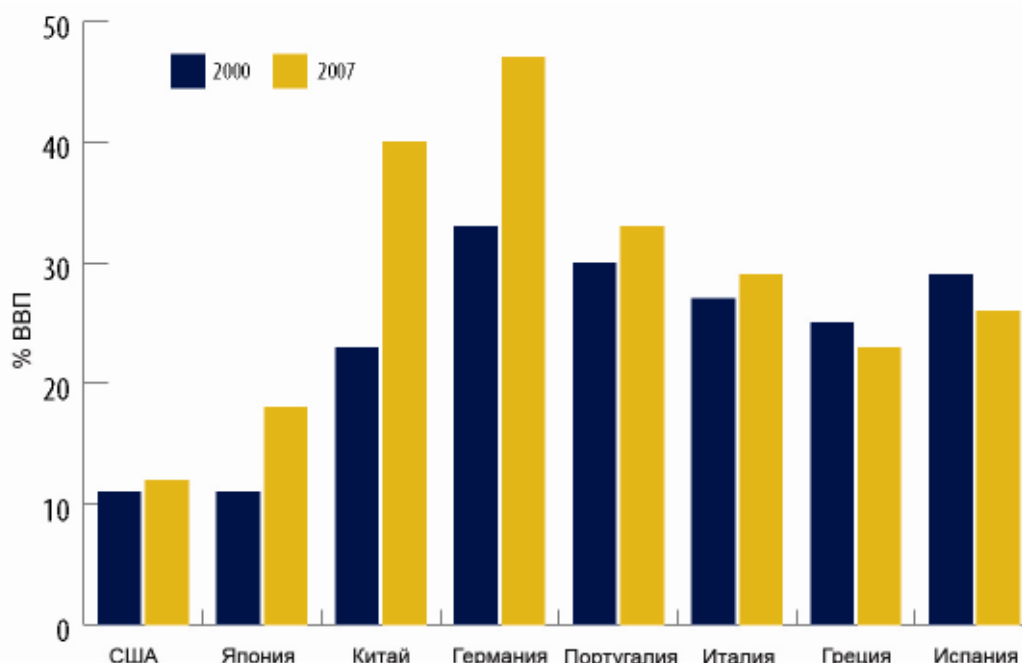


Рис. 15. Экспорт товаров и услуг. Источник: Всемирный банк

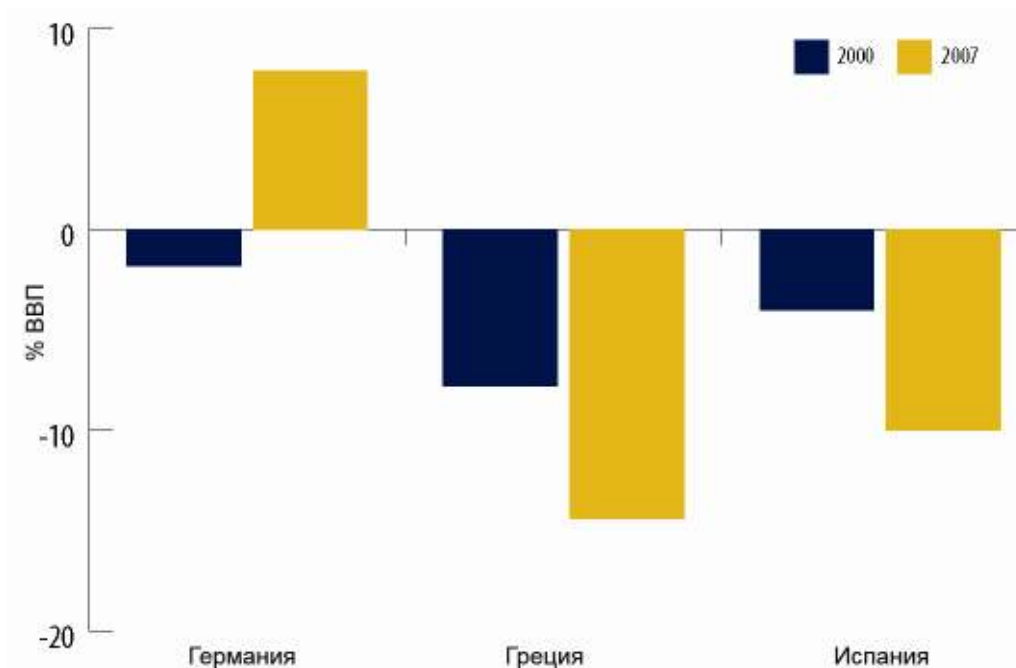


Рис. 16. Текущий баланс. Источник: МВФ

Кризис также выявил неустойчивость налоговой базы в Испании и невозможность поддержания государственных расходов на докризисном уровне. В 2009 г. бюджетный дефицит достиг 11,4% ВВП — это вдвое больше показателя Италии и сравнимо с дефицитом Греции. Хотя соотношение задолженность/ВВП у Испании остается одним из самых низких в Европе, оно увеличивается быстрее, чем в любой другой стране.

Что надо делать

Коллапс внутреннего спроса уже начал корректировать дисбалансы, возникшие в период длительного «евробума». Однако в отсутствие внятных реформ адаптация не распространится на защищенные сектора — государственный, рынок труда, где преобладают «инсайдеры», сберегательные банки, чье положение определяется региональными политическими процессами, и т. д. Защищенные сектора настолько значительны, что, если они останутся за бортом процесса корректировки, адаптация сорвется и в масштабе всей экономики. Чем быстрее цены и зарплаты в этих секторах будут адаптированы к новой ситуации, тем меньше окажется экономический спад, сопровождающий устранение дисбалансов. Одним словом, хорошо известно, какое лекарство нужно принимать от гриппа, вот только врач его еще не прописал.

Начать следует с государственных расходов: хотя испанское правительство разработало план сокращения первичного сальдо (доходов и расходов бюджета за вычетом процентных платежей) до 3% ВВП и ниже к 2012 г., эта амбициозная программа экономии вступит в действие лишь в будущем году, когда предотвращать «греческую инфекцию» будет уже поздно.

Необходимо снизить удельные затраты на рабочую силу: Испании надо восстанавливать конкурентоспособность по отношению к Германии теми же темпами, какими она ее теряла. Поскольку в Германии удельные затраты на рабочую силу в номинальном исчислении практически не меняются (зарплаты растут параллельно с производительностью труда), испанским властям следует поставить задачу — сократить УЗРС на 6% в течение ближайших трех лет. Как этого добиться? Замораживание или небольшое снижение зарплат бюджетников станет ориентиром для установления ставок оплаты труда в частном секторе. Негибкая система, ставящая в привилегированное положение «инсайдеров», включая крупные выходные пособия и индексацию зарплат, должна быть упразднена: вместо этого следует делать больший акцент на социальное обеспечение.

Нужно стимулировать перераспределение ресурсов между секторами: ускорение других структурных реформ позволит повысить производительность труда и избежать резкого урезания зарплат. Общие меры по усилению конкуренции в базовых секторах услуг — транспортном, финансовом, телекоммуникационном и энергетическом — будут способствовать снижению цен и стимулировать инвестиции в динамично развивающиеся отрасли вроде информационных технологий и экологически чистого производства энергии. Форсирование реструктуризации сберегательных банков, играющих важнейшую роль на рынке недвижимости, создаст предпосылки для ускоренного включения в оборот пустующего жилого фонда, а также более резкого падения арендной платы и цен на жилье.

Нужны скоординированные действия в масштабе всей Европы: эти меры, необходимые не только Испании, но и другим уязвимым странам, приведут к дефляции, если они не будут сочетаться с политикой стимулирования роста в других государствах Европы. Германии и другим «профицитным» странам следует взять на себя обязательства по поощрению внутреннего потребления и инвестиций. Одновременно Европейскому центробанку необходимо в течение ряда лет проводить монетарную политику, стимулирующую рост, и поставить перед собой четкую цель — удерживать курс евро на низком уровне. «Большой двадцатке» следует поддержать эту политику, чтобы не допустить спада в еврозоне, который поставит под угрозу оживление в мировой экономике и способен распространиться на другие страны, где государственная задолженность высока и продолжает расти.

При энергичной реализации и в условиях устойчивого оздоровления глобальной экономики данный план может привести к ускорению роста испанского экспорта (скажем, на 6% в год в реальном исчислении, т. е. на уровне прогнозируемой динамики мировой торговли); при этом внутренний спрос и импорт останутся на прежнем уровне или сократятся. Тогда Испания сможет за три-четыре года завершить структурные преобразования и при благоприятных обстоятельствах избежать «эгейского гриппа».

Часть III МЕРЫ ПО ПРЕОДОЛЕНИЮ КРИЗИСА

Три пункта: план спасения евро¹

Ури Дадуш

Пакет финансовой помощи, запрошенный Грецией, в случае его выделения позволит странам еврозоны выиграть полгода, максимум год. К этому времени греческое правительство израсходует полученные средства и будет вынуждено либо обращаться за дополнительной помощью, либо брать кредиты под астрономический процент. И даже это произойдет лишь в том случае, если кризис доверия к Греции не усилится, приводя к банкротству банков и сужению базы налогообложения, и «эгейский грипп» не перекинется на другие страны.

Но даже если пакет помощи поможет отчасти восстановить уверенность инвесторов, он не устранит основные причины кризиса в еврозоне: ведь ситуация в Греции — лишь его предвестник. Бюджетные проблемы и расширение спредов по государственным кредитам являются наиболее очевидными симптомами кризиса, но они неразрывно связаны с более глубоким недугом — снижением производительности труда и утратой конкурентоспособности греческой, ирландской, итальянской, португальской и испанской экономики. После перехода на евро эти страны в плане конкурентоспособности чрезвычайно отстали от Германии и еще больше от США, Китая и Японии.

Результатом ослабления конкурентоспособности стало снижение потенциальных темпов роста и, следовательно, способности этих стран наращивать не только государственную, но и частную задолженность. В Италии и Португалии эта тенденция проявляется со всей наглядностью уже как минимум пять лет, а в других трех странах ее до самых недавних пор скрывали «фасад» роста (как оказалось, неустойчивого) и бум на рынке жилья. Во всех пяти странах «Великая рецессия» выявила непрочность их модели роста, утвердившейся после перехода на евро, а также негативные тенденции в плане долгового бремени.

Как давно известно не только специалистам, но и широкой общественности, решение подобных проблем требует масштабных бюджетных и структурных реформ. Эта задача сама по себе чрезвычайно трудна. Но сегодня ситуация осложняется выводом многих аналитиков о том, что Греция находится на грани банкротства и ее долги рано или поздно придется реструктурировать, а также распространяющимся подобно инфекции снижением уверенности в других странах.

Вопрос, таким образом, заключается в том, как использовать те полгода, что позволяет выиграть пакет финансовой помощи Греции. Ниже мы предлагаем план, который, конечно, не гарантирует успеха, но сильно повышает шансы на сохранение еврозоны в ее нынешнем виде.

Во-первых, Международный валютный фонд должен разработать план по обеспечению оживления в экономике Греции, который не только носил бы далеко идущий характер, но и дал бы Афинам время, чтобы его эффективно реализовать. Только для стабилизации задолженности на нынешнем уровне 150% ВВП стране потребуется провести радикальную корректировку бюджета, эквивалентную как минимум 12% ВВП. В результате производство сократится еще больше. Поэтому согласованная с кредиторами реструктуризация задолженности Греции (продление срока погашения кредитов при продолжении выплаты процентов), а то и ее частичное списание (когда кредиторы потеряют часть самой суммы кредита) представляется неизбежным вариантом.

¹ Один из вариантов данной статьи был опубликован в выпуске «European Voice» от 29 апреля 2010 г.

Хотя лидеры стран еврозоны отказываются даже обсуждать вопрос о реструктуризации, финансовые рынки уже считают кредиты, выдаваемые Греции, заведомо убыточными. Финансовые структуры отказываются выдавать этой стране займы под разумные проценты, пока не станет ясно, насколько эффективно ей удастся принять меры по преодолению кризиса. Единственная альтернатива — если страны еврозоны в ближайшие три года возьмут на себя удовлетворение потребностей Греции в финансировании в объеме примерно 60 млрд евро в год.

Во-вторых, в качестве превентивной меры против распространения греческой «инфекции» другим уязвимым странам необходимо ускорить шаги по решению своих проблем с государственными финансами и конкурентоспособностью.

Хорошим ориентиром для них послужило бы сокращение первичного сальдо (баланса бюджетных доходов и расходов, не считая процентных выплат по кредитам) в достаточной мере, чтобы в течение трех лет соотношение задолженность/ВВП начало неуклонно снижаться. Для Испании, например, это означает сокращение первичного сальдо за три года примерно на 8%, а для Италии — на 4%. В обоих случаях это больше планируемых сегодня сокращений.

Другие, не менее важные реформы необходимы в сферах конкурентоспособности и производительности труда. И здесь проблемным странам надо поставить перед собой цель восстанавливать конкурентоспособность по отношению к Германии теми же темпами, какими они ее теряли. Поскольку удельные затраты на рабочую силу в Германии в номинальном исчислении практически не меняются (номинальная зарплата растет почти такими же темпами, как производительность труда), это означает, что этим странам надо за три года сократить свои аналогичные затраты на 5—7%. Для этого требуется либо умеренно сократить зарплаты, либо — что было бы целесообразнее — провести структурные реформы, позволяющие повысить производительность труда, или и то и другое одновременно. Основные структурные реформы должны предусматривать усиление гибкости и конкуренции в секторах, не связанных с внешней торговлей, в том числе сокращение и повышение эффективности государственного сектора, а также преобразование рынка труда. Некоторые из этих реформ принесут плоды лишь со временем, однако их необходимо реализовать уже в будущем году, чтобы внушить рынкам уверенность, что ситуация меняется к лучшему.

В-третьих, Германии и другим «профицитным» странам следует реализовать трехлетнюю программу по расширению спроса примерно на 1% совокупного ВВП еврозоны, чтобы скомпенсировать дефляционный эффект корректировки бюджетов в уязвимых странах. Цель этой программы (будем надеяться, что она будет осуществляться в условиях общего оживления мирового товарооборота) — поддерживать совокупный рост в Европе на уровне двух-двух с лишним процентов, даже несмотря на риск небольшого повышения уровня инфляции в профицитных странах. Реформы, стимулирующие потребление и внутренние инвестиции в странах, имеющих профицит бюджета, сохранение низких процентных ставок в еврозоне и «слабого» евро будут способствовать росту. «Большой двадцатке» также необходимо поддержать эту программу как способ не допустить «цепной реакции» долговых кризисов, способных поставить под угрозу оживление в мировой экономике.

Пора лидерам стран еврозоны отказаться от позиции страуса и начать действовать — не только помогая Греции, но и принимая необходимые меры в собственном доме.

Если все сложится удачно, нынешний эпизод, возможно, будут вспоминать как болезнь роста еврозоны.

Европа выиграла время — и только ¹

Ури Дадуш и Мойзес Наим

В понедельник фондовый рынок отреагировал вспышкой эйфории на распространенное накануне вечером сообщение о масштабном пакете экстренной помощи, призванном поддержать зашатавшиеся европейские экономики. Во вторник страсти несколько улеглись, биржевое «ралли» прекратилось, но развитие событий по-прежнему выглядит таким, каким и должно быть: согласованный в Брюсселе пакет дает странам Европы, попавшим в трудную ситуацию, столь необходимую им передышку и, возможно, даже способен спасти проект европейской интеграции от катастрофы, которой стал бы вынужденный отказ нескольких государств ЕС от евро. Одним словом, дело вроде бы пошло на лад — если эти меры сработают.

Но, к сожалению для Брюсселя, ответ на вопрос, даст ли экстренная помощь нужные результаты, от него никак не зависит. На деле решения, необходимые для преодоления кризиса в Европе, должны приниматься в Португалии, Испании и Италии. И это нелегкая задача: она требует затягивания поясов и болезненных шагов. Похоже, люди, устроившие на прошлой неделе беспорядки в Афинах, отлично это понимают. Поэтому в связи с попытками экономических реформ в Лиссабоне, Мадриде и Риме тоже следует ожидать массовых демонстраций.

Впрочем, прежде чем влить в бочку меда ложку дегтя, следует отметить позитивное значение брюссельского пакета. Принятые меры весьма важны, и не только из-за выделения беспрецедентной суммы денег (размер финансовой помощи превышает ВВП Финляндии и Нидерландов вместе взятых), но и потому, что они ставят крест на двух опасных идеях, поддерживавшихся лидерами объединенной Европы.

Во-первых, принятие пакета означает фактическое признание того, что устройство еврозоны в самой своей основе страдает изъянами. Принятые меры означают отказ от необоснованных надежд на гармоничное сосуществование централизованной монетарной и децентрализованной бюджетной политики. С момента введения единой валюты процентные ставки и объем денежной массы в масштабе всего Евросоюза определяются единым органом — Европейским центральным банком, а налоги и государственные расходы остаются прерогативой правительств стран-участниц. Последние решения означают четкое признание того факта, что слабость одного из участников равносильна слабости всего валютного союза, а потому в его рамках должна осуществляться жесткая координация налогово-бюджетной политики. Из этого неизбежно следует, что страны-участницы должны поступиться частью самостоятельности в данной сфере. С другой стороны, этапным следует признать и решение ЕЦБ о покупке государственных облигаций: он больше не делает вид, что ни при каких обстоятельствах не придет на помощь правительствам стран, попавших в трудное положение.

Во-вторых, принятые решения — это расставание с иллюзиями относительно того, что страны еврозоны способны справиться со своими проблемами без посторонней помощи. В нынешней экстренной ситуации поддержка потребовалась не только от стран ЕС, не входящих в зону, но и от Федеральной резервной системы США, а также Международного валютного фонда. Последний для спасения Европы берет на себя беспрецедентное финансовое бремя, а его помощь всегда сопровождается жесткими условиями. МВФ во многом будет диктовать Европе, что ей следует делать, чтобы получить доступ к необходимым средствам.

Отказ от этих иллюзий — позитивное событие. Но этим хорошие новости и исчерпываются. Во-первых, выделенные 750 млрд евро позволяют обеспечить финансовые потребности наиболее уязвимых стран ЕС (среди которых, несмотря на все

¹ Данная статья впервые опубликована в номере журнала «Foreign Policy» от 11 мая 2010 г.

заявления об обратном, числится и Италия, где уровень долгового бремени и затрат на рабочую силу так же высок, как и в Греции) лишь в течение полутора лет. Решение их проблем — утраты конкурентоспособности, раздутых зарплат государственных служащих, и негибкости рынка труда — не может быть достигнуто за счет нового источника заимствований. Эти меры позволяют лишь выиграть время, и не так уж много времени.

Действительно, отвести уязвимые страны от края пропасти необходимо в весьма короткие сроки. И речь здесь не о том, чтобы государство пришло на выручку банкам, оказавшимся на пороге банкротства, что предусматривалось мерами, принятыми в конце 2009 г., а о том, что проблемным странам должны оказывать помощь государства, где ситуация тоже складывается не лучшим образом. Например, Греция, Португалия, Испания и Италия должны потратить более 6% ВВП на поддержку финансовых учреждений из согласованного списка, и это не считая тех денег, что может потерять ЕЦБ на тех государственных облигациях, которые он согласился купить. Подобные расходы эти страны просто не могут себе позволить. А если учесть, что к 2015 г. среднее соотношение госдолг/ВВП у развитых стран «большой двадцатки», вероятнее всего, достигнет 120%, то финансовые возможности Германии, Франции и других стабильных государств по поддержке партнеров по ЕС, наделавших ошибок, также вызывают сомнения.

Реальная проблема заключается в том, что европейцы не готовы к необходимым реформам, а политики не разъясняют гражданам всю серьезность ситуации. Европейцы должны понять: если ЕС не начнет осуществлять крайне непопулярные реформы, без которых никак не обойтись, выделенный пакет финансовой помощи не спасет положение. Вместо очередной отсрочки реформ лидерам европейских стран следует использовать передышку, которую они только что себе обеспечили, для создания политических коалиций, необходимых, чтобы провести эти преобразования.

Как это должно выглядеть? Лекарство для «занедуживших» стран хорошо известно. Испании, Португалии и Италии надо сократить бюджетный дефицит, заморозить или урезать зарплаты бюджетников и реформировать рынок рабочей силы для повышения производительности труда и частичного восстановления утраченной конкурентоспособности по отношению к Германии. В то же время сама Германия и другие страны со здоровой экономикой должны принять более энергичные меры по стимулированию внутреннего спроса, чтобы Европа не скатилась в дефляцию.

Кроме того, в рамках этого сценария лидерам объединенной Европы надо в ближайшее время прояснить ситуацию в тех случаях, когда выплата государственной задолженности невозможна (что очевидным образом относится к Греции), и настоять на том, чтобы часть этого бремени взяли на себя не только европейские и греческие налогоплательщики, но и частные кредиторы.

Чтобы понять результативность экономических мер, одобренных в воскресенье лидерами Евросоюза, не нужно следить за колебаниями фондового рынка. Реальным критерием успеха станет решимость и быстрота, с которой отдельные европейские страны будут осуществлять болезненные реформы. Поэтому, как ни трагично это звучит, массовые демонстрации в Лиссабоне, Мадриде и Риме станут самым лучшим показателем серьезности подхода соответствующих правительств.

Уроки кризиса ¹

Паола Субаччи

Выделение странами еврозоны чрезвычайной финансовой помощи в размере 720 млрд евро, которой предшествовал «пакет» в 110 млрд для спасения Греции, на первый взгляд сопровождается весьма жесткими условиями. Тем не менее проблемы доверия и риска недобросовестности сохраняют актуальность, поскольку, несмотря на неоднократные заявления о строгой приверженности положениям Лиссабонского договора, запрещающим подобную финансовую помощь, правительства стран ЕС и Международный валютный фонд в конце концов все же создали «страховочную сеть» для государств, оказавшихся под угрозой дефолта.

Повлияет ли это на доверие к еврозоне в целом? Скорее всего, нет. Игроки финансовых рынков никогда не верили в реальность положения об «отказе от финансовой помощи». Кроме того, неуклюжие попытки избежать любых шагов, которые можно было бы расценить как уступку «недисциплинированной» бюджетной политике, сами по себе не слишком способствовали укреплению репутации еврозоны. Если бы еще в первом акте «греческой трагедии» другие государства зоны разработали реалистичный план действий и в один голос сделали заявления, внушающие рынкам уверенность, это был бы более эффективный и в конечном счете менее затратный способ успокоить инвесторов, обуздать волатильность и снизить уровень неопределенности.

Принятие стабилизационного пакета — хорошая новость: оно свидетельствует о способности и готовности европейских стран к скоординированной реакции на кризис и их стремлении не допустить краха валютного союза. Но, возможно, эти меры не покажутся рыночным игрокам достаточно убедительными. Если инвесторы придут к выводу, что предпринятые шаги по ужесточению бюджетной политики в уязвимых странах нельзя успешно реализовать по экономическим и политическим причинам, они будут и дальше проверять на прочность готовность ЕС поддержать евро. А размер стабилизационного пакета недостаточен, чтобы сдерживать распространение «инфекции» на все проблемные страны, особенно если события в Италии будут развиваться по негативному сценарию. Принятые меры позволяют выиграть какое-то время для стабилизации бюджетов и стимулирования роста, но сегодня первостепенное значение имеют действенные шаги по сдерживанию «инфекции».

Косвенно принятие стабилизационной схемы дает сигнал о том, что ответственность за восстановление доверия теперь ложится на все страны, испытывающие серьезные проблемы с бюджетным дефицитом и конкурентоспособностью. Но отдавать ситуацию в этих странах (не только в Греции, но и в Португалии, Испании, Италии и Ирландии) на откуп их собственным внутривалютным механизмам и ограничениям значит вести дело к грядущей катастрофе. Меры по ужесточению финансовой дисциплины, принимаемые этими государствами, носят чересчур робкий и узкий характер, а также слишком уязвимы перед лицом внутривалютного давления. Поэтому они вряд ли способны убедить инвесторов. В целом же нынешний кризис продемонстрировал, что изъяны экономической политики на национальном уровне могут потребовать экстренного вмешательства на уровне всего ЕС. Подобное вмешательство сохранит актуальность и после того, как чрезвычайная ситуация будет устранена.

В том, что касается стран, испытывающих самые серьезные бюджетные проблемы, другие государства ЕС, а не только Еврокомиссия и Международный валютный фонд, должны иметь возможность обсуждать ситуацию, вносить предложения, требовать в обязательном порядке принятия нужных мер и даже при необходимости вводить

¹ Данная статья впервые опубликована в выпуске «European Voice» от 20 мая 2010 г.

соответствующие санкции. Они также должны отслеживать реализацию выработанных планов.

Помимо разработки конкретных шагов по укреплению бюджетной сферы (что предусматривают нынешние планы), необходимо также определить методы повышения конкурентоспособности и производительности труда, попытаться найти нужное соотношение между мерами налогово-бюджетного порядка и политикой стимулирования роста, внедрением финансовой дисциплины и структурными реформами. Эти планы должны быть убедительными, а при их осуществлении нельзя успокаиваться на достигнутом. Более того, в условиях, когда общественность наиболее уязвимых стран в лучшем случае не поддерживает, а в худшем случае настроена против любых мер жесткой экономии, критическое значение приобретает налаживание диалога с людьми и завоевание их поддержки. Меры по укреплению бюджета и планы реформ должны четко разъясняться общественности, а бремя корректировки необходимо распределять честным и транспарентным путем, чтобы жители этих стран не чувствовали, что к ним относятся несправедливо.

Помимо самих чрезвычайных мер необходимо выработать механизм выявления потенциальных чрезвычайных ситуаций. Мы знаем, что кризис в Греции — не разовый случай, а лишь вершина айсберга. Несомненно, надзор на уровне ЕС в целом был недостаточно жестким, чтобы не допустить чрезмерного роста долгового бремени у ряда стран-участниц. Как уже предлагается, государства ЕС должны иметь право оценивать годовые бюджеты своих партнеров. Подобный анализ должен также служить средством мониторинга соблюдения согласованных ориентиров. При этом наблюдение не должно ограничиваться бюджетными вопросами: необходимо отслеживать и основные экономические индикаторы, такие как темпы роста ВВП, повышение производительности труда и состояние платежного баланса.

Проблемы Греции также продемонстрировали отсутствие надлежащей комплексной экспертизы при приеме стран в валютный союз. Более тщательная проверка, а также полномасштабный анализ статистических данных позволили бы выявить структурные изъяны «греческой модели».

Таким образом, будущие заявки на членство в еврозоне должны рассматриваться более внимательно. Эстония, чье вступление в зону было на прошлой неделе санкционировано Еврокомиссией, может стать в этом смысле лакмусовой бумажкой. Одним из требований к будущим членам должно стать своевременное предоставление надежного и пригодного для сравнительного анализа набора макроэкономических данных (о статистике Греции этого сказать было нельзя). Необходимо изменить и сами критерии членства в зоне: маастрихтские требования предусматривают один стандартный подход для всех. Надо учитывать как структурные, так и циклические индикаторы.

Валютному союзу необходимы точная статистика, полный обмен информацией, координация политики и надзор участников друг за другом. От этого зависит сохранение единственного существующего на сегодняшний день валютного союза.

Остерегайтесь «инфляционного фундаментализма»¹

Ури Дадуш и Мойзес Наим

То, что происходит сейчас в Греции, неизбежно выйдет за ее пределы. Хотя на долю этого «расточительного» государства приходится лишь 0,5% общемирового ВВП, его финансовый крах обернется последствиями глобального масштаба. Исходящая от Греции финансовая «радиоактивность», возможно, представляет собой самую серьезную угрозу для евро за весь период его существования, — а то и для всего «европейского проекта».

Причины нынешних бед Греции известны: слишком большие расходы, плохая собираемость налогов и подтасовка отчетности. Но это еще не все. Испания и Ирландия, — например, также оказались в тяжелом положении, несмотря на то, что соотношение госдолг/ВВП у них ниже, чем у Германии. Италия, также попавшая в «перекрестье прицела» финансовых игроков, имеет высокую государственную задолженность, но дефицит ее бюджета меньше, чем средний показатель по еврозоне. В то же время Испании разумная бюджетная политика не избавила от высокой безработицы.

Корень проблем заключается в том, что в этих странах цены и зарплаты росли гораздо быстрее, чем в Германии и других государствах еврозоны. При этом утрату конкурентоспособности уже невозможно компенсировать девальвацией национальной валюты. «Мыльные пузыри» на рынках недвижимости в Ирландии и Испании усугубили их экономические затруднения. Не способствуют улучшению ситуации также требования о повышении зарплат и негибкость трудового законодательства, характерные для большинства уязвимых стран.

Поскольку отказ от евро, по крайней мере на данный момент, представляется для этих стран невыполнимым, их, возможно, ждет не один год жесткой экономии (сокращения зарплат и бюджетов) в сочетании с анемичным ростом, высокой безработицей и дефляцией.

Есть способы, позволяющие ослабить болезненность этих потрясений. Например, Германия и другие страны могли бы какое-то время проводить бюджетную политику, в большей степени направленную на стимулирование роста. Или, что было бы еще действеннее, такую политику в течение нескольких лет могли бы принять на вооружение все участники еврозоны. Сегодня, однако, подобный вариант подвергается анафеме: против него категорически выступают «инфляционные фундаменталисты». Эта элита (руководители центробанков, высокопоставленные чиновники экономических ведомств, политики, ученые и журналисты) утверждает, что рост уровня инфляции свыше 2% чреват неприемлемым риском.

В основе такой точки зрения лежат воспоминания о катастрофической гиперинфляции в Германии 1930-х годов и стагфляции в промышленно развитых странах в 70—80-е годы прошлого века. Но, как это происходит со многими разумными идеями, когда они приобретают характер культа, «инфляционный фундаментализм» способен принести реальный вред. Не существует никаких или почти никаких эмпирических данных, подтверждающих, что небольшая инфляция, если она остается на умеренном уровне, препятствует росту. В большинстве стран прямое сокращение зарплат крайне затруднено, а то и невозможно по политическим соображениям. Однако, чтобы восстановить конкурентоспособность и сбалансировать бюджет, корректировка реальных зарплат порой неизбежна. И незначительное повышение инфляции позволяет осуществить такую корректировку, избегая масштабных политических конфликтов.

С другой стороны, чрезвычайно низкая инфляция в условиях рецессии может легко перерасти в дефляцию. Падение цен побуждает людей откладывать расходы на потом, что усугубляет ситуацию и снижает налоговые поступления, подрывая возможности

¹ Данная статья впервые опубликована в «Financial Times» 5 марта 2010 г.

государства по обслуживанию задолженности — а это, в свою очередь, ведет к увеличению ее объема и затрат на выплату долгов.

Вредные последствия «инфляционного фундаментализма» этим не исчерпываются. Сосредоточивая внимание исключительно на борьбе с инфляцией, политическое руководство страны легко может потерять из вида общую картину — цены на активы, ситуацию с ростом и безработицей. Экономическая политика бывает не только слишком мягкой, но и избыточно жесткой, как это происходило накануне кризиса в Соединенных Штатах, когда низкая инфляция воспринималась как признак общего благополучия в экономике.

Крайне низкая инфляция также снижает эффективность монетарной политики в условиях ослабления роста — ведь процентные ставки не могут упасть ниже нуля. В ходе нынешнего кризиса государствам приходилось слишком сильно опираться на финансовые стимулы, а центральные банки были вынуждены напрямую скупать ценные бумаги, принимая на себя дополнительный риск и искажая функционирование финансовых рынков.

Кризис в зоне евро лишний раз подчеркивает необходимость непредубежденной дискуссии о достоинствах и недостатках крайне низкой инфляции. Кстати, главный экономист МВФ Оливье Бланшар только что призвал подумать о менее жестких ориентирах в плане инфляции — на уровне 4%. Для этого потребовалось немалое мужество. Подобное заявление, исходящее из храма «инфляционного фундаментализма», выглядит столь же удивительно, как призыв раввина к отказу от кошерных продуктов.

Как же отреагировали на предложение Бланшара члены правления Европейского центрального банка? «Игра с огнем», «крайне нецелесообразно» и даже «дьявольская ошибка». Кризис евро и пренебрежительное отношение к рекомендации весьма уважаемого деятеля безошибочно свидетельствуют о том, что пришло время для серьезного критического анализа «инфляционного фундаментализма».

Часть IV

ВОЗДЕЙСТВИЕ КРИЗИСА НА ДРУГИЕ СТРАНЫ

Кризис евро масштабнее, чем вы думаете

Ури Дадуш и Шимелс Али

Восемь стран, последними вступившие в Евросоюз, — Болгария, Венгрия, Латвия, Литва, Польша, Румыния, Чехия и Эстония — намерены рано или поздно перейти на евро. Однако все они страдают от тех же проблем, из-за которых в Греции, Ирландии, Италии, Португалии и Испании возник кризис: утраты конкурентоспособности, роста дефицита платежного баланса и ухудшения ситуации с государственными финансами. При этом страны, чьи валюты привязаны к евро и имеют фиксированный курс, — Болгария, Латвия, Литва и Эстония — находятся в куда худшем положении, чем придерживающиеся плавающего курса национальной валюты Венгрия, Польша, Румыния и Чехия. Структурные диспропорции, в том числе и в платежном балансе, характерные для всех «новобранцев» ЕС, говорят о том, что ни одна из этих стран не будет готова в ближайшем будущем войти в еврозону, поскольку это скорее всего лишь усугубит имеющиеся перекосы. Когда и если они введут евро, им стоит руководствоваться важными уроками, которые можно извлечь из опыта стран ГИИПИ, чтобы в дальнейшем избежать болезненной адаптации.

«Новобранцы» ЕС: бум на первом этапе

Процесс, в ходе которого новые члены ЕС утратили конкурентоспособность, во многом напоминает то, что случилось со странами ГИИПИ: снижение процентных ставок и ожидания, что по основным экономическим показателям они скоро приблизятся к государствам еврозоны, привели к буму в сфере внутреннего спроса. Углубление финансовой интеграции и низкие барьеры для притока капитала, а также снижение восприятия рисков, связанных с валютным курсом (особенно в странах, чьи валюты привязаны к евро), способствовали привлечению иностранных капиталов. Это еще больше стимулировало спрос, среднегодовые темпы роста которого за 2002—2007 гг. в трех прибалтийских государствах (Латвии, Литве и Эстонии) составляли более 10%, а в Болгарии — почти 9%. Возник опережающий рост цен на товары и услуги, не связанные с внешней торговлей, а рынок рабочей силы сузился, в результате чего зарплаты повышались намного больше, чем производительность труда. Снижение конкурентоспособности вскоре привело к значительному макроэкономическому дисбалансу. Экономическая активность подстегивалась выше уровня имеющихся возможностей, и производственный разрыв (разница между реальным и потенциальным ростом ВВП в качестве доли потенциального ВВП) в трех прибалтийских государствах достиг весьма большого объема. Для стран с плавающим курсом валюты этот феномен был не столь выражен, но в Румынии и Чехии также наблюдался быстрый рост производственного разрыва.

Реальный эффективный валютный курс, в основе которого лежат удельные затраты на рабочую силу, в большинстве стран-«новобранцев» существенно увеличился, особенно в Латвии и Румынии. Это выразилось в ухудшении экспортных показателей (прежде всего в странах, чья валюта привязана к евро). Дефицит внешнеторгового баланса Болгарии за 2002—2007 гг. увеличился на 10%, а Латвии — на 14%.



Рис. 17. Изменение удельных затрат на рабочую силу в евро за 2004—2008 гг. Источники: ОЭСР, Евростат

Привязка и плавающий курс

Внешний и внутренний дисбаланс приобрел куда более выраженный характер в странах, валюта которых привязана к евро. Хотя в период докризисного бума казалось, что фиксированный валютный курс дает преимущества (рост в странах с «привязкой» был выше, чем в государствах с плавающим курсом), от последующего спада первые также пострадали гораздо больше.

Таблица 5

Изменение внешнеторгового баланса за 2002—2007 гг.

Страна	% ВВП
<i>Страны с «привязанным» валютным курсом</i>	
Болгария	-14
Латвия	-10
Литва	-7
Эстония	-4
<i>Страны с плавающим валютным курсом</i>	
Румыния	-6
Польша	0
Венгрия	4
Чехия	7

Источник: Всемирный банк.

После вступления в ЕС (в 2004—2008 гг.) среднегодовые темпы роста зарплат в странах с «привязанной» валютой измерялись двузначной цифрой. В Латвии они достигали 25%, в десять с лишним раз превышая средний показатель по еврозоне. Поскольку это не сопровождалось соответствующим повышением производительности труда, удельные затраты на рабочую силу (в пересчете на евро) в Латвии увеличились почти в два раза, а в Эстонии и Литве — на 40—60% (намного больше, чем даже в странах ГИИПИ). И хотя в странах с плавающим валютным курсом рост этих затрат был в общем умеренным, в Румынии он составил примерно 90%.

После резкого роста притока капиталов в прибалтийские государства в предкризисные годы (они финансировали рост кредитования с помощью зарубежных банков) внезапное сокращение этих потоков начиная со второй половины 2008 г. усугубило экономический спад. В 2009 г. внутренний спрос в странах Балтии снизился на 25% — почти в восемь раз сильнее, чем в среднем по еврозоне, а в Болгарии — примерно на 15%. Безработица, сокращавшаяся в период докризисного бума, в 2008—2009 гг. резко возросла: в Эстонии и Литве — на 9%, в Латвии — на 10% с лишним.

В странах с плавающим валютным курсом бум не носил столь выраженного характера, но наличие у них более широкого набора политических инструментов позволило им умерить и масштабы рецессии. ВВП Венгрии, Чехии и Румынии сократился в 2009 г. на 4—7% — сильнее, чем в среднем по еврозоне (4,1%), но намного меньше, чем у стран с валютами, привязанными к евро. Этому способствовали снижение курсов национальных валют и монетарная политика, стимулирующая рост. С III квартала 2008 г. по II квартал 2009 г. венгерская, румынская и чешская валюты подешевели по отношению к евро на 10—20%, а польский злотый — на целых 30%, что создало предпосылки для необходимого стране увеличения экспорта. Польша стала единственным государством ЕС, где в 2009 г. наблюдался экономический рост. Тем не менее в связи с резким снижением ликвидности некоторым из стран с плавающим валютным курсом пришлось прибегнуть к помощи МВФ.

Готовы ли они к переходу на евро?

Судя по всему, ни одна из стран-«новобранцев» в ближайшее время не будет готова к введению евро, даже если предположить, что участники еврозоны смогут быстро стабилизировать свою экономику и вернуть уверенность инвесторам. При всем повышенном внимании к финансовому положению кандидатов на вступление в зону и болезненных мерах жесткой экономии, принятых новыми членами ЕС в период рецессии, главные экономические проблемы этих государств связаны не с изъянами бюджетной политики, а с утратой конкурентоспособности и чрезмерным перетеканием ресурсов в сектора, не связанные с внешней торговлей.

В Эстонии финансовая ситуация складывается намного лучше, чем у остальных «новобранцев», и она, как ожидается, перейдет на евро в январе 2011 г. Однако для этой страны еще недавно был характерен очень большой дефицит текущего сальдо платежного баланса (примерно 12% ВВП в 2002—2008 гг.), а ее совокупная внешняя задолженность выросла в два с лишним раза, что не может не вызывать беспокойство. Хотя в 2009 г. Эстонии удалось обеспечить положительное сальдо текущего баланса, за это пришлось расплачиваться ростом безработицы на 10 процентных пунктов. Среди стран с плавающим валютным курсом, чья конкурентоспособность выше, только в Чехии показатели инфляции и процентные ставки соответствовали критериям еврозоны.

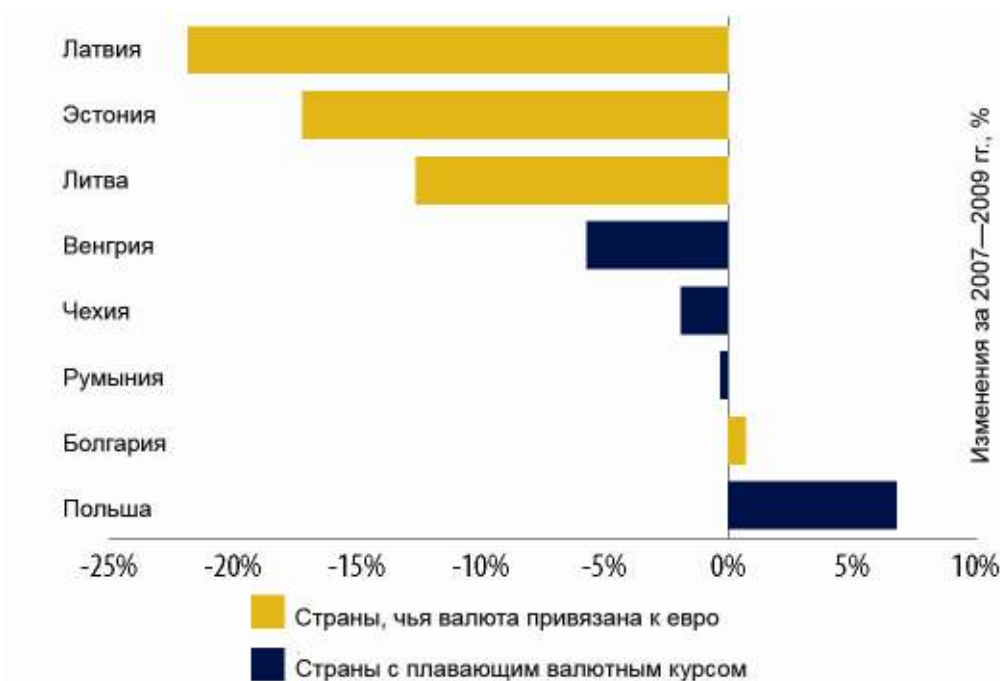


Рис. 18. Реальный ВВП. Источник: МВФ

Поскольку совокупная задолженность у «новобранцев» за исключением Венгрии меньше даже предписываемых странам еврозоны 60% ВВП, они в этом смысле находятся в куда лучшем положении, чем страны ГИИПИ. Однако их долги быстро увеличиваются. Например, по прогнозам на 2010 г. задолженность Латвии будет примерно в четыре раза выше уровня 2000—2007 гг., а у Эстонии и Литвы она возрастет вдвое. Несмотря на низкое соотношение госдолг/ВВП, это бремя скоро может стать непосильным, если они не решат проблему конкурентоспособности. В рейтингах качества государственного управления «новобранцы» за исключением Чехии и Эстонии оказываются ниже одолеваемой долгами Греции и сильно отстают от других стран еврозоны; это говорит о том, что их способность брать большие кредиты, не провоцируя тревоги на рынках, ограничена.

Хотя девальвация национальной валюты в сочетании с другими мерами по ограничению спроса и зарплат могла бы помочь странам с «привязанным» валютным курсом частично восстановить утраченную конкурентоспособность, наличие большой внешней задолженности не дает им отойти от фиксированного курса по отношению к евро. У Латвии кредиты в иностранной валюте составляют до 90% общей задолженности, у Эстонии — 85%, а у Литвы — 65%. Внешняя задолженность ограничивает гибкость валютного курса даже в тех странах, где он носит плавающий характер. Например, Венгрия и Румыния должны австрийским банкам большие суммы в евро.

Уроки кризиса

Один очевидный урок нынешних событий для стран еврозоны заключается в том, что им необходимо ужесточить критерии при приеме новых членов. В частности, содержащееся в Маастрихтском договоре требование относительно бюджетного дефицита в размере не более 3% ВВП, часто подвергавшееся критике за негибкость в условиях спада, неверно ориентирует кандидатов на вступление. Чтобы скомпенсировать рост спроса, как правило, сопровождающий переход на евро, необходимо не поддерживать дефицит на низком уровне, а сводить бюджет со значительным профицитом. Более того, подобно странам ГИИПИ «новобранцам» необходимо провести масштабные реформы для восстановления конкурентоспособности включая сокращение зарплат и ужесточение бюджетной дисциплины. В то же время у них есть возможность учиться на опыте стран ГИИПИ. Они могут извлечь из него еще три важных урока:

- ситуацию с конкурентоспособностью необходимо тщательно отслеживать, и, поскольку после введения евро девальвация исключена, реформы надо проводить безотлагательно;
- особое внимание следует уделять уровню зарплат и гибкости рынка труда, а также стимулированию развития секторов, связанных с внешней торговлей;
- в первые годы после введения евро было бы целесообразно умерять приток в страну иностранного капитала, особенно кредитного, за счет ужесточения регулирования банковских заимствований и использования общих рычагов контроля над капиталом.

В заключение следует отметить, что, несмотря на твердое намерение перейти на евро, новым членам ЕС необходимо тщательно проанализировать свое экономическое положение и применить на практике эти полезные уроки, чтобы избежать в будущем весьма болезненных корректировочных мер.

Угроза американской экономике

Ури Дадуш

Соединенные Штаты жизненно заинтересованы в сдерживании кризиса, возникшего по другую сторону Атлантики. Америка тесно связана с Европой через торговлю, инвестиции и финансовые рынки, и кризис евро уже оказывает воздействие на экономику США. Если кризис распространится на другие государства Европы, устойчивость американской монетарной и бюджетной политики также окажется под угрозой. Соединенные Штаты уже принимают определенные меры, чтобы ослабить последствия кризиса: в частности, в начале мая Федеральная резервная система возобновила действие долларовой своп-линии. Кроме того, Вашингтон поддержал участие МВФ в реализации плана помощи европейцам. Помимо этого, США следует согласиться с тем, чтобы евро какое-то время был «слабым». В ответ Америка могла бы задействовать свой моральный авторитет, призывая к укреплению государственных финансов и структурным реформам в уязвимых странах еврозоны и более активному стимулированию спроса в профицитных государствах ЕС.

Воздействие кризиса на Соединенные Штаты

Между США и странами Европейского союза существуют значительные торговые и инвестиционные связи. На долю Европы приходится до 20% американского экспорта, европейцам принадлежит более 50% американских активов, которыми владеют иностранцы, а американцам — почти 40% таких же европейских активов. Таким образом, снижение темпов экономического роста и повышение волатильности в Европе чревато для Соединенных Штатов серьезными последствиями, ставя под угрозу увеличение экспорта и капитализацию активов. Пока Европа отстает по темпам оживления экономики: в I квартале ее ВВП вырос всего на 0,3% (для сравнения: рост в США составляет 2,5%, а в Китае — 11,9%), и теперь эта ситуация может ухудшиться, еще не начав улучшаться.

Скорее всего в ближайшие месяцы кризис обернется дальнейшим падением курса евро. С конца ноября — за два месяца до того, как Обама заявил о планах двойного увеличения американского экспорта в течение пяти лет, — он уже подешевел по отношению к доллару на 20% с лишним, и не исключено, что это падение продолжится до уровня «один к одному». В совпадающих экспортных секторах США и Европы (например, в авиа- и машиностроении, сфере профессиональных услуг) удешевление евро ослабит конкурентоспособность американских товаров на мировом рынке. Падение курса единой европейской валюты обернется также снижением покупательной способности туристов из Старого Света, приезжающих в Соединенные Штаты, а европейские товары на американском рынке будут стоить дешевле — и это в тот период, когда руководство страны рассчитывает избежать возврата к большому дефициту текущего баланса. В ситуации, когда импорт скорее всего увеличится, а экспорт упадет, двусторонний торговый баланс США с Европой, вероятно, ухудшится. Кризис евро по определению отразится на прибылях американских компаний, работающих в Европе, когда доходы и активы в балансах будут пересчитаны на доллары. Еще больше снизятся прибыли фирм из США, продающих свою продукцию в Европу и расплачивающихся с поставщиками в долларах; хотя корпорациям, реализующим свою продукцию в долларовой зоне и имеющим европейских поставщиков, нынешняя ситуация будет выгодна.

Несмотря на негативное воздействие ослабления евро на создание рабочих мест в США, самые важные последствия кризиса европейской валюты для американской экономики будут ощущаться в финансовой, а конкретнее в банковской сфере. Хотя вложения американских банков в самых уязвимых странах Европы ограничиваются суммой в 176 млрд долл., или 5% общего объема кредитных средств, предоставленных ими зарубежным заемщикам, их косвенные связи с этими странами, действующими через все международные банки, значительно обширнее. Кроме того, европейские банки,

естественно, держат большое количество государственных облигаций собственных стран, и, как недавно сообщила «Wall Street Journal», их объем в некоторых случаях превышает собственные банковские резервы. Цепочка банкротств финансовых учреждений Европы вполне может спровоцировать новый мировой кредитный кризис.

Кризис уже существенно повысил волатильность фондовых рынков: за последние два месяца индекс волатильности VIX вырос в два с лишним раза. Уверенность банков при проведении взаимных операций, напротив, резко снизилась: спред TED (разница между ставками межбанковских кредитов на три месяца и процентами по казначейским облигациям) достиг в мае максимального за последние девять месяцев значения — 35 базисных пунктов, повысившись с марта на 10,6 базисного пункта.

Разрастание кризиса необходимо остановить

Фоном для всех этих тревог служит кризис, пока в основном ограничивающийся территорией Греции — страны, на долю которой приходится 2,6% совокупного ВВП еврозоны. Можно представить, что произойдет, если он перекинется на Испанию или Италию, чей ВВП превосходит греческий в пять-шесть раз. Торговые, инвестиционные и финансовые проблемы в этом случае усилятся многократно, но этим его негативное воздействие на основополагающие интересы США не ограничится:

1. Хотя распространение кризиса евро первоначально приведет к улучшению условий предоставления кредитов американскому государству из-за эффекта «тихой гавани», оно также привлечет повышенное внимание к высокому (и растущему) уровню государственной задолженности США. Это может привести к значительному повышению процентов, которые инвесторы будут требовать при приобретении американских гособлигаций, что усилит нестабильность динамики задолженности Соединенных Штатов. В то же время США имеют явные преимущества над отдельными странами Европы благодаря плавающему курсу доллара.

2. Если кризис распространится, это продлит период, в ходе которого Европейский центральный банк будет держать процентные ставки на низком уровне, что скорее всего вынудит США следовать его примеру. Такой результат может усугубить избыток ликвидности, что чревато непредсказуемыми последствиями, и обострит дисбалансы в экономике.

3. Если разрастание кризиса евро спровоцирует дефолты и приведет к выходу ряда стран из еврозоны, это способно подорвать доверие ко всему «европейскому проекту» и, в частности, воспрепятствовать присоединению к ЕС нескольких восточных соседей. В этом случае по всей периферии объединенной Европы возникнет нестабильное «пограничье», а доверие к ЕС снизится еще больше.

Таким образом, для Соединенных Штатов опасности, связанные с распространением кризиса евро, явно перевешивают издержки содействия корректировочным мерам в Европе за счет согласия с низким курсом евро, предоставлением МВФ дополнительных средств, а также расширения своповых валютных операций ФРС. В ответ США могут поддержать своим весом давление в пользу проведения странами Старого Света необходимых реформ.

Кризис евро и развивающиеся страны

Ури Дадуш

Кризис общеевропейской валюты угрожает не только экономической стабильности самой еврозоны. Ослабление Европы обернется замедлением темпов роста экспорта в развивающихся странах и повышением волатильности на финансовых рынках. Кроме того, кризис евро, возможно, является лишь первым из эпизодов, в которых сочетание факторов уязвимости, порожденных глобальным финансовым кризисом, приведет к такому катастрофическому эффекту. Это говорит о том, что кризис госзадолженности в других регионах или глобальный кредитный кризис чреват аналогичными опасностями и для развивающихся стран. Руководство государств с переходной экономикой может предпринять целый ряд шагов (на них мы остановимся ниже), чтобы заранее ограничить возможные последствия такого развития событий. Кроме того, кризис в очередной раз подтвердил значение роли МВФ в качестве «кредитора на крайний случай».

Воздействие кризиса на развивающиеся страны

Экспорт. Кризис евро скорее всего приведет к снижению темпов роста в Европе как минимум на 1% — а ведь на ее долю приходится 27% экспорта развивающихся стран. Кроме того, с ноября 2009 г. евро уже девальвировался по отношению к доллару на 20% с лишним, и в ходе кризиса эти две валюты, возможно, будут обмениваться по принципу «один к одному». Ослабление евро резко снизит прибыльность экспорта в Европу и усилит конкуренцию со стороны европейских производителей в целом ряде секторов от сельского хозяйства до производства готового платья и бюджетных автомобилей.

Туризм и гастарбайтеры. Ослабление евро снизит покупательную способность европейских туристов, посещающих развивающиеся страны, и ценность денежных переводов, которые гастарбайтеры отправляют из Европы на родину.

Конкуренция на внутреннем рынке. В то же время снижение курса евро уменьшит издержки потребителей и компаний, импортирующих товары из Европы.

Потоки капитала. Кризис евро вынудит Европейский центральный банк в обозримом будущем поддерживать процентные ставки на самом низком уровне. Столь же низкий уровень ставок в Японии и США в сочетании с вялым ростом в Европе может привести к еще большему оттоку капитала на наиболее динамичные развивающиеся рынки. Это обернется инфляцией и давлением в пользу повышения курсов их национальных валют, усилит риск образования «мыльных пузырей» на фондовых рынках, а в конечном счете и внезапной остановки инвестиционных потоков.

Волатильность рынков Кризис евро чрезвычайно усилит волатильность финансовых рынков, что время от времени будет побуждать инвесторов действовать крайне осторожно. Индекс VIX, с помощью которого определяются затраты на хеджирование против волатильности курсов акций, за последние два месяца увеличился вдвое. Это, в свою очередь, ведет к повышению уровня и волатильности спредов на облигации стран с развивающейся рыночной экономикой (с апреля они возросли на 130 базисных пунктов) и к усилению колебаний валютных курсов в разных странах мира.

Доступность кредита. Кризис евро может ограничить возможности развивающихся стран получать коммерческие и иные банковские кредиты, поскольку в связи с ним возникают вопросы относительно устойчивости европейских банков, особенно финансовых учреждений уязвимых стран, чьи активы с наибольшей вероятностью включают большие объемы государственных облигаций собственных правительств. Впрочем, этим дело не ограничится: будет считаться, что все международные банки могут понести прямые или косвенные (через другие финансовые учреждения) убытки от кризиса в уязвимых странах. Уверенность при предоставлении межбанковского кредита уже ослабла: спред TED (разница между ставками межбанковских кредитов на три месяца и процентами по казначейским облигациям) достиг в мае максимального за последние

девять месяцев значения (35 базисных пунктов), повысившись с марта на 10,6 базисных пунктов.

Эпидемия кризисов. Неспособность сдержать кризис в Греции, предотвратить его распространение на Испанию и иные уязвимые страны вызовет тревогу относительно ситуации с госзадолженностью в других промышленно развитых государствах (например, в Японии, где соотношение госдолг/ВВП к 2015 г., как предполагается, будет почти вдвое выше, чем у Греции) и, естественно, в развивающихся странах. Если кризис затронет большое число государств, его последствия в плане международной торговли, кредита и инвестиций в развивающиеся страны лишь усилятся.

Необходимые меры

Стандартного рецепта для всех развивающихся стран, конечно, не существует, поскольку у них весьма различные стартовые позиции, но кое-какие общие выводы в сфере экономической политики сделать можно:

- Развивающимся странам необходимо будет меньше опираться на экспорт в промышленно развитые страны и в большей степени — на развитие внутреннего спроса и торговлю по линии «Юг — Юг».
- В некоторых случаях рекомендуется проявлять большую осторожность в вопросе отказа от политики стимулирования роста. В других ситуациях потребуется еще большее благоразумие в плане сдерживания бюджетного дефицита и обуздания роста государственной задолженности.
- Учитывая резкое повышение неопределенности относительно процентных ставок, еще важнее становится обеспечить совпадение валют, в которых деноминированы внешние долговые обязательства и доходы от экспорта, а также валютные резервы.
- Кризис евро также показал, что необходима крайняя осмотрительность в управлении притоком капиталов. В некоторых странах представляется целесообразным введение норм регулирования, призванных умерить портфельные капиталовложения и стимулировать прямые зарубежные инвестиции, отличающиеся большей стабильностью.
- Страны, обладающие большим активным сальдо внешнеторгового баланса и привлекающие значительные объемы иностранного капитала, могут позволить себе повышение курса национальной валюты, поскольку это стимулирует внутренний спрос и умеренное инфляционное давление.
- Пожалуй, в нынешней ситуации были бы полезны тщательный мониторинг и жесткое регулирование деятельности иностранных банков, а также их связей с отечественными финансовыми учреждениями.

На сегодня кризис евро дает нам еще два важных урока в плане экономической политики: в частности, в очередной раз подтвердился тезис о том, что жесткая привязка валютных курсов в сочетании с открытостью счета движения капитала и широкими возможностями получения кредитов за рубежом в иностранной валюте зачастую чревата опасными последствиями. В свое время жесткая привязка к американскому доллару обернулась существенным сокращением ВВП для Аргентины (на 18,4% с 1998 по 2002 гг.). И теперь страны, не входящие в еврозону, но много лет назад зафиксировавшие курс своих валют по отношению к евро, столкнулись с аналогичной ситуацией. Например, ВВП Латвии, Эстонии и Литвы к концу 2010 г. должны сократиться по сравнению с 2007 г. соответственно на 24,8%, 16,5% и 14,1%. Страны, придерживающиеся гибкого валютного курса, такие как Польша и Бразилия, или государства, отдавшие предпочтение привязке, но жестко контролирующей счет движения капитала, судя по всему, успешнее переживают неурядицы, вызванные кризисом.

Наконец, но не в последнюю очередь, кризис выявил ограниченные возможности региональных механизмов по борьбе с финансовыми потрясениями (даже если речь идет о богатых странах) и подчеркнул важнейшую роль глобального «кредитора на крайний

случай» — МВФ. Этот институт не только имеет в своем распоряжении больше ресурсов и опыта, чем любая региональная структура, но и обладает другим важным преимуществом — отстраненностью от чреватых разногласиями региональных политических процессов.

Назревает ли общий долговой кризис? ¹

Ури Дадуш и Беннет Стэнсил

Сейчас, когда подземные толчки великого финансового кризиса понемногу слабеют, возникла новая опасность: взрывной рост государственного долга в передовых странах. В связи с этим раздаются призывы к отказу от стимулирования экономики. Однако главная причина увеличения бюджетного дефицита — не государственные финансовые стимулы, а сокращение производства. Соответственно приоритетной задачей большинства стран, желающих выбраться из «долгового пике», должен быть не отказ от стимулов, а поддержание роста. Очень важно в этой связи сохранение уверенности рынков в способности крупных экономических держав контролировать государственные финансы, отсюда и необходимость в разработке эффективных долгосрочных планов стабилизации в бюджетно-налоговой сфере.

Хотя рынки нервно реагируют на проблемы с госдолгом малых стран еврозоны, эти затруднения можно и нужно преодолеть — если соседи окажут им помощь, а оздоровление европейской экономики продолжится. В среднесрочной перспективе источником наибольшей тревоги из крупных экономических держав является Япония.

Нарастающий государственный долг

В период кризиса уровень государственной задолженности в странах мира резко увеличился. По оценкам «Moody's», ее совокупный объем вырос с 62% общемирового ВВП в 2007 г. до 85% в 2009-м. За тот же период средний размер бюджетного дефицита в странах «большой двадцатки» повысился с 1% до 7,9% ВВП. Эти тенденции носят особенно выраженный характер в передовых странах из-за более резкого падения производства, более серьезного кризиса банковского сектора и развитости систем соцобеспечения. С 2007 г. госзадолженность девяти промышленно развитых стран, входящих в «двадчатку», увеличилась на 10% с лишним ВВП. И напротив, у восьми из десяти стран с развивающейся рыночной экономикой в составе «большой двадцатки» соотношение госдолг/ВВП снизилось или практически не изменилось.

В этом процессе основную роль сыграли не финансовые стимулы и меры по спасению банков, а сокращение налоговых поступлений и автоматическое увеличение государственных расходов. По имеющимся оценкам, пакеты стимулов обошлись странам «двадцатки» в 0,5% ВВП в 2008 г. и 2% ВВП в 2009 г. В то же время по состоянию на август 2009 г. средний объем финансовых вливаний в банковскую систему по странам «двадцатки» составил 3,4% ВВП, однако немалая часть этих средств будет государству возвращена. Затраты американских налогоплательщиков на спасение проблемных банков по сегодняшним оценкам не достигли и 1% ВВП.

Финансовые последствия рецессии в плане сокращения налоговых поступлений и автоматического увеличения расходов на помощь безработным и иные социальные нужды оказались гораздо масштабнее. Совокупные государственные расходы в США в 2009 г. возросли с традиционных 20,7% ВВП до 24,7% ВВП, в то же время налоговые доходы в том же году по предварительным оценкам должны сократиться со среднего показателя в 18,1% ВВП до 14,8%. В странах ЕС прогнозируется снижение налоговых поступлений с 30,8% ВВП в 2008 г. до 29,2%. В результате падения объема ВВП налоговые доходы американского государства за прошлый год упали на 17%, а в странах ЕС согласно наиболее правдоподобным оценкам — на 8%.

Поскольку в 2010 г. прогнозируется лишь небольшое оживление в экономике развитых стран, соотношение госдолг/ВВП в этих государствах будет увеличиваться. В то

¹ Данная статья впервые опубликована в выпуске «International Economic Bulletin» от 2 февраля 2010 г.

же время темпы этого увеличения замедлятся, поскольку ситуация с налоговыми поступлениями должна улучшиться, и власти начнут получать обратно средства, которые они выделили для поддержки банков. По оценке, содержащейся в недавно подготовленном докладе МВФ, объем государственной задолженности передовых стран, входящих в «двадцатку», к 2014 г. увеличится до 118% ВВП (в 2007 г. он составлял 78% ВВП). Ускорение экономического роста замедлит увеличение уровня государственного долга, но не сможет полностью свести его на нет, в связи с чем возникает вопрос о необходимости повышения налогов и сокращения расходов.

Последствия повышения задолженности и значение государственного управления

Рост задолженности, приводя к увеличению массы государственных облигаций, может обернуться снижением их стоимости и повышением процентов (чья динамика по определению противоположна котировкам), в результате чего увеличатся и издержки заимствования для всех экономических субъектов, пострадает рынок жилья и другие сектора, чувствительные к изменениям процентных ставок, притом что они уже в полной мере испытали на себе воздействие кризиса. Увеличение госдолга может также усилить ожидания повышения налогов и инфляции, подрывая тем самым уверенность деловых кругов и потребителей.

Кроме того, увеличение уровня задолженности и процентных ставок порой превращаются в усугубляющие друг друга тенденции. Исследования показывают, что по мере роста задолженности усиливается и ее воздействие на процентные ставки. В результате, по оценкам Белого дома, расходы американского государства на обслуживание задолженности с 2009 по 2019 гг. должны повыситься в три раза — с 1,2% ВВП до 3,4%.

Впрочем, уровень задолженности — не единственный фактор, определяющий динамику процентных ставок. Важную роль играют также характер монетарной политики, предполагаемые угрозы курсу валюты, инфляционные ожидания и степень готовности к рискованным операциям. По мере оживления экономики, когда инвесторы начнут скупать уже не государственные облигации, а менее надежные ценные бумаги, процентные ставки по гособлигациям начнут повышаться. По последним наиболее распространенным прогнозам в 2010 г. проценты по гособлигациям крупных промышленно развитых стран с десятилетним сроком погашения должны увеличиться на 20—70 базисных пунктов.

Впрочем, наверное, самый важный детерминант процентных ставок по гособлигациям, также связанный с размером задолженности, — это уверенность инвесторов в системе управления государством: в том числе, например, в последовательности и качестве руководства страной, независимости центрального банка и сплоченности политических сил. Здравый смысл и результаты научных исследований подсказывают: странам с низким качеством государственного управления приходится за это доплачивать при заимствованиях.

Опыт истории демонстрирует: степень уверенности в качестве государственного управления решающим образом влияет на реакцию инвесторов на рост госдолга. После окончания Второй мировой войны объем задолженности США достигал 120% ВВП, а Великобритании — 250% ВВП. Однако по показателям качества государственного управления обе страны занимают высокие места среди членов «двадцатки», и это дает инвесторам уверенность: рост их госдолга, как и прежде, не приобретет неконтролируемого характера, что позволяет в течение многих лет проводить корректировочные меры, не провоцируя кризиса. У Японии, также имеющей высокий рейтинг в плане государственного управления, как минимум десять лет задолженность была больше, чем у любого другого крупного государства в мирное время, но до недавних пор (см. ниже) это не отражалось на процентных ставках по ее облигациям.

В то же время в конце 2001 г. Аргентине, чьи средние показатели качества государственного управления по шести категориям за предшествующий год были ниже 55

в общемировом процентильном ранге, пришлось объявить дефолт, хотя уровень ее задолженности был куда меньше, чем у Японии (всего 63% ВВП). Турция, находившаяся по тем же показателям ниже 45-й процентиля, в том же году пережила тяжелейший долговой кризис, притом что ее госзадолженность в 2000 г. составляла 57,4% ВВП.

Таблица 6

Уровни задолженности, проценты по облигациям и индикаторы государственного управления

Страны	Госдолг, % ВВП		Проценты по гособлигациям с 10-летним сроком погашения		Показатель госуправления *
	2007	2009	2007	2009	Процентильный ранг (0—100)
Промышленно развитые страны «двадцатки»:	78,2	98,9	—	—	—
США	61,9	84,8	4,26	3,4	91,9
Япония	187,7	218,6	1,55	1,4	89,5
Евросоюз	66,0	78,2	—	—	—
Германия	63,4	78,7	4,19	3,22	93,3
Франция	63,8	76,7	4,33	3,56	90,0
Великобритания	44,1	68,7	4,79	3,67	92,3
Италия	103,5	115,8	4,53	4,08	62,2
Испания	36,1	52,0	4,33	3,78	85,2
Греция	95,6	111,5	4,51	4,57	73,2
Ирландия	25,1	61,3	4,42	4,69	94,3
Португалия	63,6	74,9	4,45	3,83	83,7
Развивающиеся страны «двадцатки»:	37,4	38,9	—	—	—
Китай	20,2	20,2	7,83	5,94	45,0
Россия	7,4	7,2	6,68	9,59	19,6
Бразилия	66,8	68,5	12,53	13,65	46,4
Индия	80,5	84,7	7,25	7,18	56,5

* Средний показатель по шести индикаторам Всемирного банка. 0 — самый низкий рейтинг; 100 — самый высокий.

Источники: Всемирный банк, ОЭСР, Доклад МВФ, Еврокомиссия.

Реакция рынка: ситуация в целом стабильна, но есть и исключения

Несмотря на резкий рост уровня задолженности и вопросы, которые поднимают агентства, составляющие кредитные рейтинги, инвесторы, насколько можно судить по индикаторам, далеко не утратили уверенность в стабильности крупных экономик. Номинальные и реальные проценты по гособлигациям снижаются, как и инфляционные ожидания (они измеряются разницей процентов по облигациям с десятилетним сроком погашения, индексируемым в соответствии с инфляцией, и аналогичными не индексируемыми ценными бумагами).

Таблица 7

Проценты по гособлигациям с 10-летним сроком погашения

Страна	2007	2008	2009
США:			
реальные проценты	1,93	2,59	1,38
номинальные проценты	4,27	3,23	3,46
инфляционные ожидания	2,34	0,64	2,08
Великобритания:			
реальные проценты	1,58	2,26	0,76
номинальные проценты	4,74	4,20	3,85
инфляционные ожидания	3,16	1,94	3,09

Германия *			
реальные проценты	1,98	2,21	0,95
номинальные проценты	4,25	3,50	3,22
инфляционные ожидания	2,27	1,29	2,27
Япония:			
реальные проценты	1,04	0,41	3,55
номинальные проценты	1,57	1,43	1,32
инфляционные ожидания	0,53	1,02	-2,23

* Из-за ограниченности имеющихся данных для Германии приводятся цифры по облигациям с 5—15-летним сроком погашения.

Источники: Министерство финансов США, Банк Англии, Европейский центральный банк, «Bloomberg».

В среднесрочной перспективе больше всего беспокойства вызывает ситуация в Японии: по прогнозам МВФ, ее государственный долг к 2014 г. достигнет 245% ВВП. Хотя положение иены остается прочным, рейтинговые агентства угрожают снизить показатели страны. Рынок демонстрирует признаки озабоченности: из-за негативных инфляционных ожиданий реальные процентные ставки по японским облигациям сильно выросли по сравнению с докризисным периодом. Дефляция и вялый рост позволяют говорить о потенциальном увеличении соотношения госдолг/ВВП даже в том случае, если первичное сальдо (баланс бюджета без процентных платежей по кредитам) равен нулю, а номинальные ставки низки. Стоимость дефолтных свопов для Японии (затраты на страхование от дефолта гособлигаций на 10 млн долл.) составляет 80 тыс. долл. в год — за последние три года она выросла в 19 раз (для сравнения: стоимость аналогичных свопов для американских и германских облигаций равняется 35 тыс. долл. в год). При этом целых 94% японской задолженности держат кредиторы внутри страны. Нервозность рыночных игроков, возможно, связана также с озабоченностью относительно бюджетных последствий «старения» населения Японии (за ближайшее десятилетие его численность, по прогнозам, должна сократиться на 2,6%).

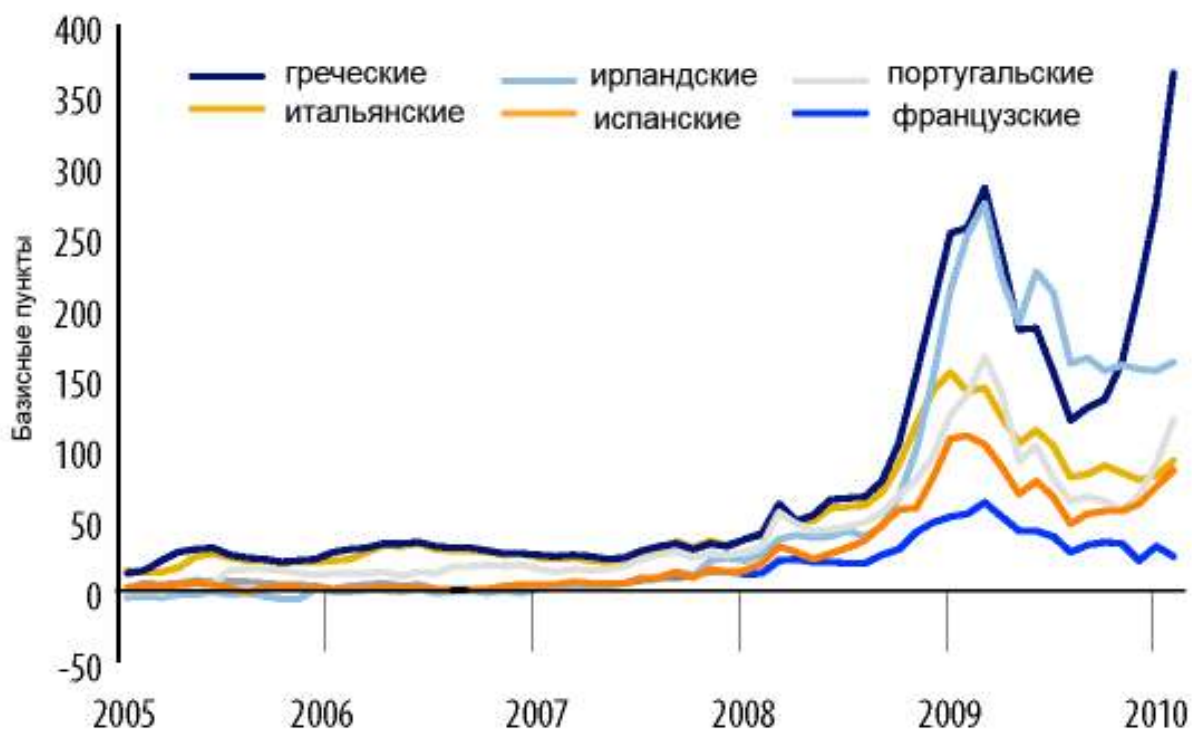


Рис. 19. Спреды по гособлигациям с десятилетним сроком погашения по отношению к германским бундесбондам. Источники: МВФ, «Bloomberg».

В то же время уверенность в стабильности нескольких малых стран еврозоны, имеющих высокий уровень госдолга, явно слабеет. О растущей нервозности рынков говорит тот факт, что стоимость дефолтных свопов по греческим облигациям приближаются сегодня к 400 тыс. долл., а их спреды по отношению к германским бундесбондам за последние дни увеличились почти на 4%. С ноября прошлого года повышается и стоимость дефолтных свопов по кредитным обязательствам Ирландии, Португалии, Испании и Италии, хотя она остается гораздо ниже аналогичного показателя Греции. Дефицит бюджета Греции за 2009 г. оценивается в 12,5% ВВП; а в нынешнем году ее соотношение госдолг/ВВП по прогнозам составит 125%, и станет самым высоким в странах ЕС. Недавно высказанные Еврокомиссией сомнения в надежности греческих официальных данных о государственных финансах и статистики по задолженности лишь подтверждают неуверенность рынка в качестве государственного управления в этой стране, отражающуюся в соответствующих рейтингах.

Как подчеркивают многие наблюдатели, наиболее уязвимым странам еврозоны приходится принимать адаптационные меры, не имея возможности прибегнуть к девальвации валюты или проводить независимую монетарную политику. В то же время подспорьем для этих стран является сравнительная стабильность евро, и если бы они не входили в еврозону, им скорее всего пришлось бы размещать свои облигации под еще больший процент. Тем не менее их ждет длительный период болезненных адаптационных мер, включающих сокращение зарплат и государственных расходов. Несмотря на высокий уровень безработицы, греческие власти приняли бюджет на 2010 г., предусматривающий снижение дефицита с 12,7% до 9,1% ВВП. Правительство Ирландии предполагает в нынешнем году сократить бюджетные расходы на 5,8 млрд долл. (т. е. на 7,8%).

Впрочем, у этих стран есть все шансы успешно справиться с кризисом, чему будет способствовать общее экономическое оживление в Европе, последовательное укрепление государственных финансов и помощь соседей. Проблемы, с которыми столкнулась Греция, весьма серьезны, но их не следует преувеличивать: кредиты, которые необходимы для финансирования половины ее бюджетного дефицита в 2010 г., составляют 0,1% совокупного ВВП других стран еврозоны. Учитывая неизбежное «инфекционное»

воздействие дефолта Афин на крупные экономические державы Европы и дестабилизацию евро в случае атак на курс этой валюты, оказание партнерами помощи Греции, несомненно, оправдано.

Необходимо первостепенное внимание к стимулированию роста, но...

Поскольку лучший способ сократить задолженность — это обеспечение экономического роста, а оно по-прежнему зависит от финансовых стимулов государства, политическому руководству промышленно развитых стран, наиболее пострадавших от кризиса, следует в краткосрочной перспективе продолжать оказание такой поддержки.

Сохраняющуюся пока уверенность рынков в том, что долговая ситуация в крупных державах находится под контролем, несомненно, можно считать обнадеживающим признаком. Однако это не причина для самоуспокоенности: настроение инвесторов может быстро измениться, особенно если ситуация в более уязвимых малых странах серьезно ухудшится. При этом необходимо понимать, что в уязвимом положении находятся все страны с высоким уровнем государственного долга, и уже сейчас следует приступить к разработке эффективных планов по обузданию расходов и/или повышению налогов, которые можно будет реализовать, когда оживление приобретет динамичный характер. Кроме того, на любые признаки инфляционного давления следует оперативно реагировать средствами монетарной политики.

Часть V

ПОЛИТИЧЕСКИЕ РЕКОМЕНДАЦИИ

Краткое изложение приведенных выше рекомендаций в сфере экономической политики

(с данным разделом следует знакомиться в сочетании с предыдущими статьями)

Для Греции, Ирландии, Италии, Португалии и Испании

- В течение трех лет укрепить государственные финансы, чтобы стабилизировать соотношение госдолг/ВВП.
- Провести структурные реформы для устранения перекоса в сторону секторов, не связанных с экспортом, и усилить конкурентоспособность экономики. В этих целях в течение трех лет необходимо сократить удельные затраты на рабочую силу как минимум на 6% либо за счет разового сокращения зарплат на 6%, либо поэтапно и принять меры для повышения производительности труда. Начинать следует с зарплат в государственном секторе.
- Чтобы заручиться необходимой для этих корректировочных шагов поддержкой общественности, следует разъяснить гражданам всю серьезность ситуации. Адаптационные меры должны носить транспарентный и справедливый характер, чтобы ни у одной социальной группы не возникло ощущения, будто она страдает от них больше других. Необходимо также обеспечить социальную поддержку наименее защищенных слоев населения.

Для Греции

- Следует всерьез задуматься о реструктуризации задолженности, дав при этом кредиторам время подготовиться к реализации согласованных с ними решений.
- Независимо от того, каким образом будет преодолеваться кризис, необходимо приготовиться к резкому сокращению занятости и доходов (скорее всего оно будет больше, чем прогнозируется).
- Усиливать опору на экспорт и независимо от политических затруднений предпринять шаги по восстановлению конкурентоспособности, в том числе стимулирующие сокращение зарплат не только в государственном, но и в частном секторе.
- Если в разумные сроки меры по повышению конкурентоспособности не дадут результатов, стране следует рассмотреть вопрос о выходе из еврозоны; это означает и реструктуризацию задолженности.

Для Ирландии

- Провести реформы по снижению бюджетного дефицита, в том числе расширение налоговой базы, повышение пенсионного возраста, урезание социальных льгот и сокращение зарплат в госсекторе.
- Способствовать переориентации экономики, слишком зависящей от сферы услуг и финансового сектора, в сторону экспорта.
- Гибко осуществлять программы поддержки финансового сектора, чтобы обеспечить своевременное реагирование на возникающие проблемы. Когда это будет целесообразно, отказаться от госгарантий.

Для Италии

- За три года сократить дефицит первичного сальдо на 4% ВВП.
- Устранить негибкость рынка труда, из-за чего он носит «дуалистический» характер.
- Повысить эффективность основных инфраструктурных отраслей.

Для Португалии

- Придать больше гибкости рынку труда.
- Усилить конкуренцию в относительно защищенном инфраструктурном секторе.
- Совершенствовать базу человеческого капитала. Это позволит повысить производительность труда и поможет стране восстановить привлекательность для иностранных инвесторов.
- Применить системный подход для устранения недостатков делового климата, особенно в том, что касается открытия нового дела, уплаты налогов и получения кредитов.

Для Испании

- В течение трех лет сократить дефицит первичного сальдо на 8% ВВП.
- Усилить конкуренцию и сократить барьеры для выхода на рынок, чтобы добиться снижения цен на товары, не связанные с внешней торговлей.
- Снизить издержки работодателей на выплаты увольняемым сотрудникам, из-за чего рынок труда лишается гибкости.

Для еврозоны

- В течение длительного времени проводить монетарную политику с перекосом в сторону стимулирования роста.
- Четко ориентироваться на низкий курс евро.
- Потребовать от стран-участниц поступиться некоторыми суверенными правами в сфере бюджетно-налоговой политики. Предоставить государствам, входящим в еврозону, полномочия по анализу годовых бюджетов и основных экономических индикаторов друг друга, таких как рост ВВП, повышение производительности труда и состояние платежного баланса.
- Позволить правительствам стран ЕС (а не только Еврокомиссии и МВФ) обсуждать и отслеживать действия стран ГИИПИ, вносить соответствующие рекомендации, а также в случае необходимости согласовывать введение санкций.
- Ужесточить критерии для стран, желающих присоединиться к еврозоне. Потребовать от кандидатов обеспечить значительный профицит бюджета, чтобы скомпенсировать рост спроса, как правило, сопровождающий переход на евро. При этом, однако, следует избегать стереотипного подхода: рассматривать надо как структурные, так и циклические индикаторы.
- Ввести систему, в рамках которой и страны еврозоны, и государства-кандидаты должны своевременно предоставлять надежные и пригодные для сравнительного анализа данные по своим макроэкономическим индикаторам.

Для Германии и других «профицитных» стран еврозоны

- В течение трех лет обеспечить увеличение внутреннего спроса на 1% совокупного ВВП стран еврозоны. Это позволит скомпенсировать дефляционный эффект корректировки бюджетов в странах ГИИПИ.
- Пойти на небольшое повышение инфляции, поддерживая ее средние темпы в рамках ЕС в размере 2%.

Для стран, стремящихся присоединиться к еврозоне

- Не спешить с переходом на евро. Сначала необходимо решить проблемы конкурентоспособности собственных экономик и обеспечить почти полное совпадение уровня инфляции и процентных ставок.
- Ввести повышенные налоги на товары, не связанные с внешней торговлей (например, на жилье) по сравнению с внешнеторговыми товарами.

- Сэкономить дополнительные доходы, которые скорее всего станут результатом бума после перехода на евро, чтобы использовать их для смягчения корректировочных бюджетно-налоговых шагов после замедления темпов роста.
- Использовать бум как возможность для ускоренного развития секторов с высокой добавленной стоимостью продукции и динамичным ростом, а также для переориентации производства на экспорт.

Для других стран мира

- Стимулировать внутренний спрос.
- В случае, если потребуются значительные ресурсы, всесторонний опыт и объективность, обусловленная непричастностью к региональным политическим процессам, прибегнуть к услугам «кредитора на крайний случай» — МВФ.
- При необходимости выделения финансовой помощи для стимулирования экономики позаботиться о том, чтобы ее объем был достаточным для придания уверенности рыночным игрокам.

Для развитых стран

- В краткосрочной перспективе продолжать стимулирование экономики. Обеспечение динамичного роста — наиболее эффективный способ сокращения госдолга в долгосрочной перспективе, а оживление в мировой экономике по-прежнему зависит от государственной поддержки народного хозяйства.
- Как только оживление наберет обороты, ограничить расходы и/или повысить налоги.

Для США

- Согласиться с низким курсом евро.
- Расширить масштаб своповых валютных операций Федеральной резервной системы.
- Использовать свой моральный авторитет, чтобы убедить европейцев принять необходимые адаптационные меры.

Для развивающихся стран

- Сместить акцент с экспорта в развитые страны на торговлю по линии «Юг — Юг».
- Брать кредиты в той же валюте, в которой деноминированы экспортные доходы и государственные резервы.
- Умерить приток портфельных инвестиций, отдавая предпочтение прямым зарубежным капиталовложениям, отличающимся большей стабильностью.
- При наличии большого профицита внешнеторгового баланса и существенного притока капитала не опасаться повышения курса национальной валюты.
- Тщательно отслеживать и жестко регулировать деятельность зарубежных банков на своей территории и их связей с отечественными финансовыми учреждениями.
- Поддерживать плавающий валютный курс либо в случае привязки национальной валюты жестко контролировать потоки капитала.