



ФОНД ЛИБЕРАЛЬНАЯ МИССИЯ

Anders ÅSLUND

THE LAST
SHALL BE
THE FIRST

The East European
Financial Crisis

Peterson Institute
for International Economics

Андерс ОСЛУНД

И ПОСЛЕДНИЕ
СТАНУТ
ПЕРВЫМИ

Финансовый кризис
в Восточной Европе



·Мысль·

Москва 2011

УДК 338.124.4(4-015)''2008/2011''

ББК 65.9(4)-971

О-74



ФОНД ЛИБЕРАЛЬНАЯ МИССИЯ

Перевод с английского: А. Коляндр, И. Файбисович (гл. 8, 9)

Научный редактор: А. Куряев

Ослунд А.

О-74 И последние станут первыми: финансовый кризис в Восточной Европе / Андерс Ослунд ; пер. с англ. А. Коляндра, И. Файбисовича под науч. ред. А. В. Куряева. — Москва: Мысль, 2011. 240 с.

ISBN 978-5-244-011451-6

В книге анализируется протекание финансового кризиса 2008–2020 гг. в странах Восточной Европы. Причиной кризиса стал обычный цикл «бум–крах», вызванный кредитной экспансией в США и Западной Европе, который привел к избыточному дефициту текущего счета платежного баланса. Когда глобальная ликвидность испарилась, перегретые экономики стран Восточной Европы столкнулись с внезапной остановкой финансовых потоков.

Самым примечательным в этой истории было то, как эти страны выкарабкивались из кризиса. Наиболее пострадавшие страны — Литва, Латвия и Эстония — отказались девальвировать свои валюты и вместо этого провели внутреннюю девальвацию, сократив государственные расходы, включая зарплату в государственном секторе. Им удалось свести к минимуму темпы инфляции и и быстро превратить крупные дефициты текущего счета в значительные профициты. Политически фрагментированные парламенты восточноевропейских стран, избираемые на основе пропорциональной системы, позволяли быстро менять правительство, когда находящееся у власти очевидно не справлялось.

УДК 338.124.4(4-015)''2008/2011''

ББК 65.9(4)-971

ISBN 978-0-88132-521-8 (англ.)

© 2010 by the Peter G. Peterson

Institute for International Economics

ISBN 978-5-244-01145-6 (рус.)

© Мысль, 2011

ОГЛАВЛЕНИЕ

| | |
|---|-----|
| Список иллюстраций | 7 |
| Предисловие | 9 |
| Благодарности | 14 |
| Глава 1. ВВЕДЕНИЕ | 17 |
| Что сломалось и как это починили. | 24 |
| Маастрихтские критерии и переход на евро. | 31 |
| Параллели с кризисом в Юго-Восточной Азии 1997–1998 гг. | 34 |
| Структура книги | 37 |
| Глава 2. ПРИЧИНЫ И УДАР КРИЗИСА. | 39 |
| Причины кризиса | 42 |
| Начало кризиса | 56 |
| Глава 3. ПОЛИТИЧЕСКАЯ ЭКОНОМИЯ И ПРЕОДОЛЕНИЕ КРИЗИСА. | 67 |
| Венгрия: четкая и ясная борьба с кризисом | 70 |
| Латвия: самая сложная стабилизация. | 74 |
| Румыния: все дело в политике. | 80 |
| Литва, Эстония и Болгария – жесткая борьба с кризисом без МВФ | 83 |
| Польша, Чехия, Словакия и Словения: почти без перегрева и кризиса. | 88 |
| Быстрая коррекция финансовых дисбалансов | 89 |
| Глава 4. ДИЛЕММА ОБМЕННЫХ КУРСОВ. | 101 |
| Загадка обменных курсов стран Балтии | 108 |
| Девальвация. Почему Латвия не Аргентина | 113 |
| Возможности разных стратегий обменных курсов | 123 |
| Глава 5. БАНКОВСКИЙ КРИЗИС, КОТОРЫЙ НЕ СЛУЧИЛСЯ | 126 |
| Западноевропейские банки идут на восток. | 127 |
| Венская инициатива | 133 |

| | |
|--|------|
| Глава 6. МЕЖДУНАРОДНОЕ СОТРУДНИЧЕСТВО во ВРЕМЯ КРИЗИСА | .137 |
| МВФ: финансовый спаситель | .137 |
| Европейский Союз: дебютант | .141 |
| ЕЦБ: Волян-де-морт | .143 |
| США: держась в тени | .147 |
| Всемирный банк: на третьих ролях | .151 |
| Новая схема международной борьбы с кризисом. | .151 |
| Глава 7. ПОЧЕМУ ВОСТОЧНАЯ ЕВРОПА ВЕЛА СЕБЯ СТОЛЬ ОТВЕТСТВЕННО | .153 |
| Правоцентристский избирательный крен | .154 |
| Причины поддержки фискальной сдержанности | .157 |
| Глава 8. ВОСТОЧНАЯ ЕВРОПА и ФИСКАЛЬНЫЙ КРИЗИС В ЗОНЕ ЕВРО | .164 |
| Греческая трагедия | .167 |
| Меры по спасению Греции: 2 мая 2010 г. | .172 |
| Меры по спасению стран Южной Европы: 9–10 мая 2010 г. | .175 |
| Страны зоны евро осмыслиют уроки, выученные Восточной Европой | .178 |
| Глава 9. НАВСТРЕЧУ СБЛИЖЕНИЮ ЕВРОПЕЙСКИХ СТРАН | .185 |
| Итоги кризиса в Восточной Европе. | .186 |
| Европейский Союз: сближение или расхождение? | .192 |
| И последние станут первыми | .199 |
| Указатель | .206 |
| Другие публикации института Питерсона по теме «Международная экономика» | .216 |

СПИСОК ИЛЛЮСТРАЦИЙ

| | |
|--|----|
| Карта | |
| Стран Восточной Европы | 18 |
| Таблица 1.1 | |
| Обзор стран ЦВЕ-10 | 19 |
| Врезка 1.1. | |
| 10 стран Центральной и Восточной Европы (ЦВЕ-10) | 23 |
| Рисунок 2.1. | |
| Темпы роста реального ВВП в 2000–2010е гг. | 41 |
| Рисунок 2.2. | |
| Падение реального ВВП в 2009 г. | 42 |
| Рисунок 2.3. | |
| Отношение дефицита по счету текущих операций платежного баланса к ВВП в 2006 и 2007 г., % | 44 |
| Рисунок 2.4. | |
| Отношение валовой внешней задолженности к ВВП на конец 2008 г., % | 45 |
| Рисунок 2.5. | |
| Рост реального эффективного обменного курса в 1999–2008 гг. | 46 |
| Рисунок 2.6. | |
| Отношение валютных резервов к годовому объему импорта на конец 2008 г. | 47 |
| Рисунок 2.7. | |
| Доля кредитов в иностранной валюте в общем объеме внутреннего кредита в 2007 г. | 49 |
| Рисунок 2.8. | |
| Рост денежной массы в 2004–2008 гг. | 50 |
| Рисунок 2.9. | |
| Темпы инфляции в 2007 и 2008 г. | 51 |
| Рисунок 2.10. | |
| Бюджетный дефицит/профицит в 2000–2010е гг. | 53 |
| Рисунок 2.11. | |
| Отношение государственного долга к ВВП на конец 2008 г., % | 53 |
| Рисунок 3.1. | |
| Сальдо счета текущих операций в 2008–2009 гг. | 90 |

| | |
|---|-----|
| Рисунок 3.2. | |
| Темпы инфляции в 2009 и 2010е г. | 91 |
| Рисунок 3.3. | |
| Средний бюджетный дефицит в странах CEE-10 и PIGS в 2008–2010е гг. | 91 |
| Рисунок 3.4. | |
| Совокупные консолидированные государственные расходы стран CEE-10 и EU-15 в 2004–2011f гг. | 92 |
| Рисунок 3.5. | |
| Темпы роста ВВП в 2000–2010f гг. | 97 |
| Рисунок 3.6. | |
| Отношение ВВП на душу населения в странах CEE-10 к среднему ВВП на душу населения в странах EU-15, % . . . | 99 |
| Рисунок 4.1. | |
| Отношение государственного долга к ВВП в 2000–2009е гг. | 107 |
| Рисунок 5.1. | |
| Exposure западноевропейских банков в странах CEE-10 . | 133 |
| Рисунок 9.1. | |
| Уровень безработицы (среднемесячное значение) за январь 2008 – июнь 2010 гг. | 188 |

ПРЕДИСЛОВИЕ

Осенью 2008 г. экономика Восточной Европы была самой перегретой в мире. Когда разразился глобальный финансовый кризис, некоторые из стран региона получили жестокий удар, их экономический спад стал самым глубоким в мире в 2009 г. Естественно, Институт международной экономики Питерсона решил уделить внимание этому кризису. Причины кризиса были очевидны, но каковы были пути его разрешения? В данном исследовании старший исследователь института Андерс Ослунд исследует уроки, которые нам стоит извлечь из кризиса 2008–2010 гг. В этой работе немного страниц, потому что странам удалось успешно урегулировать этот кризис. Во второй половине 2010 г. в этой части света, скорее всего, возобновился экономический рост. Ослунд исследует события, происходившие в 10 новых членах ЕС на востоке континента.

К удивлению многих, самые пострадавшие от кризиса страны — Латвия, Литва и Эстония — смогли, вопреки мнению сонма американских экономистов, избежать девальвации своих валют. Вместо этого три страны Балтии выбрали стратегию, которую они назвали «внутренней девальвацией». Их правительства сократили зарплаты в государственном секторе на 35%, а частный сектор принял эстафету сокращений. Правительства сократили государственные расходы, и уровень производственных издержек в них вновь стал конкурентоспособным, что позволило им от глубокого дефицита счета текущих операций перейти к значительному профициту.

Примечательной была и экономическая политика во время кризиса. Вопреки предсказаниям,

граждане Восточной Европы не вышли на улицы, а стойчески приняли трудности. Ослунд находит несколько причин социальному миру в этих странах. Большинство граждан сочло снижение зарплат меньшим злом по сравнению с девальвацией, потому что от последней выиграли бы в основном богатые экспортеры. После долгого периода бурного экономического роста граждане были готовы немного потерпеть. Эти страны лишь недавно стали свободными и были готовы постоять за свою независимость. Кроме того, они уже имели опыт экономических трудностей, наступивших после падения коммунизма.

Во многих из 10 стран, исследуемых в этой книге, во время кризиса сменилось правительство, а в некоторых даже дважды. В целом новые правительства были более решительными и профессиональными в проведении антикризисной политики, что доказывает, что частая смена правительств идет на пользу разрешению кризиса. Самыми успешными были коалиционные правительства, представлявшие несколько партий. Единственной страной с правительством большинства была Венгрия, которая, судя по всему, проводила худшую макроэкономическую политику и до, и во время кризиса. Эти наблюдения позволяют говорить о позитивной роли, которую играет парламентская республика в деле разрешения кризиса с помощью создания условий для коалиционного правительства.

Несмотря на то, что лишь три страны обратились за помощью к Международному Валютному фонду, его можно считать международным героем битвы с кризисом. МВФ вернулся к простым и понятным критериям Вашингтонского консенсуса — устойчивой политике обменных курсов и разумной фискальной и денежной политике. МВФ позволил

хорошо управляемым странам региона увеличить бюджетный дефицит во время кризиса и предложил пострадавшим странам больший, чем обычно, пакет помощи, понимая, что это — лишь временный кризис счета текущих операций. МВФ действовал даже быстрее обычного.

Европейская комиссия показала удивительную способность к сотрудничеству с МВФ в Восточной Европе. Она позволила МВФ играть главную роль, предоставляя софинансирование. Оно, впрочем, было больше, чем кредит МВФ в случае Латвии, а сама Еврокомиссия осуществляла контроль над МВФ. Когда же кризис ударил по еврозоне, ЕС, как кажется, забыл все выученные на востоке континента уроки и решил отодвинуть МВФ в сторону. В конце концов, в ЕС возобладал разум, МВФ было позволено стать во главе борьбы с кризисом, что способствовало смягчению удара.

У Ослунда мало добрых слов в адрес Европейского центрального банка. Единственное, что сделал банк во время кризиса, хоть это и немало, это обеспечил ликвидностью банковскую систему Европы осенью 2008 г. До этого момента ЕЦБ закрывал глаза на перегрев экономик части стран ЕС, не входящих в зону евро, и почти не обращал внимания на угрозу финансовой стабильности в них. При том что от страны — кандидата на вступление в евро требуется привязать обменный курс своей валюты к евро по меньшей мере на два года, ЕЦБ палец о палец не ударил для стабилизации экономик стран-кандидатов. Он мог бы предложить кредитные свопы, подобно тому, как это сделал Федеральный резерв США для многих стран с переходной экономикой. Однако ЕЦБ на это не пошел. Один из выводов этой книги состоит в том, что ЕЦБ должен пересмотреть свою роль за пределами зоны евро и быть более активным.

В конечном итоге экономики стран Восточной Европы вышли из кризиса еще более сильными. Они сохранили свои привлекательные налоговые системы и не потеряли конкурентоспособности. Кризис вынудил их пойти на необходимые реформы в системе государственного управления, здравоохранения и образования. После роста налоговых поступлений в бюджет в результате возобновившегося экономического роста экономики стран Восточной Европы могут похвастаться еще большей сбалансированностью бюджета, чем до кризиса, и поддать пример ветеранам ЕС в фискальной политике и структурных реформах.

Институт международной экономики Питера Дж. Питерсона — частная некоммерческая организация, созданная для обсуждения вопросов международной экономической политики. Его цель — исследовать важные проблемы в этой области и разрабатывать новые подходы из решения. Институт абсолютно политически независим.

Институт финансируют многие благотворительные общества, частные компании и частные лица. Около 35% финансирования в последний год поступило из-за пределов США. Значительную финансовую помощь данному исследованию оказали Фонд Виктора Пинчука и Институт Открытого общества.

Совет директоров института несет полную ответственность за его деятельность, осуществляет общее руководство и одобряет исследовательские программы, включая определение тем исследований, которые станут важными в среднесрочной перспективе (от одного до трех лет) и на которые институту стоит обратить внимание. Директор, работающий в тесном сотрудничестве со специалистами института и не являющийся членом Наблюдательного совета, отвечает за ход конкретных проектов

и принимает решение о публикации того или иного исследования.

Институт надеется, что его исследования и работа помогут укреплению международной экономической политики. Мы призываем читателей этой книги рассказать нам как, на их взгляд, мы можем решить эту задачу наилучшим способом

С. Фред Бергстен
Директор
Август 2010 г.

БЛАГОДАРНОСТИ

Работая в Институте Питерсона, ты как будто находишься в самом водовороте финансового кризиса, потому что кризис является постоянной темой наших обсуждений. Что было основной причиной кризиса? Что было его основными моментами? Что было сделано для его урегулирования и что следовало сделать? Объект моих исследований — Восточная Европа, куда я постоянно ездил во время кризиса.

В течение двух лет финансовый кризис в Восточной Европе сошел на нет. Ему на смену пришел фискальный кризис Греции и Южной Европы. В конце марта 2010 г. мой коллега Алан Позен предложил мне написать короткую книгу о кризисе в Восточной Европе и сделать это быстро, пока в людской памяти его полностью не вытеснил кризис зоны евро. Он предложил мне взять за образец книгу 2002 г. старшего исследователя института Майкла Муссы «Аргентина и МВФ: от триумфа к трагедии». Я постарался последовать его советам и написать книгу на основе моих заметок.

Я решил сконцентрировать свое внимание на десяти новых членах Евросоюза на востоке континента — Болгарии, Венгрии, Латвии, Литве, Польше, Румынии, Словакии, Словении, Чехии и Эстонии. Некоторые пострадали от кризиса сильно (три страны Балтии, Венгрия и Румыния), некоторые почти избежали последствий кризиса. Главным вопросом была политика обменных курсов, — две страны присоединились к евро, в четырех был введен режим «валютного комитета» (currency board), в четырех — режим свободно плавающих валют. Несмотря на то что все эти страны входили в ЕС, их не считали полноправными членами, что превращало отношения с Евросоюзом в ключевой вопрос.

В работе над книгой мне помогли советом коллеги и эксперты. Прежде всего я хочу поблагодарить тех, кто прочел мои черновики и дал ценные советы. Это Джефф Андерсон, Бас Бейкер, С. Фред Бергстен, Марек Домбровский, Балаш Егерт, Пол Грегори, Йенс Хенрикссон, Кристоф Розенберг и Эдвин М. Трумэн.

Мне помогли советами коллеги по Институту Персона: С. Фред Бергстен, Уильям Р. Кляйн, Моррис Голдстейн, Рэнди Хеннинг, Саймон Джонсон, Джозеф Гэгنون, Якоб Киркьегор, Майкл Мусса, Маркус Ноланд, Адам С. Позен, Арвинд Субраманиян, Эдвин М. Трумэн и Джон Уильямсон. Я хочу отдельно поблагодарить рабочую группу Института, в которой работали и помогали мне полезными советами Джефф Андерсон, Бас Бейкер, Рэнди Хеннинг, Юсуки Хоригучи, Якоб Киркьегор, Майкл Мусса, Рэндал К. Куарлз, Кристоф Б. Розенберг, Эдвин М. Трумэн и Стивен Р. Уайзмэн. Анна Борщевская помогла мне в исследованиях и собрала необходимые статистические материалы.

В своих странствиях по Европе я общался со многими мудрыми людьми, которые открыли мне на многое глаза. В частности, я хочу поблагодарить президента Эстонии Томаса Хендрика Ильвеса, бывшего премьер-министра Эстонии Мартина Лаара, премьер-министра Латвии Валдиса Домбровскиса, министра финансов Латвии Эйнарса Репсе, главу Банка Латвии Ильмарса Римсевиса, премьер-министра Литвы Андриуса Кубилюса, бывшего главу Национального Банка Польши Лешека Бальцеровича, доктора Еву Бальцерович, профессора Марека Домбровского, министра финансов Польши Яцека Ростовского, покойного главу Национального Банка Польши Словомира Скрипека, профессора Яноша Корнаи, покойного премьер-министра России Егора Гайдара, бывшего премьер-министра Словакии Миклауса Дзуринду, министра иностранных дел Швеции Карла Бильда, главу

центрального банка Швеции Штефана Ингвеса, посла Швеции в Риге Матса Стаффансона, посла Олофа Эренкрона, главу министерства финансов Швеции Эке Торнквиста, главу национального банка Норвегии Свена Гейдрема, члена наблюдательного совета центрального банка Финляндии Сеппо Хонкапойя, первого заместителя председателя Европейского инвестиционного банка Эву Срейбер, члена Европейской Комиссии Олли Рейна, министра финансов России Алексея Кудрина, премьер-министра Украины Юлию Тимошенко и первого вице-премьера Украины Григория Немьюру.

Я хочу поблагодарить сотрудников Международного валютного фонда Эге Баккера, Бас Баккер, Марка Белку, Пера Каллесена, Марка Гриффита, Йенса Хенриксона, Алексея Можина, Чейлу Пазарбасиоглу, Кристофа Розенберга и Поул Томсен. Мне помогли беседы с сотрудниками министерства финансов США Клеем Лоури, Джежефффри Бейкером, Эриком Майером и Кристоффером Мартом.

Я благодарен издательскому отделу Института Питерсона, в частности Эдварду Турину, за высокую скорость подготовки книги, как всегда — Мадоне Девесахам за внимательную вычитку рукописи и Сюзанне Лютьен за ее талантливый дизайн книги.

Я, как обычно, признателен своей жене Анне за ее терпение и моим детям Карлу и Марианне за то, что не лишали меня удовольствия читать и писать.

Это исследование было профинансировано грантами Фонда Виктора Пинчука и Института Открытого общества.

Ответственность за все ошибки в книге лежит на мне.

Андрес Ослунд
Август 2010 г.

ГЛАВА 1

ВВЕДЕНИЕ

Так будут последние первыми,
и первые последними, ибо мно-
го званых, а мало избранных.

Мф 20,16

Осенью 2008 г. Центральная и Восточная Европа находились на передовой глобального финансового кризиса. Но к марту 2010 г. кризис в этой части мира практически сошел на нет. Внимание переключилось с Латвии, которая пострадала больше других в Восточной Европе, к европейской периферии, к странам, объединенным аббревиатурой PIGS*, — Португалии, Италии, Греции и Испании, в первую очередь к Греции. Главным вопросом стало не почему Латвия должна девальвировать свою валюту, а чему Греция может научиться у Латвии. Вскоре мало кто будет вспоминать о кризисе на востоке Европы, потому успех обычно воспринимается как само собою разумеющееся.

Я понял, что нужно писать книгу как можно скорее, чтобы извлечь уроки из этой истории, пока она не выветрилась из памяти людей. Какие уроки Южная Европа, да и весь Европейский Союз могут извлечь из финансового кризиса, поразившего Восточную Европу? Что происходило там во время этого кризиса и почему он рассосался так быстро?

С точки зрения глобальной экономики восточно-европейский кризис был незначительным (см. карту и табл. 1.1, чтобы понять, о каких странах идет речь).

* Pigs (англ.) — свиньи. — *Прим. перев.*



Таблица 1.1 Обзор стран ЦВЕ-10

| Страна | Членство в ЕС | Статус в ЭВС | Политика обменного курса | Темпы роста ВВП (год. рост, %) | | Фискальный баланс, 2007 (в % ВВП) | Инфляция, 2008 (ИПЦ, %) | Дефицит текущего счета, 2007 (в % ВВП) | Программа МВФ (тип и дата) |
|----------------------|---------------|--------------------|--------------------------|--------------------------------|-------|-----------------------------------|-------------------------|--|-------------------------------------|
| | | | | 2000–2007 | 2009 | | | | |
| Страны Балтии | | | | | | | | | |
| Эстония | Май 2004 г. | ЕМВК, 2004 г. | «Валютный комитет» | 7,5 | -14,1 | 2,6 | 10,4 | -18,0 | |
| Латвия | Май 2004 г. | ЕМВК, 2004 г. | «Валютный комитет» | 8,8 | -18,4 | -0,4 | 15,3 | -22,5 | |
| Литва | Май 2004 г. | ЕМВК, 2004 г. | «Валютный комитет» | 8,2 | -15,0 | -1,0 | 11,1 | -14,6 | «Стендбай», дек. 2008 г. |
| Центральная Европа | | | | | | | | | |
| Польша | Май 2004 г. | | Плавающие курсы | 4,1 | 1,7 | -1,9 | 4,2 | -4,0 | Гибкая кредитная линия, май 2009 г. |
| Чехия | Май 2004 г. | Евро, янв. 2009 г. | Плавающие курсы | 4,5 | -4,1 | -0,6 | 6,3 | -3,1 | |
| Словакия | Май 2004 г. | | Евро | 5,7 | -4,7 | -1,9 | 3,9 | -4,8 | |
| Венгрия | Май 2004 г. | | Плавающие курсы | 4,0 | -6,3 | -4,9 | 6,1 | -6,4 | |
| Словения | Май 2004 г. | Евро, янв. 2007 г. | Евро | 4,4 | -7,8 | 0,5 | 5,7 | -4,2 | «Стендбай», октябрь 2008 г. |
| Юго-Восточная Европа | | | | | | | | | |
| Болгария | | Январь 2007 г. | Плавающие курсы | 5,5 | -5,1 | 3,5 | 12,0 | -25,4 | |
| Румыния | | Январь 2007 г. | «Валютный комитет» | 5,6 | -7,2 | -3,1 | 7,8 | -14,4 | «Стендбай», март 2009 г. |

ЭВС – Экономический и валютный союз
 ЕМВК – Европейский механизм валютных курсов
 ИПЦ – Индекс потребительских цен
 МВФ – Международный валютный фонд
 Источник: Eurostat database, <http://ecp.eurostat.ec.europa.eu>; IMF, *World Economic Outlook*, April 2010, www.imf.org

Три главных жертвы кризиса — Венгрия, Румыния и Латвия — в сумме производили лишь 2% ВВП Европейского Союза, приблизительно столько же, сколько одна Греция. Главной опасностью было распространение кризиса в этих странах на всю европейскую банковскую систему. Но кроме того, кризис в этих странах был признаком серьезного дисбаланса мировой банковской системы.

Сирена раннего финансового предупреждения завывала еще в 2006 г., когда в этих странах сильно вырос дефицит счета текущих операций платежного баланса. Эмпирическое правило гласит, что когда дефицит достигает 4–5% ВВП страны, стоит начинать нервничать. Но почти во всех странах региона дефицит был выше. Чемпионами были Латвия и Болгария, где в 2007 г. дефицит составлял 23 и 25% ВВП соответственно. Как следствие, в некоторых странах региона существенно вырос внешний долг.

Международный валютный фонд (МВФ) неоднократно говорил, что долго так продолжаться не может¹.

Однако возобладала другая точка зрения, состоявшая в том, что в эти страны на постоянной основе инвестировано много иностранного капитала. Необычно большая доля дефицита счета текущих операций покрывалась прямыми иностранными инвестициями (ППИ), а значительная часть остального притока капитала — «связанными» с ними займами, по своей природе очень похожими на ППИ. Когда западноевропейский банк покупал дочерний банк на

¹ Morris Goldstein, “Emerging-Market Financial Crises: Lessons and Prospects” (speech, 2007 Annual Meeting, Institute of International Finance, Washington, October 20, 2007); Susan Schadler, “Are Large External Imbalances in Central Europe Sustainable?” in *Challenges of Globalization: Imbalances and Growth*, eds. Anders Aslund and Marek Dabrowski (Washington: Peterson Institute for International Economics, 2008).

востоке, эта операция проходила по статье прямых иностранных инвестиций. Затем покупатель выдавал своей новой «дочке» кредиты, которые считались краткосрочными банковскими займами, но их размеры превосходили суммы, заплаченные при покупке дочернего банка. При этом западноевропейские банки решились бы отозвать эти кредиты только в самом крайнем случае, ведь это привело бы к снижению стоимости основной инвестиции в приобретение банка.

Марек Дабровский утверждал, что потоки по счету текущих операций внутри зоны евро или в страны с режимом «валютного комитета» (*currency board*), вскоре собирающиеся присоединиться к зоне евро, вообще не следует рассматривать как дефицит текущего счета: «В мире свободного перемещения капитала географическое происхождение капитала не имеет значения. Капитал, инвестированный за границу, вовсе не обязан возвращаться „домой“. При принятии инвестиционных решений больше нет крена в пользу родины капитала. Ключевой параметр при принятии этих решений — прибыль. Одни страны могут обеспечивать больший доход на капитал на протяжении долгого времени, превращаясь таким образом в постоянных импортеров капитала, в то время как другие могут устойчиво генерировать избыточные сбережения»².

Это был вполне рациональный переток капитала в страны с более высокой доходностью инвестиций. Капитал уходил из неэффективных, медленно растущих, забюрократизированных стран старой

² Marek Dabrowski, “Rethinking Balance of Payments Constraints in a Globalized World” in *Challenges of Globalization: Imbalances and Growth*, eds. Anders Aslund and Marek Dabrowski (Washington: Peterson Institute for International Economics, 2008), 73.

Европы с высокими налогами в эффективную, быстро развивающуюся новую Европу. Экономический рост в Центральной и Восточной Европе был значительно выше, чем в 15 странах, входивших в Европейский Союз до расширения на Восток. Экономика стран новой Европы росла благодаря догоняющему развитию региона, все еще уступавшего по благосостоянию старой Европе. Кроме того, налоги в этих странах были ниже, социальные расходы государства меньше, а рынки труда гибче. Современная неоклассическая теория роста утверждает, что в рамках таких открытых экономических систем уровень ВВП разных стран сближается, откуда следует естественный вывод о том, что естественным итогом интеграции станет выравнивание уровня жизни по всей Европе³. В течение 20 лет сближение экономик стран Европы было очевидным⁴.

К 2008 г. экономики стран Восточной и Центральной Европы были перегреты по всем параметрам. Повсюду росла инфляция, причем в Болгарии, Латвии, Литве и Эстонии она превысила 10% в год. Зарплаты и цены на недвижимость взлетели до небес, еще больше снижая конкурентоспособность этих стран, что, в свою очередь, еще сильнее подрывало счет текущих платежей. Латвия как страна с самой перегретой экономикой столкнулась с кредитным сжатием уже в 2007 г., поскольку ее банки кредитовали всех направо и налево и риск падения цен на недвижимость с появлением проблемных кредитов был очевиден.

³ Robert J. Barro and Xavier Sala-i-Martin, *Economic Growth* (Cambridge, MA: MIT Press, 2004).

⁴ Leszek Balcerowicz and Stanley Fischer, eds., *Living Standards and the Wealth of Nations: Successes and Failures in Real Convergence* (Cambridge, MA: MIT Press, 2006).

Врезка 1.1. 10 стран Центральной и Восточной Европы (ЦВЕ-10)

В этой книге я исследую десять восточных членов Европейского Союза. Три страны Балтии (Латвию, Литву, Эстонию), пять центральноевропейских стран (Венгрию, Словакию, Словению, Польшу и Чехию) и две страны Юго-Восточной Европы (Болгарию и Румынию)*.

Две последние присоединились к ЕС в январе 2007 г. Остальные вошли в союз в мае 2004 г. Всех их вместе я называю ЦВЕ-10, чтоб отличать от ЕС-15, полутора десятков стран, входивших в ЕС до 2004 г.** Одна из причин, по которым я ограничился лишь этой десяткой, состоит в том, что крайне трудно представить полное исследование списка большого числа стран со столь разными проблемами.

С точки зрения политики обменных курсов ЦВЕ-10 делятся на три категории. Словения и Словакия вошли в зону евро в 2007 и 2009 г. соответственно. Латвия, Литва, Эстония и Болгария зафиксировали обменные курсы с помощью режима «валютного комитета», Венгрия, Польша, Румыния и Чехия сохранили плавающие курсы, фактически проводя политику таргетирования инфляции.

Из десяти стран три – Венгрия, Латвия и Румыния – обратились к МВФ за кредитом «стенд-бай». К востоку от этих стран к МВФ обращались Беларусь, Украина, Молдова, Грузия и Армения, но у каждой из них были свои проблемы, так что искать общий знаменатель трудно. Это же верно и для стран Балканского полуострова. Еще одна причина того, почему я ограничил свое исследование ЦВЕ-10, заключается в том, что один из его аспектов – деятельность Европейского Союза и Европейского центрального банка (ЕЦБ), которые не играли особой роли за пределами ЕС. Впрочем, для полноты картины я буду упоминать и другие страны.

* Два других члена ЕС призыва 2004 г., Кипр и Мальта, остаются за пределами данной работы.

** Эти 15 стран – Австрия, Бельгия, Великобритания, Германия, Греция, Дания, Ирландия, Испания, Италия, Люксембург, Нидерланды, Португалия, Финляндия, Франция и Швеция.

Но настоящим ударом стало банкротство банка Lehman Brothers 15 сентября 2008 г. Мировая ликвидность мгновенно испарилась, и Восточная Европа осталась без кредитов. Целых полгода до встречи G-20 в Лондоне 2 апреля 2009 г. ликвидность во всем мире оставалась замороженной. Частное финансирование было невозможно получить ни под какой процент. Единственным источником кредитования для стран, находящихся на периферии мировой финансовой системы, стали государственные займы, в первую очередь от МВФ.

Что сломалось и как это починили

Финансовый кризис в Восточной Европе представлял собой кризис текущего счета платежного баланса, вызванный обычным циклом кредитного бума с последующим крахом. Большой приток частного капитала привел к слишком большой частной задолженности. При этом долговая нагрузка в этих странах была относительно небольшой, т.е. объем кредитов и размер денежной базы относительно ВВП были невелики. Однако темпы их роста были слишком высокими, и чем дальше, тем больше приток капитала состоял из краткосрочных банковских кредитов, которые тратились на потребление и инвестиции в недвижимость. Можно назвать три причины того, что произошло в Восточной Европе: избыток ликвидности в мире, открытый и привлекательный инвестиционный климат, политика обменных курсов, которая позволяла избытку ликвидности в мире увеличивать предложение денег внутри этих стран. Это был перегрев экономики, вызванный слишком большим экономическим успехом. В отличие от большинства стран Западной

Европы и США, Центральная Европа не ринулась в пучину субстандартной ипотеки или облигаций, обеспеченных долговыми обязательствами (CDO). За исключением Венгрии, ни одна из центрально-европейских стран не имела фискального дефицита и чрезмерных государственных расходов. Кроме того, в их экономиках не было системных проблем.

Главным вопросом была политика обменных курсов. 10 стран Центральной и Восточной Европы проводили разную политику обменных курсов. Лишь две из них, Словения и Словакия, добились от ЕС разрешения перейти на евро, что они и сделали в 2007 и 2009 г. соответственно. Четыре страны — Болгария, Латвия, Литва и Эстония — зафиксировали обменные курсы своих валют в рамках режима «валютного комитета». Латвия не вводила режим «валютного комитета» официально, но вся финансовая система работала так, как если бы это было сделано. Оставшиеся четыре страны — Венгрия, Польша, Румыния и Чехия — оставили свои валюты в свободном плавании и проводили политику таргетирования инфляции.

Три страны Балтии пострадали от кризиса больше других: в 2009 г. падение ВВП в этих странах составило от 14 до 18%. Самым жестоким финансовый кризис был в Латвии, и Рига обратилась за помощью в МВФ. Страны, входившие в зону евро или имевшие плавающие курсы и проводившие разумную фискальную политику, выстояли. Больше всего повезло Польше, экономика которой показала в 2009 г. положительные темпы роста. Относительно неплохо дела обстояли в Словакии, Словении и Чехии. Венгрия и Румыния обратились за помощью МВФ, но причина была не в валютных курсах, а в сравнительно мягкой фискальной политике.

Четыре страны с фиксированным обменным курсом (Болгария, Латвия, Литва и Эстония) были

не в силах стерилизовать огромный приток капитала и оказались загнанными в ловушку: при фиксированных обменных курсах у них не было возможности проводить независимую денежную политику. Если бы они повысили учетные ставки, они лишь привлекли бы еще больше капитала из-за границы⁵. Государственных облигаций у них почти не было. Таким образом, единственными инструментами денежной политики в их руках оставались банковское регулирование и фискальные меры. И тем и другим нужно было пользоваться активнее, но мало кто делал это в период бума. Из числа стран с фиксированными обменными курсами Болгария и Эстония имели профицитные бюджеты, а Латвия и Литва — почти сбалансированные.

Большинство американских экономистов считают, что странам с привязанными обменными курсами рано или поздно приходится девальвировать национальную валюту, как это произошло во время кризиса в Азии в 1997–1998 гг. Кроме того, девальвации не избежали Аргентина и Россия. Но ни одна из стран ЕС с фиксированным обменным курсом этого не сделала, доказав тем самым, что девальвация не является ни необходимой, на даже желательной. Более того, ни одна из стран ЦВЕ-10 не отказалась от проводимой политики обменного курса. В январе 2011 г. Эстония получила право перейти на евро. Мое личное мнение, которое я подробно излагаю ниже, состояло в том, что никакого смысла странам Балтии девальвировать свои валюты не было⁶.

⁵ Lars Oxelheim, *International Financial Integration* (Heidelberg: Springer Verlag Berlin, 1990).

⁶ Anders Åslund, “Why Latvia Should Not Devalue,” Realtime Economic Issues Watch, Peterson Institute for International Economics, December 9, 2008, www.piie.com.

Резкое сжатие глобальной ликвидности в сентябре 2008 г. привело к обвалу валют с плавающим курсом. В начале 2009 г. многие опасались, что Центральной и Восточной Европе предстоит столкнуться с опустошительным банковским кризисом. Но он так и не случился. Большинство банков в группе стран ЦВЕ-10 владели западноевропейские банки, и были опасения, что они уйдут из этой части мира. В реальности же во время кризиса ни один западный банк не ушел ни из одной страны. Европейский центральный банк, как и другие центральные банки Европы, обеспечили коммерческие банки дешевой ликвидностью, а ЕС постановил, что европейские банки нельзя принуждать к продаже своих зарубежных дочек. МВФ и Европейский банк реконструкции и развития (ЕБРР) потребовали от банков обещания не бросать восток на произвол судьбы. Кредитное сжатие начало ослабевать с апреля 2009 г., и курсы свободно плавающих валют стали восстанавливаться. В результате большинство кредитов были продлены и финансового исхода из Восточной Европы не произошло. Было ли это результатом вмешательства международных финансовых институтов или банки просто следовали своим интересам?

Несмотря на немислимые экономические шоки и хронические дисбалансы, лишь трем странам — Венгрии, Латвии и Румынии — потребовалась помощь МВФ в виде кредита «стенд-бай». Значительную помощь оказали также Европейская комиссия, Всемирный банк и страны — соседи Латвии. МВФ действовал быстрее обычного, предоставив большую, чем обычно помощь, в частности для финансирования бюджетных дефицитов стран-реципиентов, и потребовал исполнения меньшего, чем обычно, списка условий предоставления помощи. Еще один международный игрок, Европейская комиссия,

предоставила Латвии средств даже больше, чем поступило от МВФ. До начала кризиса было непонятно, как МВФ и Еврокомиссия будут взаимодействовать друг с другом. Однако Европейский союз уступил лидирующую роль МВФ, предоставив значительное софинансирование и взяв на себя мониторинг соблюдения требований программ помощи. Сотрудничество МВФ и Еврокомиссии оказалось на удивление очень успешным, в то время как США и Всемирный банк остались на вторых ролях. ЕБРР и Европейский инвестиционный банк сконцентрировали свои усилия на рекапитализации банков, а Европейский центральный банк вообще почти не принимал во всем этом участия⁷.

Стоит обратить внимание и на политическую экономику кризиса. Все страны региона, по которым ударил кризис, реализовали поистине героические программы фискальной коррекции. Они сократили государственные расходы, зарплаты в госсекторе, социальные пособия, проводя одновременно с этим крайне сложные и болезненные структурные реформы здравоохранения и образования. Многие страны Запада полагали, что столь радикальные сокращения государственных расходов окажутся невозможны ни социально, ни политически. Они опасались радикальных политических перемен и отхода от демократии. Но демократия оказалась устойчивой, а социальные протесты и проявления популизма были незначительными. В восьми из десяти стран региона в ходе кризиса сменились правительства.

⁷ МВФ одобрил предоставление Польше гибкой кредитной линии, так как ЕЦБ оказался не готов предложить Польше кредитный своп, но это была мера предосторожности, имеющая целью гарантировать достаточную ликвидность, а не кризисная мера.

В трех странах, по которым кризис ударил особенно сильно — Венгрии, Латвии и Румынии, — правительства сменились дважды. В каждом случае новое правительство оказывалось радикальнее предыдущего в том, что касается сокращения государственных расходов. Единственным исключением было новое правительство Венгрии. Укрепилось положение правоцентристских партий. Сегодня они находятся у власти в девяти из десяти стран ЦВЕ-10. Быстрое и радикальное решение проблем оказалось лучшим и наиболее успешным подходом, и именно демократические правоцентристские партии провели его в жизнь успешнее всего.

Если причины кризиса в Восточной Европе не были неожиданными, то пути выхода из него, безусловно, для многих аналитиков стали сюрпризом. Кризисные страны пошли на значительно более радикальное сокращение государственных расходов, чем большинство экономистов вообще считали возможным. Фиксированные обменные курсы, действовавшие в рамках режима «валютного комитета», не только не помешали этим сокращениям, но лишь способствовали их осуществлению. Политическая экономика в кризисных странах оказалась гораздо более благоприятной, чем ожидалось. Было ли это результатом национальных особенностей этих стран или способностью их правительств найти более удачные, чем у других, подходы к решению стоящих перед странами задач? При том что глобализация, безусловно, ускорила распространение кризиса, она же ускорила и выход из него.

Финансовый кризис увеличил бюджетные дефициты и государственный долг во всех странах ЦВЕ-10. Однако эти страны вышли из кризиса в куда лучшей форме, чем многие ветераны зоны евро. Из десяти стран ЦВЕ-10 девять удержали государственный

долг в рамках максимального уровня, предусмотренного Маастрихтскими соглашениями, — 60% ВВП. В то же время семь из первых 11 стран зоны евро превысили эту планку. Доказав, что их экономические и финансовые системы устойчивее, чем у ветеранов, страны Центральной и Восточной Европы придали новый импульс европейской интеграции, несмотря на то что с точки зрения размера ВВП кризис отбросил их на несколько лет назад. Пройдя через горнило кризиса, эти десять стран вышли более конкурентоспособными, чем западноевропейские государства. Ирония заключается в том, что, поскольку ЕС относился к своим новым членам, как к странам второго сорта, им пришлось проводить более ответственную фискальную политику, чем странам — ветеранам союза. Таким образом, они постепенно догоняют или даже обгоняют западноевропейские страны сначала по качественным показателям, а затем и по благосостоянию. Последние станут первыми.

Глядя на то, как выходила из кризиса Восточная Европа, можно только поражаться неадекватностью антикризисных мер, проводимых в Греции и других пострадавших от кризиса странах зоны евро. Поскольку новые члены ЕС справились с кризисом лучше, чем старые, он приведет к более тесной интеграции, а не к дезинтеграции ЕС. Новые страны ЕС, в которых были зафиксированы обменные курсы национальных валют, по-прежнему стремятся перейти на евро как можно скорее, хотя в тех странах, которые до сих пор придерживались плавающих курсов, кризис посеял новые сомнения⁸.

⁸ Опросы общественного мнения зафиксировали усиление сомнений по поводу разумности этого подхода в Чехии, Польше, Швеции и Дании.

Маастрихтские критерии и переход на евро

Безналичный евро был введен 1 января 1999 г., наличные монеты и банкноты поступили в обращение в январе 2002 г. Первыми одиннадцатью странами, перешедшими на евро, были Австрия, Бельгия, Германия, Ирландия, Испания, Италия, Люксембург, Нидерланды, Португалия, Финляндия и Франция. В 2001 г. евро ввела Греция, став 12-й страной. Словения присоединилась в 2007 г., Кипр и Мальта — в 2008-м, Словакия — в январе 2009 г. К началу 2009 г. из 27 стран Евросоюза 16 входили в Экономический и валютный союз и использовали евро в качестве единой валюты. Среди новых членов ЕС из Центральной и Восточной Европы пока лишь Словакия, Словения и Эстония приняты в Экономический и валютный союз. Оставшиеся семь рано или поздно должны в него войти, но пока четкой даты нет. Для принятия в ЭВС им надо выполнить семь условий и получить политическое одобрение ЕС.

Страна — член ЕС, которая хочет перейти на евро, должна минимум два года быть частью так называемого Европейского механизма обменных курсов (ERM II) и выполнять Маастрихтские критерии. Эти критерии, названные по имени голландского городка, где 7 февраля 1992 г. 12 стран, составлявших тогда Европейское сообщество, подписали Договор о Европейском Союзе. Эти критерии присутствуют и в Лиссабонском договоре, или Договоре о функционировании Европейского Союза. Они четко прописаны в ст. 140 договора и разъясняются более подробно в других документах.

- Стабильность цен. Средняя инфляция страны-претендента в течение года, предшествующего

принятию евро, не должна превышать более чем на 1,5 процентных пункта среднюю инфляцию трех стран еврозоны с самой низкой инфляцией.

- Бюджетный дефицит не должен превышать 3% ВВП.
- Государственный долг не должен превышать 60% ВВП.
- Коридор колебаний обменного курса, прописанный в Механизме валютных курсов ($\pm 2,25\%$), должен выдерживаться как минимум два года.
- Средние номинальные долгосрочные процентные ставки не должны превышать среднюю ставку трех стран — членов зоны евро с наименьшей инфляцией более чем на 2 процентных пункта⁹.

Соответствие страны-претендента Маастрихтским критериям проверяется Европейской комиссией и описывается соответствующими докладами, которые и становятся решающими при оценке готовности соискателя. В оценке готовности также принимает участие Европейский центральный банк. Однако само принятие страны в зону евро — политическое решение, принимаемое в несколько раундов советом министров финансов зоны евро и всеми министрами финансов стран ЕС.

Особо важным решением для любой страны ЕС, остающейся за пределами зоны евро, остается вопрос о вхождении в Механизм валютных курсов. Правила механизма предписывают курсовой

⁹ Article 140, Treaty on the Functioning of the European Union, Official journal of the European Union, Information and Nonces C 115, volume 51, May 9, 2008, available at <http://eur-lex.europa.eu>; Michael Marrese, *The Convergence of CEEMEA Countries as the Global Recession Ends* (New York: JP Morgan, July 29, 2009).

коридор национальной валюты в $\pm 15\%$ от «стабильного, но корректируемого центрального курса обмена к евро» или заранее объявленного фиксированного курса евро к национальной валюте. При этом страна-претендент может обсуждать с Европейским центральным банком и ЕС (в лице комитета Механизма валютных курсов), какой именно валютный режим ей выбрать. В реальности принимается гораздо более узкий коридор, по сути, привязка с очень узким коридором¹⁰. Литва и Эстония вступили в Механизм валютных курсов в 2004 г., Латвия – в 2005 г. Болгария предпринимает попытки в него вступить, но пока безуспешно. Венгрия, Румыния, Польша и Чехия в Механизм пока вступать не собираются.

Три страны, Дания, Великобритания и Швеция, вступили в ЕС до введения евро и в виде исключения имеют право вообще никогда не вводить у себя единую валюту. Дания привязала свою валюту к немецкой марке в 1982 г. и вошла в Механизм валютных курсов в 1999 г. Страны, присоединившиеся к евро в 2004 и в 2007 г., не имеют выбора и рано или поздно обязаны перейти на евро.

Все государства ЕС, как входящие, так и не входящие в Экономический и валютный союз, обязаны выполнять Маастрихтские соглашения в их фискальной части, составляющие так называемый Пакт стабильности и роста (SGP). Этот пакт был заключен в 1997 г. для обеспечения фискальной дисциплины в будущей зоне евро. Если страна не выполняет эти критерии, то совет министров финансов стран ЕС может потребовать снижения дефицита бюджета, что, по идее, может привести к крупным

¹⁰ Marrese, The Convergence of CEEMEA Countries; European Unipn, "Acceding Countries and ERM-II," EFC/ECFIN/109/03 (Athens, April 5, 2003).

штрафам в случае невыполнения. Однако вплоть до кризиса никаких санкций не было, поскольку крупные страны зоны евро сами нарушали эти правила.

Параллели с кризисом в Юго-Восточной Азии 1997–1998 гг.

Самая очевидная параллель с кризисом в Восточной и Центральной Европе – азиатский кризис 1997–1998 гг., потрясший Таиланд, Южную Корею, Тайвань, Гонконг, Индонезию и Малайзию. Новые члены ЕС во многом напоминали эти азиатские государства, особенно Южную Корею. Долгие годы мир говорил об «азиатских тиграх» и воспевал «азиатское чудо». Открытость и рыночный характер экономик этих стран, ориентация на экспорт в сочетании с высоким уровнем сбережений и инвестиций обеспечивали стабильно высокие темпы экономического роста. Значительный приток капитала привел к избыточным инвестициям в недвижимость – типичное проявление цикла бум–крах.

В конце концов в 1997 г. пузырь лопнул. Когда приток капитала сменился оттоком, восточно-азиатские тигры испытали эффект «резкой остановки» (*sudden stop*)¹¹. В тот момент казалось, что удача навсегда отвернулась от этих стран. Джозеф Стиглиц винил во всем «слишком быструю либерализацию рынков капитала и финансовой системы» и призывал «положить конец одному из самых

¹¹ Это понятие впервые появилось в статье: Rudiger Dornbusch, Ian Goldfajn, and Rodrigo O. Valdes, “Currency Crises and Collapses,” *Brookings Papers on Economic Activity* 26, 2: 219–293; Guillermo A. Calvo, “Capital Flows and Capital-Market Crises: The Simple Economics of Sudden Stops,” *Journal of Applied Economics* 1, no. 1 (1998): 35–54.

страшных проявлений коррупции — кумовскому капитализму»¹². Пол Кругман утверждал, что в фундаменте роста Юго-Восточной Азии лежат слишком упорный труд и слишком высокая норма сбережений¹³. Другие же не увидели в кризисе ничего из ряда вон выходящего, — обычный финансовый кризис, вызванный слишком большими успехами, вылившимися в перегрев экономики¹⁴.

Самое здоровое объяснение выдвинул Рагурам Раджан: «Кризис в Юго-Восточной Азии по большей части есть результат избыточных корпоративных инвестиций в коммерческую недвижимость и производство»¹⁵. В отличие от предыдущих кризисов в развивающемся мире азиатский кризис не был отмечен ни большими бюджетными дефицитами, ни большим государственным долгом, а лишь перегревом частного сектора. Это и есть главное, что роднит его с восточноевропейским кризисом 2008 г. Раджан прекрасно объяснил, как азиатский кризис выглядел с точки зрения иностранных инвесторов: «Иностранные инвесторы, которые не понимают, что происходит в мутной воде, чаще всего предпринимают три меры предосторожности. Они минимизируют риск, предавая лишь краткосрочные кредиты, что дает им возможность при необходимости быстро отозвать деньги. Они номинируют платежи в иностранной валюте, чтобы их кредиты были защищены от местной инфляции и девальвации.

¹² Joseph E. Stiglitz, *Globalization and Its Discontents* (New York: Norton, 2002), 104, 127.

¹³ Paul Krugman, "The Myth of Asia's Miracle," *Foreign Affairs* 73, no. 6 (November-December 1994): 62.

¹⁴ Charles P. Kindleberger and Robert Aliber, *Manias, Panics, and Crashes*, 5th ed. (Hoboken, NJ: Wiley, 2005), 140–141, 156–158.

¹⁵ Raghuram Rajan, *Fault Lines: How Hidden Fractures Still Threaten the World Economy* (Princeton: Princeton University Press, 2010), 77.

И они ссужают деньги через местные банки, чтобы в случае неспособности банков вернуть кредиты, правительство пришло бы к ним на помощь для защиты всей экономики страны. Таким образом, иностранные инвесторы получали неявную государственную гарантию. Именно угроза сопутствующего ущерба позволяет иностранным инвесторам доверять свои деньги непрозрачной системе»¹⁶.

Эта картина азиатского кризиса вполне точно описывает и кризис в Восточной Европе. Главная разница в том, что в отличие от Юго-Восточной Азии в Восточной Европе западные банки владели львиной долей всей банковской системы и вывести капиталы не могли. Но три составляющие — чрезмерное краткосрочное кредитование, кредиты в иностранной валюте и использование местных банков — имели место и тут.

Однако спустя всего год азиатский кризис закончился, и страны региона сохранили прежнюю экономическую политику, которая вновь принесла им оглушительный успех. Как писали Саймон Джонсон и Джеймс Куок, «даже при том что иностранные наблюдатели все еще сильно озабочены корпоративным управлением, макроэкономической политикой и кумовским капитализмом, экономический рост возобновился. В 1999 г. корейская экономика выросла на 11,1%»¹⁷. Лишь в одной стране, Индонезии, кризис привел к смене режима, вылившегося в переход к демократии и к более открытой рыночной экономике. Кризис в Юго-Восточной Азии стал не трагедией, а скорее кратким шоком, вслед за которым начался еще более быстрый рост. В отличие

¹⁶ Ibid., 12.

¹⁷ Simon Johnson and James Kwak, *13 Bankers: The Wall Street Takeover and the Next Financial Meltdown* (New York: Pantheon, 2010), 51.

от азиатского кризиса причинами кризисов в России в 1998 г. и в Аргентине в 2001 г. стали глубокие фискальные проблемы. Но даже российский кризис обернулся десятилетием экономического роста со средними темпами 7% в год.

В 2008 г. многие проводили параллели между восточноевропейским и азиатским кризисами. В целом такой взгляд способствовал разрешению проблем. Большинство экспертов и политиков понимали, что речь идет именно о финансовом, а не о глубоком системном кризисе. Как следствие, призывов к структурным переменам было немного. Кризис рассматривался как временный дефицит ликвидности, а не как кризис устойчивости (*solidity crisis*), что убедило иностранные правительства и международные финансовые организации предоставить странам Восточной и Центральной Европы большие кредиты. Поскольку азиатские страны выплатили свои кредиты полностью и вовремя, международное сообщество было готово профинансировать и значительные бюджетные дефициты европейских стран.

Менее однозначным выводом из азиатской драмы стала вера в то, что наилучший способ перезапустить экономический рост пострадавшей страны — девальвировать ее валюту. Поскольку ни одна из восточноевропейских стран с фиксированным курсом на девальвацию не пошла, вопрос о девальвации становится ключевым при рассмотрении выхода этих стран из кризиса

Структура книги

В главах 2 и 3 рассказывается о кризисе в Восточной Европе, его причинах, развитии и выходе из него. Четыре следующие главы посвящены анализу

наиболее важных аспектов кризиса. В главе 4 обсуждается главная экономическая проблема кризиса — дилемма обменных курсов. Глава 5 посвящена банковскому кризису в Восточной Европе, который не случился. В главе 6 обсуждается роль международных институтов — МВФ, Еврокомиссии, Европейского центрального банка и США. В главе 7 мы увидим, почему страны ЦВЕ-10 так ответственно подошли к урегулированию кризиса. Последствиям фискального кризиса в зоне евро для Восточной Европы посвящена глава 8, и в последней главе мы делаем выводы об уроках кризиса.

Я заостряю свое внимание на странах и структурах, а не на отдельных личностях. Чтобы не запутаться в деталях, я стараюсь как можно меньше упоминать имена политиков и разницу в их позициях. Вместо этого я концентрируюсь на наиболее спорных принципах. Одна из главных проблем, с которой я столкнулся, заключается в том, что все данные за 2010 г. имеют статус прогнозов. Основными источниками данных для меня были Евростат и прогноз МВФ, которые во многом совпадают. Кроме того, я пользовался статистикой ЕБРР и JP Morgan. На сайте МВФ www.imf.org можно найти всю официальную информацию, касающуюся программ и соглашений фонда.