

# ВЗАИМОДЕЙСТВИЕ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ И БЮДЖЕТНО-НАЛОГОВОЙ ПОЛИТИКИ СТРАН ЦЕНТРАЛЬНОЙ И ВОСТОЧНОЙ ЕВРОПЫ<sup>1</sup>

**М. Ю. Головнин,**

доктор экономических наук, член-корреспондент РАН, первый заместитель директора Института экономики Российской академии наук; e-mail: mgeson@mail.ru

Страны Центральной и Восточной Европы (ЦВЕ) за последнее десятилетие столкнулись с двумя масштабными внешними экономическими шоками: глобальным финансово-экономическим кризисом и европейским долговым кризисом. Их воздействие привело к существенному замедлению экономической динамики и поставило новые вызовы перед экономической политикой этих стран. Наилучшие результаты с точки зрения экономической динамики продемонстрировали страны, которые смогли сочетать активную денежно-кредитную и бюджетно-налоговую политику (Польша, Албания, Румыния). В период 2010–2015 гг. наиболее сбалансированной динамикой макроэкономических показателей отличались страны, вошедшие в Экономический и валютный союз, однако возможности его расширения за счет стран, выгоды от перехода на евро для которых явно перевешивают издержки, в ближайшей перспективе практически исчерпаны. Представляют интерес отдельные применявшиеся странами ЦВЕ инструменты: по преодолению евроизации экономик и снижению зависимости от внешнего финансирования.

The countries of Central and Eastern Europe have faced two large-scale external economic shocks over the past decade: the global economic and financial crisis and the European debt crisis. Their impact led to a significant slowdown in economic dynamics and posed new challenges to the economic policies of these countries. The best results from the point of view of economic dynamics were demonstrated by countries that were able to combine active monetary and fiscal policies (Poland, Albania, Romania). In the period 2010–2015 the most balanced dynamics of macroeconomic indicators was characterized by members of Economic and Monetary Union, but the opportunities for its expansion at the expense of countries, the benefits of the transition to the euro for which clearly outweigh the costs, in the near future are almost exhausted. Some of the instruments used by the CEE countries are of special interest: aimed at overcoming the euroization of domestic economies and at reducing dependence on external financing.

*Ключевые слова:* денежно-кредитная политика; бюджетно-налоговая политика; макропруденциальная политика; валютный курс; евроизация; страны Центральной и Восточной Европы.

*Key words:* monetary policy; fiscal policy; macroprudential policy; exchange rate; euroization; Central and Eastern European countries.

JEL E42, E52, E62

## **В**лияние внешних факторов на экономики стран Центральной и Восточной Европы.

Страны Центральной и Восточной Европы<sup>2</sup>, хотя и обладают схожими характеристиками: большая их часть входит в состав Европейского союза (ЕС) и все они имеют значительные экономические связи с ЕС, на протяжении последнего десятилетия демонстрировали различающиеся модели экономической динамики (см. рис. 1). За рассматриваемый временной интервал страны ЦВЕ подверглись воздействию двух мощных внешних шоков: глобального финансово-экономического кризиса 2007–2009 гг. и европейского долгового кризи-

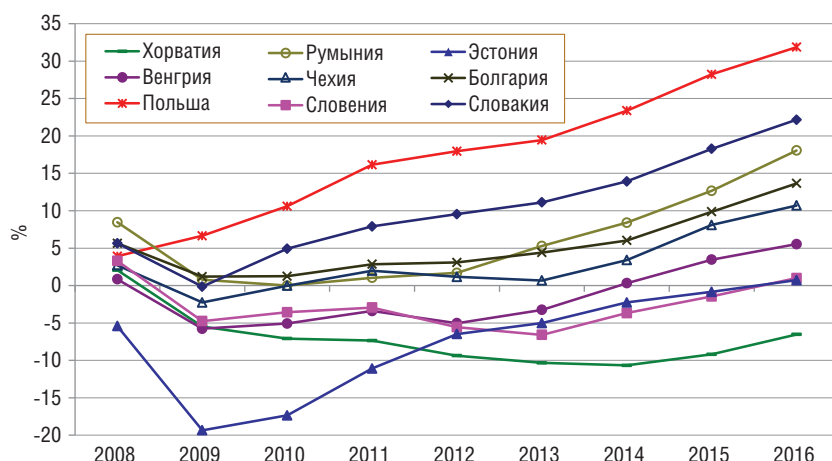
са, начавшегося в 2010 г., острая фаза которого завершилась в 2013–2014 годы.

После периода экономического роста с относительно высокими темпами в первой половине 2000-х гг. большинство стран ЦВЕ столкнулось с экономическим спадом во время глобального финансово-экономического кризиса (2009 г.), наиболее глубоким этот спад был в странах Балтии, где он наступил раньше (в 2008 г.). В 2010–2012 гг. многие страны столкнулись с ситуацией либо продолжавшегося экономического спада, либо экономического роста с крайне невысокими темпами, в результате чего они оказались в своеобразной «ловушке стагнации» (например, Хорватия, Венгрия, Словения, Чехия и Румыния). Наиболее длительной и разрушительной для экономики страны оказалась эта «ловушка» в Хорватии. Страны Балтии, хотя и развивались в этот период с высокими темпами, все еще не могли выйти на предкризисный уровень реального ВВП. Значимыми исключениями из этого тренда стали экономики

<sup>1</sup> Статья подготовлена в рамках гранта РФФИ «Денежно-кредитная и бюджетно-налоговая политика России на современном этапе глобализации» № 15-02-00391.

<sup>2</sup> Под странами Центральной и Восточной Европы в данной статье мы будем понимать страны Балтии (Латвия, Литва, Эстония), Албанию, Болгарию, Боснию и Герцеговину, Венгрию, Македонию, Польшу, Румынию, Сербию, Словакию, Словению, Хорватию, Черногорию, Чехию.

Рис. 1. Темпы прироста реального ВВП  
в отдельных странах ЦВЕ (к 2007 г., в %)



Источник: рассчитано на основе World Economic Outlook Database as of April 2017. URL: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2017/01/weodata/index.aspx>

Польши и Албании, которые не испытали спада на протяжении рассматриваемого периода, хотя и столкнулись с существенным замедлением темпов экономического роста в 2012–2013 годы.

На экономическую динамику в рассматриваемых странах помимо внешних шоков оказывали влияние внутренние факторы, в том числе проводившаяся экономическая политика. Нас в данном случае будет интересовать *вопрос о том, как реагировали на внешние вызовы национальная денежно-кредитная и бюджетно-налоговая политика и какие сочетания этих видов экономической политики использовали страны для решения имеющихся проблем.*

Однако предварительно необходимо отметить ряд важных особенностей, характеризующих развитие финансовых систем стран ЦВЕ в рассматриваемый период.

1. Высокий уровень зависимости от потоков иностранного капитала для многих стран, сложившийся еще в предкризисный период. Так, в среднем за 2003–2007 гг. совокупные валовые трансграничные потоки капитала в Эстонии, Венгрии и Латвии превышали 40% ВВП, в Болгарии и Словении находились в пределах 30–40% ВВП<sup>1</sup>. Соответственно, остановка потоков капитала, произошедшая во время глобального финансово-экономического кризиса, сыграла роль мощного внешнего шока. Наиболее значительное сокращение потоков произошло в странах Балтии, в Венгрии, Болгарии, Румынии и Чехии.

2. Банковские системы стран ЦВЕ в значительной степени зависят от иностранного капитала. Эта зависимость проявляется, прежде всего, в высокой доле дочерних организаций иностранных банков (главным образом из стран ЕС) в банков-

ских системах стран ЦВЕ. Так, среди стран Центральной и Юго-Восточной Европы иностранные банковские структуры в 2015 г. контролировали более 80% капитала банковских систем Чехии, Словакии, Боснии и Герцеговине, Албании и Румынии и более 60% всех остальных стран, кроме Словении [1, р. 6].

3. Высокий уровень активов и пассивов банковского сектора, номинированных в иностранной валюте, главным образом в евро (евроизация экономики). Так, доля кредитов, выданных в иностранной валюте, по состоянию на ноябрь 2014 г. превышала 50% в Хорватии, Румынии, Болгарии, Венгрии и Литве [2, р. 10].

Отмеченные особенности финансовых систем стран ЦВЕ задают ограничения для проводимой в них экономической политики.

**Режимы денежно-кредитной политики.** Существенные ограничения для сочетания различных мер экономической политики задают также режимы денежно-кредитной политики. Так, в ряде стран ЦВЕ действуют режимы, предполагающие фактический отказ от национальной денежно-кредитной политики: односторонняя евроизация в Черногории, режим валютного управления (*currency board*) в Болгарии, Боснии и Герцеговине, Эстонии (до 2011 г.), Литве (до 2015 г.). В настоящее время пять стран ЦВЕ входят в Экономический и валютный союз – ЭВС (Латвия, Литва, Словакия, Словения и Эстония), фактически не имея возможности оказывать влияние на проводимую в нем общую денежно-кредитную политику.

С одной стороны, в этих странах значительная нагрузка по макроэкономической стабилизации ложится на бюджетно-налоговую политику, с другой – возможности этой политики ограничены, поскольку центральный банк, как правило, не может оказывать косвенную поддержку в финансировании дефицита бюджета (например, через операции на открытом рынке) или поддерживать банковскую систему в кризисной ситуации. Кроме того, страны ЦВЕ, входящие в ЕС и подписавшие в 2012 г.<sup>2</sup> новый «Договор о стабильности, координации и управлении в Экономическом и валютном союзе» (фактически предполагающий создание бюджетного союза в рамках ЕС), также ограничиваются в проведении независимой бюджетно-налоговой политики (через установление пороговых значений

<sup>1</sup> Совокупные валовые трансграничные потоки капитала рассчитывались как сумма активов и обязательств статей финансового счета платежного баланса (прямых, портфельных и прочих инвестиций) без учета знака.

<sup>2</sup> Договор не подписали Чехия и Хорватия (которая на тот момент еще не была членом ЕС). Венгрия и Польша подписали договор, но не применяют его положения. Болгария и Румыния приняли решение добровольно применять положения договора.

дефицита бюджета и государственного долга) [3, р. 101–102].

К началу распространения глобального финансово-экономического кризиса страны ЦВЕ разделились на две устойчивые группы, исходя из применяемых ими режимов денежно-кредитной политики: 1) страны с режимом инфляционного таргетирования (Албания, Венгрия, Польша, Румыния, Сербия, Словакия, Чехия); 2) страны с достаточно жестким регулированием валютного курса (различные формы явной и неявной привязки – Латвия, Македония, Хорватия; валютное управление – Болгария, Босния и Герцеговина, Литва, Эстония). На тот момент лишь одна страна ЦВЕ – Словения (в 2007 г.) – вступила в Экономический и валютный союз, т. е. перешла на единую европейскую валюту евро.

Проведенный нами анализ средних значений основных макроэкономических переменных (динамики реального ВВП, инфляции, сальдо текущего счета платежного баланса в процентах от ВВП) по группам стран с различными режимами денежно-кредитной политики позволил сделать следующие выводы [4, с. 82–83]. В период бурного экономического роста (2003–2007 гг.), предшествовавший глобальному финансово-экономическому кризису, наиболее высокие темпы роста реального ВВП и самые низкие темпы инфляции демонстрировали страны с режимом валютного управления, что может служить косвенным подтверждением важности привязанных ожиданий относительно динамики валютного курса с точки зрения инфляционной динамики. Страны с режимом инфляционного таргетирования демонстрировали самые низкие темпы экономического роста, относительно низкие темпы инфляции, но при этом – более низкие значения (по модулю) дефицита текущего счета платежного баланса по сравнению со странами, регулирующими валютный курс. Страны с различными формами привязки валютного курса занимали промежуточное положение (более высокие темпы экономического роста при несколько более высоких темпах инфляции и значениях дефицита текущего счета платежного баланса по сравнению со странами с режимом инфляционного таргетирования).

Ситуация принципиально меняется во время глобального финансово-экономического кризиса (2008–2009 гг.). Единственная группа стран, продемонстрировавшая положительные темпы экономического роста в этот период, – страны с режимом инфляционного таргетирования, хотя при этом они отличались довольно высокими среднегодовыми темпами инфляции (5%) и значительным дефицитом текущего счета платежного баланса (8% от ВВП). При этом в странах с режимом валютного управления и различными привязками валютного курса наблюдались наибольшие темпы экономического спада (3,3 и 3,5% в год соответственно) при более высоких темпах инфляции в странах с режи-

мом валютного управления (5,9% против 3,5%) и значительном дефиците текущего счета платежного баланса (8,5 и 6,4% от ВВП).

Наконец, в посткризисный период (2010–2015 гг.), на который наложился европейский долговой кризис, наиболее сбалансированную макроэкономическую динамику демонстрировали страны – члены ЭВС, число которых за этот период, как мы уже отмечали, увеличилось до пяти. Они характеризовались более высокими темпами экономического роста, более низкой инфляцией и небольшим положительным сальдо текущего счета платежного баланса. Страны с режимом валютного управления вновь демонстрировали несколько более высокие темпы экономического роста, чем страны с режимом инфляционного таргетирования (2,1 против 1,8%) и более низкие темпы инфляции (2,3 и 2,9% соответственно). Однако последний показатель для этого периода нужно рассматривать с осторожностью, поскольку наблюдалось достаточно много случаев дефляции (по пять в группах стран с инфляционным таргетированием и с валютным управлением), которые рассматриваются в теории как по крайней мере не меньшая угроза, чем высокие темпы инфляции.

Полученные нами результаты в целом соответствуют результатам других исследований. Так, в частности, исследователи МВФ приходят к выводу, что использование различных режимов валютного курса в целом приводит к схожим результатам с точки зрения динамики выпуска и занятости, но колебания этих показателей при режиме фиксированного валютного курса выше [2, р. 12].

Венгерский экономист З. Дарвас обращает внимание на то, что страны с режимом фиксированного валютного курса в предкризисный период характеризовались привлечением большего объема иностранного капитала [5] и потерей конкурентоспособности из-за более высоких темпов инфляции<sup>1</sup>, соответственно, низких (и зачастую отрицательных) реальных ставок процента и более высоких темпов роста издержек на одного занятого. Это привело к накоплению дисбалансов и растущему дефициту текущего счета платежного баланса [6, р. 1–16].

Таким образом, однозначного вывода об эффективности того или иного режима денежно-кредитной политики сделать нельзя, относительно успешные результаты с точки зрения экономической динамики демонстрировали как страны с режимом инфляционного таргетирования (Албания, Польша, Румыния), так и Македония с режимом привязки валютного курса. При этом страны с режимом валют-

<sup>1</sup> Выше мы показали, что темпы инфляции в странах с режимом фиксированного валютного курса (особенно – в странах с режимом валютного управления) не были существенно выше, чем в странах с режимом инфляционного таргетирования. Поэтому в данной части мы не можем согласиться с тезисом З. Дарваса.

ного управления (Болгария, Босния и Герцеговина) занимают промежуточное положение, принимая во внимание относительно неудачные результаты отдельных стран как с режимом инфляционного таргетирования (Венгрия, Сербия), так и с привязкой валютного курса (Хорватия), см. таблицы.

Таблица

### Экономическая динамика стран ЦВЕ в 2008–2016 гг. и режимы денежно-кредитной политики (на конец 2016 г.)

	Прирост реального ВВП к 2016 г. по сравнению с 2007 г. (в %)	Режим денежно-кредитной политики
Польша	31,9	Инфляционное таргетирование
Албания	30,7	Инфляционное таргетирование
Македония	25,4	Привязка валютного курса
Словакия	22,2	Член Экономического и валютного союза
Румыния	18,1	Инфляционное таргетирование
Черногория	15,7	Односторонний переход на евро
Босния и Герцеговина	15,4	Валютное управление
Болгария	13,6	Валютное управление
Чехия	10,7	Инфляционное таргетирование, таргетирование валютного курса
Литва	8,7	Член Экономического и валютного союза
Сербия	7,5	Инфляционное таргетирование
Венгрия	5,5	Инфляционное таргетирование
Словения	1,0	Член Экономического и валютного союза
Эстония	0,7	Член Экономического и валютного союза
Латвия	-3,5	Член Экономического и валютного союза
Хорватия	-6,5	Привязка валютного курса

Источник: рассчитано на основе World Economic Outlook Database. April 2017. URL: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2017/01/weodata/index.aspx>

В связи с этим вызывает интерес более детальный анализ проводившейся на рассматриваемом временном интервале денежно-кредитной политики стран ЦВЕ и набор применяемых странами инструментов.

**Регулирование валютного курса.** В некоторых странах сгладить негативный шок от глобального финансово-экономического кризиса позволило обесценение национальной валюты. Так, значительное падение реального эффективного курса национальных валют произошло во время кризиса в Польше, Венгрии и Чехии (см. рис. 2).

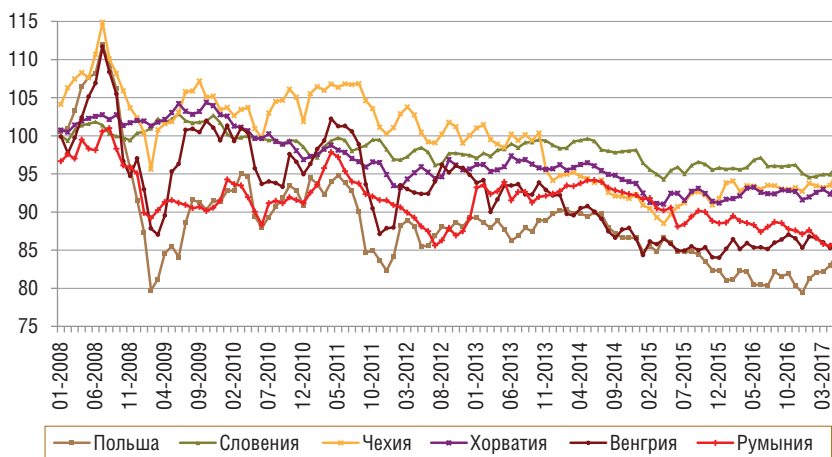
При этом если Польша преодолела глобальный финансово-экономический кризис относительно благополучно, то Чехия и Венгрия столкнулись со значительным экономическим спадом.

Здесь следует отметить, что преимущества от падения реального валютного курса (содействие росту экспорта и импортозамещению) могут не реализоваться в ситуации падения спроса на внешних рынках и относительно узких внутренних рынков, более того, могут реализоваться риски от резкого снижения валютного курса, связанные с финансовой стабильностью, в силу упоминавшихся выше проблем внезапного оттока капитала и евроизации национальных экономик стран ЦВЕ.

Поддержка фиксированного валютного курса во время глобального финансово-экономического кризиса вызвала необходимость в странах, использующих режим привязки, и в странах, стремящихся сдержать обесценение национальных валют, поддерживать процентные ставки на достаточно высоком уровне, что привело к росту реальных ставок процента на фоне снижения инфляции в 2009 г. (см. рис. 3) и увеличило издержки протекания кризиса. Отчасти это может объяснять приведенные выше результаты. Между тем в странах с режимом инфляционного таргетирования (Албания, Венгрия, Польша, Чехия) центральные банки активнее снижали процентные ставки.

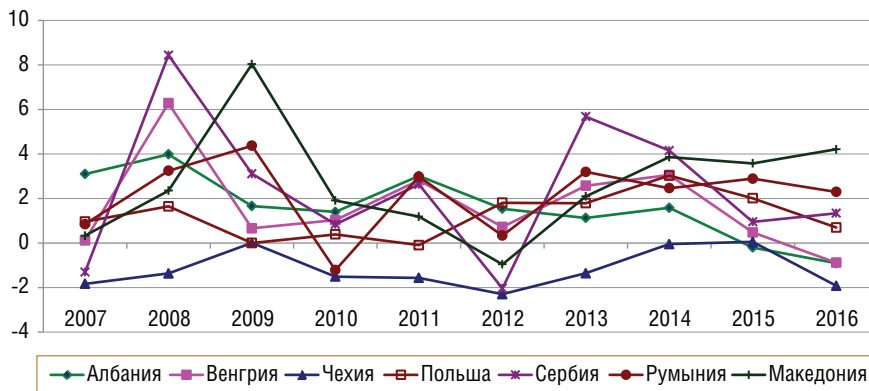
Следует отметить, что даже страны, использующие режим инфляционного таргетирования, прибегали к мерам по активному регулированию валютного курса. Единственная страна ЦВЕ, режим валютного курса которой определяется МВФ как «свободное плавание», – Польша [7], как мы уже видели, поддерживает при этом динамику реального эффективного курса злотого на явно заниженном уровне. Для этого могут использоваться как процентная политика, так и операции по покупке иностранной валюты у министерства финансов, которые осуществляет Национальный банк Польши. Другая страна, характеризовавшаяся до 2013 г. режимом свободно плавающего валютного курса, – Чехия, фактически с ноября

Рис. 2. Реальные эффективные курсы валют стран ЦВЕ (декабрь 2007 г. = 100)



Источник: Bank for International Settlements. URL: <http://www.bis.org/statistics/eer.htm?m=6%7C187>

Рис. 3. Реальные процентные ставки центрального банка (в %, на конец периода)



Источник: рассчитано на основе статистической информации Международного валютного фонда. URL: [www.imf.org](http://www.imf.org)

2013 г. стала применять двойное таргетирование, установив «потолок» по валютному курсу в размере 27 чешских крон за евро (крона не может укрепляться выше этой отметки). Национальный банк Чехии уже проводил интервенции с середины 2015 г. для поддержки этой границы [8, р. 6]. В качестве основной задачи введения этого «потолка» предполагалось возвращение к умеренной инфляции из дефляционной ловушки, в которой оказалась Чехия. Эту задачу решить удалось<sup>1</sup>, кроме того, улучшилось состояние текущего счета платежного баланса<sup>2</sup>. В связи с этим Национальный банк Чехии отказался в апреле 2017 г. от использования регулирования валютного курса, вернувшись к классическому режиму инфляционного таргетирования, но отметил готовность вновь применить данный инструмент при избыточных колебаниях валютного курса.

**Инструменты денежно-кредитной политики и макропруденциальные меры.** Преодоление глобального финансово-экономического кризиса и последствий европейского долгового кризиса потребовало изменений в инструментарии денежно-кредитной политики. О наиболее значительных изменениях можно говорить применительно к Чехии, Национальный банк которой фактически приблизился к границе нулевых процентных ставок, снизив в ноябре 2012 г. свою базовую ставку до 0,05%. Однако дальнейших действий по ослаблению денежно-кредитной политики Национальный банк Чехии (НБЧ) не предпринимал, хотя эксперты МВФ и обсуждали возможность для Чехии введения отрицательных номинальных ставок процента [8, р. 43–44]. Происходило расширение инструментария денежно-кредитной политики: осенью 2008 г.

НБЧ ввел экстраординарный механизм предоставления репо со сроками две недели и три месяца (с января 2011 г. остался только инструмент со сроком две недели)<sup>3</sup>.

Страны, фактически отказавшиеся от национальной денежно-кредитной политики, во время глобального экономического и финансового кризиса стали использовать один из немногих находившихся в их распоряжении инструментов – минимальные резервные требования.

Достаточно активно использовались не только изменения норматива обязательного резервирования, но и изменения правил применения этого инструмента. Так, например, в Сербии на протяжении 2008 г. постепенно увеличивалась доля резервов в иностранной валюте, которая должна была размещаться в динарах (с 10% в мае 2008 г. до 40% в декабре 2008 г.). Однако уже в 2009 г., чтобы снизить давление на банки, наблюдалась обратная тенденция снижения этой доли<sup>4</sup>. В конце 2012 г. были установлены значительные различия по нормам резервирования для пассивов в национальной и иностранной валюте в рамках политики по «динаризации» экономики [9, р. 25, 27]. В настоящее время для пассивов в динарах со сроком свыше двух лет норма резервирования обнулена, для пассивов в динарах со сроком менее двух лет – установлена на уровне 5%. При этом для пассивов в иностранной валюте с соответствующими сроками она составляет 13 и 20%<sup>5</sup>. Еще одним проявлением этой политики стала возобновившаяся в апреле 2012 г. тенденция к росту доли резервов от пассивов в иностранной валюте, размещаемой в динарах. К январю 2015 г. эта доля достигла 38% для пассивов со сроком погашения менее двух лет и 30% – для пассивов со сроком погашения свыше двух лет. Схожая тенденция наблюдалась в Хорватии. С конца 2008 г. по настоящее время норматив обязательного резервирования там был снижен с 17 до 12%, и при этом доля резервов, создаваемых для пассивов в иностранной валюте, которые должны размещаться в хорватских кунах, повысилась с 50 до 75%.

Смягчение денежно-кредитной политики в странах ЦВЕ в рассматриваемый период, проявлявшееся в виде снижения ставок центральных

<sup>1</sup> Если на конец 2014 г. годовой темп инфляции в Чехии был равен 0,1%, то на конец 2016 г. – 2%.

<sup>2</sup> В 2014 г. сальдо текущего счета платежного баланса было близко к 0 (0,2% ВВП), в 2016 г. положительное сальдо составляло 1,1% ВВП.

<sup>3</sup> URL: [http://www.cnb.cz/en/monetary\\_policy/instruments/](http://www.cnb.cz/en/monetary_policy/instruments/).

<sup>4</sup> URL: [https://www.nbs.rs/internet/english/30/30\\_4/30\\_4\\_1/OR\\_hronologija\\_e.pdf](https://www.nbs.rs/internet/english/30/30_4/30_4_1/OR_hronologija_e.pdf)

<sup>5</sup> URL: [https://www.nbs.rs/internet/english/30/30\\_4/30\\_4\\_1/index.html](https://www.nbs.rs/internet/english/30/30_4/30_4_1/index.html)

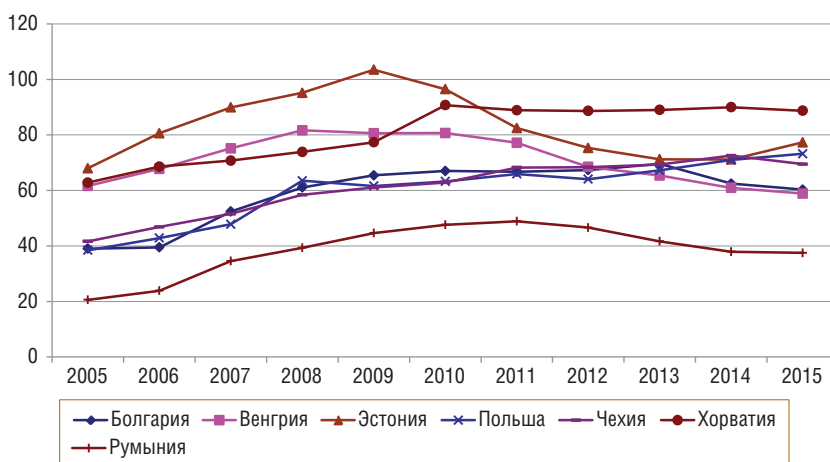
банков, нормативов обязательного резервирования, введения дополнительных инструментов предоставления ликвидности объяснялось действием отмеченных внешних шоков, а также тенденциями в банковских системах рассматриваемых стран.

Практически все страны Центральной и Восточной Европы испытали в период перед глобальным финансово-экономическим кризисом бурный рост кредитования, выразившийся в росте показателя отношения кредита финансовой системы к ВВП. Однако начиная с 2008–2009 гг. под воздействием глобального финансово-экономического кризиса, а затем – европейского долгового кризиса начался период, связанный со снижением и/или стабилизацией этого показателя (см. рис. 4). Поэтому кризисный и посткризисный периоды часто характеризуются в научной литературе как период делевериджинга для стран ЦВЕ, а восстановление экономической активности в посткризисный период – как «рост без кредитования». В этих условиях политика центральных банков нацелена на дополнительное стимулирование развития национальных банковских систем.

В этом отношении показателен пример стран Юго-Восточной Европы, которые в период бурного роста показателей кредитной активности (2003–2007 гг.) ввели меры макропруденциальной политики, направленные на сдерживание наращивания кредитного «пузыря» и на регулирование структуры кредитов (особенно на сокращение доли кредитов в иностранной валюте)<sup>1</sup>. Из-за сокращения кредитной активности в результате глобального финансово-экономического кризиса многие из ранее введенных жестких мер были отменены: в частности, Болгария и Сербия ослабили нормативы регулирования капитала; Хорватия, Румыния и Сербия снизили резервные требования по пассивам банков; в Хорватии, Румынии, Болгарии и Сербии были ослаблены нормы по обеспечению кредитов. Однако в то же время Румыния ужесточила нормативы достаточности капитала<sup>2</sup> и критерии для получения кредитов (*loan eligibility criteria*) [9, р. 23].

Национальный банк Хорватии пытался решить проблему делевериджа с помощью смягчения де-

Рис. 4. Внутренний кредит (в % от ВВП)



Источник: данные Всемирного банка: Domestic credit provided by financial sector. URL: <http://data.worldbank.org/indicator/FS.AST.DOMS.GD.ZS>

нежно-кредитной политики (насколько это позволял режим привязки валютного курса). Для этого использовались новые инструменты денежно-кредитной политики: расширение перечня ценных бумаг, доступных в качестве обеспечения по операциям центрального банка; в феврале 2016 г. был введен структурный инструмент четырехлетнего обратного репо, который мог использоваться ежеквартально; для снижения уровня евроизации от хорватских банков с середины 2015 г. требуется предлагать альтернативные займы в кунах для тех заемщиков, которые не застрахованы от валютного риска [10, р. 7, 12]. Кроме того, для устранения рисков финансовой стабильности, связанных с колебаниями курсов ведущих валют, Хорватия в 2015 г. осуществила специальную меру, направленную на перевод займов домашних хозяйств в швейцарских франках в евро. Эта операция потребовала проведения валютных интервенций Национального банка Хорватии в сентябре 2015 г. в размере 270 млн евро для закрытия открытых чистых позиций банков [10, р. 6].

В рамках политики по «динаризации» национальной экономики Сербия в конце 2011 г. ввела максимальные значения отношения кредитов к стоимости обеспечения (*LTV*) для кредитов в иностранной валюте или индексируемых в иностранной валюте кредитов. Потолок был установлен в размере 80% для ипотечных кредитов и 70% – для других категорий кредитов [9, р. 25, 27].

Таким образом, общая направленность мер денежно-кредитной политики была нацелена на стимулирование национальной экономики (особенно в 2008–2009 гг. и 2011–2013 гг.), поддержание банковской системы и содействие росту кредитования при одновременном сдерживании роста заимствований в иностранной валюте с помощью специальных мер по борьбе с евроизацией в отдельных экономиках.

<sup>1</sup> Эти меры применяли в основном Хорватия, Болгария, Румыния и Сербия.

<sup>2</sup> Национальный банк Румынии потребовал от всех банков придерживаться норматива достаточности капитала на уровне 10%, т. е. на 2 п. п. выше установленного минимального критерия.

**Бюджетно-налоговая политика.** Внешний шок со стороны глобального экономического и финансового кризиса, как мы уже упоминали, вызвал необходимость поддержки совокупного спроса в странах Центральной и Восточной Европы. При этом возможности для подобной поддержки у стран ЦВЕ на первый взгляд имелись: размер государственного долга относительно ВВП этих стран был к 2008 г. не очень значительным (если исходить из пороговых значений Маастрихтских критериев) во всех странах, кроме Венгрии. Однако следует иметь в виду, что рост государственных расходов, происходивший во многих странах региона (особенно в странах Юго-Восточной Европы) в предшествующий период, во многом был вызван благоприятной внешней конъюнктурой и притоком иностранного капитала.

Большинство стран ЦВЕ отреагировали на глобальный финансово-экономический кризис увеличением государственных расходов, которое в условиях сокращения доходной базы привело к наращиванию дефицитов бюджета и росту

заимствований, что поставило перед странами ЦВЕ проблему роста государственного долга (см. рис. 5 и 6).

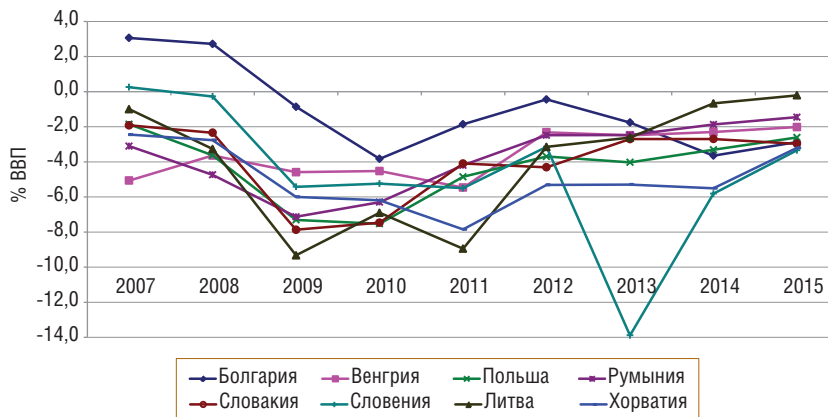
Разворачивание европейского долгового кризиса начиная с 2010 г., с одной стороны, потребовало от стран ЦВЕ дополнительного стимулирования экономической активности, а с другой – высветило риски в области государственных финансов. Однако пространство для наращивания государственного долга в большинстве стран ЦВЕ еще сохранялось. Основными ограничителями выступали Маастрихтские критерии (для стран, стремившихся присоединиться к зоне евро) и новые правила в области бюджетно-налоговой политики, вступившие в силу в 2013 г., о которых шла речь выше. Но и эти правила касались в первую очередь членов Экономического и валютного союза. Для стран, не являющихся членами ЕС, эти ограничители не действовали. Однако они сталкивались с ограничениями по наращиванию государственных доходов в новых условиях и по сокращению государственных расходов [11, р. 8].

В результате наиболее активно использовали стимулирующие меры (исходя из показателя чистого заимствования правительства по отношению к ВВП) на протяжении кризисных 2009–2013 гг. Албания, Польша, Румыния, Словакия и Черногория. Латвия и Литва проводили активную бюджетно-налоговую политику перед вступлением в зону евро в 2014 и 2015 гг. соответственно. Эстония, вступив в зону евро в 2011 г., поддерживала крайне осторожную бюджетно-налоговую политику после 2009 г. Словакия, наоборот, существенно ослабила бюджетно-налоговую политику после вступления в зону евро в 2009 г. Этой возможностью воспользовалась и Словения, которая существенно выделяется на фоне остальных стран ЦВЕ в связи с тем, что в 2013 г. она направила значительные государственные расходы на преодоление проблем в банковской системе, возникших в 2012 г. в связи с экономическим спадом и ухудшением качества кредитов банков [12, р. 4].

Достаточно осторожную бюджетно-налоговую политику проводили страны с режимом валютного управления (Болгария, Босния и Герцеговина).

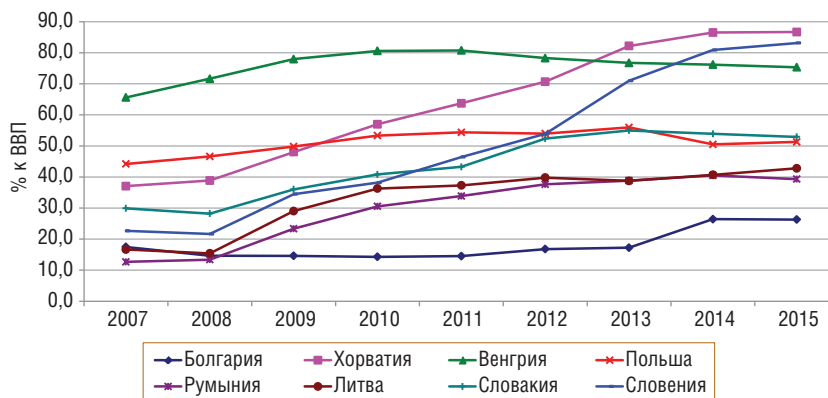
Общим трендом для стран ЦВЕ стало резкое наращивание

Рис. 5. Чистое заимствование правительства в отдельных странах ЦВЕ (в % к ВВП)



Источник: рассчитано на основе World Economic Outlook Database as of April 2017. URL: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2017/01/weodata/index.aspx>

Рис. 6. Валовой государственный долг (в % к ВВП)



Источник: рассчитано на основе World Economic Outlook Database as of April 2017. URL: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2017/01/weodata/index.aspx>

дефицита государственного бюджета в 2009 г., поддержание его на относительно высоком уровне до 2011 г. и последующее постепенное снижение размеров дефицита (см. рис. 5). Как следствие, государственный долг резко увеличился в 2009 г. и продолжал нарастать в дальнейшем, но темп его роста постепенно снижался. В результате наращивания государственного долга к 2015 г. его планка в 60% от ВВП была превышена в Сербии, Словении, Хорватии и Черногории. В Венгрии государственный долг продолжал превышать 60% от ВВП, но этот показатель устойчиво сокращается с 2012 года.

**Сочетание денежно-кредитной и бюджетно-налоговой политики и перспективы развития их взаимодействия.** Для стран ЦВЕ в 2009–2013 гг. мы наблюдаем ситуацию, когда в целом преобладала мягкая денежно-кредитная политика в сочетании с мягкой бюджетно-налоговой политикой. При этом в 2014–2016 гг. бюджетно-налоговая политика постепенно ужесточалась, тогда как в денежно-кредитной политике однозначных тенденций не прослеживалось. Однако имел место ряд исключений и особенностей.

- Страны с режимом валютного управления, которые не могут проводить независимую денежно-кредитную политику (Болгария, Босния и Герцеговина), характеризовались, как правило, относительно осторожной политикой.
- Страны, присоединившиеся к зоне евро в числе первых (Словакия и Словения), как правило, воспользовались возможностью наращивания дефицита бюджета после выполнения Маастрихтских критериев, однако присоединившиеся позднее страны Балтии после вхождения в зону евро сохраняли относительно сдержанную бюджетно-налоговую политику, что можно объяснить и общим изменением отношения к проведению этой политики в Экономическом и валютном союзе под воздействием долгового кризиса. В то же время денежно-кредитную политику Европейского центрального банка можно охарактеризовать как крайне мягкую по сравнению с политикой центральных банков стран ЦВЕ.

Наиболее активно сочетание мягкой бюджетно-налоговой и денежно-кредитной политики на большей части рассматриваемого временного интервала использовали Польша, Албания и Румыния. Показательно, что именно эти страны оказались в числе лидеров по экономической динамике среди стран ЦВЕ (см. табл. на с. 6).

Представляют интерес специальные меры, сочетающие элементы бюджетно-налоговой и денежно-кредитной политики, направленные на решение конкретных экономических проблем стран ЦВЕ. Примером подобной меры является Программа самофинансирования, которая была

запущена Национальным банком Венгрии (НБВ) в 2014 г. Ее основной целью было снижение зависимости от внешнего финансирования, которое в том числе создавало дополнительные риски, связанные с динамикой валютного курса. Со стороны Казначейства происходило замещение ценных бумаг, номинированных в иностранной валюте, на ценные бумаги, номинированные в форинтах, тогда как со стороны денежно-кредитной политики банки переключались на использование ликвидных ценных бумаг вместо депозитов в НБВ. Летом 2014 г. НБВ заменил в качестве основного инструмента денежно-кредитной политики свои двухнедельные векселя на депозиты, а также ввел инструмент процентного свопа. Во время второй фазы реализации Программы (с июня 2015 г.) он сократил доступный объем своих депозитов и модифицировал условия процентного свопа. В целом Программа позволила выполнить поставленные перед ней задачи. Под влиянием инструмента процентного свопа удалось повысить спрос коммерческих банков на ценные бумаги правительства в форинтах, а валовой внешний долг государства сократился с 53% ВВП во II квартале 2014 г. до 43% ВВП в III квартале 2015 года [13, р. 15–17, 21–22].

К настоящему времени наметилась тенденция к нормализации денежно-кредитной и бюджетно-налоговой политики в странах ЦВЕ, принимая во внимание, что экономики практически всех стран выходят на траекторию устойчивого экономического роста (см. рис. 1). Однако возможность возникновения новых внешних вызовов сохраняется.

1. В Европейском союзе продолжают действовать риски внутреннего экономического развития, в том числе связанные с высоким уровнем долговой нагрузки в странах Южной Европы. Напрямую они не оказывают влияние на страны ЦВЕ, но, учитывая увеличившийся уровень государственного долга этих стран, могут привести к росту издержек его обслуживания.

2. Очевидно, что будет продолжаться цикл повышения процентных ставок в США, который вызовет увеличение стоимости заимствований на мировых рынках и, весьма вероятно, отток капитала из стран с формирующимися рынками. Для стран ЦВЕ это может означать как изменение в общих трансграничных потоках капитала, так и повышение стоимости государственных заимствований на внешних рынках.

3. Сохраняется неопределенность относительно динамики цен на энергоносители на мировых рынках. Падение цен на нефть в 2014–2016 гг. привело к сокращению темпов инфляции в странах ЦВЕ (вплоть до проявления дефляционных тенденций). Если в перспективе возобновится рост цен на энергоносители, это приведет (по крайней мере к временному) возобновлению инфляционного давления, а следовательно, снизит свобо-



ду маневра в странах с режимом инфляционного таргетирования.

Наконец, одной из ключевых проблем для стран ЦВЕ остается участие в процессах европейской интеграции. Все эти страны должны в конечном итоге перейти на единую европейскую валюту евро, однако никаких обязывающих сроков для подобного перехода нет. Если на начальном этапе страны ЦВЕ стремились ускорить этот процесс, то сейчас они относятся к нему более осторожно.

Выше было показано, что страны ЦВЕ, входящие в ЭВС, демонстрировали наилучшие макроэкономические результаты в 2010–2015 гг. Однако необходимо помнить, что после 2009 г. переход на евро осуществляли в основном страны с режимом валютного управления (Литва, Эстония) или с жесткой привязкой валютного курса (Латвия). Подобный переход для них оказывается предпочтительнее сохранения существующих режимов, поскольку повышает доверие инвесторов к их экономикам, при этом не происходит потери независимости национальной денежно-кредитной политики. Подобными преимуществами перехода на евро в настоящее

время может воспользоваться лишь Болгария. Все остальные страны ЦВЕ, являющиеся в настоящее время членами ЕС и не входящие в Экономический и валютный союз, применяют режим инфляционного таргетирования и, как мы видели, достаточно активно используют независимую денежно-кредитную политику.

Более того, в странах ЦВЕ достаточно давно звучат голоса о необходимости пересмотра критериев вступления в ЭВС. Например, З. Дарвас предлагает рассматривать целевые значения показателей по сравнению со средними значениями по зоне евро (а не ЕС, как происходит сейчас) и увеличить срок, в течение которого показатели страны должны соответствовать целевым показателям, с одного года до двух-трех лет, а также уделять внимание устойчивости текущего счета платежного баланса [6, p. 16].

Таким образом, по крайней мере в среднесрочной перспективе страны с режимом инфляционного таргетирования будут стремиться сохранить независимость денежно-кредитной и бюджетно-налоговой политики.

### Список литературы

1. CEE Banking Sector Report. Raiffeisen Research. 2016. June. URL: <http://www.rbinternational.com/eBusiness/services/resources/media/829189266947841370-829189181316930732-1162386883983662776-1-2-EN.pdf>
2. Central and Eastern Europe: New Member States (NMS) Policy Forum, 2014. IMF Country Report. 2015. № 98. URL: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2015/cr1598.pdf>
3. ECB Monthly Bulletin. 2012. March. URL: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/mobu/mb201203en.pdf>
4. Головнин М. Ю. Денежно-кредитная политика стран Центральной и Восточной Европы в условиях глобализации: режимы и инструменты // Вестник Финансового университета. 2017. № 1.
5. Головнин М. Вызовы денежно-кредитной политике стран ЦВЕ и России // Мир перемен. 2010. № 2.
6. Darvas Z. Exchange Rate Policy and Economic Growth after the Financial Crisis in Central and Eastern Europe // Corvinus University of Budapest. Department of Mathematical Economics and Economic Analysis. Working Paper. 2011. No. 3. URL: [http://unipub.lib.uni-corvinus.hu/535/1/wp\\_2011\\_3\\_darvas.pdf](http://unipub.lib.uni-corvinus.hu/535/1/wp_2011_3_darvas.pdf)
7. Annual report 2016. Washington DC: International Monetary Fund. 2016. Appendix Table II.9. URL: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/ar/2016/eng/pdf/AR16-AppII.pdf>
8. IMF Country Report. 2016. № 213. URL: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2016/cr16213.pdf>
9. Dimova D., Kongsamut P., Vandenbussche J. Macroprudential Policies in Southeastern Europe // IMF Working Paper. 2016. № 29. URL: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2016/wp1629.pdf>
10. IMF Country Report. 2016. № 187. URL: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2016/cr16187.pdf>
11. Koczan Z. Fiscal Deficit and Public Debt in the Western Balkans: 15 Years of Economic Transition // IMF Working Paper. 2015. № 172. URL: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2015/wp15172.pdf>
12. IMF Country Report. 2015. № 41. URL: <http://www.imf.org/en/Publications/CR/Issues/2016/12/31/Republic-of-Slovenia-Staff-Report-for-the-2014-Article-IV-Consultation-42715>
13. Kolozsi P.P., Hoffman M. Reduction of External Vulnerability with Monetary Policy Tools. Renewal of the monetary policy instruments of the National Bank of Hungary (2014–2016) // Public Finance Quarterly. 2016. № 1. URL: <https://www.mnb.hu/letoltes/kolozsi-2016-1-a.pdf>