



ЦЕНТР МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИХ ИССЛЕДОВАНИЙ

Май 2012

Перспективы развития ситуации в еврозоне и последствия для России

Оглавление

Введение.....	3
Общие причины кризиса еврозоны.....	6
Текущая ситуация в Испании, Португалии, Греции.....	11
Триггеры распада еврозоны	21
Сценарии распада еврозоны	26
Последствия для стран ядра	30
Эффекты на Россию	31

Введение

Европейский кризис продолжается уже более 3 лет, но пока его окончания не видно: после каждого очередного раунда принятия решений наступает краткосрочное затишье, а затем ситуация накаляется снова. При этом население периферийных стран устало от реформ, а население стран ядра Европы устало от растущих запросов на субсидирование соседей. Поэтому вопрос о том, как будет развиваться ситуация, и что будет с еврозоной со временем, становится все более острым. В данном обзоре мы пытаемся рассмотреть возможные сценарии и, главное, оценить последствия худшего из этих сценариев (но не обязательно наиболее вероятного) для России.

В последние годы в странах периферии были проведены значительные структурные реформы, прежде всего в государственном секторе и на рынке труда. Эти реформы в перспективе нескольких лет будут способствовать изменению экономической структуры соответствующих стран и повышению их конкурентоспособности. Однако, из исторического опыта известно, что это не произойдет быстро, на решение проблем у еврозоны уйдет минимум 5-7 лет.

Пока же страны периферии находятся в ситуации нисходящей спирали развития. Высокий уровень государственного долга лишает отдельные проблемные страны возможности поддержать совокупный спрос во время структурных реформ и делевереджинга в частном секторе, что усиливает недовольство проводимыми преобразованиями со стороны населения. Падение экономической активности влияет на финансовый сектор периферийных стран: растут неплатежи по кредитам на фоне высокого уровня накопленной задолженности частного сектора, и, как следствие, развивается кризис в банковском секторе. Результатом негативного развития этих взаимно-усиливающих друг друга тенденций может стать выход одной или нескольких проблемных стран из еврозоны: Греции, Греции-Португалии, Греции-Португалии-Ирландии, возможно еще и Испании. Это мы обозначаем как «распад зоны евро». Его могут спровоцировать три основных фактора.

Первый - нарушение условий «тройки» по предоставлению финансовой помощи. По нашим расчетам, это - наиболее вероятно для Греции. Вторым фактором - рост доходностей на рынке суверенного долга и, как следствие, неспособность страны обслуживать долг. Он наиболее важен для Испании и, в перспективе, для Португалии и Ирландии. Третьим триггером - углубление кризиса в банковском секторе периферийных стран (все страны). Эффект от срабатывания этих триггеров распада может быть усилен, если у страны-должника есть стимул объявить дефолт по государственному долгу. Стимул возникает при достижении первичного профицита бюджета. Такой страной является Португалия, в 2013 году ей может стать и Греция.

Еще раз подчеркнем, что эти триггеры сработают, скорее всего, только в том случае, если в проблемных странах в ближайшие два-три года не возникнет модели устойчивого роста, способного сокращать уровень задолженности и дефициты бюджета. Приведенный обзор текущей ситуации в экономиках Греции, Португалии, Испании указывает на ухудшение среднесрочных перспектив экономического роста, поэтому, как минимум при сохранении текущего тренда, вероятность срабатывания

триггеров достаточно высока.

Тем не менее, и в целом распад, и то как он будет происходить на практике, будет зависеть от того, как «тройка» будет реагировать на срабатывание триггеров. Если «тройка» будет «закрывать глаза» на нарушения предъявляемых требований к странам-должникам и с определенной регулярностью купировать развитие кризиса в банковском секторе, финансировать дефициты бюджетов, теоретически возможно сохранение еврозоны или выход из нее Греции и, возможно, Португалии, но не ранее конца 2013 года. Это - сценарий «позднего распада», который может быть вполне упорядоченным: то есть страны придут к соглашению о процедуре выхода и мерах поддержки финансовой системы и проблемных стран в ходе выхода и последующие годы. Это позволит снизить накал паники на финансовых рынках и гарантировать отсутствие жестких негативных последствий, таких как введение ограничений на трансграничные потоки капитала или даже вспышки острой социальной напряженности, вплоть до гражданской войны, о которой в последнее время стали говорить в соответствующем контексте.

Другой сценарий предполагает, что либо закончится терпение одной из сторон (Греции или МВФ и Германии), либо развитие кризиса в финансовом секторе окажется уже неуправляемым из-за нерешительности ЕЦБ. По этому сценарию Греция объявит дефолт уже во второй половине 2012 года – сценарий «скорого распада». Последние события в Греции, связанные с неспособностью избранного в апреле парламента сформировать коалицию для формирования правительства, подтверждают, что греки устали от падения доходов из-за мер бюджетной экономии. Рост спроса на наличность в Греции с середины мая на опасениях выхода страны из еврозоны означает, что события стали разворачиваться по сценарию «скорого распада». Сложная ситуация в банковском секторе и уже предсказываемое экономистами ЕС нарушение нормативов «тройки» по первичному дефициту бюджета в 2013 году указывают на срабатывание триггеров распада. Удастся ли Греции сформировать евроцентричный парламент и впоследствии правительство - определится в середине июня 2012 года. В стране сложилась неоднозначная ситуация перед предстоящими в июне выборами: 3/4 населения не хотят выходить из еврозоны (и ЕС), но большинство уже устало от падения доходов. В этих обстоятельствах то, куда склонится чаша весов, сильно зависит от приверженности «тройки» идее помощи Греции. Пока же активизировавшиеся разговоры о выходе Греции в ЕС и самой Греции лишь снижают стимулы страны к следованию плана структурных реформ, ухудшают ситуацию с ликвидностью в банковском секторе и таким образом приближают момент выхода страны из еврозоны.

Наконец, есть сценарии сохранения еврозоны, но они предполагают, что страны ядра согласятся на финансирование стран периферии в течение 5-7 лет (через de facto трансферты из своих бюджетов или через накопление дисбалансов в системе расчетов между центральными банками). Вероятность такого сценария снижается день ото дня: можно все чаще слышать выступления европейских политиков, пафос которых сводится к тому, что Греции надо позволить выйти из Еврозоны. Повысить его вероятность может ЕЦБ, объявив о программах значительных гарантий по облигациям проблемных стран и увеличив предоставление ликвидности экономики. Последнее, кроме всего, приведет к дальнейшему удешевлению евро и поможет европейской

экономике в целом, хоть и не позволит странам периферии увеличить свою конкурентоспособность по сравнению с Германией.

Следствием беспорядочного распада еврозоны может быть краткосрочный финансово-экономический кризис в России, вызванный паникой на глобальных финансовых рынках. По нашим оценкам, это приведет к отрицательным темпам роста ВВП России (на уровне -2,1% в 2013 году), сильному оттоку капитала на уровне \$95 млрд., ослаблению рубля к корзине валют до 39 рублей, но сохранению профицита счета текущих операций на уровне 2011 года. В нефинансовом секторе за счет ослабления рубля ситуация в течение следующего за кризисным года стабилизируется. Последствия для финансового сектора будут выражаться в росте реальных краткосрочных ставок, что потребует смягчения денежной политики ЦБ на фоне ослабления рубля к доллару. Это в рамках нового типа политики ЦБ РФ, таргетирования инфляции, реализовать легче, чем, например, в кризис 2008 года, когда ЦБ жестко таргетировал валютный курс и сжимал денежную базу, продавая валютные резервы. Мы, однако, считаем, что даже и в условиях новой политики ЦБ будет действовать осторожно, опасаясь чрезмерного оттока капитала и удешевления рубля. Поэтому на острой фазе кризиса банки могут столкнуться как с валютным риском, так и с риском ликвидности. В худшем сценарии на фоне падения ВВП в банках вновь увеличится количество плохих долгов, но, возможно, не столь же сильно как в 2009 году.

Работа состоит из четырех частей. В первой части мы приведем причины текущего кризиса в еврозоне. Представим текущую ситуацию в наиболее проблемных странах: Греции, Португалии, Испании. Далее выделим триггеры распада еврозоны и представим сценарии распада. Затем коснемся вопроса о последствиях для стран «ядра» и завершим - эффектами для экономики России.

Общие причины кризиса еврозоны

Глобальный экономический бум начала двухтысячных сопровождался высокими темпами роста экономики Греции и Испании, по крайней мере, относительно партнеров по еврозоне - таблица 1. Общий рост склонности к риску в фазе подъема и оптимистические ожидания потребителей-заемщиков в отношении своих будущих доходов способствовали росту текущего потребления и инвестиций, главным образом за счет накопления долга.

Таблица 1. Среднегодовые темпы роста экономики США и стран Европы в 2000-2007 гг

Страна	Германия	Франция	Италия	Испания	Португалия	Греция	Великобритания	США
Темп роста ВВП, %гг	1,6	2,1	1,5	3,7	1,5	4,1	3,1	2,6

В еврозоне наблюдалось расхождение в динамике по ряду макроэкономических показателей между более развитой её частью (Германия, Франция, Австрия) и, так называемой, «периферией» (Греция, Португалия, Испания, Ирландия). В последней группе зарплаты росли более высоким темпом, а особенности рынка труда¹ не создавали для такого роста зарплат каких-либо препятствий (в Германии аппетиты профсоюзов были не столь велики как в странах периферии). При этом в некоторых странах периферии увеличивались дефициты бюджетов, быстро рос государственный долг (Греция, Португалия), что было дополнительной причиной инфляционного давления. В результате стало наблюдаться расхождение в темпах инфляции между «ядром» и «периферией». Так средние годовые темпы инфляции за 1999-2007 годы составили 1,8% в Германии, 3,3% в Испании, 3,5% в Греции. И здесь единство валюты и, в том числе, отсутствие валютных рисков сыграло «злую шутку» с еврозоной, сформировав два различных типа поведения экономических агентов в странах «ядра» и «периферии». Номинальные процентные ставки (в том числе суверенных облигаций) оказались очень близкими в этих группах стран. При средних за 1999-2007гг номинальных доходностях пятилетних облигаций Германии в 3,8%, Испании в 3,9% и Греции в 4,4%², но различных темпах инфляции получалась различная реальная доходность в евро. В результате, различия в реальных ставках в единой валюте стимулировали сбережения резидентов в Германии (по реальной ставке 2% в евро) и накапливание долгов резидентами периферийных стран (реальная ставка 0,6% в Испании и 0,9% в Греции). Приток капитала в периферию еще сильнее разгонял совокупный спрос и инфляцию. Получился замкнутый круг «инвестиционный (потребительский) бум – инфляция - приток капитала - инвестиционный (потребительский) бум».

Ниже мы приводим основные характеристики проблемных стран периферии (Греция, Португалия, Испания, Ирландия) непосредственно перед кризисом 2008 года:

1. **Отрицательное сальдо счета текущих операций**, как результат

¹ См вставку «Особенности рынка труда Испании и меры по его реформированию в разделе «Текущая ситуация в Испании, Португалии. Греции»

² European Debt Crisis, by Brunnermeier M., Krugman, P., Shin, H., Sims, C., Princeton panel slides, 2011

бурного роста частного потребления и/или инвестиций в строительство, финансируемых за счет притока капитала. В Испании дефицит достиг в 2008 году 11% ВВП, в Португалии 10%, в Греции 15% (диаграммы 1-3). При этом, как отмечается на диаграмме 4³, совокупное отрицательное сальдо группы проблемных стран ГИИИП⁴ по своей величине (% от ВВП всей еврозоны) почти совпадало с положительным сальдо по текущему счету Германии. Рост дефицита стран периферии финансировался притоком капитала из ядра.

Диаграмма 1

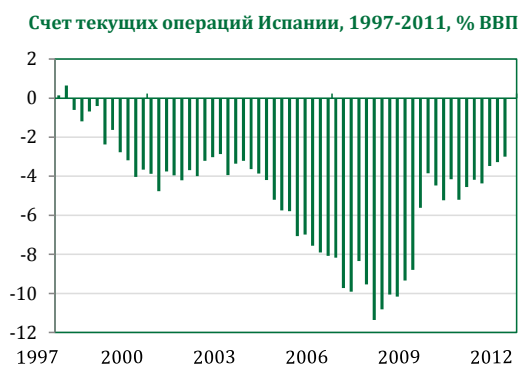


Диаграмма 2



Диаграмма 3



Диаграмма 4



2. Бум на рынке недвижимости (за исключением Португалии). Из пяти проблемных стран (четырех, рассматриваемых нами в периферии, и Италии), только в Португалии не наблюдалось существенного роста цен на рынке недвижимости. На диаграмме 5 особенно выделяется Испания своим двукратным ростом цен всего за пять лет. В основе этого роста лежал бурный рост ипотечного кредитования и кредитования строительных компаний. Законченное строительство жилых домов в 2001-2007 гг там росло со средним темпом 9% в год.

Экономический рост на фоне стагнирующей производительности труда (диаграмма 6) требовал увеличения количества занятых. Уровень безработицы среди молодежи в Испании снизился с 30% в 1999 до 17% в 2007 году (диаграмма 7). Примечательно, что из

³ Такую показательную диаграмму впервые привел экономист Пол Кругман

⁴ ГИИИП – Греция, Ирландия, Испания, Италия, Португалия

рассматриваемых стран молодежная безработица в 2000-е росла только в Португалии. Те же закономерности были характерны и для общей безработицы: безработица в Испании стабильно снижалась - с 15% в конце 1998 года до минимума в 7,9% в мае 2007 года, в Греции - с 11% в 2000 году до 7,3% в мае 2008 года, но повышалась в Португалии - с 4,8% в 2000-м до 8,5% в конце 2007 года и была стабильно низкой на уровне близком к 4,5% в Ирландии.

Диаграмма 5

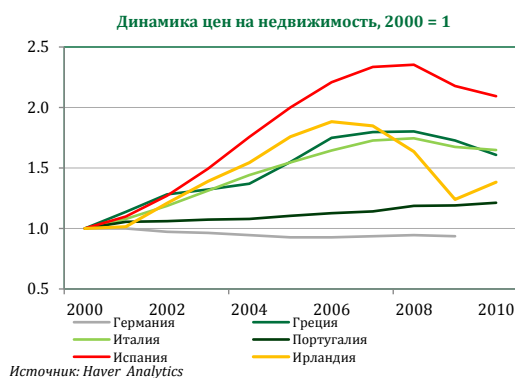
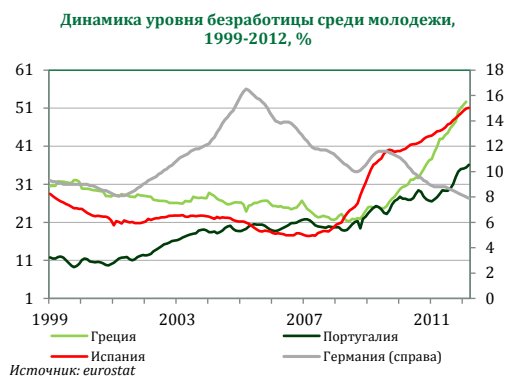


Диаграмма 6



Диаграмма 7



3. **Закредитованность частного сектора (в Греции наименьшая).** Долги частного сектора росли во время кризиса во всех проблемных странах, чего не наблюдалось в Германии (диаграмма 8). При этом в Испании, Ирландии и Португалии долги стартовали с более высокого уровня, чем в Греции и Италии, в Испании со 125% ВВП (диаграмма 8), но росли с опережающим ВВП темпом и к 2008 году достигли 220% ВВП. В Португалии к 2008 году долг вырос до 230% ВВП со 170% в 2000 году. Особенно сильно в Испании росла ипотека - на пике по 35% в год (диаграмма 9). В конце 2007 года задолженность домохозяйств по ипотечным кредитам составляла 600 млрд. евро или 60% ВВП 2007 года.

Диаграмма 8

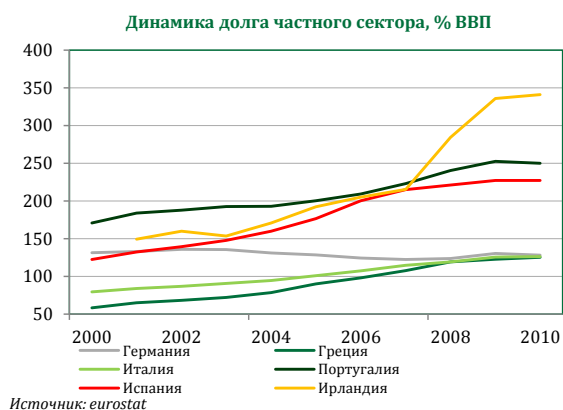


Диаграмма 9



Диаграмма 10

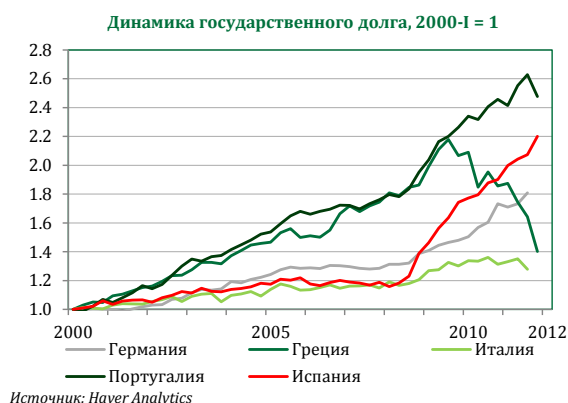
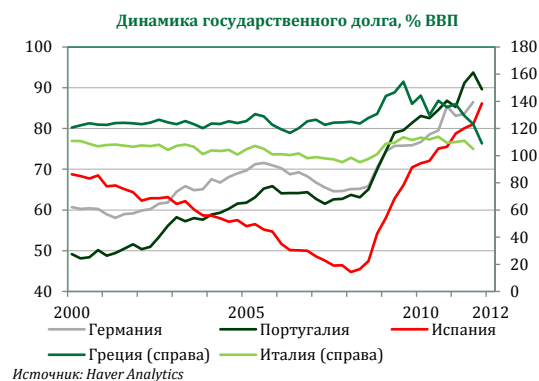


Диаграмма 11



4. Быстрый рост госрасходов, как в абсолютном выражении, так и относительно ВВП (за исключением Испании и Ирландии)

Действительно Испания, в отличие от Греции или Португалии (как показывает диаграмма 10 с абсолютной динамикой государственного долга), не вела «безответственную политику» госрасходов и госзаимствований. Проблемы с государственным долгом у Испании возникли уже после кризиса, скорее как ответ на него. До кризиса же относительная величина долга (в процентах к ВВП) даже снижалась (диаграмма 11). В Ирландии в 2007 году уровень государственного долга был равен 24,8% ВВП и так же, как в Испании, снизился (с 35,1% в 2000 году).

5. Неконкурентоспособность экономики. Бурный рост зарплат и более высокая инфляция (относительно средней по еврозоне) привели к отклонению по расходам на труд на единицу продукции от уровня стран «ядра» во всех рассматриваемых странах.

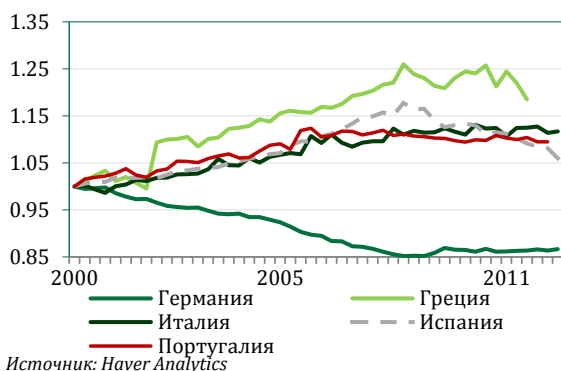
По индексу издержек на труд на единицу продукции (Unit Labor Costs Index, ULC), в конце 2009 года Греция на 30пп превышала средний по еврозоне уровень и на 47пп уровень Германии. Отклонения Португалии и Испании были сопоставимыми (таблица 1).

Таблица 1.

Unit Labor Costs Index	Греция	Португалия	Испания
Удалось улучшить за 2010-2011 гг, пп	17	1	9
Оставшееся превышение над уровнем Германии на начало 2012 года, пп	30	28	24

Диаграмма 12

Расходы на труд на единицу продукции относительно среднего по еврозоне, 2000 1кв=1



Итак, среди стран «периферии» еврозоны при общей схожести макроэкономической динамики, приведшей к кризису, условно выделяются четыре группы: по источникам роста дисбалансов (госсектор или частный сектор) и по направлению использования притока капитала (инвестиции на рынке недвижимости, потребление):

Первая группа – страны, в которых драйвером экономического бума и накопления дисбалансов являлся частный

сектор, активно инвестировавший в недвижимость. Это – такие страны как Испания и Ирландия.

Вторая группа представлена Португалией. В ней накопление долга частного сектора, а так же госдолга финансировало преимущественно потребительский бум. Импорт рос в среднем за рассматриваемый период по 4% в год, рост потребления частного сектора опережал рост ВВП на 1пп. Высокий стартовый долг частного сектора в 1999 году, на уровне 160% ВВП, достиг в 2007 году 230% ВВП. Банки Португалии имели наивысшее отношение кредитов к депозитам в еврозоне, достигшее пика в 2009 году на уровне 160,8%, в 2007 году было 155,7%.

Третья и четвертая группа представлены Грецией – страной, в которой драйвером роста выступал преимущественно государственный сектор. При этом в Греции наблюдался как инвестиционный, так и потребительский бум.

Пока существовал приток капитала, еврозона вполне уживалась с существующими и накапливающимися дисбалансами. Как только приток капитала прекратился, «замкнутый круг» расширения экономической активности на периферии превратился в «замкнутый круг» её сжатия.

Ниже мы более подробно рассмотрим текущую ситуацию в экономиках Испании, Португалии, Греции для выявления основных угроз в будущем и возможных направлений распространения кризиса в еврозоне между этими странами.

Особенности текущей ситуации и будущие угрозы в еврозоне: Испания, Португалия, Греция

Испания

Лопнувший пузырь на рынке недвижимости добавил к старой проблеме, высокому уровню безработицы, снятой на время с «повестки дня» бумом в строительстве, новые: закредитованность частного сектора, банковский кризис, растущий государственный долг. Ситуация в Испании оказалась схожей с ситуацией в США.

Проблема экономического роста в Испании имеет несколько временных составляющих:

I. Долгосрочные проблемы роста: структурная безработица и конкурентоспособность

После кризиса 2008 года безработица стала быстро расти: с 11% в августе 2008 года она достигла 24,1% в марте 2012. Уровень безработицы среди молодежи вырос за три года с кризиса с 17,4% до 51,1% к апрелю 2012 (выше - только в Греции). Высокая безработица среди молодежи в Испании даже на пике роста имеет структурный характер.

Особенности рынка труда Испании и меры по его реформированию

Рынок труда Испании имеет двухуровневую структуру. Первый уровень – временные контракты с низким уровнем защиты работника, зарплат и требований к профессиональной подготовке работников. Второй уровень представляют занятые по долгосрочным контрактам, по которым предусмотрены широкие льготы и сильная защита прав работника. Это - уровень квалифицированного труда, требующий хорошего образования. Для получения постоянного контракта, как правило, необходим опыт работы, которого нет у молодежи. Эта категория работников попадает на первый уровень, чтобы получить минимальный опыт, и впоследствии остается на этом уровне. Из-за того, что перспективы получить постоянный контракт невелики, у молодых людей мало стимулов инвестировать в себя, продолжать образование. В результате, 30% испанцев в возрасте 15-29 лет имеют неполное среднее образование и не собираются его продолжать, у такой категории работников шансы получить постоянный контракт крайне низкие (50% через 5 лет после ухода из школы, по сравнению с 67% в еврозоне).

В кризис именно группа работников на временных контрактах оказалась наименее защищенной от увольнений. Например, в 2009 году в строительном секторе временная занятость упала на 25%, падение заработка составило 35%, а реальная зарплата постоянных работников выросла на 4%. **Всего доля рабочих с временными контрактами в 2009 году составляла 25% - в два раза выше, чем средний уровень по Европе.**

Для устранения двойственности на рынке труда и повышения долгосрочной занятости Испания проводит структурные реформы. Уже принятые изменения в законодательство о рынке труда Испании в 2010 году направлены на смягчение «двойственности» путем снижения издержек на увольнение постоянных сотрудников. В частности, принято:

- а) расширение условий для увольнения
- б) расширение перечня условий, при которых фирма может изменить контракт с работником
- в) упрощение увольнения «по уважительной причине» - в этом случае происходит снижение выходного пособия (на один год стажа зарплата за 20 дней, вместо 45 ранее)

г) расширение возможностей использования контракта, который предусматривает выходное пособие из расчета зарплата за 33 дня на один год стажа по любой причине (ранее использование подобного контракта было фирмам неинтересно)

д) сокращение периода уведомления об увольнении с 30 до 15 дней

е) создание фонда работодателя, куда будут отчисляться средства, идущие в будущем на выплату выходного пособия

В перспективе 2-3 лет кардинального улучшения ситуации со структурной безработицей не ожидается. В последнем, весеннем, прогнозе экономисты Еврокомиссии ожидают рост безработицы до 25,1% в 2013 году. Даже если реформы окажутся очень успешными, то без роста совокупного спроса потенциал улучшившейся долгосрочной занятости (уровня, не ускоряющего инфляцию) не будет реализован.

Что касается конкурентоспособности, то в 2010-2011 году Unit Labor Costs Index снизился на 9пп – 2/3 оставшегося разрыва с уровнем Германии и половину разности со средним по еврозоне перед кризисом 2008 года. Корректировки обеспечиваются, в частности, и за счет более низкой инфляции в Испании, чем в еврозоне: в марте инфляция составила 1,8%, тогда как в Германии 2,3%, а в еврозоне 2,7%. По прогнозам ЕС, в 2013 году инфляция снизится до 1,1%

II. Среднесрочные проблемы роста: делевереджинг в частном секторе и разрешение кризиса в банковском секторе

Снижение долговой нагрузки на частный сектор (делевереджинг) идет слишком медленно

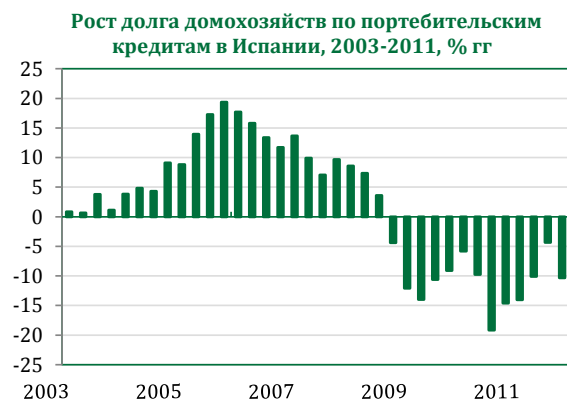
Долги частного сектора в 2011 году к ВВП выросли до 225%. Снижение ВВП на 4% с пика в 2007 году замедляет процесс очищения балансов домохозяйств от долгов. Совокупные располагаемые доходы домохозяйств после роста по 6-8% в год на протяжении 2000-2007 гг в 2010 году сократились на 2,4%гг, а в 2011 году остались без изменения относительно 2010 года.

По потребительским кредитам наблюдается устойчивый делевереджинг (диаграмма 13). Домохозяйства рассчитываются по ранее взятым кредитам. Но этот процесс имеет ограниченное влияние на общий уровень задолженности, так как потребительские кредиты на пике, в середине 2007 года, не превышали 60 млрд. евро, или 10 % долга по ипотеке.

Задолженность по ипотечным кредитам стабильна – там делевереджинга не наблюдается (диаграмма 14), общая сумма ипотечных кредитов на балансе банков на конец 2011 года равна 656 млрд. евро.

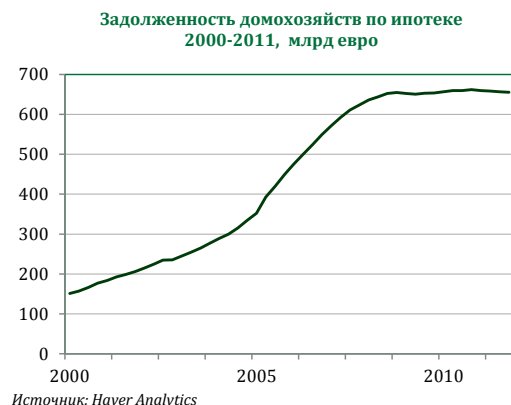
Кредиты предприятий демонстрируют некую промежуточную динамику: делевереджинг есть, но очень слабый (диаграмма 15).

Диаграмма 13



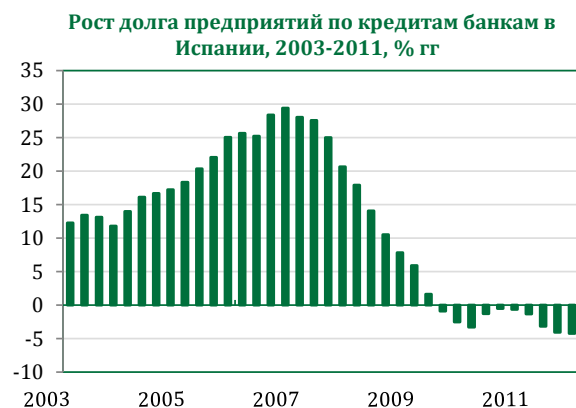
Источник: Haver Analytics

Диаграмма 14



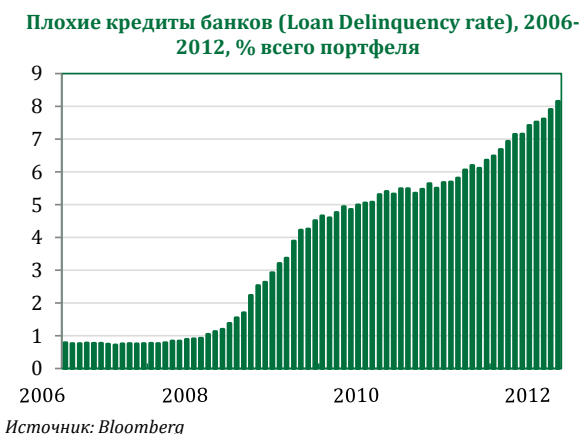
Источник: Haver Analytics

Диаграмма 15



Источник: Haver Analytics

Диаграмма 16



Источник: Bloomberg

Банковский кризис далек от разрешения

Доля невыплаченных в срок банковских кредитов в Испании выросла в мае 2012 года до 8% (диаграмма 16). При этом с середины 2011 года эта доля растет с ускорением на фоне новой рецессии в Испании: после нулевого роста ВВП в третьем квартале ВВП Испании в четвертом квартале 2011 года сократился на 0,3%кк (для сравнения, в Португалии доля плохих кредитов (non-performing loans) 7,2%).

В конце 2011 года 60% банковских активов в real estate loans (кредиты девелоперам на строительство) на сумму 184 млрд. евро, характеризовались как проблемные. Резкое падение спроса в кризис и после него привело к тому, что многие дома оказались не достроены, а построенные - пустуют без хозяина. Переоценка по рынку таких активов и сформировала столь значительные потери банков. Цены на недвижимость в Испании упали с 2007 года на 25% и продолжают снижаться.

Заметим, что пока из 656 млрд. евро в ипотеке лишь 2,8% классифицируются как проблемные, а кредиты пока учитываются на балансе банков по их первоначальной стоимости. Причина столь низкой доли плохих кредитов именно в ипотеке в том, что

большинство ипотечных кредитов в Испании заключаются по переменным ставкам (что облегчает выплаты в фазе спада), а главное - в отличие от США - недвижимость под ипотекой нельзя было «монетизировать», то есть, имея ипотеку, нельзя было взять кредит «с плечом». Тем не менее, учитывая слабые перспективы роста и высокую безработицу, **именно ипотечные кредиты могут в ближайшем будущем стать основным источником дальнейшего ухудшения ситуации в банковском секторе.**

В мае 2012 года власти Испании предприняли пятую попытку купировать развитие кризиса в банковском секторе (о предыдущих попытках см. вставку). **Дело в том, что на 2012 год приходится пик выплат по банковским долгам:** после 38 млрд. евро в 2011 году, **120 млрд. евро в 2012 году**, и 80 млрд. евро в 2013 году. 9 мая 2012 года Банк Испании, через агентство по плохим долгам, вошел в капитал третьего по величине банка Испании Bankia, обменяв его долги на 45% акций. Банк Bankia имеет максимальные активы в кредитах строительным компаниям в Испании - на уровне 37,5 млрд. евро. Из них в конце прошлого года 31,8 млрд. евро были классифицированы как «проблемные».

Спустя уже два дня после покупки доли в Bankia, были объявлены новые меры по разрешению кризиса. Во-первых, предусматривается формирование банками дополнительных провизий на 30 млрд. евро по кредитам девелоперам (по всем активам - ранее только по проблемным). Эта абсолютная величина означает рост покрытия с 7% до 30% по таким кредитам. Банки должны за счет своих средств формировать такие резервы. Если у них нет такой возможности, то они обязаны занять средства у государственного фонда «плохих» долгов по ставке 10%. Таким образом, государство не выкупает плохие активы и не повышает нагрузку на налогоплательщиков.

Вторая мера - банки будут обязаны после соответствующего аудита продать свои проблемные активы (пустующие и недостроенные дома) специально созданному агентству (SPV), которое займется их дальнейшим управлением. Эта мера призвана оживить рынок недвижимости, но отсутствие госгарантий по величине максимальных потерь по таким активам вряд ли привлечет иностранных инвесторов, на что первоначально рассчитывали власти.

Отметим, что меры стабилизации банковского сектора пока никак не затрагивают 656 млрд. евро в ипотечных кредитах, при том, что безработица непрерывно растет.

В целом банковский сектор Испании представляет основную угрозу для макроэкономической стабильности Испании и планов по сокращению государственного долга. Экономисты Еврокомиссии ожидают падения ВВП Испании в 2012 году на 1,8% и еще на 0,3% в 2013 году.

История попыток улучшить ситуацию в банковском секторе после кризиса 2008 года

Еще в 2000 году Испания ввела правило динамического формирования провизий. Цель правила состояла в ограничении роста кредитования в период бума и создании буфера на случай ухудшения качества активов при наступлении рецессии. В 2000-2007 гг провизии абсорбировали 15% банковских прибылей.

По оценкам, это правило помогло Испании избежать краха банковской системы еще в 2008 году, учитывая ограниченные возможности по монетарному стимулированию собственной экономики (чего не избежала Исландия, а в США помогло только массированное QE).

Первые шаги Банка Испании, предпринятые в 2009 году, ограничивались объединением нескольких банков в так называемую «Систему совместной поддержки» (System of Integrated Protection) и выкупом отдельных банков (например, CajaSur). К середине 2010 года было проведено семь таких объединений. Их цель состояла в том, чтобы объединить провизии банков в единый фонд. За четыре года количество банков сократилось за счет объединений с 45 до 11. Часть банков получили капитал из специально созданного государственного фонда поддержки банков (FROB), всего на сумму 9,7 млрд. евро.

Летом 2010 года была внедрена новая система стрес-тестирования банков и осуществлена реформа правил формирования провизий: ужесточены требования к активам в недвижимости.

В феврале 2011 года был принят закон, который обязал все банки иметь минимальный уровень достаточности капитала в 8%, для сберегательных банков этот уровень устанавливался в 10%. К сентябрю банки выполнили нормативы при поддержке фонда FROB.

III. Потенциальная проблема для роста: перспектива еще большего урезания госрасходов

Сейчас по уровню государственного долга Испания уступает Греции, Италии, Португалии и даже Германии (см. таблица 2). Но проблема в том, что долг быстро растет. И в ближайшем будущем может стать ограничителем роста в случае, если Испании для спасения банков или регионов понадобятся средства «тройки». Пока же Испания сокращает госрасходы из-за желания продемонстрировать инвесторам и евровластям свою кредитоспособность (solvency). Тем не менее, опасения инвесторов о возможном расширении государственной помощи банкам Испании, растущий дефицит бюджета на фоне рецессии и неспособность центральной власти совладать с аппетитами регионов (см. вставку) привели к росту доходностей на долг Испании с началом долгового кризиса в Европе. Рост доходностей по долгу угрожает более высоким темпом роста долга, особенно учитывая, что в ближайшие три года Испании предстоят значительные платежи по государственному долгу - к 2016 году 45,7% ВВП 2011 года (456 млрд. евро).

Таблица 2. Уровни государственного долга отдельных стран еврозоны в 2011 году

Страна	Германия	Франция	Италия	Испания	Португалия	Греция	Ирландия	Австрия	Голландия
Государственный долг, % ВВП	81,2	85,8	120,1	68,5	107,8	165,3	108,2	72,2	65,2

Источник: Eurostat

В 2012 году Испания должна была сократить дефицит до 5,3%, но еще в марте премьер-министр Испании заявил о достижимости лишь 5,8% ВВП, сейчас ЕС называет цифру в 6,4% в 2012 году и 6,3% в 2013 году (ожидаемый фактический дефицит бюджета Испании). В 2011 году дефицит равнялся 8,5% ВВП. На 2013 год была предусмотрена цель в 3% дефицита, которая, возможно, станет целью для 2014 года.

Мы считаем, что для Испании проблема государственного долга вторична с точки зрения первоочередности решения, и во многом это - проблема регионального долга и

межбюджетных отношений с регионами, проблема структурной безработицы. Экономический рост способен быстро решить проблему растущего уровня долга.

Государственный долг и региональные бюджеты: уроки истории

Имеющие широкие права регионы Испании активно накапливают региональный долг. **Так, по прогнозу МВФ, из роста уровня госдолга Испании к 2015 году на 10пп, только 3 пп составит прирост долга центрального правительства, остальное – долги регионов. Региональный дефицит в 2011 году превысил таргет «тройки» на 1,4пп (2,7% ВВП против 1,3%), тогда как дефицит центрального правительства всего на 0,2пп (5,0% ВВП вместо 4,8% ВВП).**

Испания столкнулась с той же проблемой, что и Аргентина в 90-ые: регионы активно накапливали долг. Но Аргентина принялась за решение этой проблемы на 10 лет раньше кризиса, хотя и не очень преуспела в этом.

Аргентина представлена 23 регионами (и столицей). «Эффект провинций» называют в числе одной из причин высокой инфляции Аргентины в начале 90-х, потребовавшей введения фиксированного курса к доллару США. Провинции активно занимали у региональных банков, которые продавали эти долги с дисконтом центральному банку, т.е. финансировали свои расходы за счет сеньоражного дохода от падения стоимости денег. Неучастие в подобной монетизации дефицитов бюджета какого-либо из регионов являлось неоптимальной стратегией из-за того, что инфляция действовала в равной степени на все регионы, а её «плоды» получали лишь регионы, выпускавшие всё больше долга. Поэтому участвовали все. Введение фиксированного курса песо в 1991 году сопровождалось также усилением бюджетной дисциплины. Была запрещена покупка Центральным банком обязательств регионов, а так же практика рефинансирования региональных банков, пострадавших от дефолта какого-либо региона. Все региональные проспекты эмиссии должны были проходить одобрение в центре.

В течение 90-х Аргентина предпринимала меры по ужесточению приведших к гиперинфляции мер контроля над региональными бюджетами. Выстроенная система предполагала значительные социальные расходы на уровне бюджетов регионов (11% ВВП или 45% всех расходов государственного бюджета, в Испании сейчас это 50% всех расходов госбюджета), тогда как доходы собирались в федеральном бюджете (на региональные доходы приходилось всего 4% ВВП). Таким образом, возникла система трансфертом, перераспределявшая 6% ВВП от центра к провинциям. Регионам было позволено кредитоваться только под залог. Но, учитывая, что залогом могли выступать требования к центральному правительству на будущие трансферты, регионы активно брали кредиты.

Главные проблемы Межбюджетных отношений в Аргентине перед кризисом 2001 года⁵:

1. Автономия регионов на расходы и их способность занимать ухудшали стимулы к консолидации бюджета на всех уровнях власти: Центр не знал или закрывал глаза на то, как тратятся деньги, регионы были всем довольны. Когда в 1997-1999 году федеральный бюджет сократил расходы на 1,5% ВВП, регионы их увеличили на 0,75% ВВП.
2. Провинции имели мало стимулов к росту доходной базы, но много стимулов к раздуванию расходов.
3. Схема распределения доходов провинциям приводила к проциклической фискальной политике на уровне региона.

В итоге, на протяжении десятилетия с 1991 года региональный бюджет Аргентины сводился с дефицитом (минимум -0,2% ВВП в 1992 и максимум -1,9% в 2001). Региональный долг в 1997 году составил 11% ВВП (долг всего госсектора в 1997 году 37,7% ВВП).

В Испании - схожая ситуация. Провинции имеют широкую автономию и долю в госрасходах. **По итогам 2011 года из 68% ВВП госдолга на регионы приходится 12,6%, на центральное правительство 50,2% и остальное - на системы социального обеспечения.** Отношение регионального долга к

⁵ Уроки кризиса в Аргентине. МВФ, 2003

общему в Аргентине перед кризисом было выше, но **региональный долг в Испании**, как отмечено ранее, **растет быстрее, чем центрального правительства**.

Проблемы на долговых рынках еврозоны практически заморозили рынок регионального долга в Испании. С учетом того, что регионам в 2012 году надо рефинансировать 9 млрд. евро долга, а доходности для такого региона как Валенсия составляют 14-20% (против 6% для суверенного долга Испании), возможность дефолта становится вполне реальной. Однако Центр поможет регионам, если возникнет такая необходимость из-за негативных последствий для суверенного долга. **Регионы это понимают и не спешат сокращать дефициты.**

В целом мы ожидаем, что регионы будут вынуждены пойти на урезание своих прав и большую централизацию фискальных полномочий⁶. Для Испании это - единственный способ попасть в цели по дефициту, хотя бы в 2014 году, и избежать реструктуризации долга.

Главный риск на этом пути в том, что основная доля расходов регионов – образование и здравоохранение, а также и стареющее население Испании, которое в среднесрочной перспективе станет дополнительным тормозом для проведения бюджетной консолидации на региональном уровне.

Португалия

Кризис 2008 года поставил перед Португалией ряд схожих задач:

1. Повышение конкурентоспособности и улучшение долгосрочных характеристик рынка труда.

Уровень безработицы в марте 2012 года составил 15,3%, среди молодежи - 36,1%. Как и в Испании, основной проблемой португальского рынка труда является его двойственность. Рост занятости в предкризисные годы происходил именно за счет увеличения временных контрактников. Для улучшения ситуации в 2010-2011 годах был принят ряд мер для устранения двойственности.

За 2011 год корректировка ULC составила всего 1пп.⁷ Инфляция замедлилась с 3,6% в феврале до 3,1% в марте 2012 года (в марте 2011 года было 3,9%), но остается выше средней по еврозоне 2,7% (в марте 2012 года). Из 3,6% инфляции, по оценкам МВФ, 2,25пп приходится на эффект роста НДС в начале года.

2. Снижение задолженности частного сектора

За 2011 год задолженность частного сектора сократилась всего на 1,2% до 248,5% ВВП. Процесс этот идет очень медленно на фоне падающего ВВП - в 2011 году -1,6%гг. Португалия оказалась второй страной ЕС, наряду с Грецией, в которой все квартальные темпы роста были отрицательны на протяжении всего года. Экономисты МВФ прогнозируют падение ВВП Португалии в 2012 году на уровне 3,3% в 2012 году и рост +0,3% в 2012 году. Сильное сжатие совокупного спроса способствовало почти двукратному сокращению дефицита счета текущих операций к ВВП в 2011 году: с 10,0% в 2010 до 6,4% ВВП в 2011.

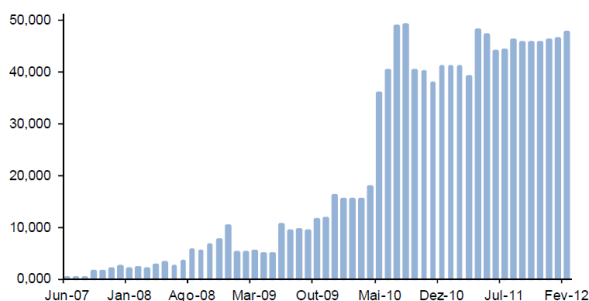
3. Рыночное фондирование банковского сектора

⁶ В регионах такая политика вызывает недовольство, и партия премьер-министра проиграла в марте выборы в крупнейшем регионе Андалузии.

⁷ [Отчет МВФ, апрель 2012 года, стр 8](#)

Из-за сокращения доходов населения и предприятий, напряженной ситуации на денежном рынке банки после кризиса 2008 года стали опираться на операции ЕЦБ, доля которых в совокупных обязательствах банков Португалии выросла к концу 2011 года до 10% (диаграмма 17). Активы к депозитам снизились до 139% в декабре 2011 года, проблемные активы выросли за 2011 год на 2,1пп до 7,2% всех кредитов банков Португалии.

Диаграмма 17



Source: Bank of Portugal & CaixaBI Equity Research

4. Сокращение государственного долга

Государственный долг вырос до 107,8% ВВП в 2011 году (в 2008 году 71,6% ВВП). Весной 2011 года Португалия, столкнувшись с трудностями по рефинансированию государственного долга на фоне роста напряженности на денежном и долговом рынках Европы, обратилась за помощью к МВФ. Ей был выделен кредит Еврокомиссии и МВФ в размере 75 млрд. евро, с распределением на три года.

За счет одноразового трансферта средств из пенсионного фонда Португалии удалось попасть в норматив «тройки» по дефициту бюджета в 2011 году: фактический дефицит составил 4,2% (при плане в 5,9%), в 2010 году дефицит равнялся 9,8% ВВП. В 2012 году МВФ прогнозирует долг на уровне 112,4% ВВП, а дефицит бюджета должен сократиться до 4,5% ВВП, первичный профицит вырастет с 0,1 до 0,3% ВВП.

Греция

Ситуация в экономике Греции наиболее сложная из всех стран еврозоны, вставших на путь сокращения уровня госдолга и структурного реформирования экономики. Отчасти это объясняется более ранним началом реформ в Греции, чем, например, в Португалии или Испании. Но главная причина: особенность модели роста с опорой на госрасходы, которые сейчас активно режутся. ВВП Греции в первом квартале 2012 года упал на 6,2%гг, безработица достигла 21,7% (по последним данным Евростата), в том числе среди молодежи - максимум по еврозоне – 51,2%, промпроизводство в марте - 8,5% относительно марта 2011 года, розничная торговля за год к марту 2012 года сократилась на 13%. Инфляция в Греции в апреле – минимальная среди всех стран еврозоны и равна 1,5%

Запущенный механизм дефляции через рецессию частично позволил решить проблему выравнивания конкурентоспособности. За 2011 год ULC Греции скорректировались на 10 пунктов, оставив 30пп отрыва от уровня Германии и 20пп от уровня среднего по еврозоне.

Задача повышения **конкурентоспособности** является, наряду со **структурными реформами**, приоритетом для Греции, что отмечается и в программе, разработанной МВФ⁸.

Реформы 2010-2011 года были призваны решить главную проблему – зарегулированность рынка труда Греции и низкая гибкость заработной платы (сокращение срочности коллективных договоров, возможность временного отстранения от работы, замораживание коэффициентов за стаж при высокой безработице и прочее). Они так же направлены на снижение регулирования товарных рынков и степени их монополизации.

Улучшение ситуации в **государственных финансах** является второй актуальной задачей. Дефицит государственного бюджета в 2011 году уменьшился до 9,1% ВВП с 10,3% - более чем умеренное снижение. Первичный дефицит бюджета составил 2,5% ВВП, вместо 1,5%, запланированных программой помощи со стороны «тройки». Для достижения цели по первичному дефициту бюджета на 2012 год (1% ВВП) Греция приняла фискальные корректировки на уровне 1,5% ВВП. Исходя из ухудшающейся ожидаемой траектории экономического роста, ЕС делает вывод о необходимости дополнительных корректировок размером 3,8% ВВП для достижения цели по первичному дефициту в 2013 году. **То, с каким трудом парламент Греции принимал корректировки на 2012 год, позволяет предположить существенный рост социального недовольства, если Греция решит следовать плану МВФ и сэкономить дополнительно 3,8% ВВП.**

В банковском секторе Греции нарастают проблемы, часть которых планируется решить кредитами МВФ.

Участие банков в программе обмена греческих облигаций в марте 2012 года, а также оценки стресс-тестов МВФ, выполненные в 2011 году, указали на возможные потери банков в размере 50 млрд евро (22 млрд по списанным облигациям Греции, остальное - плохие активы). Эта сумма уже зарезервирована МВФ для распределения Греции.

Доля плохих кредитов (измеряемая NPL) достигла в третьем квартале 2011 года 15,2%, увеличившись за год с 11%.

Острая проблема – ситуация с ликвидностью. Отчасти из-за падения текущих доходов, отчасти из-за опасений о судьбе евро греки с 2009 года изъяли 30% депозитов из банков (6,4% в первом квартале 2012 года). Для недопущения банковского кризиса ЕЦБ через систему TARGET предоставил Греции в 2011 году дополнительно 130 млрд евро (60% ВВП).

При этом банки ужесточают условия выдачи кредитов на фоне низкого спроса: потребительские кредиты в 2011 году сократились на 6,5%, к концу 2011 года отрицательный рост показала задолженность предприятий.

⁸ <http://www.imf.org/external/pubs/ft/scri/2012/cr1257.pdf>

В целом ситуация в банковском секторе Греции оказывается зависимой от выполнения нормативов «тройки» (внешнего финансирования), а ожидаемое углубление кризиса может быть остановлено дополнительной помощью со стороны «тройки» из-за малого масштаба проблемы для еврозоны.

Последние события в Греции, связанные с неспособностью избранного в апреле парламента создать коалицию для формирования правительства, подтверждают, что греки устали от падения доходов из-за мер бюджетной экономии. Стремительный рост спроса на наличность в Греции с середины мая на опасениях выхода страны из еврозоны означает, что события стали разворачиваться по негативному сценарию. Удастся ли Греции сформировать евроцентричный парламент и впоследствии правительство - определится в середине июня 2012 года. В Греции сложилась неоднозначная ситуация перед предстоящими в июне выборами: 2/3 населения не хотят выходить из еврозоны (и ЕС), но большинство уже устало от падения доходов. В этих обстоятельствах то, куда склонится чаша весов, сильно зависит от приверженности «тройки» идее помощи Греции. Пока же активизировавшиеся разговоры в ЕС и самой Греции о выходе Греции из союза лишь снижают стимулы страны к следованию плану структурных реформ, ухудшают ситуацию с ликвидностью в банковском секторе и таким образом приближают момент выхода страны из еврозоны.

Вывод по разделу:

Как показывают приведенные выше данные, основной текущей проблемой стран периферии является поиск устойчивой (не предполагающей накопление дисбалансов в еврозоне) модели экономического роста, которая бы в меньшей степени, чем модель, существовавшая до кризиса, зависела от изменчивых потоков капитала.

С этой целью в странах периферии проводятся структурные реформы и предпринимаются шаги по повышению конкурентоспособности, которые по нашим оценкам (приведенным в таблице 1) позволили лишь частично решить эту проблему.

Для роста конкурентоспособности странам периферии требуется корректировка уровня цен относительно стран-партнеров по еврозоне. Но в условиях фиксированности курса валют к валютам их основных торговых партнеров, которыми так же являются страны еврозоны, такая корректировка может проходить только через так называемую «внутреннюю девальвацию» (internal devaluation), т.е. дефляцию, когда уровень цен и зарплат, например, в Греции снижается относительно стран торговых партнеров. Жесткость цен к снижению не гарантирует дефляцию даже в случае сильной рецессии, поэтому основная надежда проблемных стран - на структурные реформы рынка труда: повышение гибкости зарплаты, ограничение силы профсоюзов.

Таким образом, в ближайшие 2-3 года проблемы никуда не денутся, а вот ситуация с ростом будет плохой.

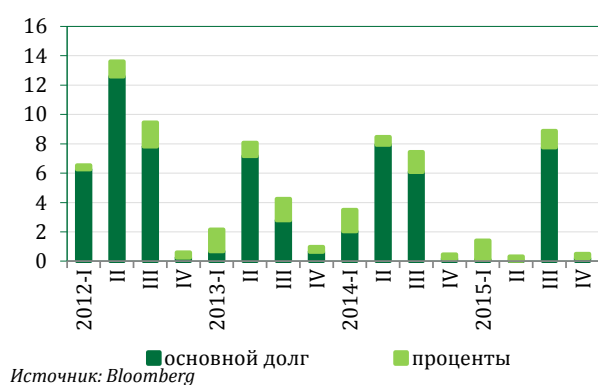
Для того, чтобы выиграть время до завершения структурных реформ и укрепления финансовой стабильности еврозоны, «тройка» оказывает помощь проблемным странам. Какие факторы могут спровоцировать прерывание этого процесса и выход отдельных стран из еврозоны на горизонте 2-3 лет (времени завершения реформ)?

Триггеры распада еврозоны

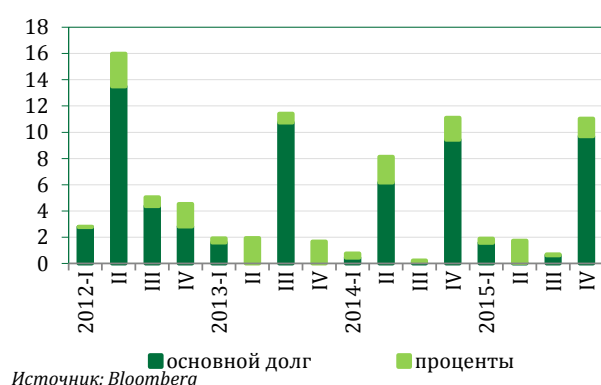
Результатом негативного развития взаимно-усиливающих друг друга тенденций в нефинансовом и финансовом секторах проблемных стран может стать их выход из еврозоны: Греции, Греции-Португалии, Греции-Португалии-Ирландии, возможно, и Испании. Это мы обозначаем как «распад зоны евро». Каковы основные триггеры распада еврозоны существуют? Когда можно ожидать их активации? Для каких стран? В какой последовательности?

Диаграммы 18-21

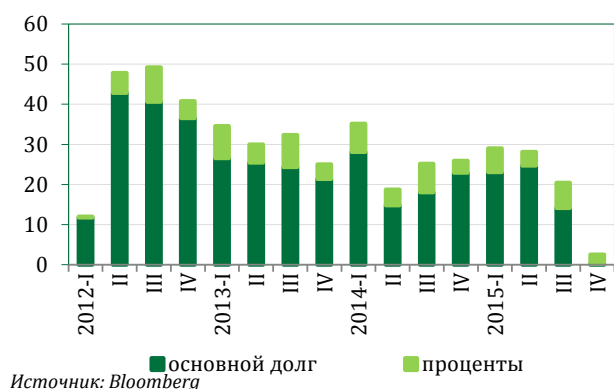
Выплаты по госдолгу Греции, млрд евро



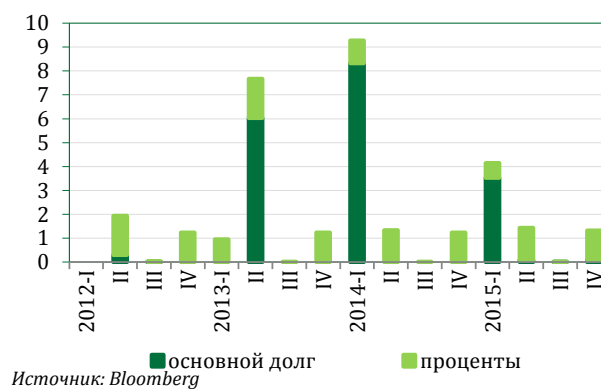
Выплаты по госдолгу Португалия, млрд евро



Выплаты по госдолгу Испании, млрд евро



Выплаты по госдолгу Ирландии, млрд евро



Мы условно выделяем три типа триггеров: первый и основной в Греции и Португалии, где наиболее активно проводится политика снижения высокого уровня государственного долга, бывшего источником докризисного роста, второй - в Испании, в перспективе - в Португалии и Ирландии, третий - может реализоваться во всех странах и связан с кризисом в банковском секторе.

Первый триггер: невыполнение нормативов «тройки»

В первой группе стран условием спасением от дефолта по гособлигациям, является помощь МВФ-ЕС-ЕЦБ, т.е. финансирование дефицитов бюджета на нерыночных условиях. Здесь и возникает первый триггер.

Даже с учетом реструктуризации в ближайшие четыре года Греции предстоят пять крупных платежей по государственному долгу: во втором и третьем кварталах каждого года - совокупно 35,6% ВВП 2011 года. При этом потребности Греции, благодаря выделенному пакету помощи в 130 млрд. евро, покрыты до конца 2014 года. Казалось бы о каких рисках выхода Греции из еврозоны может в этих условиях идти речь?

Риск состоит в возможности невыполнения целевых нормативов МВФ. Нарушение может стать результатом каких-либо внешних шоков, либо недоучетом «тройкой», выработавшей нормативы, последствий от фискального сжатия для экономического роста. Это повлечет необходимость принятия решения со стороны МВФ: готово ли оно «закрывать глаза» на нарушение нормативов, и если нет, то и от решения Греции - готова ли она сильнее «затянуть пояса»?

В качестве нормативов выступают, прежде всего, цели по первичному дефициту бюджета. Греция таргетирует достижение первичного профицита в 1,8% ВВП в 2013 году. Другой норматив: закрытие разрыва по ULC относительно уровня ULC торговых партнеров на 15 пп за три года за счет реформы рынка труда. При этом по оценкам МВФ, без этих дополнительных мер, Греции удастся достичь только 1% первичного профицита бюджета в 2014 году вместо 4,5%.

Аналогичная ситуация в Португалии, которой выделено 78 млрд. евро, и которая должна в течение четырех лет выплатить 47% ВВП (80,8 млрд. евро с процентами). Следующий за вторым кварталом 2012 года пик выплат приходится на третий квартал 2013 года. При этом потребности Португалии покрыты до конца 2013 года. К тому времени страна, по прогнозу МВФ, должна вернуться на долговой рынок⁹. Испания должна выплатить к 2016 году 45,7% ВВП 2011 года (456 млрд евро). Ирландии предоставлен пакет помощи в 85 млрд евро. До 2016 года Ирландия должна выплатить долги на 20,6% ВВП. Пик выплат выпадает на второй квартал 2013 и первый квартал 2014 года. МВФ ожидает, что Ирландия вернется к рыночному финансированию долга уже в 2013 году¹⁰.

Итак, в течение четырех лет проблемным странам предстоят большие платежи по государственному долгу. Часть этих выплат в Греции и Португалии обеспечивается кредитами «тройки», а поэтому предоставление денег на выполнении всех обязательств по структурному реформированию и сокращению дефицита бюджета в этих странах - условно.

Мы на основе простой модели роста долга попытались ответить на вопрос: Какие из рассматриваемых стран ближе к выполнению нормативов, а какие дальше?

Исходя из запланированной МВФ траектории уровня государственного долга для каждой страны и планируемой динамики дефицита бюджета, можно попытаться определить темпы экономического роста, необходимые для реализации данного временного профиля долга. Упрощенно, динамика долга к ВВП может быть описана уравнением:

$$\Delta \frac{\text{госдолг}}{\text{ВВП}} = (\text{процент по долгу} - \text{рост ВВП}) \frac{\text{госдолг}}{\text{ВВП}} + \frac{\text{первичный дефицит}}{\text{ВВП}} - \frac{\text{сеньораж}}{\text{ВВП}}$$

⁹ <http://www.imf.org/external/pubs/ft/survey/so/2011/car122211b.htm>

¹⁰ <http://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2012/cr1248.pdf>

Для каждого года с 2012 по 2016, на основе планируемой траектории долга, мы рассчитали изменение долга к ВВП (в процентных пунктах) – левая часть уравнения. В правой части мы использовали данные о планируемой динамике первичного дефицита, а сеньораж заменили темпами прогнозируемой МВФ инфляции. Процент по долгу – доходность к погашению торгуемых пятилетних гособлигаций (для Греции десятилетних), при этом мы считали, что с 2014 года ставки по долгу будут снижаться на 0,5пп ежегодно до 2016 года. Интересующее нас неизвестное в уравнении – траектория роста ВВП с 2012 по 2016 гг. Кроме того, мы попытались учесть, что часть долга не принадлежит частному сектору, и поэтому доходность по такому долгу может быть нулевой. Так, например, в последней программе реструктуризации долговых обязательств Греции ЕЦБ отказался от процентного дохода по облигациям (он был списан в пользу Греции). Усредненные по годам значения темпов роста ВВП приведены ниже в таблице, где взято отклонение прогнозируемых МВФ темпов роста от рассчитанных нами (последняя строка таблицы).

Таблица 3

Страна	Греция (март 2012)	Португалия (де- кабрь 2011)	Ирландия (фев- раль 2012)	Испания (июль 2011)
Текущий госдолг, %ВВП	165,0	107,2	105,4	67,5
Госдолг у частно- го сектора в сред- нем за период, %	17%, из них 53,5% реструктурированный	33%	70%	70%
Доходность 5- летних облига- ций, % годовых	18% (10-летние), 2% по реструктуриро- ванным до 2015 года, после: 3%	15,7%, Считаем, что по бондам не в част- ном секторе ну- левая ставка	5,3%, Считаем, что по бондам не в част- ном секторе ну- левая ставка	3,9%, Считаем, что по бондам не в част- ном секторе ну- левая ставка
Госдолг в 2016 году, % ВВП	145	111,7	112,5	76,2
Средний рост ВВП до 2016 года для достижения цели по долгу, %гг	3,9	0,8	-0,7	-1,1
Среднее отклоне- ние необходимого роста ВВП от прогноза МВФ до 2016 года	2,8 пп	-0,2 пп	-3,1 пп	-2,7 пп

Источник: МВФ, расчеты ЦМИ

Расчеты показывают, что при запланированной траектории снижения уровня госдолга, траектории первичных дефицитов и при текущем уровне госдолга, и уровне 5-ти летних ставок процента среднегодовые темпы роста экономики Греции должны быть на 2,8 пп выше, запланированных МВФ, чтобы попасть в цель. Для остальных стран прогноз МВФ укладывается в расчетную траекторию роста ВВП. Для Ирландии и Испании - даже с некоторым «запасом».

Таким образом, именно Греция входит в первую групп риска по нарушению нормативов МВФ. Следующая в списке – Португалия.

Второй триггер: растущие доходности по выпускаемому госдолгу

Для тех стран, которые пока еще обходятся рыночным рефинансированием государственного долга, как Испания (а так же обойденная нашим вниманием Италия), или в перспективе до двух лет обратятся к таковому, как Португалия и Ирландия, существует иной фактор выхода из еврозоны: если окажется, что страна неспособна занять на рынке, или рыночные ставки не позволяют надеяться на сокращение дефицита бюджета и уровня госдолга в любой разумной перспективе. На вторую половину 2013 и начало 2014 года приходятся пики выплат по госдолгу во всех рассматриваемых странах. К этому времени на рынок должны уже выйти Португалия и Ирландия. В этих обстоятельствах любые сомнения инвесторов в платежеспособности стран-должников могут привести к кризису на долговых рынках, аналогичному тому, который произошел во второй половине 2011 года. Таким образом, рост напряженности на долговом рынке может служить **вторым триггером распада еврозоны**. Особенно это актуально для Испании, с её большими выплатами и частыми погашениями долга до 2016 года. Решение ЕС временно повысить мощность фонда ESM за счет параллельного функционирования EFSF до второй половины 2013 года и, таким образом, обеспечить дополнительно 240 млрд евро (к 700 млрд ранее), как раз имеет целью создать запас прочности финансовой системы еврозоны на случай проблем с рыночным рефинансированием у Испании и Италии. Как следует из профиля платежей, только Испании до 2016 года может понадобиться почти 500 млрд. евро, чтобы не объявить банкротство, то есть весь объем ESM с 2014 года. Так что, при такой политике евровластей срабатывание триггера будет зависеть исключительно от настроения долгового рынка. Ситуация развивается в системе с множественностью равновесий, поэтому коллективные скоординированные действия инвесторов определяют, произойдет ли распад еврозоны, и как он будет протекать (об этом ниже).

Третий триггер распада: углубление банковского кризиса.

Высокий уровень задолженности частного сектора во всех проблемных странах (относительно меньший в Греции) способен на фоне структурных реформ и политики бюджетной экономии привести к росту неплатежей по кредитам банков. Это потребует вхождения государства в капитал банков. Этот процесс может быть реализован многими способами, но не исключено, что приведет к дальнейшему росту долговой нагрузки на бюджеты. Путь монетизации в рамках единой валюты существенно ограничен, но не исключен. Итак, рост NPL в банковском секторе, медленный делевереджинг (низкие темпы кредитования) – прямые указатели скорого срабатывания этого триггера. Наиболее близка в этом отношении Испания. Греции и Португалии из-за малого размера экономик легче оказать помощь.

Вероятность распада еврозоны с наступлением банковского кризиса возрастает еще и из-за того, что с наступлением кризиса, набега на банки, оттока капитала снижаются издержки политиков по принятию решения о выходе страны из монетарного со-

юза. Как заметил экономист Пол Кругман¹¹, страна, вышедшая из еврозоны, неизбежно столкнется с оттоком капитала и набегом на банки, поэтому, когда эти процессы уже начались, руководству страны проще принять решение, которое сопряжено с рисками еще большего ухудшения ситуации и может стоить им карьеры.

Дополнительное обстоятельство: первичный дефицит/профицит бюджета

Важное **дополнительное обстоятельство** возможного выхода некоторых стран из еврозоны связано и со стимулами стран должников инициировать такой выход. Мы считаем, что наличие таких стимулов само по себе не создает опасности для еврозоны, а вот срабатывание одного из вышеуказанных триггеров резко повышает вероятность распада зоны. Так, имеет ли страна первичный дефицит бюджета или нет может определять её отношение к требованиям «тройки» и ситуации на долговых рынках (уровню доходностей по госдолгу). Если страна имеет первичный профицит госбюджета, то она легче согласится на дефолт по своим обязательствам и девальвацию валюты по причине того, что ей нет необходимости обращаться к рыночному рефинансированию своих первичных (не связанных с обслуживанием долга) расходов. Среди проблемных стран первичный профицит в 2011 году имела только Италия +1% ВВП. Португалия имела первичный дефицит в 1,6% ВВП, Греция - на уровне 2,4% ВВП, дефицит Испании равнялся 4,1% ВВП, Ирландии - минус 6,6% ВВП.

По прогнозам МВФ Португалия выйдет на первичный профицит в 0,5% ВВП уже в 2012 году и на профицит в 2,2% ВВП в 2013 году. Далее профицит будет только расти до 3,3% ВВП в 2016 году. В Греции пока таргетируется (и ожидается МВФ) уровень +1,8% ВВП, который в 2014 должен быть сразу увеличен до 4,5% ВВП, хотя, по последним прогнозам ЕС, страна не будет иметь первичный профицит бюджета до 2014 года. Испания по прогнозу МВФ не выйдет на первичный профицит и к 2017 году и будет иметь в 2016 году минус 0,3% ВВП. В Ирландии профицитным бюджетом получится в 2014 году (+0,8% ВВП) с ростом до 3,4% ВВП в 2017 году.

Таким образом, **стимулы к дефолту возникнут у Португалии в 2012 году, у Греции - в 2013 году при условии жесткого следования программе «тройки» и дополнительных мер экономии, иначе в Греции - не раньше 2014 года.** Программы помощи в этих странах должны будут действовать еще год после года первого первичного профицита. Таким образом, возникает возможность отказаться от этих программ. Испания и Ирландия, напротив, не будут иметь экономических стимулов для дефолта еще длительное время.

Для Греции стимулы к нарушению обязательств повышаются при достижении первичного профицита и за счет того, что условием программы предоставления помощи ей была приоритизация выплат по долгу над всеми прочими расходами бюджета. К июню 2012 года Греция должна принять соответствующий закон.

¹¹ <http://krugman.blogs.nytimes.com/2010/04/28/how-reversible-is-the-euro/>

Справка: уроки истории

Аргентина в 2011 году имела первичный дефицит на уровне 1,4% ВВП (в 2000 году был профицит 0,4% ВВП). В этой ситуации именно МВФ отказался выделять очередной транш, заявив об этом 5 декабря 2001 года, в самый разгар банковского кризиса и набега на банки. Тем не менее, терпение МВФ заканчивается не сразу. Опыт Аргентины, а так же России в августе 1998, показывает, что, несмотря на внешне жесткие заявления о готовности выделять деньги, частые нарушения целевых нормативов странами-должниками, не останавливают МВФ от продолжения помощи. В 2011 году помощь предоставлялась Греции, Португалии и Ирландии. И каждая из этих стран имела трудности с попаданием в целевые показатели МВФ. Формально первый триггер в отношении этих стран сработал, но МВФ пока «закрыл глаза» на нарушения, при этом потребовал более жестких условий в последующем.

Итак, как может развиваться ситуация в проблемных странах?

Сценарии распада еврозоны: выход Греции, Греции-Португалии

Мы выделяем два сценария: «**поздний дефолт**» и «**ранний дефолт**».

Возможно в ЕС понимают, что выход Греции или Португалии на запланированные траектории долга в ближайшее время невозможен. На это даже есть определенные намеки в отчете МВФ по Греции от 16 марта¹², в частности указывается, что среди стран, пошедших по пути «внутренней девальвации», ни одна не достигла цели, а те страны, которые продолжают следовать этому пути (страны Прибалтики), вынуждены иметь дело с сильной рецессией. МВФ отмечает, что в Греции нет необходимых элементов успеха - контрциклической фискальной политики, возможности повысить госдолг на время реформ.

В этих условиях, с учетом исторического опыта, в ЕС выигрывают время для завершения структурных реформ в других странах, в частности в Испании и Италии, и укрепления финансовой системы Европы. Выход Греции будет оттягиваться до полного завершения создания Механизма Европейской Стабильности (ESM) – лето 2012-2013 гг. и проведения рекапитализации банков еврозоны с повышением уровня капитала (июль-сентябрь 2012 года).

Вначале мы рассмотрим сценарий раннего дефолта, который может происходить как беспорядочный, так как события весны 2012 года пока, по-нашему мнению, развиваются именно по этому сценарию.

Ранний дефолт

Текущая макроэкономическая ситуация и последние события показывают, что Греция может стать первой вышедшей из еврозоны страной, несмотря на то, что не имеет первичного профицита бюджета. Под «ранним» мы понимаем дефолт Греции и выход её из еврозоны до конца 2012 года, он может развиваться как беспорядочный (внезапный, несогласованный с ЕС, со слабо контролируемым распространением его негативных последствий на другие страны).

Реализация этого сценария предполагает:

¹² [отчет миссии МВФ в Грецию, март 2012, стр. 48](#)

1. Нарушение Грецией нормативов МВФ по дефицитам, уровню госдолга, о чем могут свидетельствовать уже данные за первые два квартала 2012 года – срабатывание первого триггера из трех возможных.

Так, по последним майским прогнозам экономистов еврокомиссии, Греции уже не удастся попасть в цель по первичному профициту бюджета в 2013 году, если она не решится на дополнительные меры бюджетной экономии в ближайшее время: вместо таргета в +1,8% ВВП, её ожидает дефицит на уровне 2% ВВП.

2. МВФ требует жестко следовать целям, «тройка» продолжает помощь. Греция соглашается на эти условия, что приводит к массовому недовольству проводимыми реформами (с ростом влияния сторонников выхода из еврозоны после выборов в апреле 2012 года). Перспективы роста еще более ухудшаются, а реформирование затрудняется.

Недовольство реформами уже вылилось в неспособность сформировать коалицию в парламенте Греции, назначить премьер-министра. Возникли опасения прихода к власти противников идеи бюджетной экономии, которые полагают, что Греция может смело повышать госрасходы, так как опасения распространения негативных последствий выхода Греции из еврозоны заставят европолитиков финансировать Грецию и в будущем.

3. МВФ, в очередной раз констатируя факт нарушения нормативов, либо намекает, либо открыто заявляет об отказе в выделении очередного транша помощи. **Произойти этот отказ может уже летом-осенью 2012 года.**

В прессе стали появляться высказывания высокопоставленных чиновников ЕС и отдельных стран о том, что выход Греции, в принципе, возможен¹³, а сам выход стал активно обсуждаться¹⁴.

Намеки на отказ в помощи уже поступили от Ангелы Меркель, потребовавшей жесткого следования согласованному плану сокращения госрасходов¹⁵. Директор МВФ, Кристина Лагард заявила, что «МВФ должен быть технически готов к выходу Греции»¹⁶.

Из 4,2 млрд. евро, одобренных для распределения в мае 2012 года «тройка» приняла решение придержать выделение 1 млрд. евро до июня, когда появятся новые оценки потребностей Греции в финансировании.

4. У Греции нет денег для расчетов по долгу и оплаты запланированных социальных расходов. Ожидания дефолта автоматически закрывают перед Грецией возможность прибегнуть к рыночному рефинансированию. Население Греции, предвещая близость дефолта и девальвации, начинает «набег на

¹³ [Financial Times от 13 мая](#), [Financial Times, от 15 мая](#)

¹⁴ [Financial Times от 14 мая](#)

¹⁵ [Financial Times от 13 мая](#)

¹⁶ [Financial Times, от 15 мая](#)

банки», в стране начинается финансовый кризис. Закрывается счет операций с капиталом, объявляются банковские каникулы. Греция отказывается от евро, выходит из ЕС и переходит на старую валюту. Сама формальная процедура предполагает уведомительный характер, при этом стороны договариваются об условиях последующего сотрудничества.

Процесс изъятия депозитов в Греции уже набирает обороты: с конца апреля 2012 года депозиты населения и предприятий сократились на 3%. Неудача с формированием правительства привел к падению депозитов только за два дня, 14-15 мая, на 700 млн. евро или на 0,75%¹⁷.

5. Рынки обращают внимание на другие страны с нарушениями нормативов МВФ (Португалия, Ирландия), а так же на страны с потенциальными проблемами, как Испания. Стоимость их долга падает.

Снижение стоимости долга этих стран может произойти и из-за того, что, например, испанские банки с ноября 2011 года довели свои вложения в гособлигации Испании до 263 млрд. евро, увеличив их на 47% и используя часть в качестве залога по двум LTRO. Желание монетизировать долг в активы в евро на опасениях выхода страны из еврозоны, может спровоцировать распродажу активов, номинированных в евро, что станет дополнительной причиной срабатывания второго триггера – рост доходностей.

6. Италия и Испания не успевают имплементировать структурные реформы и вынуждены реструктуризировать государственные долги не позднее, чем в 2013 году. Возможно, также выйдут из еврозоны. Ситуация может быть ухудшена банковским кризисом.
7. Кризис распространяется на Францию и Бельгию, которые также будут вынуждены прибегнуть к реструктуризации долга.

Важный момент с реализацией триггеров состоит в том, что проблемные страны окажутся неспособны осуществить выплаты частным кредиторам. Программы реструктуризации по данным Goldman Sachs приводят к росту доли долга, на балансах национальных центральных банков и пенсионных фондов. Таким образом, возникает ощущение, что решение о дефолте - скорее политическое, а не экономическое. Не исключен сценарий выборочного дефолта Греции, Португалии, Ирландии. Этот сценарий предусматривает меньший эффект домино на рынки долга других стран, что важно для стабильности в Италии и Испании (где большая доля госдолга на балансе у частного сектора). В этом случае можно избежать распада еврозоны.

Другой вариант быстрого распада еврозоны предполагает срабатывание триггера банковского кризиса в Испании и Португалии, слабую реакцию со стороны ЕЦБ. Тогда рост напряженности в финансовой сфере и риски новых банкротств банков не находят должного ответа со стороны Европейского банка, ставящего во главу угла идею ста-

¹⁷ [Financial Times от 16 мая](#)

бильности цен и фискальной консолидации, как способ решения проблем еврозоны, вместо очередного раунда монетарного ослабления. В этом случае наиболее реален выход из еврозоны Греции, в меньшей степени - Испании.

Поздний дефолт

Этот сценарий отличается от предыдущего тем, что Греция в ближайшие полгода-год останется верна плану реформирования, разработанному «тройкой». Если следовать этому сценарию, то потребуются дополнительное вмешательство ЕЦБ ближе к концу года для очередного разрешения кризиса на денежном рынке, если не в виде третьего LTRO, то в виде расширения программы покупок облигаций Испании на долговых рынках. Греция не выйдет из еврозоны до конца 2013 года, когда пройдут выборы в Германии (осенью 2013 года) и завершатся структурные реформы в Италии и Испании. Чтобы оттянуть время, ЕЦБ вполне может пойти на дальнейшие меры по денежной накачке экономики. Последняя негативная статистика о ситуации в экономике еврозоны (снижение индексов PMI в апреле и промпроизводства в марте) повышает вероятность такого развития событий. Здесь не только Греция может оказаться первой вышедшей страной. Это может быть также Португалия.

Общее развитие событий в этом случае повторяет развитие событий в раннем выходе Греции с той лишь разницей, что отсутствует пункт 3: «Тройка» будет продолжать оказывать помощь Греции, несмотря на регулярные нарушения нормативов - формально сработает первый триггер.

После выборов в Германии осенью 2013 года в течение некоторого времени, после очередного нарушения нормативов «тройки», МВФ отказывает в предоставлении очередного транша. Население, ожидая дефолта и девальвации в Греции начинает «набег на банки». ЕС сосредотачивается на помощи Португалии, Испании, Ирландии и Италии. Можно ожидать согласованного и поэтапного выхода Греции.

Выход Греции может активизировать второй триггер и спровоцировать выход Португалии и Ирландии, а так же, возможно, реструктуризацию долга Испании и Италии с интервалом в полгода-год (в середине-конце 2015 года). Прибегнут ли Италия и Испания к списанию части долга или его реструктуризации, будет зависеть от агрессивности ЕЦБ в предоставлении ликвидности и в наполнении фонда ESM (сам размер фонда скорее всего будет увеличен). Таким образом, продолжение политики снижения ставок со стороны ЕЦБ, третье LTRO определенно являются триггерами этого, более «позитивного», сценария распада еврозоны.

Ближайшая и, пожалуй, единственная возможность перенаправить развитие событий в еврозоне из русла «скорого» распада в русло «позднего» распада, или даже сохранения Греции в еврозоне, возникнет в середине июня, когда в Греции пройдут выборы нового парламента. Именно тогда греки сделают свой окончательный выбор в пользу/против еврозоны. Заметим, однако, что отсутствие первичного профицита требует от нового правительства (даже если оно откажется от исполнения обязательств Греции по долгу) быстро урезать госрасходы. Наверняка противники евро (партия Сириза) это понимают, но набирающий обороты популизм удобнее для них,

пока он принимается избирателями. И еще - возможно, неспособность партий сформировать коалиционное правительство – стратегия поведения, нацеленная на уступки со стороны ЕС.

Последствия для стран «ядра»

Сама по себе экономика Греции слишком мала, чтобы выход её из еврозоны, корректировка её относительных цен к другим странам при девальвации, рост инфляции, более глубокая рецессия оказали ощутимый негативный эффект на крупные экономики еврозоны. Однако, косвенный эффект дефолта Греции, а затем и Португалии, Ирландии может оказаться существенным и будет проявляться в росте доходностей на рынке по суверенным долгам. Это окажет два эффекта на страны «ядра»:

- во-первых, возникнут проблемы с рефинансированием долга даже у благополучных стран (таких как Франция),

- во-вторых, произойдет снижение уровня капитала у банков из-за изменения стоимости облигаций на балансах (дефолтов одних стран и падения цены долгов других стран). Здесь свою поддержку финансовой системе оставшейся еврозоне должны оказать ESM и более высокий уровень капитала у банков с лета 2012 года, а также трехлетние кредиты ЕЦБ. Последние стресс-тесты в Европе не рассматривали сценарий распада еврозоны¹⁸. Тогда тесты не прошли 8 банков из 90, и 16 оказались на грани порога в 5% капитала от активов.

Другая проблема – дисбалансы в системе расчетов между национальными центральными банками TARGET. Бундесбанк Германии уже призвал ЕЦБ обратить внимание на рост дисбаланса в системе расчетов между национальными банками еврозоны на сумму 500 млрд. евро в пользу Германии. Как показали Bornhorst, F. и Mody, A.,¹⁹ в основе возникшего дисбаланса – изменение потоков капитала в еврозоне после кризиса 2008 года. Рост притока капитала в Германию из стран GIPS сопровождался накоплением на балансе Бундесбанка требований к ЦБ стран периферии, что являлось отражением предоставления нацбанкам денег (без которых у коммерческих банков в периферии из-за оттока капитала возникли бы проблемы с ликвидностью). Распад еврозоны с неизбежностью ставит вопрос о том, с активами какого качества на балансе останется Бундесбанк? Как нацбанки вышедших стран будут рассчитываться с Бундесбанком по своим обязательствам в евро?

Система TARGET имеет целью сглаживание потребностей нацбанков в ликвидности, то есть предполагает сбалансированность в среднесрочном плане, чего пока не наблюдается. Рост рисков развала еврозоны способен в этой ситуации привести к тому, что Бундесбанк вместо того, чтобы одобрить смягчение денежной политики, напротив, потребует от ЕЦБ её ужесточения (например, лоббируя повышение качества активов, которые предоставляют нацбанки в залог в системе TARGET), что еще более спровоцирует ухудшение ситуации в экономиках периферии. ЦБ Германии придется из-за этих дисбалансов нести основной вес расходов.

¹⁸ [отчет Европейского банковского регулятора](#)

¹⁹ [дисбалансы в системе TARGET](#)

Влияние на нефинансовый сектор ядра еврозоны будет оказываться не столько по торговому каналу, сколько по финансовому на фоне общего роста напряженности на финансовых рынках, выражающемся в повышенном спросе на ликвидность, кредитном сжатии, распродаже банковских активов. Трудно предсказывать конкретные величины, так как они будут условны не только на величину эффектов, но и на быстроту и степень вмешательства ЕЦБ в разрешение кризиса.

Неизбежное следствие распада еврозоны – ослабление евро относительно основных валют. И хотя мы считаем, что уменьшенная еврозона в долгосрочной перспективе будет иметь более сильный валютный курс, чем сейчас, но краткосрочная динамика евро будет негативной, особенно при сценарии раннего распада. В этом случае мы ожидаем ослабления евро до 1,15-1,20 долларов за евро к концу 2012 года. Если же этот сценарий не реализуется, а реализуется сценарий упорядоченного позднего распада в конце 2013 года, то времени евро ослабнет краткосрочно до 1,23-1,25 с последующим выходом на 1,3-1,35 долларов за евро.

Эффекты распада еврозоны на Россию

Два основных канала: торговый и финансовый.

Торговый канал

На Европу приходится 52% экспорта России и 42% всего импорта России. Распад еврозоны уменьшит спрос на Российский экспорт традиционных сырьевых товаров. Положительный эффект на счет текущих операций окажет замедление в экономике России из-за рецессии в еврозоне и ослабления рубля к бивалютной корзине, что приведет к снижению спроса на импорт. Реагируя на события в еврозоне, цены на нефть могут опуститься до уровня \$80-85 за баррель сорта Brent. В результате всех этих факторов, существенного ухудшения внешнеторгового баланса не произойдет. Счет текущих операций составит, по нашим оценкам, 100 млрд. долларов в течение года после кризиса. Однако отток капитала может составить \$95 млрд. (в 2009 году - \$56,8 млрд., в 2010 - \$33,6 млрд., в 2011 – \$80,5 млрд.)²⁰, что создаст давление на курс рубля, который подешевеет к бивалютной корзине на 10% за счет более сильного ослабления рубля к доллару. Следуя своей новой монетарной политике, таргетированию инфляции, Центральный Банк не пойдет на существенное сдерживание этого ослабления и не поднимет процентные ставки. Таким образом, для нефинансового сектора негативный эффект от сжатия совокупного спроса и оттока капитала (ухудшения кредитных условий) будет компенсирован положительным эффектом от большей подвижности относительных цен российских товаров.

Тем не менее, в наихудшем сценарии беспорядочного дефолта в еврозоне мы ожидаем сокращения ВВП России на 2,1% на горизонте 1 год после кризиса (в конце 2012 года). Инвестиции в основной капитал упадут на 5,4% в течение года. Уровень безработицы вырастет до 7,3% (с 6,5% в 2011 году), инфляция составит 6,7%.

²⁰ Статистика Банка России

Упорядоченный дефолт в зоне евро приведет к замедлению роста ВВП до +2% в 2014 году после выхода Греции из еврозоны в конце 2013 года. Инвестиции в основной капитал в России покажут нулевой прирост в течение года после кризиса, а инфляция составит 6,0%. Здесь мы считали, что цены на нефть сохранятся на уровне, превышающем \$90.

Финансовый канал

Стресс тест банков, выполненный ЦБ и МВФ в апреле 2011 года проводился по нескольким направлениям: несколько сценариев негативного шока ВВП, дефолт пяти крупнейших заемщиков банков, шок ликвидности, шок валютного курса. Результаты показали, что при самом негативном сценарии с падением ВВП на 4%, с нехваткой капитала (<10%) столкнутся 8% банков (из 1012 банка, принимавшего участие), главным образом из-за дефолта заемщиков и потерь по кредитам. В целом, МВФ оценил положительно устойчивость Российской банковской системы.

Активы российских банков в суверенных долгах еврозоны незначительны. Займы у западноевропейских банков составляют 80% всех иностранных займов банков. Поэтому проблемы с фондированием в Европе могут стать основной трудностью для Российских банков в кризис, но это разрешимо при разумной политике ЦБ.

С обслуживанием уже существующего внешнего долга банков проблем быть не должно: отношение внешних обязательств банков к объему золотовалютных резервов ЦБ наименьшее среди Восточно-европейских стран - 31% в России, 55% в Чехии, 74% в Польше, 80% в Венгрии, 95% в Турции.

Наиболее вероятный сценарий развития событий в случае распада еврозоны может состоять в росте оттока капитала (как отмечено выше до \$95 млрд.), в результате как общего сокращения открытых позиций нерезидентами в развивающихся рынках, так и из-за роста займов в России со стороны российских предприятий, традиционно получающих финансирование за рубежом, а в отдельных случаях и западноевропейских банков (через их дочерние банки). Неизбежное следствие этого – ослабление курса рубля (меньшее к корзине валют, чем к доллару из-за ослабления евро к доллару). В таких обстоятельствах, если ЦБ России действительно будет придерживаться нового типа монетарной политики, таргетирования инфляции, можно ожидать, что ставки ЦБ если и будут повышены, то незначительно (события осени 2008 года не повторятся). На остром этапе банки столкнутся с целым комплексом рисков: к валютному риску будет примешиваться риск ликвидности. У ЦБ, конечно же, будут развязаны руки в плане предоставления ликвидности банкам, но он может опасаться, что такая политика приведет к чрезмерному удешевлению рубля, будет способствовать оттоку капитала, и, в конечном счете, будет чревата увеличением инфляции за счет вхождения в инфляционно-девальвационную спираль.

Из-за 10% ненефтяного дефицита государственного бюджета в текущем году, даже без кризиса, возможности фискальной политики в новый кризис могут быть существенно ограничены. Российскому бюджету не сможет помочь то, что цены на нефть из-за событий на Ближнем Востоке снизятся лишь до \$80-85 за баррель. Причина – дефицитность бюджета при цене ниже \$100-110. Это является еще одним стимулом для ЦБ проводить более мягкую денежную политику (тогда как в кризис 2008 года он сокращал денежную базу, продавая валютные резервы). Но, как уже отмечено выше, нам

кажется, что ЦБ будет проводить умеренно-мягкую политику, балансируя между необходимостью поддержать реальный сектор и ограничить отток капитала и рост инфляции.

Изменения макро-индикаторов на горизонте 1 год после кризиса

Показатели	Поздний распад еврозоны, IV кв. 2013 года	Ранний распад еврозоны, IV кв. 2012 года
ВВП, темп прироста, %	+2,0	-2,1
Цена на нефть, долл./ баррель, (средняя за период)	90	85
Инфляция (динамика ИПЦ), %	6,0-6,3	6,7
Инвестиции в основной капитал, темп прироста, %	0,0	-5,4
Реальные располагаемые доходы населения, темп прироста, %	1,5	0,4
Рост процентных ставок по государственным ценным бумагам (параллельный сдвиг кривой доходности)	200 б.п.	500 б.п.
Рост процентных ставок по корпоративным ценным бумагам (параллельный сдвиг кривой доходности)	500 б.п.	800 б.п.
Стоимость бивалютной корзины, темп прироста, %	5	10
Мировая торговля, % темпы прироста	2,0	-3,0
Курс доллара США к евро, долл./евро, (средний за период)	1,28	1,25
Приток(+)/отток(-) капитала в/из российской экономики, млрд. долл.	-70,0	-95
Безработица, % (средняя за период)	6,7	7,3

Ксения Юдаева	Директор центра макроэкономических исследований (ЦМИ) Сбербанка России	KVYdaeva@sberbank.ru
Надежда Иванова	Начальник отдела прогнозирования и тематических отчетов ЦМИ	NSIvanova@sberbank.ru
Андрей Синяков	Главный аналитик ЦМИ	AASinyakov@sberbank.ru
Мария Годунова	Главный аналитик ЦМИ	

Стандартная оговорка об ограничении ответственности, в обязательном порядке прилагаемая ко всем аналитическим продуктам.

Отказ от ответственности

Данные, приведенные в настоящем документе, не являются рекомендацией о вложении денег. Информация предоставлена исключительно в ознакомительных целях. Любая информация, представленная в настоящем документе, носит ознакомительный характер и не является предложением, просьбой, требованием или рекомендацией к покупке, продаже, или предоставлению (прямому или косвенному) ценных бумаг или их производных. Продажа или покупка ценных бумаг не может осуществляться на основании информации, изложенной в настоящем документе, и указанных в нем цен. Информация, изложенная в настоящем документе, не может быть использована в основе какого-либо юридически связывающего обязательства или соглашения, включая, но не ограничиваясь обязательством по обновлению данной информации. Она не может воспроизводиться, распространяться или издаваться любым информируемым лицом в целях какого-либо предложения, мотива, требования или рекомендации к подписке, покупке или продаже любых ценных бумаг или их производных. Будет считаться, что каждый, получивший информацию, провел свое собственное исследование и дал свою собственную оценку перспектив инвестиций в инструменты, упомянутые в настоящем документе. Сбербанк России не берет на себя никакой ответственности за любые прямые или косвенные убытки, затраты или ущерб, понесенные в связи с использованием информации, изложенной в настоящем документе, включая представленные данные. Информация также не может быть рассмотрена в качестве рекомендации по определенной инвестиционной политике или в качестве любой другой рекомендации.

Информация не может рассматриваться как обязательство, гарантия, требование, обещание, оферта, рекомендации, консультации и т.д. Банк не должен нести ответственность за последствия, возникшие у третьих лиц при использовании информации, изложенной в настоящем документе.

Банк в праве в любое время и без уведомления изменять информацию, изложенную в настоящем документе

Третьи лица (инвесторы, акционеры и пр.) должны самостоятельно оценить экономические риски и выгоды от сделки (услуги), налоговые, юридические, бухгалтерские последствия, свою готовность и возможность принять такие риски

Банк не дает гарантии точности, полноты, адекватности воспроизведения информации третьими лицами и отказывается от ответственности за ошибки и упущения, допущенные ими при воспроизведении такой информации

Информация, изложенная в настоящем документе, не может быть интерпретирована как предложение / оферта или как рекомендация / консультация по инвестиционным, юридическим, налоговым, банковским и другим вопросам. В случае возникновения потребности в получении подобных консультаций следует обратиться к специалистам.