



Перспективы развития проблемной ситуации на долговых рынках европейских стран и оценка рисков для экономики России

25.06.2010

1. Перспективы развития проблемной ситуации на долговых рынках европейских стран.....	2
<i>1.1. Тенденции и факторы, определяющие развитие проблемной ситуации на долговых рынках европейских стран.....</i>	<i>2</i>
Повышение уровня расходов суверенных заемщиков на обслуживание долга	2
Возросшая потребность суверенных заемщиков в рефинансировании долга.....	3
Снижение доверия к суверенному долгу ряда стран зоны евро, ослабление единой европейской валюты	3
Локальные проблемы с устойчивостью банковских систем	4
Снижение доверия к национальным банкам на межбанковском рынке	7
Создание стабилизационного фонда Еврокомиссии, МВФ и отдельных стран ЕС	7
Интервенции ЕЦБ на рынках суверенного долга и возобновление антикризисных программ поддержки банковской ликвидности.....	8
<i>1.2. Анализ краткосрочных перспектив развития проблемной ситуации (2010-2011 гг.)</i>	<i>8</i>
<i>1.3. Основные сценарии развития ситуации в среднесрочной перспективе</i>	<i>10</i>
Факторы, определяющие сценарные «развилки»	10
2. Оценка воздействия кризиса в зоне евро на экономику России	13
<i>2.1. Основные направления воздействия (краткосрочный аспект).....</i>	<i>13</i>
<i>2.2. Оценка краткосрочных эффектов воздействия кризиса на российскую экономику (2010-2011 гг.).....</i>	<i>18</i>
<i>2.3. Среднесрочный сценарный анализ (в перспективе до 2014 г.)</i>	<i>21</i>

© НП «Центр макроэкономического анализа и краткосрочного прогнозирования»

Воспроизведение материалов в любой форме допускается только с разрешения авторов доклада

Авторы доклада выражают свою признательность

руководителю направления ЦМАКП Д.Р.Белоусову, руководителю направления ЦМАКП В.А.Сальникову, эксперту ЦМАКП М.Е. Мамонову, эксперту ЦМАКП Е.А. Пенухиной, эксперту ЦМАКП Г.А. Голышеву, оказавшим неоценимую помощь в подготовке этого доклада.

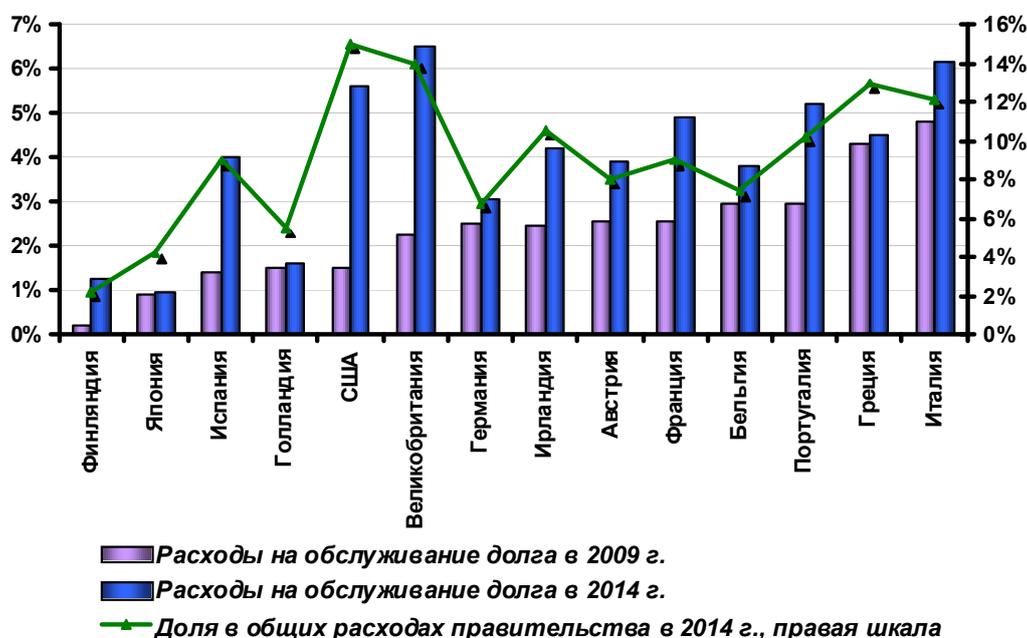
1. Перспективы развития проблемной ситуации на долговых рынках европейских стран

1.1. Тенденции и факторы, определяющие развитие проблемной ситуации на долговых рынках европейских стран

Повышение уровня расходов суверенных заемщиков на обслуживание долга

В настоящее время расходы большинства европейских стран на обслуживание суверенного долга сравнительно невелики. В текущем году в Испании они составят 2.2% ВВП, в Ирландии – 2.9% ВВП, Португалии – 3.1% ВВП, в Италии – 4.6% ВВП. Особняком стоит Греция, у которой эти расходы превысят 5% ВВП (5.4%) и 10% совокупных государственных расходов.

График 1.1. Расходы на обслуживание долга, % ВВП.



Источник: EIU.

Однако в перспективе до 2014 г. ситуация существенно изменится: ожидается масштабный рост расходов на обслуживание госдолга европейских стран (см. график 1.1.). По прогнозу EIU уровень этих расходов к 2014 г. в среднем достигнет 3% ВВП против 1.5% ВВП сегодня.

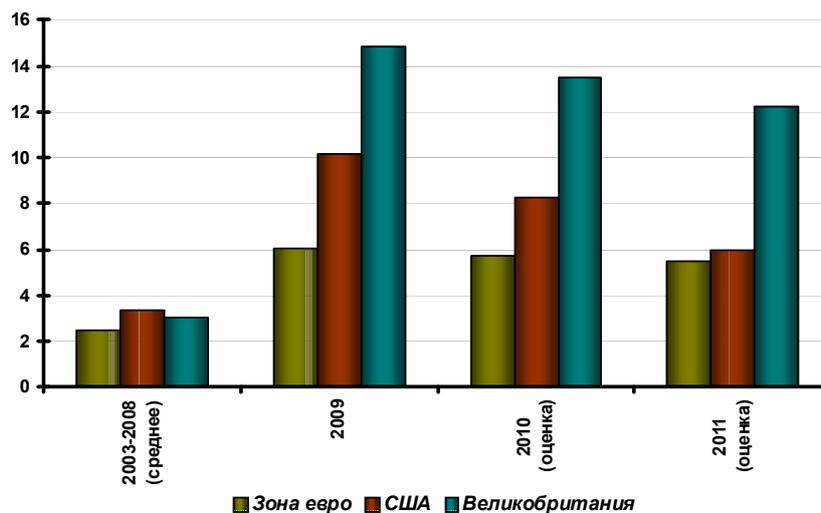
Такая динамика будет ослабляет уверенность инвесторов в платежеспособности суверенных заемщиков. Это, в частности, относится к экономикам Италии и Великобритании, за пределами 2014 г. проблемы могут возникнуть и у Франции.

В случае если снижение уровня доверия инвесторов будет заложено в процентные ставки, может возникнуть эффект «снежного кома» (рост уровня расходов на обслуживание долга – снижение доверия и рост процентных ставок по долгу – рост уровня расходов на обслуживание долга).

Возросшая потребность суверенных заемщиков в рефинансировании долга

В результате повышения бюджетных дефицитов у стран зоны евро, также как у других развитых экономик, заметно увеличилась потребность в привлечении новых заимствований для финансирования накопленного долга, МВФ оценивает потребности суверенных заемщиков зоны евро в заимствованиях для рефинансирования накопленного долга в 2010-2011 гг. в 6% ВВП в среднем за год (против 2-3% ВВП ежегодно в 2003-2008 гг., см. график 1.2).

График 1.2. Потребность в рефинансировании суверенного долга, % ВВП.



Источник: IMF GFSR.

Снижение доверия к суверенному долгу ряда стран зоны евро, ослабление единой европейской валюты

С начала года рейтинговые агентства понизили суверенные рейтинги Греции до ВВ+, Испании – до АА и Португалии до А- или их эквивалентов¹.

В течение года суверенные долговые рынки показывали существенный недостаток спроса на гособлигации дважды – в середине февраля и в начале мая, перед очередными погашениями по госдолгу Греции.

В начале мая недоверие охватило рынок суверенного долга не только в Греции, но и в Португалии и Испании. Наблюдался довольно значимый эффект переноса проблем с рынка суверенного долга одной страны PIGS на рынки других стран (см. табл. 1.1.).

¹ Приводится уровень рейтингов от агентства Standard&Poor's.

Таблица 1.1. Условные вероятности суверенного дефолта, предполагаемые рынком¹

	Германия	Франция	Италия	Испания	Голландия	Бельгия	Австрия	Греция	Ирландия	Португалия	Итого:	
Германия			12.0	11.1	13.4	4.8	7.4	6.9	19.8	6.2	18.3	100
Франция	5.6		13.4	14.8	6.0	8.1	7.7	18.2	8.0	18.3	100	
Италия	4.0	10.4		16.4	3.3	6.8	7.2	24.2	7.2	20.5	100	
Испания	4.3	10.2	14.4		3.3	7.0	7.4	23.9	8.4	21.1	100	
Голландия	4.5	13.2	10.2	12.2		8.0	5.3	22.1	3.3	21.2	100	
Бельгия	4.3	10.3	10.9	12.9	4.6		7.6	22.6	8.1	18.8	100	
Австрия	3.7	8.7	10.8	12.5	3.0	7.0		26.5	6.0	21.8	100	
Греция	4.1	7.5	14.2	15.7	4.2	7.8	10.5		15.7	20.3	100	
Ирландия	3.1	7.7	9.9	12.8	2.0	6.8	5.9	31.3		20.6	100	
Португалия	4.2	8.5	13.7	15.7	4.6	7.4	10.0	23.6	12.3		100	
Итого:	3.7	8.3	11.0	12.7	3.4	6.5	7.0	21.4	8.1	18.0		

Источник: оценки IMF GFSR.

¹ Заштрихованным ячейкам соответствуют страны, наиболее сильно влияющие на вероятность дефолта других стран

Локальные проблемы с устойчивостью банковских систем

Банковские системы стран зоны евро в период глобального кризиса 2008-2009 гг. оказались более стабильными, чем американская и британская.

Следует отметить, что в основном эта стабильность пока сохраняется. В последние полгода банкротств значимых финансовых институтов в зоне евро не отмечалось². Стресс-тесты, проведенные рейтинговым агентством Moody's показали, что возможные потери по госдолгу стран PIGS (Португалия, Ирландия, Греция, Испания) могут быть абсорбированы европейскими банками без привлечения дополнительного капитала³.

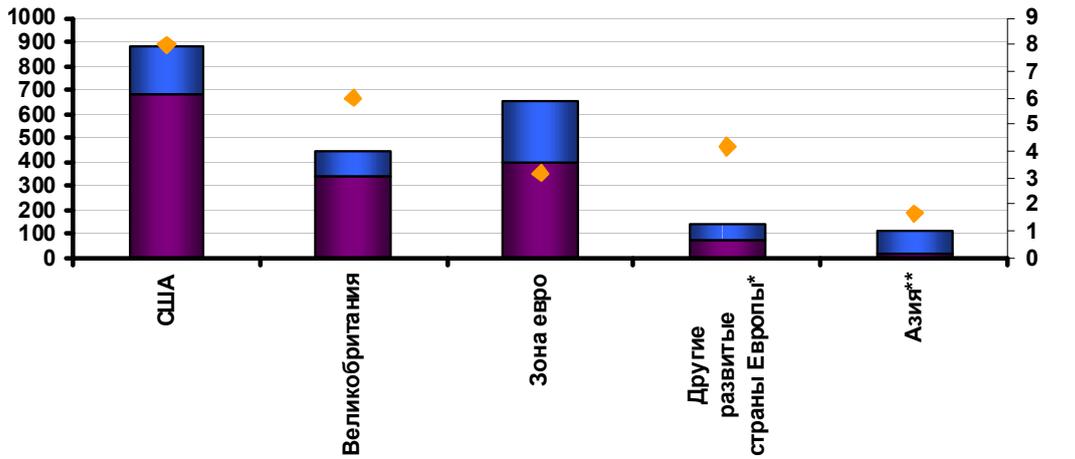
Однако в перспективе ситуация может скорректироваться в худшую для европейских банков сторону. По оценке МВФ, в 2010-2014 гг. европейским банкам предстоит списать больше активов, чем британским или американским (см. график 1.2). При этом банки стран зоны евро в среднем имеют более низкий уровень достаточности капитала (см. табл. 1.2). Кроме того, для банковских систем ряда проблемных экономик (Португалия, Ирландия, Греция, Испания, Италия) характерен низкий уровень обеспеченности кредитов резервами под возможные потери (см. график 1.3). Повышение резервов до среднего для развитых стран уровня потребует от банков дополнительных расходов, что, в свою очередь, негативно скажется на прибыли и собственном капитале.

Самостоятельную проблему может представлять устойчивость банковских систем стран Восточной Европы. Банковские системы ряда восточноевропейских стран (Венгрия, Хорватия, Румыния, Сербия, Босния и Герцеговина) остаются весьма уязвимыми как к кредитным, так и к валютным рискам. Для подобных стран характерна низкое качество выданных кредитов нехватка внутренней депозитной базы, высокая внешняя задолженность банков и высокая доля кредитов, выдаваемых внутренним заемщикам в иностранной валюте (см. табл.1.3). Последние два обстоятельства создают риск значительных финансовых потерь банками данных стран в случае девальвации национальных валют.

² Единственным существенным событием стало введение внешнего управления Банка Испании в ссудо-сберегательной организации CajaSur. Однако эта кредитная организация не является крупной.

³ Стресс-сценарий Moody's предполагал продажу банками гособлигаций стран PIGS (Португалия, Ирландия, Греция, Испания) с дисконтом в 20% к наименьшей цене в последние полгода.

График 1.2. Списания проблемных активов и конечные потери банков, млрд. долл.



■ Ожидаемые дополнительные списания или резервы под потери: 1 кв. 2010 г. - 4 кв. 2010 г.

■ Фактические списания или резервы под потери: 1 кв. 2007 г. - 4 кв. 2009 г.

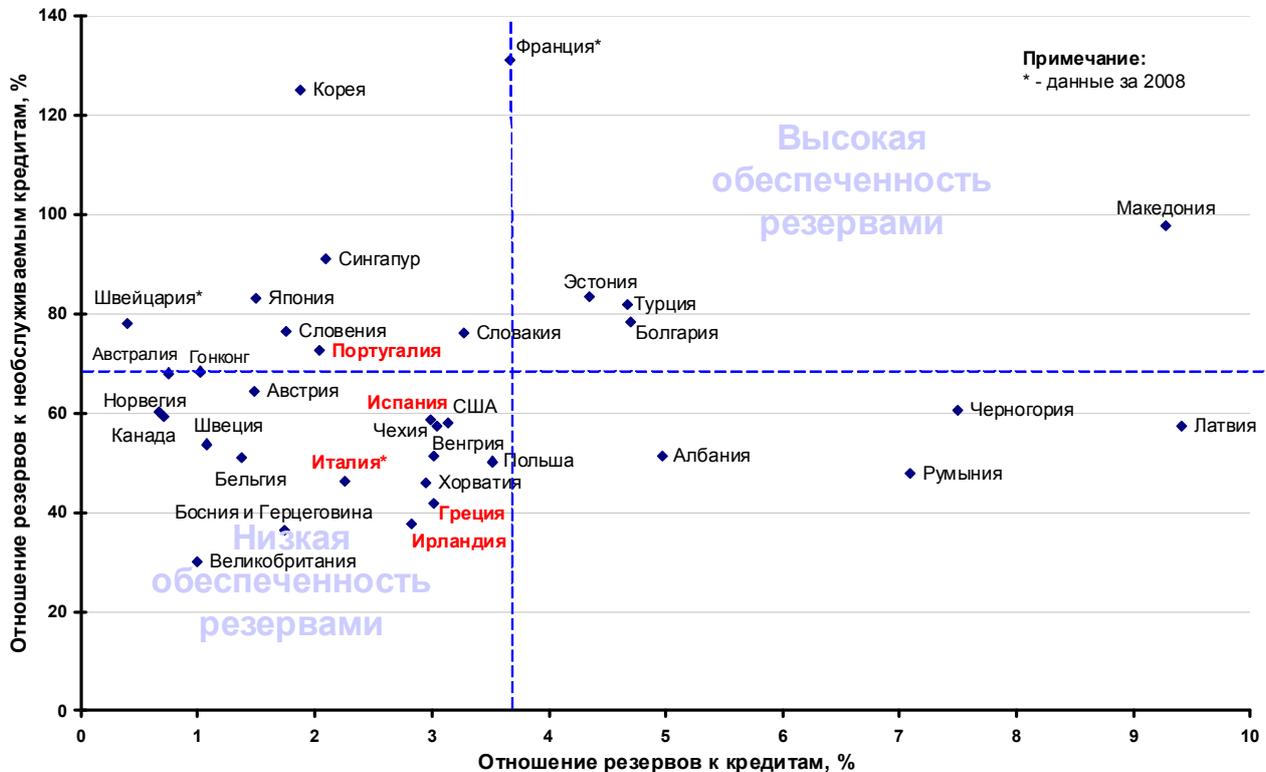
◆ Конечные потери (% , правая шкала)

* Дания, Исландия, Норвегия, Швеция, Швейцария

** Австралия, Япония, Новая Зеландия, Сингапур, Гонконг

Источник: IMF GFSR.

График 1.3. Обеспеченность банковских кредитов резервами под возможные потери (2009 г.)



Примечание:
* - данные за 2008

Источник: IMF GFSR.

Таблица 1.2. Достаточность капитала и списания активов банков, млрд. долл.

	США ²	Зона евро	Великобритания	Другие развитые страны Европы ³
Общая сумма заявленных списаний (до конца 4 кв. 2009 г.)	680	415	355	82
Общая сумма докапитализации (до конца 4 кв. 2009 г.)	329	256	222	55
Уровень достаточности капитала ¹ , %	11.3 (+1.5)	9.1 (+1.1)	11.5 (+2.3)	8.5 (+0.3)

¹ отношение капитала первого уровня к активам, взвешенным согласно уровню риска

² кроме ипотечных корпораций

³ Дания, Исландия, Норвегия, Швеция, Швейцария.

Источник: IMF GFSR.

Таблица 1.3. Некоторые показатели финансовых секторов стран Восточной Европы

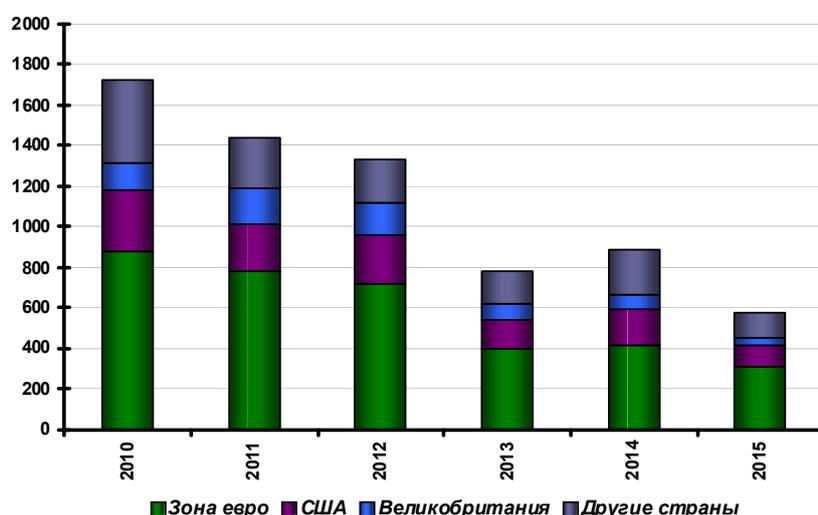
	2008			2009		Примечания
	Совокупный внешний долг (гос. и частный), в % к ВВП	Доля кредитов в иностранной валюте, в совокупном объеме кредитов, %	Отношение кредитов к депозитам, %	Доля необслуживаемых ссуд (NPL) в кредитах, % (данные GFSR IMF)	Доля поврежденных (impaired) ссуд в кредитах, % (данные Unicredit)	
Польша	51.7	34.3	117.7	7.0	7.0	Страна-получатель кредита МВФ Flexible Credit Line для стран с устойчивой макроэконом. динамикой и сбалансированной политикой Высокий внешний долг, девальвация нац. валюты, двойной дефицит (бюджетный и торговый) Банковская система сохраняла ликвидность во время мирового финансового кризиса Страна входит в зону евро Страна входит в зону евро Страна была вынуждена обратиться в МВФ за получением стабилизационного кредита (Stand-By Arrangement). Введены "кризисные" послабления по банковскому надзору (классификация ссуд, порядок учета собственного капитала) Наблюдалось бегство вкладчиков Страна была вынуждена обратиться в МВФ за получением стабилизационного кредита (Stand-By Arrangement) Страна была вынуждена обратиться в МВФ за получением стабилизационного кредита (Stand-By Arrangement) В стране действует режим currency board
Венгрия	112.5	63.8	136.0	5.9	8.5	
Чехия	44.0	14.1	80.8	5.3	5.4	
Словакия	60.2	21.8	77.3	4.3	5.5	
Словения	105.0	н.д.	88.3	2.3	5.5	
Сербия	63.8	7.1	125.9	15.5	12.5	
Хорватия	85.1	63.8	103.3	6.4	7.5	
Босния и Герцеговина	н.д.	5.5	92.6	4.8	5.3	
Румыния	53.4	57.8	130.8	14.8	14.7	
Болгария	107.4	57.2	120.3	6.0	6.2	

Источник: IMF GFSR, Unicredit

Снижение доверия к национальным банкам на межбанковском рынке

До 2012 г., [по оценке Morgan Stanley](#), банки зоны евро собираются рефинансировать 1.6 трлн. евро долга или примерно 7% своих активов. Moody's характеризует ситуацию похожим образом.

График 1.3. График погашения долга банков в 2010-2015 гг., млрд. долл.



Источник: Moody's, IMF GFSR.

Так как банки часто являются крупными держателями суверенного долга национальных правительств, банки стран PIGS сталкивались с недоверием на межбанковском рынке каждый раз при обострении проблем с суверенным долгом.

При этом испанские банки последнее время не пользуются доверием на межбанковском рынке, что заставляет их привлекать средства ЕЦБ. В мае испанские банки взяли у ЕЦБ 85.6 млрд. евро – вдвое больше, чем в сентябре 2008 г. На их долю пришлось 16.5% финансирования, выданного ЕЦБ банкам. По данным аналитиков Royal Bank of Scotland (RBS) и Evolution, это самый высокий показатель со времени создания еврозоны в 1999 г. В апреле они получили от ЕЦБ 74.6 млрд. евро, или 14.4% ликвидности, выделенной банкам.

Создание стабилизационного фонда Еврокомиссии, МВФ и отдельных стран ЕС

Страны зоны евро, Еврокомиссия и МВФ создали фонд для обеспечения финансовой стабильности зоны евро – EFSF. Объем фонда в 750 млрд. евро планируется профинансировать за счет МВФ (250 млрд. евро), Еврокомиссии (60 млрд. евро) и отдельных стран зоны евро (440 млрд. евро). Основные механизмы действия фонда – выдача гарантий по суверенным долгам, прямая покупка проблемных суверенных облигаций и кредитование бюджетов проблемных стран. Программа фонда одобрена большинством стран ЕС, в том числе парламентами Германии и Франции.

Для Греции теми же субъектами был одобрен отдельный стабилизационный пакет помощи объемом 110 млрд. евро. Последний уже использовался для выплат Греции по госдолгу (8.5 млрд. евро).

Интервенции ЕЦБ на рынках суверенного долга и возобновление антикризисных программ поддержки банковской ликвидности

В начале мая ЕЦБ, вопреки предыдущим заявлениям, провел ряд интервенций на рынках суверенного долга зоны евро (Португалии, Греции и Испании). Объем интервенций оценивается в 47 млрд. евро, в том числе 25 млрд. евро греческих облигаций.

В середине июня президент ЕЦБ Ж.-К. Трише заявил, что ЕЦБ не только готов продолжить интервенции в случае сбоев на суверенных долговых рынках, и предоставит неограниченные средства на трехмесячных аукционах репо с июля по сентябрь.

Можно ожидать, что интервенции ЕЦБ по крайней мере в краткосрочной перспективе будут оказывать успокаивающее воздействие на поведение инвесторов. Действия ЕЦБ говорят о готовности предпринимать решительные меры, и это поможет снять опасения инвесторов относительно потери ликвидности рынками суверенных долгов, а также сохранения платежеспособности правительств «проблемных» стран.

1.2. Анализ краткосрочных перспектив развития проблемной ситуации (2010-2011 гг.)

Объем европейского стабфонда покрывает потребности в средствах для выплат по госдолгу стран PIGS (Португалии, Испании, Греции, Ирландии) на ближайшие 12-18 мес. Это гарантирует поддержание платежеспособности данных стран в случае возникновения новой волны недоверия к их госдолгу в течение 2010-2011 г. Как следствие, едва ли можно ожидать возникновения сколько-либо масштабного эффекта заражения рынков европейских стран (от рынков стран PIGS к рынкам восточноевропейских и западноевропейских стран).

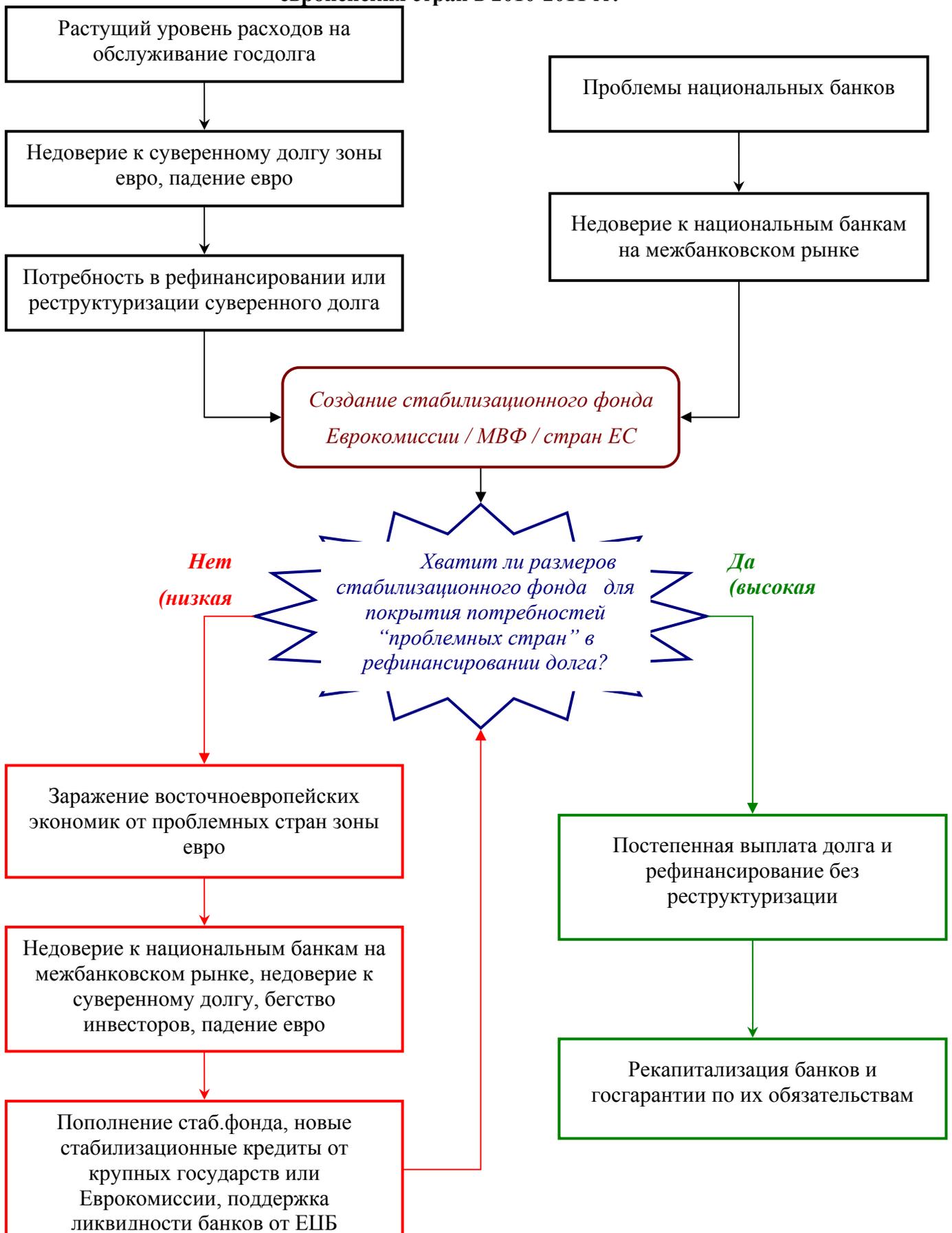
Нехватка средств европейского стабилизационного фонда EFSF может возникнуть, например, в случае, если эти средства понадобятся более крупным, чем PIGS, экономикам – в первую очередь Италии и Великобритании⁴. В 2010 г. потребность в рефинансировании госдолга стран PIGS на средства фонда оценивается в 100-150 млрд. евро, а со стороны Италии – до примерно 260 млрд. евро (оценка [Unicredit](#)). В случае, если значительный спрос на средства фонда предъявит ещё и Великобритания – фонд может быть исчерпан уже до конца 2010 г.

Однако подобное развитие событий маловероятно. И у Италии, и у Великобритании пока не возникало существенных проблем при размещении государственных облигаций на рынке. Доходность при размещении облигаций Италии и Великобритании существенно ниже ставки в 5%, по которой, вероятно, будут предлагаться средства фонда EFSF⁵. Кроме того, обязательства Италии могут в перспективе выкупаться ЕЦБ, а Великобритании - Банком Англии.

⁴ В 2010 г. потребность в рефинансировании госдолга Испании составляет, по официальным данным, 78.3 млрд. евро (97 млрд. евро по данным Reuters), Португалии – 20 млрд. евро (14 млрд. евро по прогнозу Еврокомиссии), Ирландии – 17.5 млрд. евро (S&P), Греция после получения средств специального плана в 110 млрд. евро не планирует привлекать средства на рынке или пользоваться созданным фондом.

⁵ Для Великобритании ставка по 5-летним облигациям составляет сейчас 2.19% (фунт стерлингов), для Италии – 2.42% (евро). Для Испании, судя по последнему аукциону, ставка существенно выше – 3.8% (евро, в предпосылке постоянного по дюрации спреда в 220 б.п. к немецкому долгу, показанного на последнем июньском аукционе по размещению 10-летних облигаций).

Схема 1.1. Тенденции и факторы развития проблемной ситуации на долговых рынках европейских стран в 2010-2011 гг.



Можно выделить три основных риска, которые гипотетически могут привести к новой волне долгового кризиса в 2010-2011 гг. Однако в настоящее время действуют эффективные механизмы противодействия этим рискам, поэтому их значимость представляется небольшой.

- Частный сектор стран PIGS остается уязвимым в условиях низких темпов экономического роста, ужесточения бюджетной политики и высокого частного внешнего долга. Поэтому гипотетически возможно появление паники на рынках частного долга данных стран, например, при понижении кредитных рейтингов, возникновения опасений относительно дестабилизации национальных банковских систем (в первую очередь, испанской) и др. Вместе с тем, банки стран зоны евро имеют доступ к неограниченному финансированию ЕЦБ, а для капитализации в Испании и Ирландии действуют специальные программы (FROB и NAMA)..
- Риски для рынка суверенного долга зоны евро могли бы представлять и проблемы бюджетов стран Восточной Европы – так, официальные заявления о возможном дефолте Венгрии значительно снизили курс евро. Небольшой объем суверенных обязательств стран Восточной Европы, вместе с тем, позволяет предположить быструю стабилизацию за счет малой доли средств EFSF.
- Наконец, доверие инвесторов может подорвать обнаружение новых бюджетных проблем в результате смены правительства в одной из стран с высоким уровнем госдолга⁶. Вместе с тем, в случае обнаружения новых проблем в ближайшем времени вероятен и пересмотр объемов помощи.

Таким образом, на сегодня в Европе уже существуют и институты, и политическая воля для предотвращения новой волны долгового кризиса в 2010-2011 гг.

Ближайшие масштабные выплаты по госдолгу стран PIGS ожидаются в июле (45 млрд. евро), а Италии в августе (23 млрд. евро). Успешное прохождение этого пика (вслед за майским) станет своеобразным тестом на эффективность ранее принятых мер поддержки доверия рынков.

1.3. Основные сценарии развития ситуации в среднесрочной перспективе

Факторы, определяющие сценарные «развилки»

Скорость роста глобальной экономики в среднесрочной перспективе. Начало нового цикла экономического роста в Европе и в мире – необходимое условие для возвращения уверенности инвесторов в среднесрочной платежеспособности проблемных суверенных заемщиков. Так, согласно оценкам Unicredit и EIU, 40-50% бюджетной консолидации проблемных экономик в 2010-2014 гг. должно произойти за счет расширения налоговой базы и программ бюджетного стимулирования, включая автоматические (социальное страхование).

Бюджетная дисциплина проблемных стран. Существуют опасения, что в случае улучшения макроэкономической динамики контроль за бюджетной дисциплиной в зоне евро вновь ослабнет, и страны PIGS, обещавшие привести бюджеты в соответствие Маастрихтскими критериями, не сделают этого к 2014 г.

Еврокомиссия подтверждает эти опасения, закладывая в свой последний прогноз риски невыполнения обещаний правительств PIGS по снижению бюджетных дефицитов.

⁶ В 2011 г. выборы проходят в Бельгии, стране с уровнем госдолга в 330 млрд. евро или 100% ВВП.

Прогноз Еврокомиссии предусматривает, что в 2011 г. дефицит государственного бюджета Испании составит 8.8% ВВП (против обещания правительства страны ограничить дефицит уровнем 6% ВВП), Португалии – 7.9% ВВП (обещания правительства – 4.6% ВВП). Прогноз Еврокомиссии по дефициту государственного бюджета Греции в 2010 г. составляет 9.3% ВВП (обещания правительства – 9.1% ВВП).

Низкая бюджетная дисциплина стран ЕС в среднесрочной перспективе способна нанести существенно более сильный, чем в 2010-2011 гг., ущерб устойчивости их финансовых рынков.

Стимулирующее воздействие слабого евро на динамику экономического роста европейских стран. В результате паники на рынках суверенного долга ряда европейских стран курс евро к доллару упал до уровней 2007 г. Дешевый евро значительно упрощает конкуренцию с экспортом из Восточной Азии на внутреннем рынке зоны евро. Так, уровень импорта в зону евро весьма чувствителен к курсу евро к доллару: изменение курса на 1% соответствует изменению импорта примерно на 3.5% для продукции обрабатывающей промышленности⁷.

Благодаря стимулирующему воздействию слабого евро ситуация с платежеспособностью проблемных стран может развиваться нелинейно. Можно предположить вариант развития событий, при котором сохранение низкого доверия к финансовым инструментам проблемных стран будет способствовать поддержанию заниженного курса национальной валюты, что поддержит экономический рост в индустриальном «ядре» Евросоюза. Последнее, в свою очередь, будет способствовать расширению спроса на продукцию и услуги периферийных европейских экономик (Южная и Восточная Европа). За счёт этого возможно последующее снижение остроты долговых проблем данных стран.

Первый сценарий: «сбалансированное развитие». Основные предпосылки этого сценария:

- восстановление высоких темпов роста глобальной экономики
- высокая бюджетная дисциплина стран зоны евро.

В этом сценарии развития Европа успешно завершает бюджетную консолидацию к 2014 г., вводя правила для эффективного предотвращения неконтролируемого наращивания госрасходов правительствами зоны евро и ЕС⁸.

Эта комбинация факторов предполагает восстановление доверия инвесторов к суверенному долгу всех стран зоны евро и большинства экономик ЕС за пределами зоны евро (возможно, кроме, Великобритании). Рост спроса на инструменты европейских стран и восстановление аппетита инвесторов к риску предполагают существенное укрепление курса евро.

Этот сценарий представляется наиболее вероятным. В пользу этого говорят обсуждаемые действия по созданию «экономического правительства» ЕС, а также высокие темпы роста экономик Китая и США в этом году, ожидаемые целым рядом международных организаций⁹.

⁷ [Расчеты \(Erkel-Rousse and Daniel Mirza, 2001\) показывают](#), что ценовая эластичность в среднем по корзине импорта развитой страны составляет 3.5, меняясь от 1 до 7 в зависимости от структуры рынка и однородности товарной группы. Однако необходимо учитывать и неполное отражение изменений курса в изменениях цены импорта, которое составляет, [по оценке ЕЦБ \(Anderson, 2003\)](#), не более 50-70%

⁸ Например, ЕЦБ предложил процедуру наблюдения за бюджетным процессом стран зоны евро, предполагающую финансовые санкции и ограничение права голоса в случае несоблюдения рекомендаций Еврокомиссии странами с высоким уровнем долга.

⁹ Так, МВФ ожидает роста в США в 3.1% в 2010 г. и в 2.5% в 2011 г., что близко к докризисным темпам роста.

Второй сценарий: «затягивание поясов». Основные предпосылки:

- низкие темпы роста глобальной экономики
- высокая бюджетная дисциплина стран зоны евро.

В этом сценарии невысокие темпы роста не дают правительствам возможности пользоваться успешной ситуацией для маскировки бюджетных проблем. Одновременно проблемы бюджетной консолидации в условиях низкого роста дополняются проблемами обслуживания госдолга – недостаток спроса на суверенный долг толкает ставки вверх.

Балансирующие возможности предоставляет низкий спрос на евро, поддерживающий производство и занятость в экономиках зоны евро и ЕС.

В рамках данного сценария возникает высокая вероятность реструктуризации долга наиболее закредитованных европейских государств (см. врезку 1.1).

Важно, что для Германии и Франции как основных финансовых доноров внутри зоны евро возникает следующий «момент истины» – фонд EFSF при постепенно ухудшающемся доверии инвесторов закончится в 2012-2013 гг., и проблема спасения проблемных суверенных заемщиков зоны евро встанет снова, только в условиях заметно меньших резервов.

Отдельно следует рассматривать Великобританию, которая может использовать эмиссионный механизм снижения бюджетной нагрузки. Хотя неизбежное в этом случае обесценение фунта и чревато оттоком капитала и инфляцией, эмиссия значительно снизит бремя госдолга.

Врезка 1.1. Перспективы реструктуризации суверенного долга ряда стран зоны евро.

Исследование, проведенное известными экономистами Роговым и Райнхардт,¹⁰ показало, что страны с высоким госдолгом (выше 90% ВВП для развитых стран и выше 60% для развивающихся) как правило, выходят из кризисов существенно медленнее, чем страны с низким уровнем госдолга.

Для развитых стран эта разница составляет в среднем 1 проц. п. ВВП в год в первые три-четыре года после кризиса, для стран с развивающимися рынками - 2 проц. п. в год за тот же период.

Вероятно, основными каналами негативного воздействия высокого госдолга на экономический рост являются:

- высокие процентные ставки;
- изъятие бюджетных стимулов из экономики в посткризисные годы.

Необходимо отметить, что реструктуризация госдолга позволяет избежать негативного влияния на экономический рост и того, и другого канала.

Можно предположить, что в условиях низких темпов экономического роста правительства проблемных стран предпочтут перенести основные расходы по погашению госдолга на будущее посредством его реструктуризации. В качестве инструмента реструктуризации может быть использован, например, стабилизационный фонд EFSF. В этом случае новации по долгу может предшествовать полный выкуп фондом всех подлежащих реструктуризации выпусков ценных бумаг.

Согласно мнению одного из «архитекторов» зоны евро Р. Манделла, реструктуризация долга может потребоваться одной или двум финансово-слабым странам зоны евро. Профессор бизнес-школы Стерн Н. Рубини, нобелевский лауреат Дж. Стиглиц и глава Deutsche Bank Дж. Аккерман, называют первым кандидатом на реструктуризацию Грецию, причем оценивают это событие, как высоко вероятное, в течение ближайших 12-18 мес.

¹⁰ C. Reinhart, K. Rogoff. Is the 2007 US Sub-Prime Financial Crisis So Different? An International Historical Comparison. American Economic Review: Papers & Proceedings 2008, 98:2.

Третий сценарий: «откладывание проблем на будущее». Основные предпосылки:

- высокие темпы роста глобальной экономики
- низкая бюджетная дисциплина стран зоны евро.

В этом сценарии развития восстановление глобального роста даст европейским правительствам возможность «замести под ковер» бюджетные проблемы до следующего витка обострения. Рост налоговой базы, пусть и меньший, чем в Азии или США, позволит сохранить доверие инвесторов к суверенному долгу и продолжить бюджетное стимулирование экономики.

Таким образом, данный сценарий предполагает, что долговые проблемы европейских стран будут отложены на более длительную перспективу (за пределами 2014 г.)

Усилить тенденцию фискального ухудшения может рост инфляции, стимулирующий повышение процентных ставок. Это может усложнить обслуживание государственного долга, а значит, и бюджетную консолидацию.

В рамках данного сценария предполагается формирование достаточно доходного и одновременно высоко ликвидного (благодаря поддержке ЕЦБ) рынка суверенного долга стран с низкой бюджетной дисциплиной и низким кредитным рейтингом. На подобном рынке стоит ожидать частых спекулятивных атак с целью вызвать реакцию регуляторов. При этом вероятность возникновения локальных долговых кризисов невелика – при появлении значительных признаков «бегства инвесторов в качество» монетарные власти задействуют все имеющиеся у них средства – интервенции на долговых рынках, кредиты, стресс-тесты, в исключительных случаях (Великобритания) – возможно, валютные интервенции.

2. Оценка воздействия кризиса в зоне евро на экономику России

2.1. Основные направления воздействия (краткосрочный аспект)

Первое: воздействие на обменный курс рубля и импорт. Ослабление евро по отношению к доллару, при прочих равных условиях, ведет к укреплению евро по отношению к рублю.

Последнее обуславливается тем обстоятельством, что курсовая политика Банка России ориентирована на регулирование курса бивалютной корзины, включающей как евро (45 евроцентов), так и доллар (55 центов). Соответственно, для поддержания стоимости бивалютной корзины на неизменном уровне¹¹ в условиях растущего курса доллара к евро Банк России должен ослаблять рубль по отношению к доллару и укреплять по отношению к евро.

Однако даже если Банк России ослабит регулирование курса, можно ожидать, что курсовая динамика рубля будет в большей степени следовать за динамикой доллара, чем за динамикой евро (иначе говоря, волатильность курса рубля по отношению к доллару будет существенно более слабой, чем по отношению к евро). Это связано с доминированием доллара на российском рынке валютно-обменных операций.

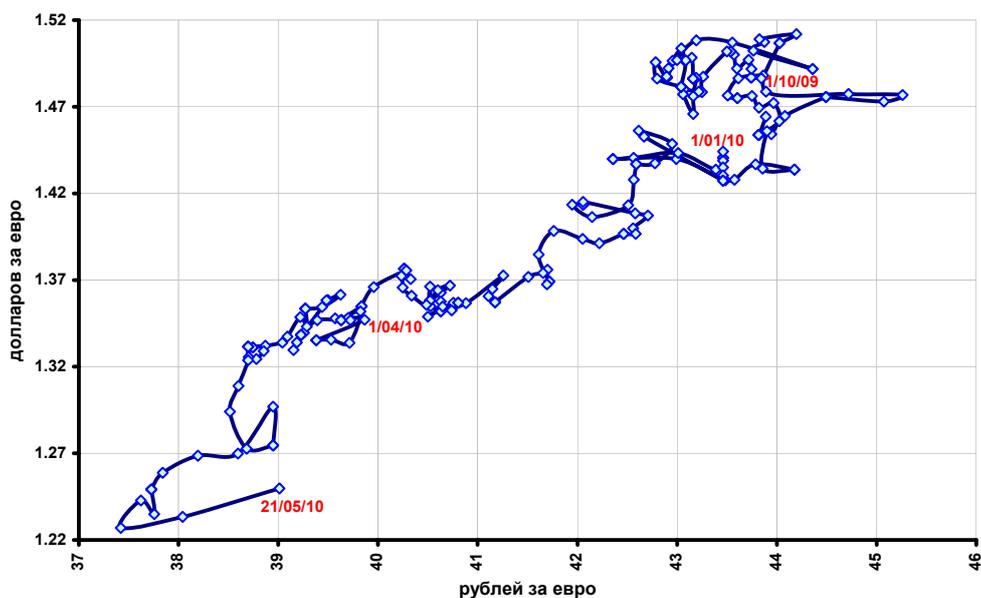
¹¹ При этом, в случае, если изменение курсовых пропорций невелико, то Банк России может и не вмешиваться в ситуацию на валютном рынке.

Учитывая, что большая часть импорта в Россию (более 50%) приходится на европейские страны, укрепление рубля по отношению к евро оказывает значимое негативное воздействие на ценовую конкурентоспособность российских товаров на внутреннем рынке.

Продолжение нестабильности на рынках стран еврозоны будет, при прочих равных условиях, стимулировать рост европейского импорта, сдерживая экономический рост и ухудшая сальдо торгового баланса России.

Оценки показывают, что при существующей эластичности спроса на импортные товары 15%-е реальное ослабление евро по отношению к рублю¹² ведет к увеличению доли импорта в реализуемых на внутреннем рынке промышленных и сельскохозяйственных товарах на 1-1.5 проц. пункта, в том числе в инвестиционных товарах – на 1.5-2.0 проц. пункта.

График 2.1. Взаимосвязь между обменными курсами «рубль-евро» и «евро-доллар»



¹² Примерно соответствует изменению реального курса евро к рублю за январь-июнь 2010 г.

График 2.2. Средний дневной оборот валют по межбанковским кассовым конверсионным операциям на внутреннем валютном рынке (млрд. долл.)

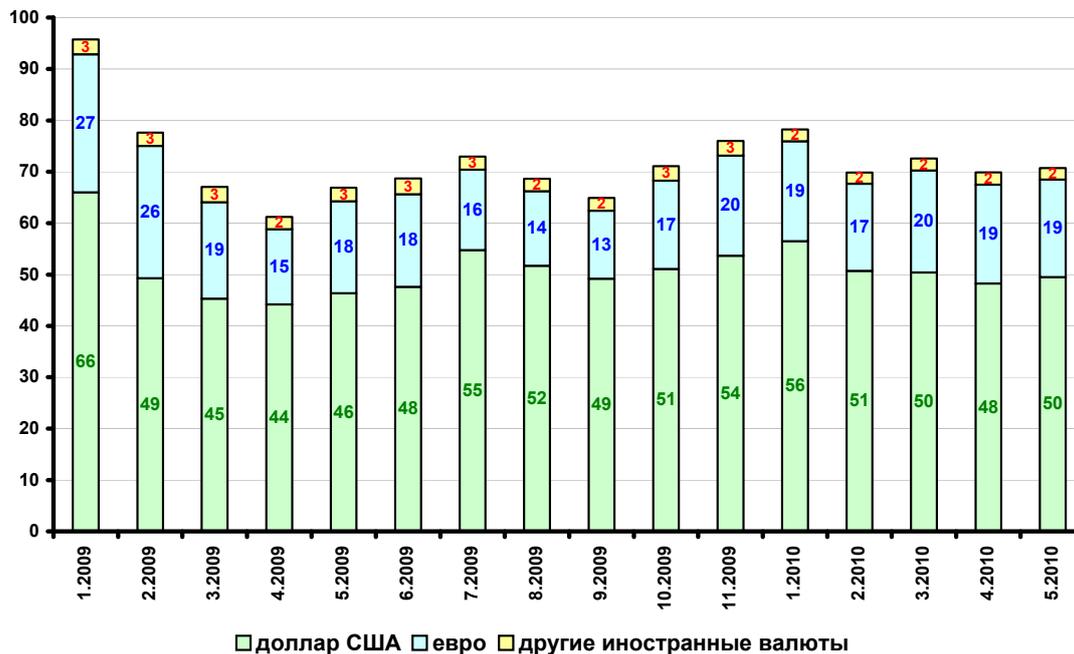
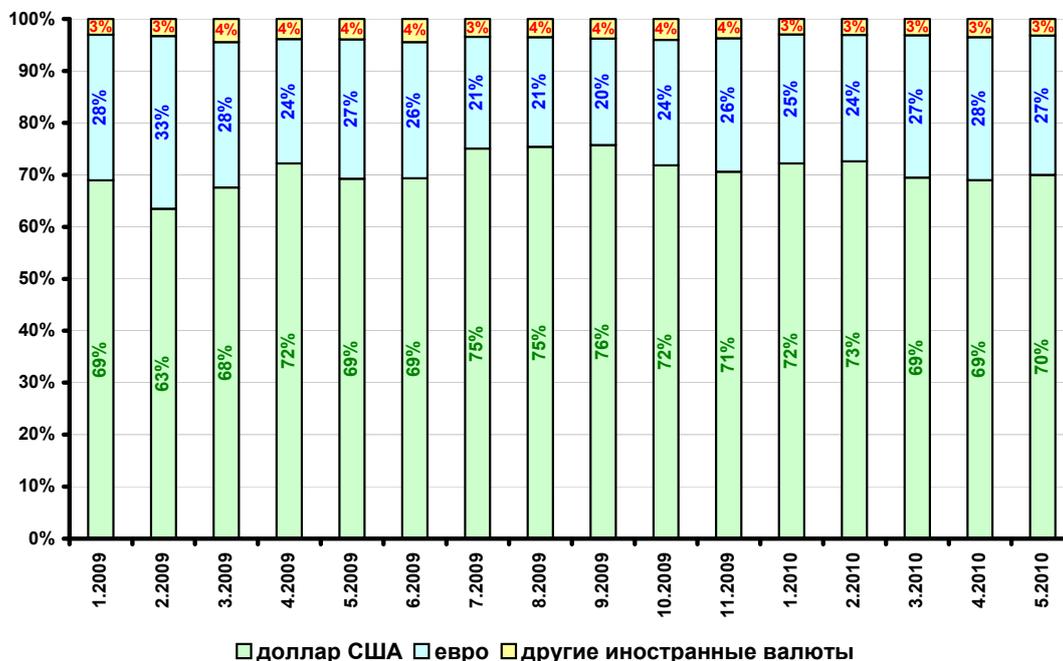


График 2.3. Структура оборота по межбанковским кассовым конверсионным операциям на внутреннем валютном рынке (в % к обороту по всем иностранным валютам)



Второе: *воздействие на экспортные цены.* Масштабы среднесрочного воздействия сложившейся ситуации на мировые цены на нефть пока не поддаются точной оценке. Текущее влияние нельзя назвать сверхдраматичным: цены всего лишь снизились до нижней границы «коридора» 70-85 долл./барр., внутри которого они держались большую часть времени начиная с октября 2009 г.

О существенных рисках для российской экономики с точки зрения изменения конъюнктуры мирового рынка энергоносителей можно будет говорить лишь тогда, когда цены на нефть «пробьют» уровень 60 долл./барр. Это будет означать возврат стоимости нефти в более низкий диапазон значений, характерный для периода начала выхода из кризиса.

Последнее может привести к устойчивому изменению ожиданий всех групп субъектов, поведение которых и определяет экономическую динамику - компаний, банков, предприятий, населения, инвесторов.

Третье: *воздействие на трансграничные потоки капитала и ликвидность банковского сектора.*

Текущее воздействие кризиса на трансграничные потоки капитала можно оценить как весьма умеренное. Возникшая в апреле-мае на внешних рынках турбулентность не привела к прекращению чистого притока капиталов, а только к уменьшению масштаба этого притока. Судя по разнице текущих и фьючерсных курсов рубля, флуктуации на внешних рынках так же не привели и к усилению девальвационных ожиданий.

Как следствие, внешний шок практически не сказался на уровне ликвидности банковского сектора. Последняя оставалась стабильно высокой.

- Колебания ликвидных активов были весьма умеренными и не затрагивали корреспондентские счета – компоненту, отвечающую за стабильность расчетов и платежей. «Избыточная ликвидность», концентрирующаяся на депозитах банков в Банке России и во вложениях в ОБР, сохранялась на высоком уровне – 70-80%.
- Спрэд между средней ставкой рынка МБК и ставкой по безрисковому активу - депозиту в Банке России - оставался на минимальном (околонулевом) уровне. Это говорит о том, что турбулентность на внешних рынках никак не сказалась на взаимном доверии российских банков.
- Отсутствовали малейшие признаки ажиотажного спроса на заимствования банков в Банке России. Величина совокупного долга перед Банком России оставалась на минимальном за весь период с начала глобального кризиса уровне. Ставки аукционов прямого РЕПО снижались, следуя за изменением ставки рефинансирования Банка России.

Однако в более длительной перспективе нельзя исключить более сильного воздействия турбулентности на динамику потоков капитала и, как следствие, уровень банковской ликвидности.

Это воздействие будет связано, во-первых, с уменьшением притока долговых капиталов (трудности с привлечением средств на рынках еврооблигаций и др.), во-вторых, с ростом волатильности вложений российских резидентов в иностранные активы.

Четвертое: *воздействие на внутренний кредитный рынок.* В апреле-мае началась «разморозка» внутреннего кредитного рынка - переход от стагнации к росту объема кредитного портфеля банков. Банковский сектор уже с конца прошлого года был готов к возобновлению роста объема кредитного портфеля. Однако вплоть до недавнего времени

рост кредитного портфеля блокировался вялостью спроса на кредит со стороны платежеспособных заемщиков.

В марте-апреле нормализация стоимости заимствований (средние кредитные ставки фактически вернулись к докризисному уровню), а также с произошедший в течение последних месяцев пересмотром в сторону повышения инвестиционных планов компаний, похоже, привел к размораживанию спроса на кредит и изменению ситуации.

Турбулентность на внешних рынках способна напугать как заемщиков, так и кредиторов и, как следствие, сделать процесс «разморозки» кредитного рынка весьма нелинейным.

Однако следует отметить, что до тех пор, пока эта турбулентность остается в умеренных пределах, её воздействие на кредитный рынок будет скорее позитивным, чем негативным (см. схему 2.1.).

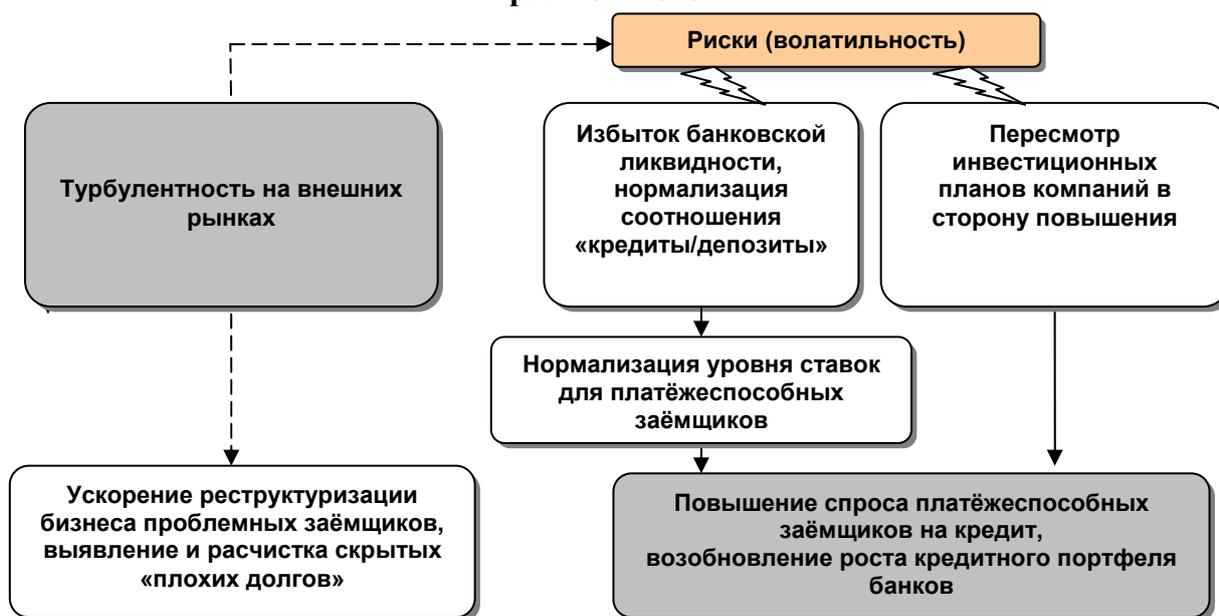
Можно ожидать, что в условиях умеренной турбулентности процесс реструктуризации бизнеса проблемных заемщиков будет идти более энергично, нежели в условиях «штиля» - из-за более жесткой позиции кредиторов. Как следствие, финансовые дисбалансы в реальном секторе экономики, ставшие одной из причин высоких кредитных рисков, начнут устраняться, а не маскироваться путем очередного пролонгирования проблемного долга. Это приведет к повышению отражаемых в балансах банков проблемных и безнадежных долгов, но за счёт уменьшения объемов скрытой «просрочки».

При этом умеренные шоки не воспрепятствуют процессу расширения кредитования платежеспособных заемщиков, хотя и могут несколько снизить его интенсивность. Проведенное эконометрическое моделирование показало, что в случае реализации в 2010 г. умеренно-негативного сценария, подразумевающего:

- новое снижение курса рубля на 10%,
- сокращение иностранных пассивов банков на 20 млрд. долл.,
- увеличение доли проблемных и безнадежных долгов в кредитном портфеле банков на 2 проц. пункта
- по сравнению с инерционным сценарием – даже в этом случае объем корпоративного кредитного портфеля банков за текущий год увеличится.

Однако при выходе турбулентности за рамки умеренной (например, в случае падения мировых цен на нефть до уровня ниже 60 долл./барр.) последствия для российского кредитного рынка будут однозначно-негативными – как с точки зрения реального качества кредитного портфеля, так и с точки зрения перспектив сохранения его роста.

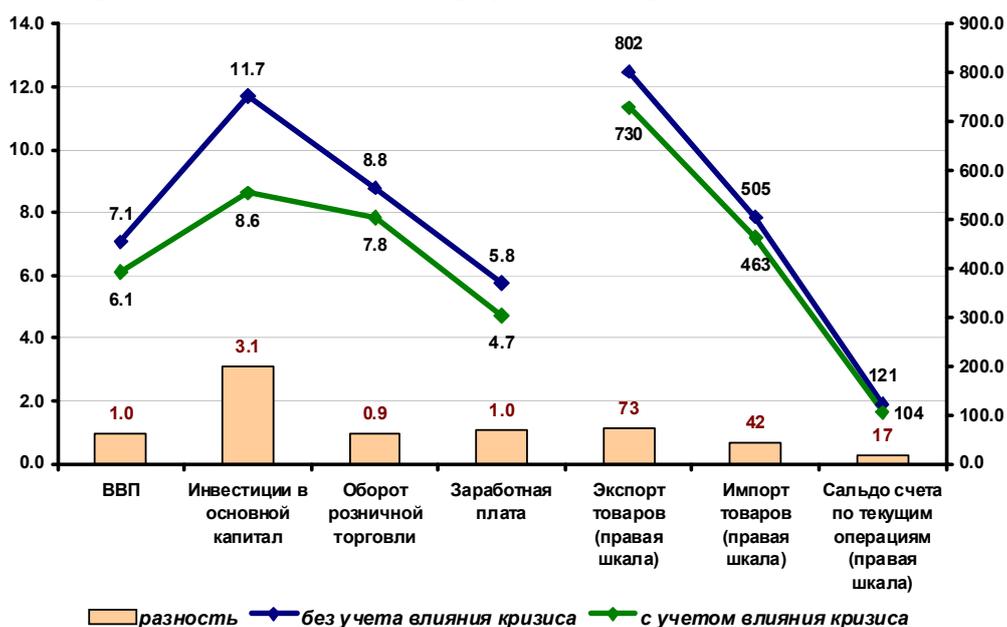
Схема 2.1. Тенденции и факторы, определяющие ситуацию на внутреннем кредитном рынке в 2010 г.



2.2. Оценка краткосрочных эффектов воздействия кризиса на российскую экономику (2010-2011 гг.)

Сопоставление прогнозов, выполненных до и после начала долгового кризиса в отдельных странах ЕС, показало, что этот кризис может оказать заметное, хотя и не решающее, воздействие на динамику экономического роста в России в краткосрочной перспективе (график 2.4).

График 2.4. Прогнозы основных макроэкономических показателей на 2010-2011 гг. (суммарно за два года, темпы прироста и млрд. долл. соответственно)



Макроэкономический эффект влияния кризиса оценен на основе расчета разницы за 2010-2011 гг. между двумя вариантами прогноза, один из которых учитывает влияние острой фазы долгового кризиса, другой – нет. Вариант, не учитывающий влияние кризиса («высокий»), рассчитан в середине мая на основе статистических данных за первый квартал 2010 г и, по отдельным рядам, за апрель. Вариант, учитывающий влияние кризиса («низкий»), посчитан на основе последних статистических данных за апрель и май и, по отдельным показателям, оценок за июнь 2010 г. Таким образом, в нем учитываются последние тенденции изменения курса евро к доллару и цен на нефть.

Важнейшие предпосылки рассматриваемых вариантов состоят в следующем:

- основной предпосылкой «низкого» варианта является гипотеза о дальнейшем обесценении евро по отношению к доллару в связи с пессимистическими ожиданиями относительно преодоления долгового кризиса в отдельных странах ЕС. Предполагается, что курс евро к концу 2010 г. обесценится почти до состояния паритета с долларом и затем начнет укрепляться. Таким образом, среднегодовой курс евро к доллару в 2010 г. составит 1.25 долл. за евро, а в 2011 г. – 1.15 долл. за евро. В «высоком» варианте ожидалось, что меры, направленные на решение долговых проблем стран еврозоны позволят стабилизировать курс евро и в среднем за 2010 г. он составит 1.30 долл. за евро, а в 2011 г. – 1.32 долл. за евро;
- в «низком» варианте в связи с трудностями с восстановлением европейской экономики темпы роста мировой экономики в 2010-2011 гг. ожидаются на 1.2 проц. пункта ниже, чем в «высоком»;
- в «низком» варианте предполагается, что цены на нефть выйдут на уровень локального минимума, наблюдавшегося в конце сентября 2009 г., и стабилизируются на этом уровне. Это связано с укреплением доллара по отношению к евро и более пессимистическими прогнозами мирового экономического роста и, соответственно, спроса на нефть. Таким образом, ожидается, что среднегодовая цена на нефть в 2010 г. составит 72 долл. за баррель, а в 2011 г. – 65 долл. за баррель. В «высоком» варианте не ожидалось столь глубокого падения цен на нефть, поэтому среднегодовая цена на нефть в 2010 г. оценивалась на уровне 78 долл. за баррель, а в 2011 г. – 80 долл. за баррель;
- в «низком» варианте прогноз притока прямых иностранных инвестиций более пессимистичен, чем в «высоком», что связано как с более низкими ценами на нефть и другие сырьевые товары, так и с меньшей активностью иностранных инвесторов в период кризиса. По оценке прямые иностранные инвестиции в «низком» варианте составят за 2010-2011 гг. 87 млрд. долл. против 92 млрд. долл. в «высоком»;
- варианты существенно различаются по динамике курса рубля. В «низком» варианте ожидается, что более низкое сальдо торгового баланса (связанное с неблагоприятной внешнеэкономической конъюнктурой) и значительный отток капитала приведут к слому тенденции укрепления рубля. Таким образом, к концу 2010 г. стоимость бивалютной корзины возрастет до 35.3 рублей, к концу 2011 г. – до 37.2 рублей. В «высоком» варианте ожидалось значительное укрепление рубля в 2010 г. (стоимость бивалютной корзины 33.9 рублей на конец года) и стабилизация на этом уровне в 2011 г. (33.8 рублей на конец 2011 г.).

График 2.5. Динамика курса евро к долл. в 2009-2011 гг., долл. за евро

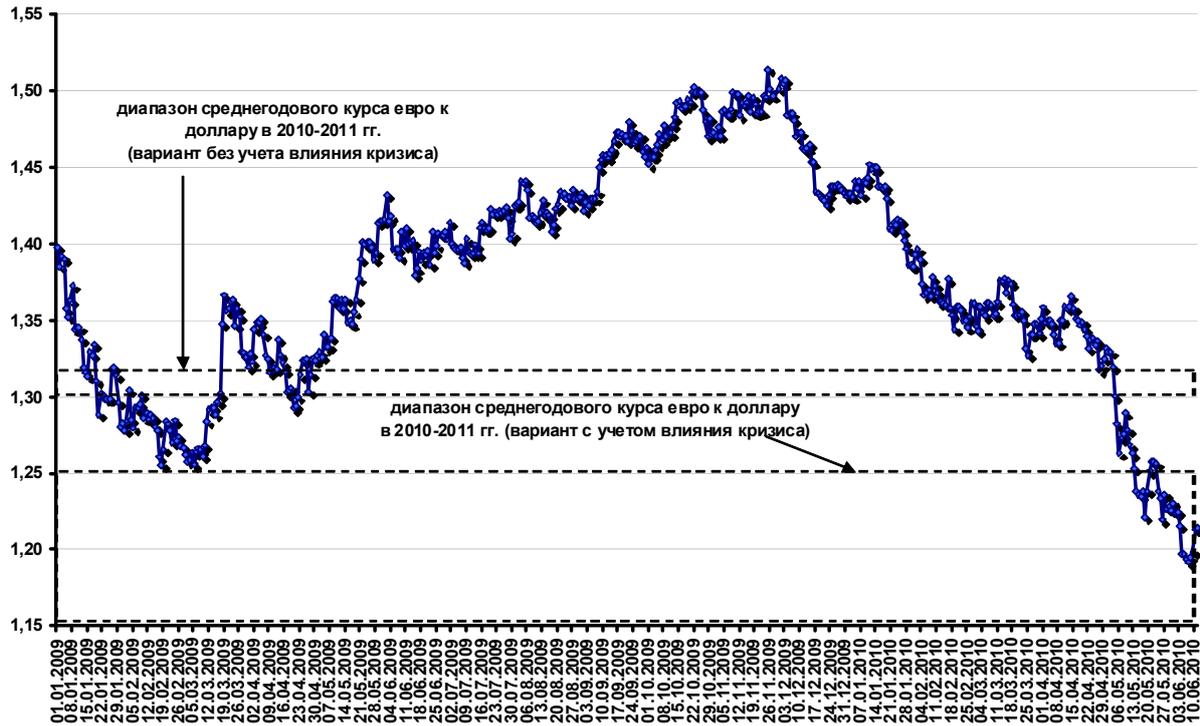
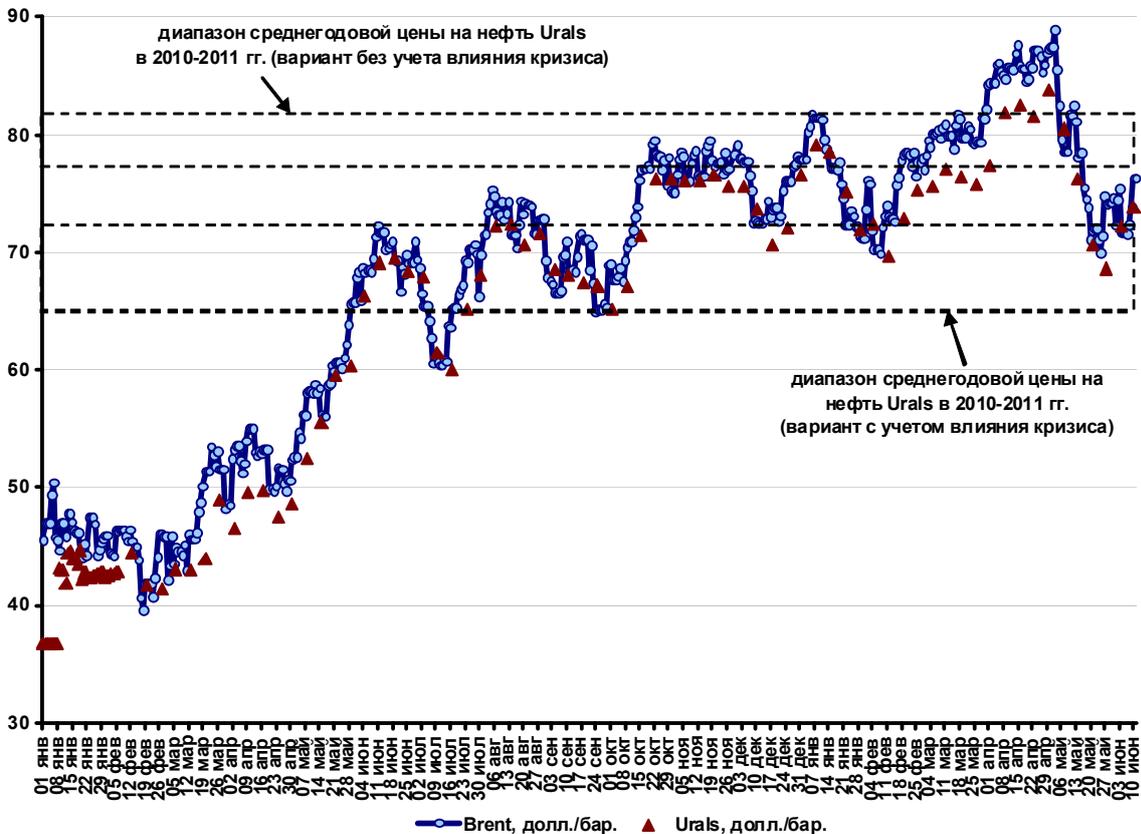


График 2.6. Динамика цен на нефть в 2009-2011 гг., долл. за баррель



Сравнение вариантов показывает, что за 2010-2011 гг. разница между вариантами по накопленному росту ВВП составит 1.0 проц. пункта, причем в значительной мере этот эффект придется на 2011 г. В основном этот эффект возникнет из-за коррекции инвестиционного спроса, в меньшей степени – за счет потребительского и внешнего спроса.

Прогнозные расчеты показали, что в случае продолжения реализации кризисного сценария развития европейской экономики «потери» по инвестициям в основной капитал за 2010-2011 гг. составят 3.1 проц. пункта. Ухудшение инвестиционного климата в этом варианте по сравнению с «высоким» вариантом в основном связано с падением доходов от экспорта, девальвацией рубля и замедлением притока прямых иностранных инвестиций.

Ожидается, что реакция на кризис со стороны потребления населения будет более слабой. Разница между вариантами по обороту розничной торговли составит всего 0.9 проц. пункта за 2010-2011 гг. Она соответствует изменениям в динамике реальных располагаемых доходов населения (на 0.9 проц. пункта) и реальной начисленной заработной платы (на 1.0 проц. пункта). Более низкая динамика заработной платы в варианте, учитывающем влияние кризиса, объясняется в основном слабым притоком доходов от экспорта и более высоким уровнем безработицы.

По прогнозу в «низком» варианте объем экспорта товаров за 2010-2011 гг. окажется на 73 млрд. долл. меньше, чем в «высоком». Этот эффект будет целиком достигнут за счет уменьшения экспортных цен. Динамика физического объема экспорта в ближайшие полтора года по-видимому останется неизменной. Это связано, что поставки нефти и газа, как правило, производятся по долгосрочным контрактам, а поставки других экспортных товаров не удастся нарастить в столь короткие сроки.

Ожидается, что в «низком» варианте импорт товаров в 2010-2011 гг. будет на 42 млрд. долл. меньше, чем в «высоком». Это будет связано с замедлением динамики внутреннего спроса и ослаблением рубля. Темпы роста импорта товаров за два года в «низком» варианте прогнозируются на уровне 130.5% что на 8.3 проц. пункта ниже, чем в «высоком».

Ухудшение сальдо счета по текущим операциям в «низком» варианте в 2010-2011 гг. по прогнозу окажется не столь существенным (на 17 млрд. долл.). Это связано с тем, что уменьшение сальдо торгового баланса будет частично компенсировано улучшением баланса нефакторных услуг, вызванного в основном ослаблением рубля.

2.3. Среднесрочный сценарный анализ (в перспективе до 2014 г.)

В зависимости от сценария разрешения проблемной ситуации, сложившейся на рынках стран зоны евро, внешние условия развития российской экономики будут существенно различаться (см. табл. 2.1).

Наиболее благоприятные внешние условия ожидаются в рамках *первого сценария* («сбалансированное развитие европейских стран»), что проявится в умеренном росте мировых цен на нефть, расширении физического объема экспорта, прямых иностранных инвестиций и долговых капиталов.

Наиболее жесткие внешние условия соответствуют *второму сценарию* («затягивание поясов»): стабилизация цен на нефть на уровне несколько ниже текущего, близкая к стагнационной динамика физического объема экспорта, отсутствие значимого роста прямых иностранных инвестиций (следствие как более низких цен на сырье, так и ужесточения финансовых ограничений у иностранных инвесторов), умеренный отток частных капиталов.

Третий сценарий («откладывание проблем европейских стран на будущее») существенно ближе к первому, благоприятному сценарию, чем ко второму. При этом от обоих сценариев он наиболее сильно отличается повышенной волатильностью цен на нефть,

курсов ключевых валют и трансграничных потоков капитала. Последнее является следствием ожидаемого в рамках данного сценария (см. пп. 1.3.) ростом спекулятивной составляющей в обороте глобальных финансовых рынках.

Таблица 2.1. Внешние условия развития российской экономики в рамках среднесрочных сценариев

	Первый сценарий («сбалансированное развитие»)	Второй сценарий («затягивание поясов»)	Третий сценарий («откладывание проблем на будущее»)
Среднегодовые мировые цены на нефть	Повышение по сравнению с текущим уровнем	Умеренное снижение по сравнению с текущим уровнем с последующей стабилизацией	Повышение по сравнению с текущим уровнем. Существенный рост волатильности
Среднегодовой курс евро к доллару		Стабилизация на уровне, близком к текущему, либо умеренное снижение	Умеренное повышение по сравнению с текущим уровнем. Существенный рост волатильности
Физический объём экспорта из России	Умеренное повышение	Околостагнационная динамика	Умеренное повышение
Физический объём импорта в Россию	Повышение	Умеренное повышение	
Прямые иностранные инвестиции		Стабилизация на уровне, близком к текущему, либо очень слабое повышение	
Чистый приток капитала (без учёта прямых инвестиций в Россию и из России)	Растущий приток	Умеренный отток	Умеренный приток. Существенный рост волатильности

В рамках *первого сценария* («сбалансированное развитие европейских стран») ожидаются умеренно-высокие темпы расширения российской экономики (близко к 4% в год). Такая динамика будет стимулироваться более высоким, по сравнению с другими сценариями притоком экспортных доходов и внешних капиталов. Последнее будет способствовать поддержанию умеренно-высокой динамики инвестиций и потребления. При этом значительная часть эффекта от расширения внутренних рынков, вероятно, будет поглощаться импортом.

Опережающий рост импорта в рамках данного сценария будет вести к постепенному снижению сальдо по текущим операциям, которое будет компенсироваться притоком валютных средств по капитальным операциям (см. табл. 2.2.).

Основные риски в рамках данного сценария:

- Развитие «легкой формы» «голландской болезни» (вытеснение российских производителей импортом из-за укрепления национальной валюты, более слабые стимулы к диверсификации отраслевой структуры экспорта и производства). Преодоление этого риска подразумевает стимулирование притока прямых иностранных инвестиций в высоко- и средневысокотехнологичные производства (в том числе, в режиме промсборки с последующей локализацией).
- Формирование предпосылок для возникновения банковского кризиса за пределами прогнозного периода (после 2014 г.) из-за «перегрева» кредитного рынка и перенакопления частного внешнего долга. Для снижения этого риска целесообразно использовать мягкие формы ограничения притока внешних долговых капиталов (нормы банковского резервирования, налогообложение и др.), а также усиление пруденциального регулирования кредитного рынка.

Таблица 2.2. Основные характеристики развития российской экономики в рамках среднесрочных сценариев

	Первый сценарий («сбалансированное развитие»)	Второй сценарий («затягивание поясов»)	Третий сценарий («откладывание проблем на будущее»)
Экономический рост	Умеренно-высокие темпы роста производства при опережающей динамике импорта	Низкие темпы экономического роста	Умеренные темпы роста производства при сбалансированной динамике импорта
Платежный баланс	Сильный платежный баланс, но сальдо по текущим операциям постепенно снижается. Сохраняется риск перенакопления частного внешнего долга	Слабый платежный баланс, что обусловит высокую вероятность коррекции обменного курса	Сбалансированный платежный баланс
Кредитный рынок и банковская система	Формирование предпосылок для возникновения банковского кризиса за пределами прогнозного периода (после 2014 г.) из-за «перегрева» кредитного рынка и перенакопления частного внешнего долга	Риск банковского кризиса в конце прогнозного периода, стимулируемого в условиях коррекции обменного курса	Сохранение устойчивости банковского сектора несмотря на высокую волатильность ликвидности

В рамках *второго сценария* («затягивание поясов») ожидаются относительно низкие темпы расширения российской экономики (порядка 2.5% в год).

В условиях данного сценария давление на внутреннее производство со стороны импорта будет не менее жестким, чем в первом сценарии – вследствие действия фактора слабого евро, а также агрессивной ценовой политики европейских поставщиков (обусловленной вялостью внутренних рынков стран Евросоюза).

Для противодействия такому давлению в рамках данного сценария может оказаться целесообразным введение умеренной таможенной защиты по отдельным видам импорта (сельскохозяйственный, напр.).

Это единственный сценарий в котором возникает значимый риск банковского кризиса в пределах прогнозного периода (до 2014 г.). Причина - слабый платежный баланс, что обусловит высокую вероятность коррекции обменного курса сопровождающуюся оттоком капитала и сжатием банковской ликвидности.

Для предотвращения такого развития событий в рамках данного сценария целесообразно проводить политику асимметричного управляемого плавания рубля. Последнее подразумевает, что регулируя обменный курс Банк России в меньшей степени должен сопротивляться давлению на рубль в сторону его ослабления, чем в сторону его укрепления. Заблаговременный переход к такой курсовой политике позволит смягчить процесс перехода к нулевому сальдо по текущим операциям. Также отказ от значительных продаж валютных резервов в условиях перехода к отрицательному сальдо по текущим операциям позволит уменьшить сжатие ликвидности в банковском секторе.

В рамках *третьего сценария* («откладывание проблем европейских стран на будущее») ожидаются умеренные темпы расширения российской экономики (порядка 3.5% в год).

Условия для российского экспорта в рамках данного сценария почти столь же благоприятны, как и в рамках первого («сбалансированное развитие европейских стран»). Единственное существенное отличие – более высокая ценовая волатильность, которая возможно, будет ограничивать инвестиции в сырьевом секторе.

Что касается импорта, то здесь динамика ожидается существенно более умеренной, чем в первом сценарии. Последнее также связано с более высокой волатильностью курсов, а также с менее высокой динамикой кредитов.

Сбалансированное расширение экспорта и импорта в рамках данного сценария обусловит минимальные риски возникновения кризиса платежного баланса.

Риски перенакопления внешнего долга и повторения кризиса кредитного рынка в рамках данного сценария также минимальны. Рост частного внешнего долга будет ограничиваться волатильностью курсов, а также высокой конкуренцией на внешних рынках капитала (наличие высокодоходных и высоколиквидных рынков суверенного долга в странах зоны евро).

Напряженность в рамках данного сценария может быть связана с колебаниями ликвидности банковской системы из-за постоянно высокой волатильности трансграничных потоков капитала. Ограничивать эти колебания можно путем мягкого дестимулирования спекулятивных трансграничных капитальных операций (налогообложение), а также за счет более высокой гибкости курсовой политики.

Ведущий эксперт ЦМАКП

А.Ю. Апокин

Ведущий эксперт ЦМАКП

К.В. Михайленко

Эксперт ЦМАКП

А.А. Пестова

Эксперт ЦМАКП

И.О. Сухарева

Руководитель направления ЦМАКП

О.Г. Солнцев