

---

Институт экономики  
Российской академии наук

Последствия европейского долгового  
кризиса для экономики России

(Научный доклад)

Москва  
2013

**Последствия европейского долгового кризиса для экономики России /**  
Под ред. д.э.н. М.Ю. Головнина. – М.: Институт экономики РАН, 2013. – 66 с.

ISBN 978-5-9940-0443-2

В докладе анализируются причины европейского кризиса и распространение его внутри Европейского союза, основные каналы его воздействия на российскую экономику: внешнеторговый, инвестиционный и финансовый. Особое внимание уделяется влиянию европейского кризиса на финансовый рынок России (рынки ценных бумаг и банковских услуг). В заключении рассматриваются возможные сценарии дальнейшего развития ситуации в европейской экономике и возможные направления реагирования России на новые внешние шоки со стороны ЕС.

Работа представляет интерес для экономистов – научных работников, сотрудников министерств и ведомств, отвечающих за экономическую политику России, предприятий и банков, взаимодействующих с европейскими странами, преподавателей, аспирантов, студентов высших учебных заведений и тех, кто интересуется проблемами мировой экономики.

ISBN 978-5-9940-0443-2

© Коллектив авторов, 2013  
© Институт экономики РАН, 2013  
© В.Е. Валериус, дизайн, 2007

## ОГЛАВЛЕНИЕ

Введение.....	4
Глава I. <b>Европейский долговой кризис: причины, распространение и перспективы развития</b> .....	6
Глава II. <b>Внешнеторговый канал распространения европейского кризиса на Россию</b> .....	18
Глава III. <b>Инвестиционный канал (прямые инвестиции)</b> ....	27
Глава IV. <b>Финансовый канал</b> .....	35
4.1. Финансовые рынки.....	35
4.2. Валютный рынок.....	45
4.3. Влияние европейского долгового кризиса на банковскую систему России .....	50
Заключение.....	59
Список литературы.....	64

## ВВЕДЕНИЕ

Экономика России в последние годы демонстрирует высокую степень зависимости от процессов, происходящих в мировой экономике. Ярким подтверждением этому стало распространение на Россию глобального экономического и финансового кризиса, в результате чего реальный ВВП страны в 2009 г. упал на 7,8%. После начала постепенного восстановления мировой экономики во второй половине 2009 г. уже весной 2010 г. разразился европейский долговой кризис.

Логичным было бы ожидать существенное негативное воздействие европейского кризиса на российскую экономику, принимая во внимание, что ЕС является крупнейшим внешнеторговым и инвестиционным партнером России. Однако шока, подобного 2008–2009 гг., в российской экономике не произошло. В 2010–2011 гг. продолжался экономический рост со средним темпом 4,4%. Вместе с тем, следует отметить начавшееся в первом квартале 2012 г. устойчивое замедление экономического роста: темпы прироста реального ВВП (по отношению к соответствующему кварталу предыдущего года) снизились с 5,1% в IV квартале 2011 г. до 1,2% во II квартале 2013 г.<sup>1</sup>

Авторы доклада поставили перед собой цель проанализировать воздействие европейского кризиса на экономику России более детально по основным каналам: внешнеторговому, инвестиционному (с позиций прямых иностранных инвестиций) и финансовому (через финансовые рынки, включая рынки ценных бумаг, валютный рынок и рынки банковских услуг). Именно эти каналы

---

1. [http://www.gks.ru/wps/wcm/connect/rosstat\\_main/rosstat/ru/statistics/accounts/#](http://www.gks.ru/wps/wcm/connect/rosstat_main/rosstat/ru/statistics/accounts/#).

традиционно выделяются при анализе эффектов «переноса» кризисов между странами и регионами<sup>2</sup>. При этом отмечается, что все большую роль начинает играть финансовый канал (в различных его проявлениях).

Структура доклада построена следующим образом: сначала дается общая характеристика европейского кризиса, включая внутриевропейские «эффекты заражения», а затем рассматриваются отдельные каналы воздействия этого кризиса на экономику России.

Авторами доклада являются сотрудники Центра проблем глобализации российской экономики Федерального государственного бюджетного учреждения науки Институт экономики РАН (ИЭ РАН): зам. директора ИЭ РАН, зав. Центром, д.э.н. М.Ю. Головин (Введение, раздел 1, Заключение), зав. сектором международных финансовых исследований Центра, доцент кафедры прикладной экономики МГИМО (У) МИД России, д.э.н. М.И. Столбов (раздел 4.1.), зав. сектором проблем участия России в мирохозяйственных процессах Центра, к.э.н. Д.И. Ушкалова (раздел 2), ведущий научный сотрудник Центра, к.э.н. М.С. Любский (раздел 1), старший научный сотрудник Центра, доцент Финансового университета при Правительстве РФ, к.э.н. А.А. Абалкина (раздел 4.3.), младший научный сотрудник Центра О.О. Комолов (раздел 3), младший научный сотрудник Центра, аспирант Московской школы экономики МГУ им. М.В. Ломоносова И.Э. Богатова (раздел 4.2.), младший научный сотрудник Центра К.Б. Роуз (раздел 1).

---

2. В Центре проблем глобализации российской экономики ИЭ РАН был подготовлен ряд работ, посвященных эффектам переноса глобального кризиса на страны СНГ через Россию. См., например, *Golovnin M., Libman A., Usbkalova D., Yakusheva A.* Is the USSR dead? Experience from the financial and economic crisis of 2008–2009. // *Communist and Post-Communist Studies*, 2013, Volume 46, Issue 1 (March); *Golovnin M., Usbkalova D., Yakusheva A.* Effect of External Shocks on CIS Economies during Crisis of 2007–2009: Global and Regional Aspects / *Eurasian Integration Yearbook 2010*. Almaty: Eurasian Development Bank, 2010; *Либман А., Головин М.* Тенденции инвестиционного взаимодействия стран СНГ и мировой экономической кризис (в соавторстве с А.М. Либманом) // *Евразийская экономическая интеграция*. 2010. № 4 и др.



## Европейский долговой кризис: причины, распространение и перспективы развития

Начало европейского долгового кризиса, который позднее перерос в полномасштабный экономический кризис, традиционно датируется весной 2010 г., когда возникли проблемы с обслуживанием государственного долга Греции и стало очевидным, что подобные проблемы в ближайшее время должны были испытать еще несколько стран ЕС.

Катализатором европейского кризиса безусловно послужил предшествовавший ему мировой финансовый и экономический кризис 2007–2009 гг. За 2008–2009 гг. реальный ВВП стран ЕС сократился на 3,7%, тогда как реальный ВВП развитых стран за тот же период упал на 3,4%<sup>3</sup>. При этом воздействие глобального кризиса на отдельные страны ЕС существенно различалось: от глубокого падения в странах Балтии (в Латвии за 2 года реальный ВВП сократился на 20,4%, в Эстонии – на 17,6%, Литве – на 12,4%) до сохранения экономического роста в Польше (на 6,8%)<sup>4</sup>. Однако, если мы сопоставим страны, экономики которых в наибольшей степени пострадали от европейского и от глобального кризиса (см. рис. 1), то мы обнаружим, что это две разные группы стран.

---

3. Рассчитано на основе World Economic Outlook. 2013. April. Washington DC: International Monetary Fund, 2013. P. 149.

4. Рассчитано на основе данных из базы World Economic Outlook Database as of April 2013 (<http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2013/01/weodata/index.aspx>).

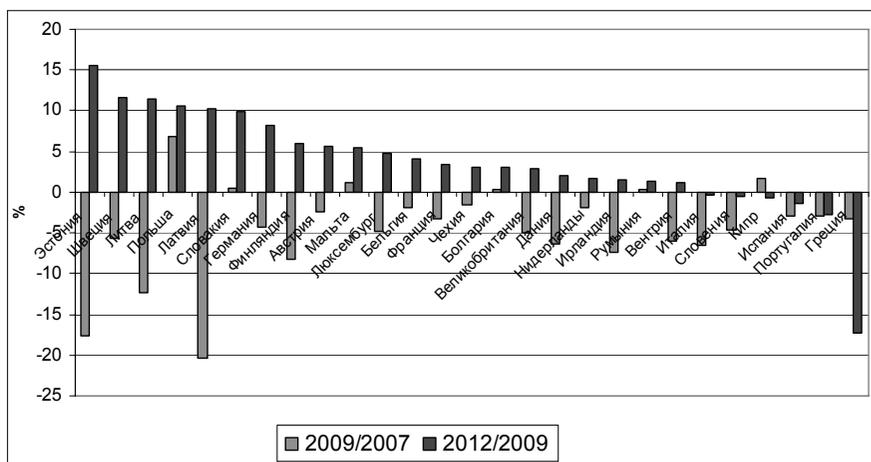


Рис. 1. Темпы прироста реального ВВП стран ЕС в 2008–2009 и 2010–2012 гг.  
 Источник: рассчитано на основе данных из базы World Economic Outlook Database as of April 2013 (<http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2013/01/weodata/index.aspx>).

Таким образом, связь между двумя кризисами носит не прямой, а опосредованный характер. Чтобы ее проследить, необходимо более подробный анализ причин европейского кризиса.

1. Классическим объяснением европейского кризиса, во многом лежащим на поверхности, является возникновение проблем в государственных финансах (рост бюджетного дефицита и накопление государственного долга) стран, ставших источником кризиса. Данные, приведенные в таблице 1, в целом подтверждают этот вывод.

Таблица 1. Показатели бюджетно-налоговой сферы и реальной экономики в странах ЕС

Страна	Дефицит бюджета, в % ВВП; среднегодовое значение	Государственный долг, в % ВВП	Темп прироста реального ВВП, в %
	2008–2012	2012	2010–2012
Эстония	-0,5	8,5	15,5
Швеция	0,2	38,0	11,6
Литва	<b>-4,2</b>	39,6	11,4
Польша	-2,9	55,2	10,6
Латвия	<b>-4,4</b>	36,4	10,3
Словакия	<b>-5,5</b>	52,3	9,9

Окончание табл. 1

Страна	Дефицит бюджета, в % ВВП; среднегодовое значение	Государственный долг, в % ВВП	Темп прироста реального ВВП, в %
	2008–2012	2012	2010–2012
Финляндия	-0,8	53,3	6,0
Австрия	-2,9	<b>73,7</b>	5,6
Мальта	-3,5	<b>72,5</b>	5,5
Люксембург	-0,1	21,1	4,7
Бельгия	-3,7	<b>99,6</b>	4,0
Франция	<b>-5,6</b>	<b>90,3</b>	3,4
Чехия	<b>-4,2</b>	43,1	3,1
Болгария	-0,7	18,5	3,0
Великобритания	<b>-8,6</b>	<b>90,3</b>	2,9
Дания	-1,7	50,1	2,1
Нидерланды	-3,8	<b>71,7</b>	1,7
Ирландия	<b>-14,7</b>	<b>117,1</b>	1,6
Румыния	-3,8	37,0	1,3
Венгрия	1,7	<b>79,0</b>	1,2
Италия	-3,8	<b>127,0</b>	-0,3
Словения	<b>-4,0</b>	52,6	-0,5
Кипр	<b>-4,5</b>	<b>86,2</b>	-0,6
Испания	<b>-9,0</b>	<b>84,1</b>	-1,3
Португалия	<b>-6,6</b>	<b>123,0</b>	-2,8
Греция	<b>-10,4</b>	<b>158,5</b>	-17,3

Источник: рассчитано на основе данных из базы World Economic Outlook Database as of April 2013 (<http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2013/01/weodata/index.aspx>). Жирным цветом отмечены значения дефицита бюджета и государственного долга, превышающие Маастрихтские критерии (3% ВВП и 60% ВВП, соответственно).

Страны, экономики которых в наибольшей степени пострадали во время европейского кризиса (Греция, Португалия, Испания и Кипр), отличались высокими значениями как дефицита бюджета во время двух кризисов, так и государственного долга к 2012 г. И, наоборот, все страны, прошедшие через 2010–2012 гг. со значительными темпами экономического роста (Эстония, Швеция, Литва, Польша, Латвия), отличались относительно благополучной ситуацией в государственных финансах (по крайней мере, с позиций накопленного государственного долга). Однако, если мы от сопоставлений внутри ЕС перейдем к сопоставлению ЕС с другими развитыми странами, мы увидим, что Евросоюз по бюджет-

ным показателям смотрится лучше двух других мировых экономических лидеров (США и Японии), тогда как за 2010–2012 гг. он продемонстрировал наихудшие экономические результаты (см. табл. 2). Таким образом описывать причины кризиса как лежащие исключительно в бюджетно-налоговой сфере явно некорректно.

Таблица 2. Показатели бюджетно-налоговой сферы и реальной экономики в отдельных развитых странах

Страна	Дефицит бюджета, в % ВВП; среднегодовое значение	Государственный долг, в % ВВП	Темп прироста реального ВВП, в %
	2008–2012	2012	2010–2012
Австралия	-3,4	27,2	8,9
Канада	-3,5	85,6	7,8
США	-9,9	106,5	6,5
Япония	-8,8	237,9	6,1
Швейцария	0,6	49,1	6,0
Новая Зеландия	-2,5	38,2	5,8
Норвегия	13,5	34,1	4,6
ЕС	-4,9	87,0	3,4

Источник: рассчитано на основе данных из базы World Economic Outlook Database as of April 2013 (<http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2013/01/weodata/index.aspx>).

2. Ряд экономистов, в том числе П. Кругман, полагают, что кризис Еврозоны – это кризис платежного баланса, а не долговой кризис<sup>5</sup>. Основной акцент приводимых в пользу этого тезиса аргументов сводится к тому, что страны «периферии» Европы постепенно теряли конкурентоспособность в результате возросших возможностей заимствования из стран «центра» Европы. В результате они начали накапливать дефициты текущего счета платежного баланса, тогда как текущий счет платежного баланса Европейского союза в целом был на протяжении ряда лет близок к нулю (см. табл. 3).

Таблица 3. Сальдо текущего счета платежного баланса (в % ВВП)

Страна	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2003–2009
Люксембург	8,1	11,9	11,5	10,4	10,1	5,4	7,2	9,2
Швеция	6,9	6,6	6,8	8,3	9,1	9,0	6,7	7,6
Нидерланды	5,5	7,6	7,4	9,3	6,7	4,3	5,2	6,6

5. Krugman P. Fatal Fiscal Attractions // The New York Times. 2013. August, 3-rd. (<http://krugman.blogs.nytimes.com/2013/03/08/fatal-fiscal-attractions/>)

Окончание табл. 3

Страна	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2003–2009
Германия	1,9	4,7	5,1	6,3	7,5	6,2	6,0	5,4
Финляндия	4,8	6,2	3,4	4,2	4,3	2,6	1,8	3,9
Дания	3,4	3,0	4,3	3,0	1,4	2,9	3,4	3,1
Австрия	1,7	2,2	2,2	2,8	3,5	4,9	2,7	2,8
Бельгия	3,4	3,2	2,0	1,9	1,9	-1,3	-1,4	1,4
Франция	0,7	0,5	-0,5	-0,6	-1,0	-1,7	-1,3	-0,6
Италия	-0,8	-0,3	-0,9	-1,5	-1,3	-2,9	-2,0	-1,4
Великобритания	-1,7	-2,1	-2,1	-2,9	-2,3	-1,0	-1,3	-1,9
Словения	-0,8	-2,6	-1,7	-2,5	-4,8	-6,2	-0,7	-2,8
Ирландия	0,0	-0,6	-3,5	-3,5	-5,4	-5,7	-2,3	-3,0
Чехия	-6,1	-5,0	-0,9	-2,1	-4,4	-2,1	-2,5	-3,3
Польша	-2,5	-5,2	-2,4	-3,8	-6,2	-6,6	-4,0	-4,4
Мальта	-3,0	-5,7	-8,5	-9,7	-4,0	-4,9	-7,8	-6,2
Словакия	-5,9	-7,8	-8,5	-7,8	-5,3	-6,6	-2,6	-6,4
Венгрия	-8,0	-8,4	-7,5	-7,4	-7,3	-7,4	-0,2	-6,6
Испания	-3,5	-5,2	-7,4	-9,0	-10,0	-9,6	-4,8	-7,1
Литва	-6,8	-7,6	-7,0	-10,6	-14,5	-13,3	3,9	-8,0
Кипр	-2,3	-5,0	-5,9	-7,0	-11,8	-15,6	-10,7	-8,3
Румыния	-5,8	-8,4	-8,6	-10,4	-13,4	-11,6	-4,2	-8,9
Португалия	-6,4	-8,3	-10,3	-10,7	-10,1	-12,6	-10,9	-9,9
Эстония	-11,3	-11,3	-10,0	-15,3	-15,9	-9,2	3,4	-9,9
Греция	-6,5	-5,8	-7,6	-11,4	-14,6	-14,9	-11,2	-10,3
Латвия	-8,2	-12,9	-12,6	-22,6	-22,4	-13,2	8,7	-11,9
Болгария	-5,3	-6,4	-11,6	-17,6	-25,2	-23,0	-8,9	-14,0
Европейский союз	0,1	0,5	0,1	-0,2	-0,4	-0,9	0,1	-0,1
Зона евро	0,5	1,2	0,5	0,5	0,4	-0,7	0,2	0,4

Источник: World Economic Outlook Database as of April 2013 (<http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2013/01/weodata/index.aspx>).

Однако сопоставление по странам среднего значения дефицита текущего счета платежного баланса за 2003–2009 гг. и темпа прироста реального ВВП в 2010–2012 гг. дает крайне низкий коэффициент корреляции (0,17). Если посмотреть на примеры отдельных стран, мы увидим, что значительными дефицитами текущего счета платежного баланса отличались страны Балтии (в силу действовавших в них режимов валютного курса – валютного управления или жесткой привязки к евро), которые действи-

тельно испытали значительный экономический спад во время глобального экономического кризиса, но в 2010–2012 гг. характеризовались существенным восстановительным ростом.

3. Дефициты текущего счета платежного баланса могут отражать не только потерю внешней конкурентоспособности, но и значительный приток капитала в страны, который приводил к образованию финансовых «пузырей» и последующим потрясениям. По сути в данном случае идет речь о наращивании задолженности, но уже не только государственной, как в первом случае, но и частной. Ее отражением, в частности, может служить показатель внешних пассивов банковской системы (см. табл. 4).

Таблица 4. Внешние пассивы банковских систем стран ЕС (в % к ВВП, на конец года) и темпы их прироста (в долларовом выражении) в 2007 г. по сравнению с 2005 г. и в 2012 г. по сравнению с 2010 г. (в %)

Страна	2005	2006	2007	2008	2009	2010*	2011*	2012*	2007/ 2005	2012/ 2010
Люксембург	1378,0	1425,4	1425,5	1241,5	<b>1247,1</b>	997,7	911,3	930,1	41,0	-0,1
Кипр	...	...	...	321,2	<b>430,7</b>	352,4	297,4	296,9	...	<b>-16,1</b>
Ирландия	322,1	398,6	445,2	388,6	<b>403,3</b>	280,5	213,0	222,1	<b>76,0</b>	<b>-19,8</b>
Великобритания	190,3	221,1	258,5	230,0	<b>273,3</b>	208,4	204,4	196,1	67,0	1,3
Нидерланды	107,5	139,0	152,2	144,7	<b>154,5</b>	132,2	131,5	148,6	<b>73,4</b>	11,3
Бельгия	167,0	188,3	210,8	143,5	<b>138,5</b>	129,0	112,1	105,3	53,7	<b>-16,3</b>
Швеция	64,9	82,3	87,4	86,6	<b>116,6</b>	52,6	50,5	53,5	68,6	15,9
Дания	73,2	88,0	110,3	94,1	<b>105,7</b>	63,4	56,3	63,0	<b>82,3</b>	-0,6
Франция	83,6	94,0	108,5	87,9	91,3	94,2	76,5	78,5	56,8	<b>-15,4</b>
Португалия	79,4	98,2	104,2	80,4	86,6	75,7	57,2	55,6	58,6	<b>-31,9</b>
Финляндия	38,3	49,0	48,8	49,6	74,1	158,4	206,0	202,8	60,3	35,0
Австрия	74,4	85,2	86,3	73,6	71,8	66,7	62,9	59,7	42,7	-6,2
Испания	44,9	42,5	48,6	47,2	54,3	48,2	42,3	32,6	38,0	<b>-34,4</b>
Германия	53,1	59,3	59,9	50,1	52,1	39,3	31,8	36,2	35,4	-5,3
Греция	25,2	33,9	47,0	44,7	50,1	35,6	26,2	24,2	<b>137,5</b>	<b>-42,6</b>
Италия	27,7	36,1	44,2	39,7	40,6	35,4	31,6	33,8	<b>90,4</b>	-6,7

Источник: расчеты на основе данных из International banking and financial market developments. BIS Quarterly Review. Different Issues ([http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r\\_qt1309.htm](http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1309.htm)).

\* Существенное изменение значений показателей в 2010 г. заставляет предположить изменение методологии.

В первую очередь мы наблюдаем значительный рост внешних пассивов банковских систем европейских стран в 2005–

2007 г. Лидерами здесь выступили Греция, Италия, Дания, Ирландия, Нидерланды. Помимо общемировых тенденций, способствовавших росту трансграничных потоков капитала в 2003–2007 гг., связанных с сочетанием высоких темпов экономического роста в глобальном масштабе, низких темпов инфляции и исторически наиболее низких процентных ставок<sup>6</sup>, в еврозоне действовали и специфические факторы, связанные с переходом на единую валюту и преодолением так называемого «первородного греха» (original sin) – затруднений, связанных с заимствованиями в национальной валюте<sup>7</sup>.

Кризисные явления распространились как на страны с крайне высоким уровнем внешней задолженности банковской системы (Кипр, Ирландия), так и на страны с существенно меньшим накопленным объемом внешних пассивов, но с их быстрорастущим значением (Греция, Италия). В результате, как и следовало ожидать, у кризисных стран объем внешних пассивов банковской системы существенно сократился.

4. Свою роль в распространении кризиса сыграли ограничения, связанные с моделью европейской интеграции. Наличие валютного союза не позволяло странам, испытывавшим затруднения, применять инструментарий снижения курса своих валют. Вместе с тем, тесная взаимосвязь экономик стран внутри интеграционной группировки и схожее восприятие их инвесторами выступили факторами «перетекания» («spillover») кризиса из одной страны в другую.

Наряду с тесной экономической взаимозависимостью сохраняются серьезные институциональные отличия между странами. Как отмечает Т. Фридман, страны разных культур разделяют одну валюту, но не одну рабочую этику, пенсионный возраст или бюджетную дисциплину, в результате, налогоплательщики в Германии недовольны греками, и наоборот<sup>8</sup>.

---

6. *Mihaljek D.* External Balances, Capital Flows, and Monetary and Exchange Rate Policies in Central and Eastern Europe / Proceedings 65-th Anniversary Conference of the Institute of Economics, Zagreb, November 08–14, 2004. Zagreb, Croatia: Institute of Economics, 2005. P. 281.

7. *Буторина О.В.* Причины и последствия кризиса в зоне евро // Вопросы экономики. 2012. №12. С. 107.

8. *Friedman T.L.* Two Worlds Cracking Up // The New York Times. 2012. December, 6-th. (<http://www.nytimes.com/2012/06/13/opinion/friedman-two-worlds-cracking-up.html>)

Таким образом, среди причин европейского кризиса следует выделить одновременное действие факторов в кредитной, валютной и финансовых сферах, которые усиливали влияние друг друга. В результате главной проблемой еврозоны стали долги (государственные и частные). В то же время конкретные механизмы распространения кризиса отличались по странам.

Кратко проследим распространение европейского кризиса.

Первый негативный сигнал был связан с тем, что весной 2010 г. на грани банкротства по государственным обязательствам оказалась Греция. Затем в ноябре 2010 г. с банковским кризисом столкнулась Ирландия, а в начале 2011 г. ЕС фактически вынудил обратиться за помощью Португалию. Летом 2012 г. с проблемами в банковском секторе столкнулась Испания, а в начале 2013 г. банковский кризис разразился на Кипре<sup>9</sup>.

В связи с тем, что кризис на Кипре был последним на данный момент в этой цепочке и играет особую роль для экономики России (см. об этом ниже по ходу доклада), мы рассмотрим его несколько подробнее.

Основную угрозу для экономики страны несло чрезмерное развитие финансового сектора в предкризисный период, которое отличалось накоплением значительных внешних пассивов (см. табл. 4). Банки страны, с одной стороны, привлекали значительные ресурсы из-за рубежа (на конец 2007 г. из общего объема депозитов в банковской системе, привлеченных от нефинансовых экономических агентов, депозиты нерезидентов составляли 38,5%<sup>10</sup>), с другой стороны, они осуществляли вложения в ценные бумаги за рубежом, прежде всего в государственные облигации Греции. Таким образом, реструктуризация греческих облигаций, проведенная в 2012 г. и серьезно затронувшая кредиторов, негативно сказалась на финансовом положении кипрских банков и на экономике страны в целом.

---

9. См.: Буторина О.В. Указ. соч. С. 100–101; Хронология финансово-экономического кризиса в еврозоне // РИА Новости. 2013. 13 мая (<http://ria.ru/spravka/20130513/936493523.html>).

10. Учитывая удобство использования кипрской юрисдикции для международных сделок с капиталом, часть резидентов также могла быть специально созданными юридическими лицами иностранных компаний и банков на Кипре.

Формально острая стадия кризиса в стране началась в марте 2013 г. с проблем в двух крупнейших банках страны – Bank of Cyprus и Cyprus Popular Bank. Однако снижение депозитов в этих банках происходило уже с начала 2013 г. С декабря 2012 г. по март 2013 г. общий объем депозитов (без депозитов финансовых институтов) в банковской системе Кипра сократился на 9,2%. Причем наиболее существенным было сокращение депозитов резидентов зоны евро (за исключением самого Кипра) – на 36,3%<sup>11</sup>.

В силу проблем в бюджетной сфере Кипр оказался зависим от внешней помощи. Представители так называемой «тройки» кредиторов (Международный валютный фонд, Европейский союз, Европейский центральный банк) фактически сразу поставили условием предоставления помощи необходимость Кипру самому изыскать средства для покрытия части расходов по преодолению кризиса.

Первоначально обсуждавшийся вариант снятия остроты кризисных проблем путем введения налога на депозиты был заменен фактически принудительным участием вкладчиков с депозитами свыше 100 тыс. евро (то есть не подпадающих под действие системы страхования вкладов) в реструктуризации двух крупнейших банков Кипра – Bank of Cyprus и Cyprus Popular Bank. Кроме того, были предприняты меры «финансовой репрессии» (включая введение ограничений на трансграничные операции с капиталом) и меры по ужесточению бюджетно-налоговой политики, которые затрудняют дальнейшее функционирование Кипра в качестве оффшора.

Само по себе распространение кризиса от одной страны к другой явно свидетельствует о наличии «эффекта заражения» внутри ЕС, чему, как мы отметили, способствует тесная взаимосвязь стран внутри интеграционной группировки. Изучению «эффекта заражения» в финансовой сфере был посвящен ряд работ Европейского центрального банка. Основываясь на показателях доходности по государственным облигациям, демонстрируется «эффект заражения» от событий в Греции, Ирландии и Португалии

---

11. Monetary and Financial Statistics ([http://www.centralbank.gov.cy/nqcontent.cfm?a\\_id=9837&lang=en](http://www.centralbank.gov.cy/nqcontent.cfm?a_id=9837&lang=en)).

для Испании и Италии<sup>12</sup>, а с помощью анализа показателя премий по кредитным дефолтным свопам (CDS) прослеживается воздействие потрясений в банковской системе Испании в первой половине 2012 г. на другие страны зоны евро<sup>13</sup>. Проведенные исследования, помимо эффектов «перелива» между странами, показывают наличие подобных эффектов между секторами: тесную взаимосвязь проблем с государственными финансами и в банковском секторе.

«Эффект заражения» прослеживается и на показателях реальной экономики. Вслед за Грецией, которая вступила в рецессию в третьем квартале 2010 г., в четвертом квартале того же года начался устойчивый спад реального ВВП в Португалии (экономический спад в Ирландии был краткосрочным). В третьем квартале 2011 г. наблюдалось сокращение экономической активности уже у 9 стран-членов ЕС, а с четвертого квартала 2011 г. – у ЕС и еврозоны в целом<sup>14</sup>. Положительные темпы экономической динамики ЕС в целом продемонстрировал лишь во втором квартале 2013 г., хотя на Кипре, в Испании, Нидерландах и Словении затяжной спад продолжался, а Эстония с начала 2013 г. стала демонстрировать отрицательные темпы экономического роста. Международный валютный фонд прогнозирует, что ЕС завершит 2013 г. в условиях стагнации (темпы прироста реального ВВП составят -0,1%), а в 2014 г. начнется медленное восстановление экономики (с темпом в 1,2%)<sup>15</sup>.

Высокая значимость «эффектов заражения» внутри ЕС, а также опасения относительно распада еврозоны, проявившиеся с начала европейского кризиса, потребовали поиска совместных решений путей выхода из него. Реакция на кризис началась практически сразу с момента его зарождения – в мае 2010 г. страны зоны евро совместно с МВФ договорились о выделении Греции пакета помощи в 110 млрд евро. Одновременно был создан важный

12. *Constancio V.* Contagion and the European debt crisis // Public debt, monetary policy and financial stability. Banque de France. Financial Stability Review. 2012. No. 16. April. P. 112-115.

13. *Alter A., Beyer A.* The Dynamics of Spillover Effects During the European Sovereign Debt Turmoil // ECB Working Paper. 2013. No. 1558. June.

14. Анализ проведен на основе показателей темпов прироста реального ВВП в текущем квартале к предыдущему кварталу (<http://epp.eurostat.ec.europa.eu/tgm/table.do?tab=table&init=1&language=en&rcode=teina011&plugin=1>).

15. World Economic Outlook Update. 2013. July. Washington DC: International Monetary Fund, 2013. P. 2.

многосторонний механизм помощи европейским странам — Европейский инструмент финансовой стабилизации (European Financial Stability Facility)<sup>16</sup>, а в ситуации, когда потребовалась помощь Ирландии и Португалии, был задействован еще один инструмент — Европейский механизм финансовой стабилизации (European Financial Stabilization Mechanism), позволивший привлечь 22,5 и 26 млрд евро соответственно на трехлетний срок (2011–2013 гг.)<sup>17</sup>. А в октябре 2012 г. вместо временного Европейского инструмента финансовой стабильности был запущен постоянный Европейский стабилизационный механизм. По его линии была оказана помощь банковскому сектору Испании в декабре 2012 г. в размере 41,3 млрд евро и Кипру в мае и июне 2013 г. в размере 3 млрд евро (из 9 млрд евро помощи, которые должен предоставить ЕС).

В области проведения денежно-кредитной политики бремя борьбы с кризисом в зоне евро легло на Европейский центральный банк (ЕЦБ). В этой сфере ситуация изначально была более благоприятной, поскольку здесь действовал один институт, и принятие решений не требовало длительного согласования, как в случае с бюджетной поддержкой. Однако ЕЦБ был связан обязательством по поддержке ценовой стабильности и действовал достаточно осторожно, из-за чего многие экономисты упрекали его в недостаточном стимулировании европейской экономики в результате кризиса. Достаточно вспомнить, что базовая ставка ЕЦБ во время распространения кризиса в 2011 г. дважды повышалась — с 1 до 1,5%, тогда как ставки многих центральных банков развитых стран оставались практически на нулевой отметке. Лишь с ноября 2011 г. началось очередное снижение ставок, в результате которого базовая ставка к маю 2013 г. была понижена до 0,5%<sup>18</sup>.

Еще более важным шагом в области денежно-кредитной политики стало введение программы окончательной покупки государственных ценных бумаг на вторичном рынке (outright monetary transactions) в августе 2012 г., позволившее стабилизировать ситуацию на рынке государственных ценных бумаг во второй половине 2012 г.

16. Буторина О.В. Указ. соч. С. 100.

17. [http://ec.europa.eu/economy\\_finance/eu\\_borrower/efsm/](http://ec.europa.eu/economy_finance/eu_borrower/efsm/).

18. <http://www.ecb.europa.eu/stats/monetary/rates/html/index.en.html>.

Таким образом, к началу 2013 г. была выстроена система наднационального механизма противодействия кризису. Однако она не могла полностью разрешить накопленные проблемы в еврозоне. Для этого как минимум необходимо завершение реализации еще двух инициатив – создание фискального и банковского союза, хотя исследователи по-разному оценивают актуальность их реализации<sup>19</sup>. На наш взгляд, важным является движение по обоим направлениям, так как современный кризис показал, что проблемы в бюджетно-налоговой и банковской сфере стран ЕС тесно взаимосвязаны.

---

19. Так, например, Д. Грос подчеркивает важность первоочередного и скорейшего создания банковского союза, не считая остро актуальной задачу усиления общеевропейского бюджета. См., например, Gros. D. The False Promise of a Eurozone Budget // Project Syndicate. 2012. December, 6-th (<http://www.project-syndicate.org/print/the-eurozone-needs-a-banking-union--not-a-budget-by-daniel-gros>).

## Внешнеторговый канал распространения европейского кризиса на Россию

Внешняя торговля традиционно является одним из ведущих каналов ретрансляции кризисных явлений, обеспечивая трансфер рецессии между субъектами мировой экономики. В условиях критической зависимости российской экономики от внешней торговли ключевое значение для ее развития имеют динамика цен и объемы спроса на важнейшие экспортируемые товары в государствах-партнерах, обусловленные, среди прочего, темпами их экономического роста. Европейский союз выступает важнейшим торговым партнером России: на него приходится около половины ее торгового оборота с зарубежными странами, 55% российского экспорта и 42% импорта<sup>20</sup>. Несмотря на стратегию диверсификации поставок, ЕС продолжает оставаться крупнейшим рынком сбыта основной статьи российского экспорта – минеральных ресурсов. В данном контексте исследование характера и масштабов влияния европейского кризиса на внешнюю торговлю России приобретает очевидную актуальность.

После обвального падения в результате мирового экономического кризиса в 2008 г., в последние годы торговля России и Европейского союза в целом развивалась достаточно высокими темпами (см. рис. 2), главным образом под воздействием динамики цен на нефть.

---

20. По данным ФТС России на первое полугодие 2013 г. ([http://customs.ru/index2.php?option=com\\_content&view=article&id=17962:2013-&catid=125:2011-02-04-16-01-54&Itemid=1976](http://customs.ru/index2.php?option=com_content&view=article&id=17962:2013-&catid=125:2011-02-04-16-01-54&Itemid=1976)).

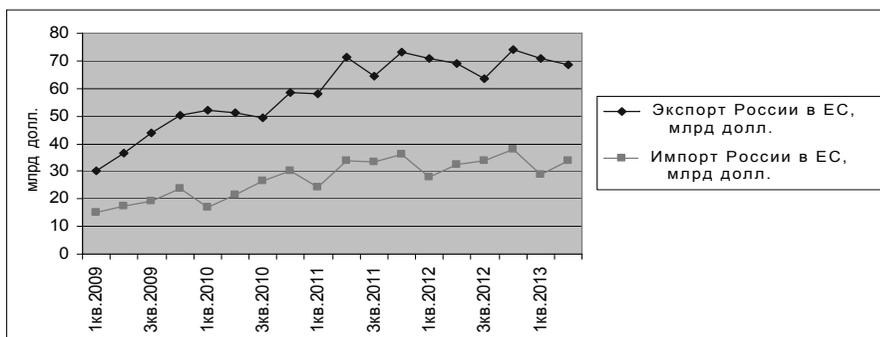


Рис. 2. Динамика торговли России и ЕС в 2009–2013 гг.

Источник: составлено на основе данных таможенной статистики ФТС России (<http://www.customs.ru>).

По нашим расчетам, коэффициент корреляции между импортом ЕС из России в 2009–2013 гг. (данные Евростата в разбивке по месяцам) и ценой на нефть марки Brent составляет 0,95; между экспортом ЕС в Россию и ценой на нефть — 0,88. В данном случае, однако, речь идет о сложной зависимости, поскольку цена на российскую нефть (Urals) определяется на основе котировок на европейскую нефть Brent, которые в значительной степени обусловлены уровнем деловой активности (спросом на энергоресурсы) в Европе. Таким образом, масштаб влияния европейского кризиса на внешнюю торговлю России определяется его воздействием на нефтяные цены и сокращением платежеспособного спроса на российские экспортные товары в ЕС<sup>21</sup>.

Сопоставление динамики реального ВВП Европейского союза в 2010–2013 гг. и поставок из России позволяет зафиксировать определенную взаимосвязь между темпами роста европейской экономики и уровнем двустороннего торгового взаимодействия, однако одновременно выявляет достаточно противоречивые тенденции (см. рис. 3, 4).

В целом темпы прироста ВВП ЕС и импорта ЕС из России в 1 квартале 2010 – 3 квартале 2012 гг. имеют схожие траектории. Замедление темпов роста европейской экономики стало устойчивым трендом во 2 квартале 2011 г., в результате чего ко 2 кварталу 2012 г. ВВП ЕС начал показывать отрицательные темпы прироста, которые наблюдались вплоть до 2 квартала 2013 г. (см. рис. 3).

21. См., например, Перспективы развития ситуации в еврозоне и последствия для России. М.: Центр макроэкономических исследований Сбербанка России, май 2012 г.

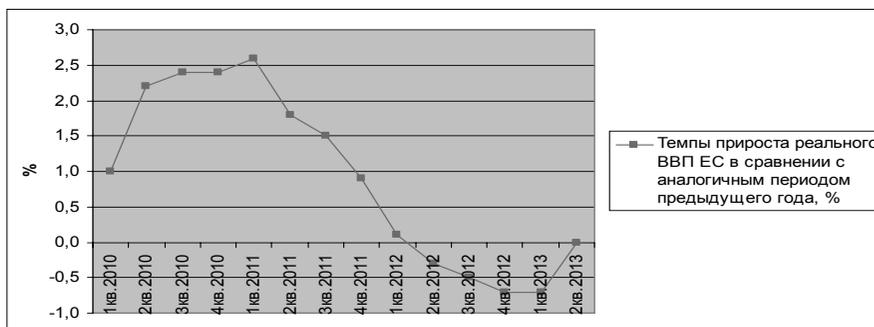


Рис. 3. Темпы прироста реального ВВП ЕС в 1 квартале 2010 г. – 2 квартале 2013 г. (в сравнении с аналогичным периодом предыдущего года).

Источник: данные Евростата, скорректированные на сезонность ([http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/statistics/search\\_database](http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/statistics/search_database)).

Сходным образом изменялись и темпы прироста российских поставок в страны ЕС: они начали снижение в 3 квартале 2010 г. и достигли локального минимума во 2 квартале 2012 г. (так же, как и темпы снижения ВВП ЕС), однако так и не ушли в отрицательную область (см. рис. 4 и 8). Несовпадение динамики ВВП ЕС и импорта ЕС из России во второй половине 2012 г. объясняется, главным образом, относительно благоприятной экономической ситуацией в европейских странах, являющихся ведущими торговыми партнерами России, прежде всего в Германии.

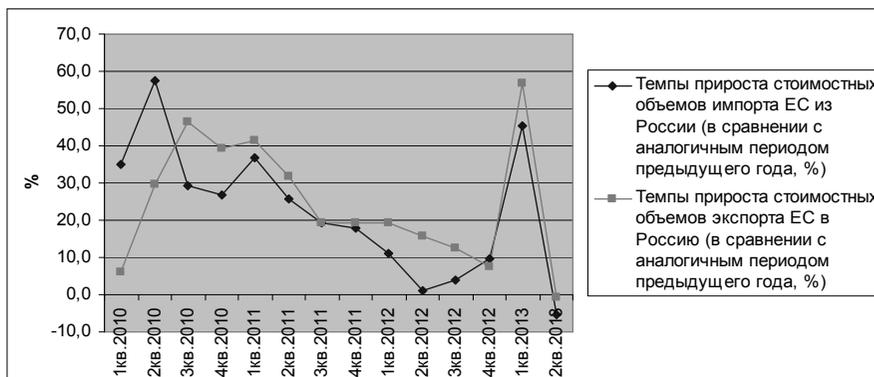


Рис. 4. Темпы прироста стоимостных объемов экспорта и импорта ЕС в торговле с Россией в 1 квартале 2010 г. – 2 квартале 2013 г. (в сравнении с аналогичным периодом предыдущего года)

Источник: расчеты на основе данных Евростата в евро ([http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/international\\_trade/data/database](http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/international_trade/data/database)).

Снижение темпов роста европейской экономики оказало влияние на цены на нефть (см. рис. 5), однако отрицательную динамику по сравнению с аналогичным периодом предыдущего года они начали показывать только на пике европейского кризиса — во 2 квартале 2012 г. При этом важнейшую роль в сокращении российских поставок на европейский рынок сыграло падение спроса на основные статьи экспорта России — минеральные продукты, в частности, сырую нефть и природный газ (см. рис. 5, 6).

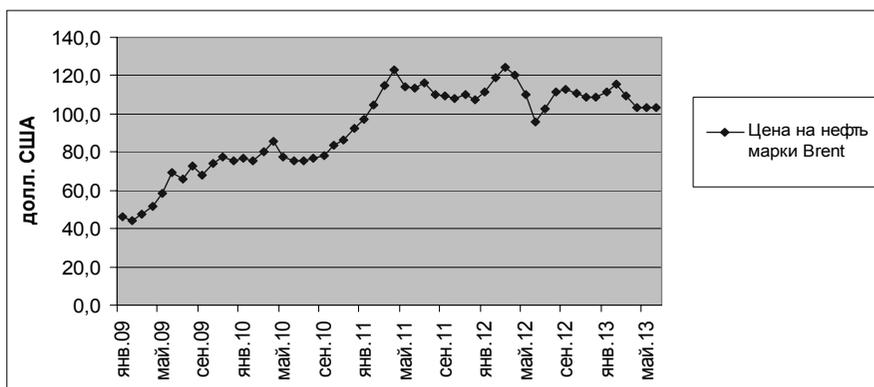


Рис. 5. Динамика цен на нефть марки Brent (Ice.Brent) в 2009–2013 гг.

Источник: Finam.ru.

Так, сокращение физического объема поставок российской нефти было зафиксировано еще в 4 квартале 2010 г. Во 2 квартале 2011 г. — 3 квартале 2012 г. ввоз в ЕС этой статьи российского экспорта показывал отрицательную динамику в годовом исчислении. Динамика поставок природного газа существенно отличалась от динамики по нефти и демонстрирует меньшую зависимость от темпов роста европейского ВВП, однако в 3 квартале 2012 г. — 1 квартале 2013 г. импорт в ЕС российского газа сокращался по сравнению с аналогичным периодом предыдущего года — вслед за падением ВВП ЕС. Меньшая (по сравнению с нефтью) зависимость поставок газа от европейской экономической конъюнктуры объясняется спецификой рынка газа в Европе, в частности, наличием долгосрочных контрактов на фоне возросшего значения сжиженного газа и волатильности спотовых цен.

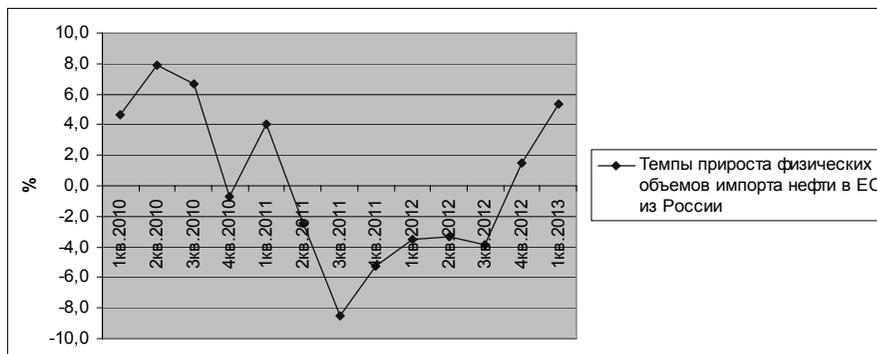


Рис. 6. Темпы прироста физических объемов импорта нефти в ЕС из России в 1 квартале 2010 г. – 2 квартале 2013 г. (в сравнении с аналогичным периодом предыдущего года).

Источник: расчеты на основе данных Евростата в млн т. ([http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/international\\_trade/data/database](http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/international_trade/data/database)).

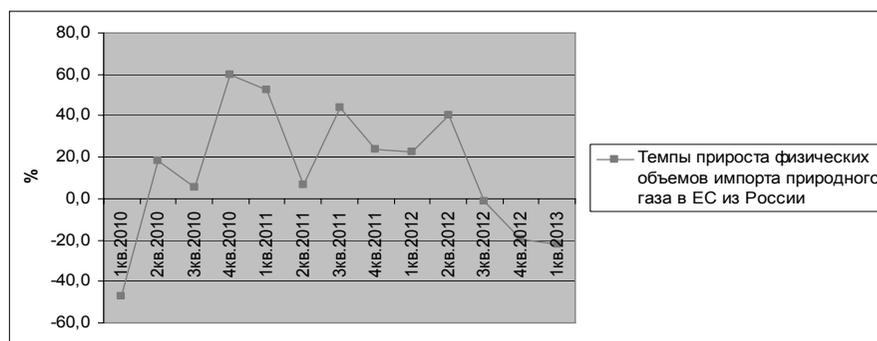


Рис. 7. Темпы прироста физических объемов импорта газа в ЕС из России в 1 квартале 2010 г. – 2 квартале 2013 г. (в сравнении с аналогичным периодом предыдущего года).

Источник: расчеты на основе данных Евростата ([http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/international\\_trade/data/database](http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/international_trade/data/database)).

В целом зависимость объемов поставок от динамики европейского ВВП демонстрировали как российские сырьевые, так и несырьевые товары (см. рис. 8). При этом темпы роста импорта в ЕС последних снижались в большей степени, чем темпы роста ввоза минеральных продуктов. Как следствие, в результате кризисных явлений в европейской экономике в товарной структуре российских поставок в ЕС возрос удельный вес минеральных продуктов

(с 72,3% в «предкризисном» 2 квартале 2010 г. до 77,5% во 2 квартале 2013 г.) (см. рис. 9).

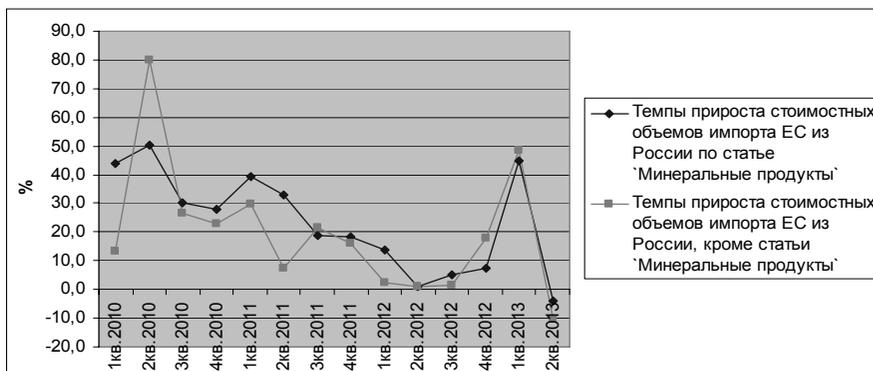


Рис. 8. Темпы прироста стоимостных объемов импорта ЕС из России минеральных продуктов и прочих товаров в 1 квартале 2010 г. — 2 квартале 2013 г. (в сравнении с аналогичным периодом предыдущего года).

Источник: расчеты на основе данных Евростата в евро ([http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/international\\_trade/data/database](http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/international_trade/data/database)).

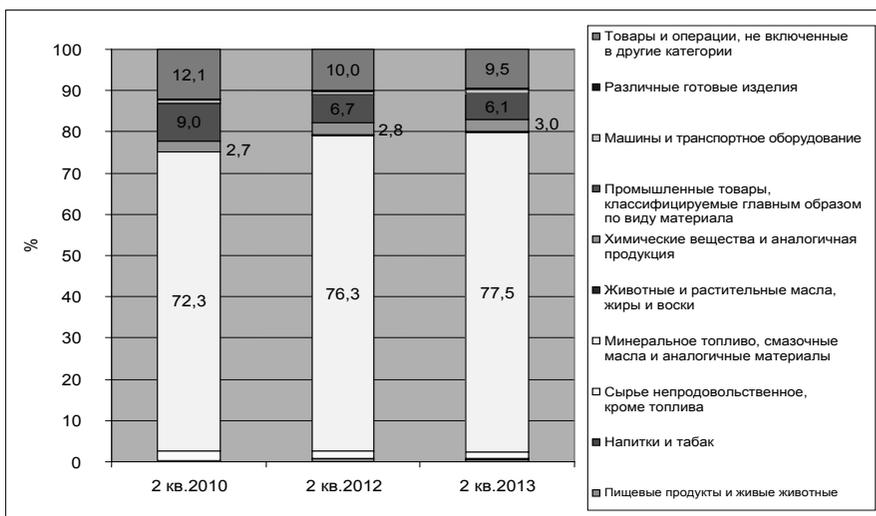


Рис. 9. Товарная структура импорта ЕС из России (по Международной стандартной торговой классификации) во 2 квартале 2010 г., 2 квартале 2012 г. и 2 квартале 2013 г.

Источник: расчеты на основе данных Евростата ([http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/international\\_trade/data/database](http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/international_trade/data/database)).

В ходе развития европейского кризиса временно сократился удельный вес ЕС в географической структуре экспорта России, однако уже в 2013 г. данный показатель превысил докризисный уровень. Так, если по итогам 2010 г. на долю ЕС приходилось 53,3% российских экспортных поставок, то во 2 квартале 2012 г. — 53%, в 3 квартале 2012 г. — 51,3%, в 4 квартале — 53,4%, в уже 1 квартале 2013 г. — 55,2%<sup>22</sup>. Таким образом, европейская рецессия не привела к долгосрочным изменениям в географической структуре экспорта России.

Воздействие кризисных явлений в европейской экономике на импорт России из ЕС имело опосредованный характер. Снижение экспортных поступлений обусловило ослабление курса рубля и способствовало сокращению платежеспособного спроса на импорт, динамика стоимостных объемов которого в целом повторяет динамику экспорта России в ЕС (см. рис. 2, 4). Сокращение экспортной выручки стало катализатором развития кризисных явлений в российской экономике в 1 половине 2013 г.

В товарной структуре поставок ЕС в Россию в ходе кризиса несколько возрос удельный вес машин и транспортного оборудования (с 44,2% во 2 квартале 2010 г. до 48,4% во 2 квартале 2013 г.). При этом незначительно сократилась доля продукции химической промышленности, пищевых продуктов и промышленных товаров, классифицируемых главным образом по виду материала (см. рис. 10).

Удельный вес ЕС в общем объеме импорта России в ходе европейского кризиса практически не изменился: в 2010 г. он составлял 41,7%, во 2–4 кварталах 2012 г. находился в пределах 42,4–43,7%, в 1 квартале 2013 г. сократился до 40,9%, однако уже во 2 квартале 2013 г. достиг отметки в 42,3%. Достаточная устойчивость доли ЕС в структуре российского импорта обусловлена товарной структурой поставок. Закономерным при этом представляется некоторое ее увеличение по мере развития кризисных явлений в Европе, которые привели к ослаблению курса евро и, соответственно, росту ценовой конкурентоспособности европейских товаров.

---

22. Расчеты на основе данных ФТС России.

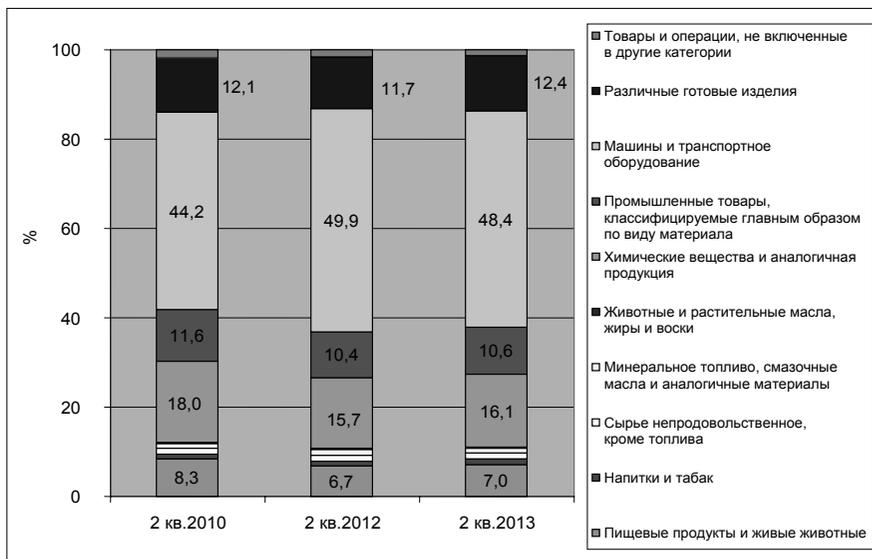


Рис. 10. Товарная структура экспорта ЕС в Россию (по Международной стандартной торговой классификации) во 2 квартале 2010 г., 2 квартале 2012 г. и 2 квартале 2013 г.

Источник: расчеты на основе данных Евростата ([http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/international\\_trade/data/database](http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/international_trade/data/database)).

В целом можно констатировать, что рецессия в Европейском союзе оказала достаточно существенное воздействие на российскую экономику посредством внешнеторгового канала. Ухудшение динамики экономического роста в ЕС привело к сокращению физических объемов поставок российских товаров на европейский рынок в годовом исчислении и снижению темпов роста стоимостных показателей, в большей степени затронув товары несырьевого сектора. В результате произошло некоторое увеличение удельного веса минерального сырья в структуре экспорта России в Европу.

Воздействие ситуации в ЕС на импорт России имело двоякий характер. С одной стороны, снижение экспортных поступлений в торговле с европейскими странами способствовало сокращению платежеспособного спроса на импортные товары в России, с другой, — ослабление курса евро обусловило рост ценовой конкурентоспособности европейских товаров, что привело к незначительному увеличению удельного веса ЕС в импорте России во 2 половине 2012 г. Между тем, изменения в географической

структуре торговли России, как представляется, имели краткосрочный характер.

В то же время, в качестве важного фактора влияния европейского кризиса на внешнюю торговлю России выступает воздействие темпов роста европейской экономики на нефтяные цены и, тем самым, на динамику стоимостных поставок российских энергоресурсов на мировые рынки.

## Инвестиционный канал (прямые инвестиции)

Европейский союз всегда являлся основным инвестиционным партнёром Российской Федерации. Это определяет важность рассмотрения инвестиционного канала распространения европейского кризиса на Россию.

В целом в течение последних 5 лет ситуация с динамикой прямых инвестиций между Россией и Евросоюзом выглядела следующим образом (см. рис. 11). Как видно из приведённых данных, объёмы инвестиций, направленные европейскими резидентами в Россию, в целом превышают инвестиционные потоки российских резидентов в экономику стран ЕС.

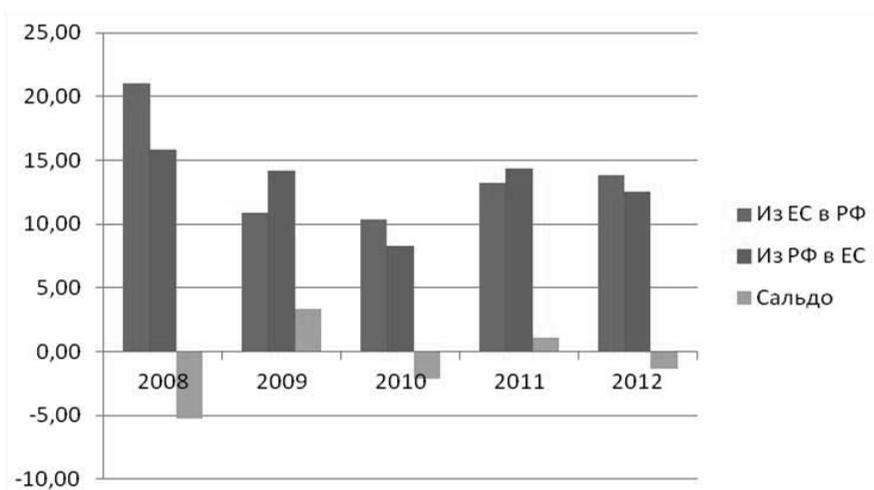


Рис. 11. Динамика изменения объёмов прямых инвестиций между РФ и ЕС (млрд долл.)

Источники: <http://fedstat.ru/indicator/data.do?id=31338&referrerType=0&referrerId=1292884>; <http://fedstat.ru/indicator/data.do?id=31242&referrerType=0&referrerId=1292884>.

В 2009 г. в условиях обострения мирового финансового кризиса объём инвестиций в Россию из ЕС снизился вдвое – до 10,9 млрд долл. Спад продолжился и в дальнейшем, причем значительно сократились уже потоки российских инвестиций в страны ЕС – с 14,2 млрд долл. в 2009 г. до 8,3 млрд долл. в 2010 г.

В дальнейшем размеры взаимных инвестиций стали вновь возрастать. В 2011 г. возросли и европейские инвестиции в Россию, и российские - в ЕС, появилось положительное для России сальдо. В 2012 г. российские инвестиции сокращаются по сравнению с 2011 г., однако продолжают превышать уровень 2009 г. Их объём составил 12,5 млрд долл. Размер европейских инвестиций в российскую экономику также продолжал расти и достиг уровня в 13,9 млрд долл. Сальдо прямых инвестиций в 2012 г. уменьшилось по абсолютному значению относительно 2008 г., составив 1,34 млрд долл.

Стоит отметить, что в период с 2008 г. роль Европейского союза как основного инвестиционного партнёра России несколько снизилась. Об этом свидетельствует динамика изменения таких показателей, как доля европейских инвестиций от общего объёма инвестиционных поступлений в Россию из-за рубежа и доля российских инвестиций, направленных в ЕС, от общего объёма прямых инвестиций, направленных за рубеж (см. рис. 12, небольшое снижение доли участия ЕС в инвестиционных потоках России отражают линии тренда, имеющие отрицательный знак наклона).

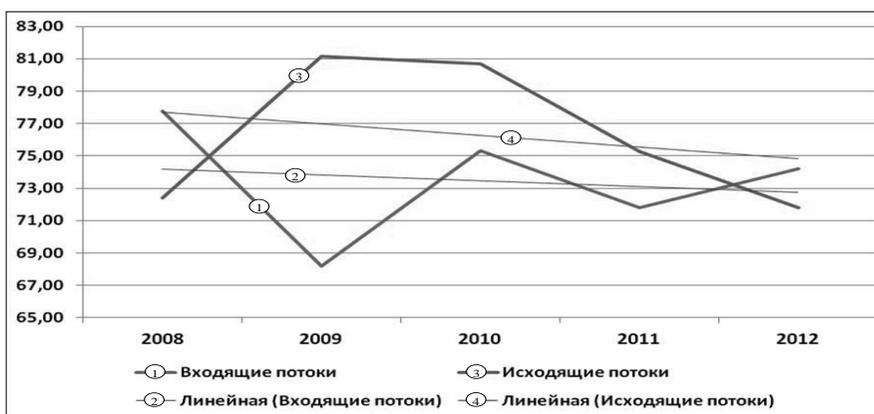


Рис. 12. Динамика изменения доли ЕС в инвестиционных потоках России (%)

Источник: <http://fedstat.ru/indicator/data.do?id=31338&referrerType=0&referrerId=1292884> <http://fedstat.ru/indicator/data.do?id=31242&referrerType=0&referrerId=1292884>

В целом, несмотря на некоторое снижение его доли, Европейский союз остаётся ключевым инвестиционным партнёром России, доля которого как в исходящих, так и во входящих инвестиционных потоках уверенно держится на уровне выше 70%.

Среди стран Евросоюза основной поток прямых инвестиций поступает в Россию из Нидерландов, Германии, Австрии, Великобритании. Традиционно лидером среди стран ЕС по поступившим в Россию прямым инвестициям в течение последних пяти лет являлся Кипр – главная европейская оффшорная зона (ниже мы отдельно рассмотрим вопрос инвестиционного сотрудничества Кипра с Россией). Из перечисленных выше стран в 2012 г. поступило 10,9 млрд долл., что составило 78,5% от всех прямых инвестиций ЕС в экономику России (см. табл. 5).

Таблица 5. Динамика изменения входящих инвестиционных потоков по основным странам-партнёрам (млрд долл.)

	2008	2009	2010	2011	2012
<b>Нидерланды</b>	5,50	1,44	1,52	3,31	1,55
<b>Германия</b>	3,56	2,31	2,58	1,73	1,77
<b>Австрия</b>	1,14	0,44	0,37	0,85	0,95
<b>Великобритания</b>	1,21	0,54	0,58	0,31	0,75
<b>Кипр</b>	6,54	3,70	3,45	4,71	5,84

Источник: <http://fedstat.ru/indicator/data.do?id=31338&referrerType=0&referrerId=1292884>

Как видно из представленных данных, объёмы поступивших инвестиций от основных европейских партнёров России упали по всем странам в период с 2009 по 2010 гг. Затем ситуация изменилась. Из таких стран, как Кипр, Австрия и Великобритания потоки прямых инвестиций стали возрастать и к 2012 г. приблизились к докризисному уровню. Нидерланды, увеличив объём инвестиций в 2011 г., затем вновь сократили их, вернув на уровень 2009 г. Хуже обстояли дела с инвестиционными потоками из Германии. Устойчивое падение наблюдается с начала кризиса. За последние 5 лет объёмы поступающих в Россию прямых инвестиций из этой страны сократились более чем в два раза.

Стоит отметить, что приведённая выше статистика не в полной мере отражает реальную картину движения инвестиций

между РФ и странами ЕС. Низкий уровень прозрачности потоков капитала по их территориальной привязке связан с тем, что трансграничное движение инвестиций осуществляется в большой степени через посредничество оффшорных юрисдикций. Так, 2/3 ввозимого в Россию капитала в форме прямых инвестиций исходят от отечественных компаний, возвращающих средства обратно в страну, реинвестируя прибыль, а также от зарегистрированных в оффшорах зарубежных ТНК (информацию о конечном бенефициаре оффшоры раскрывают далеко не всегда). По некоторым данным, на группу европейских стран с преференциальным налоговым режимом (в т.ч. на части территории) в 2011 г. приходилось 25,5%<sup>23</sup> инвестиций.

Значимую роль при направлении российских капиталов в оффшоры играют комфортные условия работы, большая уверенность в сохранности собственности. Этот инструмент также позволяет легализовать теневые доходы и на законных основаниях минимизировать налогообложение. Осуществление прямых инвестиций в экономику европейских оффшоров используется также российским бизнесом для размещения холдинговых центров, владеющих активами в России и часто выполняющих транзитную роль для прямых инвестиций. На долю оффшорных или полуоффшорных территорий в 2011 г. приходилось почти 68% всех накопленных в российской экономике инвестиций из ЕС<sup>24</sup>.

Схожим образом складывается ситуация с состоянием инвестиционных потоков, направленных в страны Евросоюза из России. Ключевыми европейскими игроками здесь являются Нидерланды, Германия, Великобритания и, конечно, Кипр (см. табл. 6).

Таблица 6. Динамика изменения исходящих инвестиционных потоков по основным странам-партнёрам (млрд долл.)

	2008	2009	2010	2011	2012
<b>Германия</b>	0,28	0,08	0,19	0,15	0,02
<b>Нидерланды</b>	6,64	10,02	6,49	9,36	6,79

23. Головин М.Ю., Лобанов М.М. Инвестиционное взаимодействие России со странами «пояса соседства» // Российский внешнеэкономический вестник. 2012. №1. С. 31.

24. Кудряшова И.В., Плешакова М.В. Современное состояние и тенденции инвестиционного сотрудничества России и Европейского союза // Вестник Волгоградского государственного университета. Серия 3, Экономика, экология. 2013. №1. С. 3.

Окончание табл. 6

	2008	2009	2010	2011	2012
<b>Великобритания</b>	0,09	0,06	0,06	0,28	0,37
<b>Кипр</b>	8,66	3,51	1,26	2,28	4,41

Источник: <http://fedstat.ru/indicator/data.do?id=31338&referrerType=0&referrerId=1292884>.

Представленные данные свидетельствуют о том, что состояние прямых инвестиций, направленных из России в страны ЕС, остаётся нестабильным с 2008 г. В 2010 г. поток инвестиций, направляемых на Кипр, сократился по сравнению с 2008 г. почти в 7 раз. Значительные колебания демонстрировали объёмы инвестиций, направленных из России в Нидерланды.

В целом, анализируя состояние инвестиционных потоков между Россией и её ключевыми партнёрами в ЕС, можно отметить постепенно растущую роль Великобритании, как по направленным, так и по полученным инвестициям. Нидерланды остаются одним из основных инвестиционных партнёров России, в то время как роль Германии продолжает падать.

Описывая влияние европейского долгового кризиса на состояние инвестиционных потоков между Россией и Европейским союзом, необходимо отдельно рассмотреть страны, в наибольшей степени пострадавших от него. Речь идёт о группе стран, чей размер государственного долга угрожает банкротством их экономик — PIIGS (Португалия, Италия, Ирландия, Греция, Испания).

Ни одна из стран, принадлежащих к этой условной группе, не относится к основным инвестиционным партнёрам России. В 2012 г. на эти пять стран в совокупности пришлось лишь 235 млн долл. прямых инвестиций в экономику РФ, или 1,7% от общего объёма прямых инвестиций, поступивших из ЕС (см. табл. 7). Тем не менее, анализ динамики инвестиционных потоков из стран PIIGS является важным. Европейский долговой кризис далёк от завершения, и в составе Евросоюза есть ряд стран, чей государственный долг находится на опасно высокой отметке, что может повлиять на состояние как входящих, так и исходящих инвестиционных потоков.

Анализируя представленные данные, можно сделать вывод о том, что европейский долговой кризис негативно повлиял на состо-

яние потоков прямых инвестиций в Россию из стран, поражённых им в наибольшей степени. К 2012 г. практически прекратилось поступление инвестиций из Португалии и Греции. Значительно сократились объёмы прямых инвестиций из Италии и Ирландии. Меньше других колебались объёмы прямых инвестиций, поступивших из Испании, однако они также сократились относительно 2008 г.

Таблица 7. Динамика изменения объёмов прямых инвестиций, поступивших в Россию из стран PIIGS (млн долл.)

	2008	2009	2010	2011	2012
<b>Греция</b>	8,35	4,32	2,16	5,94	2,17
<b>Ирландия</b>	215,30	119,41	200,36	236,59	40,89
<b>Испания</b>	104,70	133,85	99,05	90,55	91,80
<b>Италия</b>	222,21	187,93	112,88	257,94	100,39
<b>Португалия</b>	3,99	0,74	0,90	0,49	0,18
<b>Всего</b>	554,56	446,25	415,34	591,51	235,43

Источник: <http://fedstat.ru/indicator/data.do?id=31338&referrerType=0&referrerId=1292884>.

Отсутствие полноценной статистики не позволяет нам оценить влияние европейского долгового кризиса на состояние инвестиционных потоков, направленных из России в Португалию, Италию, Ирландию, Грецию и Испанию. Можно лишь отметить, что они в целом имеют значительно меньшие объёмы, чем те инвестиционные вливания, что поступали из этих стран в Россию в течение последних пяти лет.

Отдельно следует рассмотреть роль Кипра в российских инвестициях. Выше была отражена динамика изменения объёмов прямых инвестиций между Россией и Кипром. Как во входящих, так и в исходящих потоках наблюдался спад в 2010 г., после которого начался новый подъём. До банковского кризиса в стране, разразившегося в 2013 г., Кипр оставался одной из ключевых перевалочных баз в транзите капитала России. Россия является крупнейшим инвестором в экономику Кипра, а объём накопленных кипрских инвестиций в РФ в 2011 г. в 7 раз превысил размер ВВП Кипра (по текущим ценам)<sup>25</sup>.

25. Хейфец Б.А. Деофшоризация российской экономики: возможности и пределы. М.: Институт экономики РАН, 2013 ([http://inecon.org/docs/Kheifets\\_2013.pdf](http://inecon.org/docs/Kheifets_2013.pdf)). С. 12.

На Кипре зарегистрировано 14,4 тысяч компаний, которые имеют дочерние предприятия в России (34% от общего числа дочерних предприятий иностранных компаний, работающих на территории РФ). Их состояние и перспективы во многом зависят от стабильности банковского сектора Кипра.

По состоянию на 2012 г. российские банки более 10% своих активов держали на Кипре, а объём кредитов, выданный российскими банками компаниям Кипра, составил сумму до 40 млрд долл. Размер депозитов, размещённых российскими компаниями в банках Кипра, исчисляется десятками млрд долл.<sup>26</sup>

Всё это позволяет говорить о значительном уровне зависимости российской экономики от состояния дел на Кипре, в том числе от реализуемых там антикризисных мер (см. раздел 1 настоящего доклада). Нестабильная ситуация в банковском секторе Кипра может привести к проблемам в реализации многих инвестиционных программ и проектов, оказать влияние на увеличение вывоза капитала из страны, который будет вызван необходимостью создания российскими компаниями новых оффшорных схем и конфигураций.

Не стоит забывать и о выданном Россией Кипру кредите в 2011 г. на сумму 2,5 млрд евро. Заем был выдан под 4,5% годовых на 4,5 года<sup>27</sup>. Его пролонгация и пересмотр процентной ставки в сторону уменьшения (до 2,5%) принесут нашей стране убытки как минимум в 250 млн евро. Впрочем, вышеперечисленные проблемы в целом характеризуют серьёзный уровень опасности, которому постоянно подвергается российская экономика в силу высокой степени своей оффшоризации.

В целом же, говоря о влиянии европейского кризиса на состояние инвестиционного сотрудничества между РФ и ЕС, можно сделать вывод о серьёзных негативных последствиях такого воздействия. Общий объём инвестиций из ЕС в РФ даже с учётом некоторого восстановления в последние годы сократился на 35%. Российские капиталопотоки в Европу упали на 21%. Одновременно доля ЕС как во входящих, так и исходящих инвестиционных потоках России практически не изменилась, оставшись на уровне выше

---

26. Хейфец Б.А. Указ. соч. С.13

27. <http://www.bfm.ru/news/227406?doctype=news>.

70%. Россия сохранила высокую инвестиционную зависимость от Европейского союза. В условиях острой потребности экономики РФ в привлечении иностранных инвестиций, а также того обстоятельства, что зависимость от экспорта энергоресурсов заставляет Россию из года в год вливать в сырьевую отрасль всё большие средства для освоения новых месторождений нефти и газа<sup>28</sup>, на повестку дня встаёт вопрос диверсификации источников привлечения инвестиций, расширения сотрудничества России с другими крупнейшими мировыми экспортёрами капитала.

---

28. Маневич В., Букина И. О макроэкономическом прогнозе на среднесрочную перспективу и денежно-финансовой политике РФ // Вестник Института экономики РАН. 2013. №2. С. 19.

## Финансовый канал

### 4.1. Финансовые рынки

Рассмотрим действие финансового канала влияния европейского кризиса на экономику России на примере рынков акций, межбанковского кредитования и долгосрочных государственных облигаций.

Изучение взаимного влияния в финансовом секторе в настоящее время может быть осуществлено с помощью обширного арсенала инструментальных методов — векторных авторегрессий, многомерных GARCH моделей и связанного с ними расчета постоянных и динамических условных корреляций и т.п.<sup>29</sup>. При этом ни один из них не считается универсальным. Так, построение векторных авторегрессий предполагает преимущественно линейный характер взаимосвязей между переменными, а многомерные GARCH модели и аппарат условных корреляций не позволяют определить направления причинно—следственных связей. В целях настоящей работы предпринимается попытка совместить анализ причинно—следственных связей и волатильности, выявив каузальные зависимости между средними значениями (causality-in-mean) и дисперсиями (causality-in-variance) переменных, характеризующих динамику перечисленных выше рынков.

#### *Данные*

В исследовании использованы ежедневные доходности референтных национальных индексов фондового рынка госу-

---

29. Engle R. Dynamic Conditional Correlation: A Simple Class of Multivariate GARCH Models // Journal of Business and Economics Statistics. 2002. Vol. 20. № 3. pp. 339–350.

дарств ЕС–27, США и России<sup>30</sup> за январь 2010–январь 2013 гг., а также изменения ключевых краткосрочных ставок межбанковского рынка в России (1-дневный МІАСR), США (ежедневные эффективные ставки по федеральным фондам) и ЕС (1-дневная EONIA) за аналогичный период. Для оценки взаимосвязей на рынке долгосрочных государственных облигаций использованы изменения ежедневных доходностей к погашению 10-летних суверенных облигаций 16 ведущих экономик ЕС<sup>31</sup>, России и США за январь 2010 – апрель 2013 гг. Первичные данные (абсолютные значения биржевых индексов, ставок МБК и доходностей к погашению по 10-летним гособлигациям) получены с помощью информационно–аналитической системы Bloomberg. На последующих стадиях обработки данных использовались их натуральные логарифмы. Рассмотрение изменений данных, выраженных в натуральных логарифмах, обеспечивает стационарность исследуемых временных рядов.

Учет взаимного влияния финансовых переменных России и США в контексте изучения воздействия европейского кризиса на отечественную экономику представляется важным по двум причинам. Во-первых, можно предположить, что влияние американских финансовых индикаторов на динамику российского финансового рынка и банковской системы самодостаточно и превышает силу совокупного воздействия стран ЕС. Таким образом, влияние американских индикаторов следует рассматривать как некий глобальный фактор. Во-вторых, подобный подход позволяет в явном виде сравнить направления причинно–следственных зависимостей, которые существуют между финансовыми индикаторами России и США, а также России и ЕС.

---

30. Рассматриваются следующие национальные фондовые индексы: ММВБ (Россия), DJIA (США), FTSE100 (Великобритания), ATX (Австрия), BEL20 (Бельгия), SOFIX (Болгария), CSM General (Кипр), PX (Чехия), OMX Copenhagen 20 (Дания), OMX Tallinn 20 (Эстония), OMX Helsinki 25 (Финляндия), CAC 40 (Франция), DAX 30 (Германия), ASE (Греция), BUX (Венгрия), ISEQ 20 (Ирландия), FTSE MIB (Италия), OMX Riga (Латвия), OMX Vilnius (Литва), LUXX (Люксембург), Maltex (Мальта), AEX (Нидерланды), WIG 20 (Польша), PSI 20 (Португалия), BET (Румыния), SAX (Словакия), SVITOP (Словения), IBEX 35 (Испания), OMX Stockholm 30 (Швеция).

31. Учтены только страны, суверенные облигации которых постоянно находились в обращении в январе 2010 – апреле 2013 гг.

### Методология

Анализ причинно—следственных связей средних значений и дисперсий национальных индикаторов рынка акций, МБК и долгосрочных гособлигаций ЕС, США и России состоит из двух этапов. Вначале по каждой из стран оцениваются модели среднего и условной дисперсии (волатильности) изменения фондового индекса, ставки МБК и доходности 10-летних гособлигаций. Речь идет о совмещении авторегрессионных моделей (или моделей авторегрессии и скользящего среднего) для оценки средних значений и GARCH моделей — для условных дисперсий. В литературе по ARCH—GARCH моделям отмечается наличие асимметрии в динамике волатильности: на падающих рынках она, как правило, выше, чем на растущих. Для учета этого эффекта рекомендуется использовать модификацию базовой GARCH модели — экспоненциальную модель обобщенной авторегрессионной условной гетероскедастичности (EGARCH)<sup>32</sup>. Поскольку рассматриваемый временной интервал характеризовался повышенной финансовой нестабильностью, моделирование волатильности с помощью EGARCH спецификации представляется оправданным. Таким образом, эконометрические модели ARMA(k,m)—EGARCH(p,q), которые строятся на первом этапе анализа причинно—следственных зависимостей, имеют следующий общий вид:

$$x_t = a_0 + \sum_{i=1}^k a_i x_{t-i} + \sum_{i=1}^m b_i \varepsilon_{t-i} + \varepsilon_t, \quad \varepsilon_t \sim iid(0, \sigma^2) \quad (1)$$

$$\ln(\sigma_t^2) = w + \sum_{i=1}^p \left( \alpha_i \left| \frac{\varepsilon_{t-i}}{\sigma_{t-i}} \right| + \gamma_i \frac{\varepsilon_{t-i}}{\sigma_{t-i}} \right) + \sum_{i=1}^q \beta_i \ln(\sigma_{t-i}^2) \quad (2),$$

где уравнение (1) соответствует модели авторегрессии и скользящего среднего (ARMA), а уравнение (2) отражает динамику волатильности (EGARCH). Для оценки моделей применялся метод максимального правдоподобия (см. табл. 8).

32. Nelson D.B. Conditional Heteroskedasticity in Asset Returns: A New Approach // *Econometrica*. 1991. Vol. 59. No. 2, pp. 347–370.

Таблица 8. ARMA(k,m)–EGARCH(p,q) модели<sup>33</sup> изменений национальных фондовых индексов, ставок рынка МБК и доходностей к погашению 10-летних гособлигаций России, государств ЕС и США, 2010–2013 гг.

Страна	Спецификация выбранной модели*
<b>Национальные фондовые индексы</b>	
Россия	ARMA(4,4)–EGARCH(1,1)
США	ARMA(7,7)–EGARCH(1,1)
Великобритания	ARMA(10,10)–EGARCH(1,1)
Австрия	ARMA(2,2)–EGARCH(1,1)
Бельгия	ARMA(6,6)–EGARCH(1,1)
Болгария	ARMA(1,1)–EGARCH(1,0)
Кипр	ARMA(4,4)–EGARCH(1,1)
Чехия	ARMA(7,7)–EGARCH(1,1)
Дания	ARMA(9,9)–EGARCH(1,1)
Эстония	ARMA(5,5)–EGARCH(1,1)
Финляндия	ARMA(4,4)–EGARCH(1,1)
Франция	ARMA(6,6)–EGARCH(1,1)
Германия	ARMA(1,1)–EGARCH(1,1)
Греция	ARMA(4,4)–EGARCH(1,1)
Венгрия	ARMA(4,4)–EGARCH(1,1)
Ирландия	ARMA(9,9)–EGARCH(1,1)
Италия	ARMA(7,7)–EGARCH(1,1)
Латвия	ARMA(2,2)–EGARCH(1,1)
Литва	ARMA(8,8)–EGARCH(1,1)
Люксембург	ARMA(8,8)–EGARCH(1,1)
Мальта	ARMA(1,1)–EGARCH(1,1)
Нидерланды	ARMA(5,5)–EGARCH(1,1)
Польша	ARMA(2,2)–EGARCH(1,1)
Португалия	ARMA(3,3)–EGARCH(1,1)
Румыния	ARMA(9,9)–EGARCH(1,1)
Словакия	ARMA(2,2)–EGARCH(1,1)
Словения	ARMA(8,8)–EGARCH(1,1)
Испания	ARMA(3,3)–EGARCH(1,1)
Швеция	ARMA(5,5)–EGARCH(1,1)

33. Значения порядков ARMA модели (т.е. k и m) выбирались на основе минимально возможных информационных критериев Акаике и Шварца в сочетании с выполнением условия отсутствия автокорреляции в остатках ARMA уравнения. Гипотеза об отсутствии автокорреляции тестировалась с помощью теста Льюнга–Бокса. В случае EGARCH уравнения подбор лагов осуществлялся, исходя из  $p=1, 2$  и  $q=0, 1, 2$ . На практике предельные значения этих порядков редко выходят за пределы единицы, что подтверждается и в нашем случае.

Ставки рынков МБК	
Россия	ARMA(2,2)–EGARCH(1,1)
США	ARMA(1,1)–EGARCH(1,1)
ЕС	ARMA(1,1)–EGARCH(1,1)
Доходности к погашению 10-летних суверенных облигаций	
Россия	AR(3)–EGARCH(1,1)
США	ARMA(3,3)–EGARCH(1,1)
Великобритания	ARMA(8,8)–EGARCH(1,1)
Австрия	AR(1)–EGARCH(1,1)
Бельгия	AR(1)–EGARCH(1,1)
Чехия	ARMA(3,2)–EGARCH(1,1)
Дания	ARMA(2,3)–EGARCH(1,1)
Финляндия	ARMA(2,4)–EGARCH(1,1)
Франция	ARMA(3,3)–EGARCH(1,1)
Германия	ARMA(4,4)–EGARCH(1,1)
Греция	ARMA(4,4)–EGARCH(1,1)
Венгрия	ARMA(2,3)–EGARCH(1,1)
Италия	AR(2)–EGARCH(1,1)
Нидерланды	ARMA(3,3)–EGARCH(1,1)
Польша	ARMA(2,2)–EGARCH(1,1)
Португалия	AR(1)–EGARCH(1,1)
Испания	ARMA(1,1)–EGARCH(1,1)
Швеция	ARMA(3,4)–EGARCH(1,1)

\* все приведенные модели значимы, по крайней мере, на уровне p-value=0.05.

На втором этапе анализ причинно–следственных связей средних значений и дисперсий путем вычисления специальных статистик на базе кросс–корреляций стандартизованных остатков (в случае средних значений) и квадратов стандартизованных остатков (для дисперсий) ARMA(k,m)–EGARCH(p,q) моделей.

Если известны фактические значения остатков  $\varphi_t$ , а также динамика условной дисперсии ARMA(k,m)–EGARCH(p,q) модели  $h_t$  в каждый момент времени t, то стандартизованные остатки вычисляются по формуле:

$$v = \frac{\varphi_t - \mu}{\sqrt{h_t}} \quad (3),$$

где  $\mu$  – среднее значение остатков. Очевидно, что в случае квадратов стандартизованных остатков формула (3) преобразовывается следующим образом:

$$u = \frac{(\varphi_t - \mu)^2}{h_t} \quad (4).$$

Пусть также известны стандартизованные остатки  $\eta$  и их квадраты  $\rho$ , полученные по другой страновой модели ARMA(k,m)–EGARCH(p,q) за аналогичный временной период. Тогда для выявления возможной причинно–следственной зависимости средних значений однородных переменных (например, фондовых индексов) двух стран рассчитывается следующая статистика:

$$S_1 = T \sum_{i=1}^k r_{v\eta}^2(i) \quad (5),$$

где  $T$  – число наблюдений,  $k$  – количество лагов, а  $r_{v\eta}^2(i)$  – величина квадрата коэффициента перекрестной корреляции  $v$  и  $\eta$  с лагом, равным  $i$ . В случае каузальной связи условных дисперсий формула (5) преобразовывается как

$$S_2 = T \sum_{i=1}^k r_{u\rho}^2(i) \quad (6).$$

Полученные статистики  $S_1$  и  $S_2$  имеют распределение хи-квадрат с  $k$  степенями свободы и используются для тестирования нулевой гипотезы об отсутствии причинно–следственной связи, соответственно, средних значений и дисперсии с лагом от 1 до  $k$ . При этом выбор конкретного значения  $k$  остается на усмотрение исследователей. Как правило, оно лежит в пределах от 5 до 15.

Данный статистический тест был введен в научный оборот в 1996 г.<sup>34</sup>, а впоследствии уточнен в связи с тем, что в случае тестирования нулевой гипотезы об отсутствии причинно–следственной связи средних значений была установлена его высокая чувствительность к числу наблюдений<sup>35</sup>.

Модификация первоначального теста заключалась в вычислении новых статистик  $M_1$  и  $M_2$ , которые учитывают вклад ква-

34. Cheung Y., Ng L. A Causality-in-variance Test and its Application to Financial Market Prices // Journal of Econometrics. 1996. Vol. 72. Issue 1–2. pp. 33–48.

35. Hong Y. A Test for Volatility Spillover with Application to Exchange Rates // Journal of Econometrics. 2001. Vol. 103. Issue 1–2. pp. 183–224.

дратов перекрестных корреляций при отдаленных лагах с меньшим весом, а также подчиняются закону стандартного нормального распределения. При тестировании каузальной связи средних значений и дисперсий они могут быть представлены как:

$$M_1 = \frac{S_1 - k}{\sqrt{2k}} \rightarrow N(0,1) \quad (7),$$

$$M_2 = \frac{S_2 - k}{\sqrt{2k}} \rightarrow N(0,1) \quad (8),$$

где  $k$  – число лагов, а  $N(0,1)$  – стандартное нормальное распределение с математическим ожиданием, равным нулю, и стандартным отклонением, равным единице.

Приведенная методология  $M$ -теста на причинно-следственную связь средних значений и дисперсии находит все большее применение в эмпирических исследованиях. С его помощью оценивались каузальные зависимости между динамикой фондовых рынков развитых стран и государств с формирующимися рынками<sup>36</sup>, рынков гособлигаций<sup>37</sup>, валют и других финансовых переменных<sup>38</sup>.

### Результаты

В рамках настоящего исследования  $M$ -тесты на причинно-следственную связь средних и дисперсий были реализованы для  $k=12$  дням. Ниже приведены их сводки в случае биржевых индексов, ставок МБК и доходностей к погашению суверенных гособлигаций.

36. См., например, *Xu H., Hamori H.* Dynamic Linkages of Stock Prices between the BRICs and the United States: Effects of the 2008–09 Financial Crisis // *Journal of Asian Economics*. 2012. Vol. 23. No 4. pp. 344–352.

37. *Tamakoshi G.* European Sovereign Debt Crisis and Linkage of Long-term Government Bond Yields // *Economics Bulletin*. 2011. Vol. 31. No 3. pp. 2191–2203.

38. *Nakajima T., Hamori H.* Causality-in-mean and Causality-in-variance among Electricity Prices, Crude Oil Prices and Yen–US Dollar Exchange Rates in Japan // *Research in International Business and Finance*. 2012. Vol. 26. No 4. pp. 371–386.

Таблица 9. Результаты М-тестов на причинно-следственную связь средних и дисперсий фондовых индексов

Страна	Влияние на Россию		Влияние России	
	Средние значения	Дисперсии	Средние значения	Дисперсии
США	***	***	***	**
Великобритания	***	***	***	***
Австрия	***	—	***	—
Бельгия	***	***	***	—
Болгария	***	**	***	**
Кипр	***	**	***	**
Чехия	***	***	***	***
Дания	***	***	***	***
Эстония	***	**	***	—
Финляндия	***	***	***	***
Франция	***	***	***	***
Германия	***	***	***	**
Греция	***	***	***	—
Венгрия	***	—	***	**
Ирландия	***	***	***	***
Италия	***	***	***	**
Латвия	***	**	***	***
Литва	***	***	***	—
Люксембург	***	***	***	***
Мальта	***	—	***	**
Нидерланды	***	***	***	***
Польша	***	**	***	***
Португалия	***	***	***	**
Румыния	***	—	***	***
Словакия	***	—	***	—
Словения	***	**	***	***
Испания	***	***	***	***
Швеция	***	***	***	***
Итого влияний	28	23	28	22

\*\* — значимо на уровне 5%;

\*\*\* — значимо на уровне 1%;

«—» — статистически значимая связь отсутствует.

Из таблицы следует, что российский рынок акций очень тесно связан с рынками стран ЕС и США. Стопроцентное подтверждение причинно-следственных связей средних значений фондовых индексов в обоих направлениях является тому доказательством. Вместе с тем, взаимное влияние средних значений не

обязательно влечет причинно—следственные связи дисперсий, которые характеризуют переходы волатильности с рынка на рынок. В этом смысле российский рынок остается чистым реципиентом волатильности (23 влияния на него против 22 «исходящих»). Интересно, что данный эффект формируется не столько за счет крупнейших экономик ЕС (Великобритании, Германии, Франции) и США, сколько благодаря Греции, Бельгии и прибалтийским государствам (Эстонии и Литве), ответного воздействия на волатильность рынков акций которых со стороны российского не обнаружено. Греция, Бельгия, Эстония и Литва представляют страны с фондовыми рынками малой капитализации, которые, как и положено небольшим открытым экономикам, активно впитывают внешние шоки. Одновременно в 2009—2010 гг. эти страны имели долгосрочные кредитные рейтинги, сопоставимые или совпадающие с российским, что могло запустить перелив волатильности с этих рынков на отечественный рынок акций.

Несмотря на положение чистого реципиента волатильности, проведенный анализ взаимосвязей рынков акций рисует, на наш взгляд, более благоприятную картину по сравнению с априорными ожиданиями: ситуация на российском рынке имеет значение с точки зрения волатильности крупнейших рынков. Таким образом, есть основание полагать, что в 2010—2012 гг. он не только пассивно замыкал на себя сигналы с ведущих фондовых площадок. Сложно, правда, сказать, насколько устойчивым окажется выявленный эффект за пределами временного горизонта исследования.

На рынке МБК ощутимо влияние ситуации в США: американские ставки отражаются на средних значениях и волатильности российского межбанковского рынка, не испытывая обратного эффекта. Предполагается, что канал этого воздействия скорее косвенный. Само по себе состояние ликвидности на внутреннем американском рынке МБК вряд ли напрямую воздействовало бы на зарубежные государства. Трансмиссия связана с мерами денежно—кредитной политики Федеральной резервной системы, которые влияют на уровень процентных ставок на этом рынке. В случае России и ЕС взаимосвязь ставок на рынках МБК носит бинаправленный характер (см. табл. 10).

Таблица 10. Результаты М-тестов на причинно—следственную связь средних и дисперсий ставок рынка МБК

Страна	Влияние на Россию		Влияние России	
	Средние значения	Дисперсии	Средние значения	Дисперсии
США	***	***	—	—
ЕС	***	—	***	***

\*\* — значимо на уровне 5%;

\*\*\* — значимо на уровне 1%;

«—» статистически значимая связь отсутствует.

Более рельефно влияние России представлено на рынке 10-летних государственных облигаций. Оно проявляется как в части средних значений, так и дисперсии. Чистый эффект влияния для России положителен по обоим рассматриваемым параметрам. Таким образом, доходность 10-летних суверенных облигаций выступает своеобразным бенчмарком для большинства экономик ЕС. Данный вывод согласуется с тезисом об особой роли гособлигаций стран с формирующимися рынками в период 2009—2012 гг., которые привлекли значительное внимание институциональных инвесторов и фактически стали «тихой гаванью», во многом альтернативой казначейским обязательствам США<sup>39</sup>.

Таблица 11. Результаты М-тестов на причинно—следственную связь средних и дисперсий доходностей к погашению 10-летних суверенных облигаций

Страна	Влияние на Россию		Влияние России	
	Средние значения	Дисперсии	Средние значения	Дисперсии
США	—	—	***	—
Великобритания	***	**	—	***
Австрия	—	—	***	***
Чехия	—	—	—	—
Дания	—	—	***	***
Финляндия	***	—	***	***
Франция	—	***	***	***
Германия	—	—	***	***
Греция	***	—	**	—
Венгрия	—	—	—	***

39. Long-term Investors and Their Asset Allocations: Where Are They Now? // International Monetary Fund, 2011. Global Financial Stability Report, September, Ch. 2.

Окончание табл. 11

Страна	Влияние на Россию		Влияние России	
	Средние значения	Дисперсии	Средние значения	Дисперсии
Нидерланды	—	—	—	***
Польша	**	—	—	***
Португалия	—	—	—	***
Испания	—	—	***	***
Швеция	—	—	—	***
<b>Итого влияний</b>	<b>4</b>	<b>2</b>	<b>8</b>	<b>13</b>

\*\* — значимо на уровне 5%;

\*\*\* — значимо на уровне 1%;

«—» — статистически значимая связь отсутствует.

В целом, проведенный анализ выявил высокую степень интеграции российских финансовых рынков и банковской системы в глобальные процессы в терминах взаимного влияния средних значений и дисперсий их индикаторов. При этом данное влияние нельзя охарактеризовать как сугубо негативное для России: если на рынке акций наша страна выступает как чистый реципиент внешних шоков, то на рынках МБК и в еще большей степени на рынке гособлигаций она оказывает заметное воздействие на страны ЕС. По совокупности, полученные количественные результаты помогают понять, почему российская экономика продемонстрировала удовлетворительную устойчивость в условиях европейского кризиса 2010–2013 гг.

#### 4.2. Валютный рынок

Во время мирового экономического и финансового кризиса массовый отток капитала из страны оказал давление на рубль в сторону его ослабления, усиливая одновременно девальвационные ожидания экономических агентов. После непродолжительного периода восстановления валютный курс был подвержен влиянию уже со стороны европейского кризиса, вызвавшего изменения цены на нефть и отток капитала, преимущественно европейского (см. разделы 2 и 3).

В связи с европейскими событиями, несмотря на укрепление экономики после мирового экономического и финансового кризиса, на валютном рынке курс рубля к бивалютной корзине ха-

рактиковался, хоть и меньшей по сравнению с 2009 г., но все же достаточно высокой волатильностью.

Динамика курса бивалютной корзины во многом определяется поведением цены на нефть (см. рис. 13). Однако особо выделяется период весны-осени 2010 г., когда повышение стоимости бивалютной корзины объяснялось не столько ценой на нефть, сколько волнениями, происходившими на финансовом рынке России в связи с кризисом в ЕС.

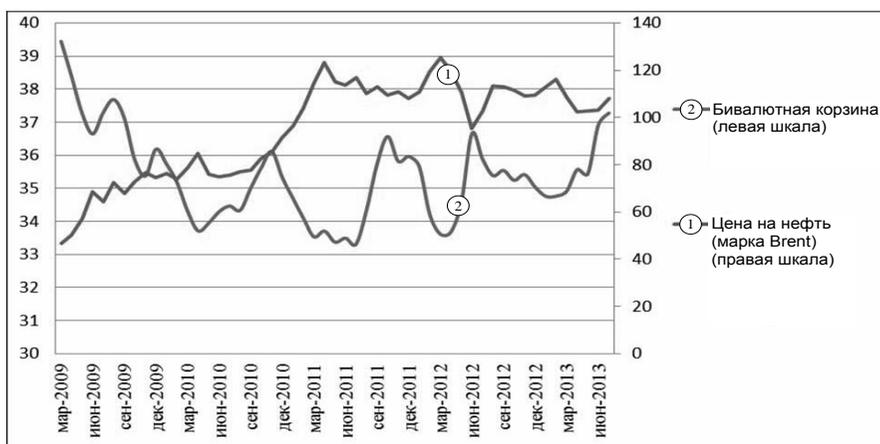


Рис. 13. Динамика бивалютной корзины и цены на нефть (2009–2013)

Источник: Центральный банк РФ ([www.cbr.ru](http://www.cbr.ru)) и U.S. Energy Information Administration ([www.eia.gov](http://www.eia.gov)).

В марте 2010 г. правительство Греции принимает решение о проведении мер жесткой экономии. К концу апреля Греция просит ЕС и МВФ и выдаче первоначального займа, несколькими днями позже рейтинговое агентство S&P понижает рейтинг греческих государственных облигаций. На фоне негативных известий о состоянии европейской экономики апрель характеризовался снижением спроса на европейскую валюту на валютном рынке России. Сокращение спроса отразилось в укреплении курса рубля к евро (см. рис. 14). Номинальный курс рубля к евро укрепился на 14,3% по сравнению с предыдущим месяцем, а реальный курс — на 9,5%. Реакция цены на нефть проявилась с лагом в один месяц: в мае 2010 г. цена резко упала на 10,5% против прошлого месяца. Однако затем, несмотря на продолжающийся кризис в Европе,

цена на нефть росла до апреля 2011 г. В мае–июне 2011 г. негативные новости из ЕС способствовали снижению цены на нефть, курс рубля к бивалютной корзине несколько укрепился.

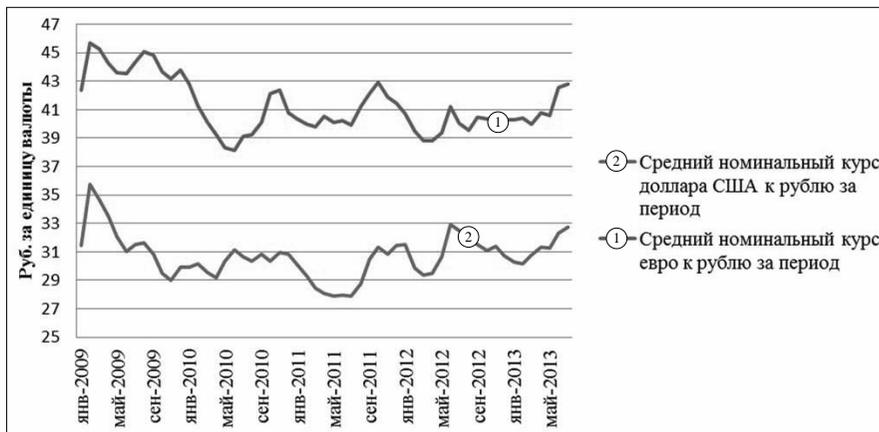


Рис. 14. Динамика курса рубля к евро и доллару (среднее значение курса за период)

Источник: Центральный банк РФ ([www.cbr.ru](http://www.cbr.ru)).

В целом в 2011 г., на фоне снижения рейтингов европейских стран и ухудшения экономической ситуации в еврозоне, в связи со снижением спроса цена на нефть падала вплоть до декабря 2011 г., что отразилось в падении курса рубля как к доллару, так и к евро. Падение курса рубля к евро было вызвано значительным оттоком европейского капитала в связи с тяжелой ситуацией в экономиках еврозоны.

Для поддержки валютного курса Центральный банк увеличил объем проводимых им интервенций. Наиболее ощутимые интервенции ЦБ на валютном рынке по стабилизации курса рубля к европейской валюте в период его роста были отмечены в мае 2010 г. и июле 2011 г. (1063,96 и 1003,80 млн долл. США соответственно), когда объем покупки европейской валюты превысил обычный уровень в 3 раза. Это было связано с позитивными новостями о предоставлении к финансовой помощи в виде среднесрочных кредитов Греции в размере 110 млрд евро в мае 2010 г. и 159 млрд в июле 2011 г.

Во 2 квартале 2012 г. события в еврозоне вновь серьезно затронули российский валютный рынок. В этом квартале началась масштабная рецессия в еврозоне. С апреля по июнь произошло существенное снижение цены на нефть, что сказалось на курсе рубля к доллару в сторону его понижения. Второй квартал 2012 г. также был отмечен резким оттоком капитала. Второй и третий кварталы в целом характеризовались падением курса рубля к евро, а на фоне небольшого роста в третьем квартале цены на нефть и соответствующего небольшого, по сравнению с падением курса евро, укрепления курса рубля к доллару рос и его курс к бивалютной корзине, что заставило ЦБ России проводить валютные интервенции для сдерживания этого процесса.

Динамика валютного курса в 2013 г. складывалась под действием снижения цены на нефть и значительного оттока капитала в 1 квартале 2013 г. по сравнению с 4 кварталом 2012 г. В марте 2013 г. события на Кипре негативно отразились на валютном курсе рубля как к доллару, так и к евро, поскольку эти события имели для России негативные последствия в большей степени, чем для ЕС.

Совокупное воздействие европейского кризиса на валютный курс рубля к евро было значительным, в частности стоит отметить периоды укрепления номинального курса рубля по отношению к европейской валюте в 2010 и 2012 гг., характеризующихся наиболее сильными негативными событиями в ЕС (см. табл. 12).

Таблица 12. Индексы обменного курса рубля (темпы прироста, в % к соответствующему периоду предыдущего года)

	2009	2010	2011	2012	1 полугодие 2013
Индекс номинального курса рубля к доллару США	-21,7	4,3	3,4	-5,5	-1,3
Индекс номинального курса рубля к евро	-17,5	9,6	-1,5	2,3	-2,5
Индекс реального курса рубля к доллару США	-12,2	9,7	8,8	-2,7	4,2
Индекс реального курса рубля к евро	-8,3	15,5	4,1	4,9	2,5

Источник: Центральный банк РФ ([www.cbr.ru](http://www.cbr.ru)).

Реальный же курс рубля к евро рос, начиная с 2010 г., за счет снижающегося уровня инфляции. Наблюдавшиеся сильные колебания валютного курса оказывают существенное влияние на

финансовый рынок, а в силу экспортно-ориентированной экономики России эти колебания несут в себе риски как для монетарной сферы, так и, через трансмиссионные механизмы, для реального сектора.

Европейская валюта занимает второе место по объемам торгов на валютном рынке России, хотя и с существенным отставанием от доллара США. С 2009 г. по 2012 г. доля евро в межбанковских кассовых конверсионных операциях снизилась с 16,0% до 12,7%, тогда как доля доллара выросла с 2009 г. по 2010 г., но впоследствии также снизилась и в 2012 г. вернулась к уровню 2009 г. (см. табл. 13). Таким образом, соотношение двух ведущих мировых валют на российском рынке с 2009 по 2012 гг. несколько изменилось в пользу доллара.

Таблица 13. Долевое соотношение валют в среднем дневном обороте валют по межбанковским кассовым конверсионным операциям (в %)

	2009	2010	2011	2012
Евро	16,0	15,7	15,2	12,7
Доллар США	45,7	47,0	46,6	45,9

Источник: расчеты на основе данных Центрального банка РФ ([www.cbr.ru](http://www.cbr.ru)).

Подводя итоги, можно сказать, что европейский кризис оказывал влияние на российский валютный рынок через два основных канала. Первый- это изменение спроса со стороны основного потребителя российских энергоносителей, отражавшегося в том числе на динамике цены нефти. При изменении валютного курса монетарным властям приходится проводить интервенции на валютном рынке для поддержания курса бивалютной корзины в заданных рамках. Данный канал является наиболее существенным для российского валютного рынка.

Второй канал- спекулятивный канал. Ожидания игроков относительно изменения курса европейской валюты формируются на основе информации, поступающей из еврозоны. Действие этого канала транслируется через международное движение капитала. Отток капитала из России во время европейского кризиса действовал на курс рубля в сторону его понижения.

### 4.3. Влияние европейского долгового кризиса на банковскую систему России

Потенциальное влияние внешних факторов развития банковской системы России можно оценить с помощью данных ее инвестиционной позиции. Для этого используем показатель финансовой открытости, который рассчитывается как сумма иностранных активов и обязательств по модулю в процентах к ВВП, и открытости банковской системы России, который учитывает позицию только кредитных организаций.

Представленные на рис. 15 данные свидетельствуют, что открытость банковской системы России не является высокой. Вместе с тем в период 2005–2009 гг. ее динамика была положительной.

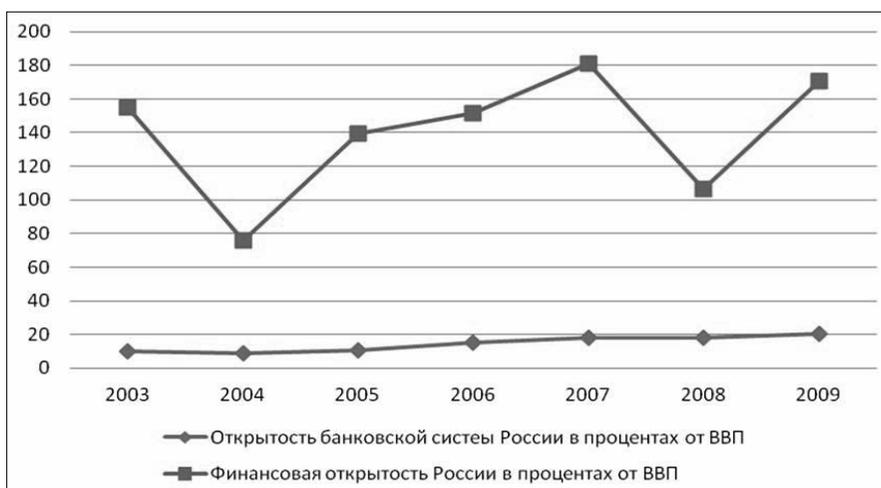


Рис. 15. Финансовая открытость России (в процентах от ВВП)

Источник: составлено по данным International Financial Statistics ([www.imf.org](http://www.imf.org)).

Невысокий уровень открытости банковской системы говорит прежде всего о том, что для российской банковской системы характерно преимущественно внутреннее финансовое посредничество и невысокая зависимость от зарубежных рынков ссудных капиталов. Есть также и другой фактор, который объясняет ее относительно низкую открытость, а именно: крупные российские

нефинансовые компании предпочитают кредитоваться у западных банков напрямую, минуя российскую банковскую систему (или отделения иностранных банков, зарегистрированных в России). Это приводит к тому, что финансовая открытость страны в целом значительно выше, чем банковской системы (см. рис. 16).

Другие статистические данные подтверждают этот факт. Внешняя задолженность России приходится прежде всего на нефинансовый сектор. По состоянию на 1 января 2008 г. размер внешнего долга России составил 463,9 млрд долл., из них 56,3% – заимствования нефинансового сектора и только 35,3% – банков. К 1 апреля 2013 г. объем внешних заимствований увеличился до 691,1 млрд долл., при этом доля банков снизилась до 29,8%, а удельный вес нефинансового сектора увеличился до 59,1%<sup>40</sup> (см. рис. 16).

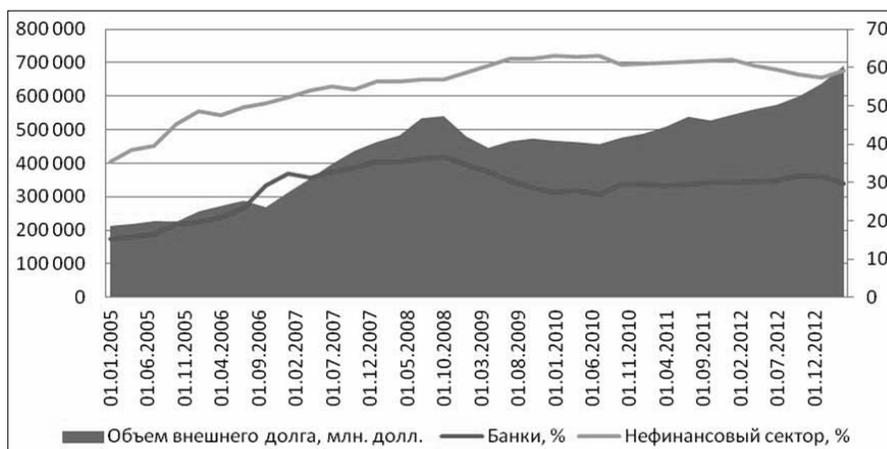


Рис. 16. Роль банков и нефинансового сектора во внешнем долге России

Источник: Банк России ([www.cbr.ru](http://www.cbr.ru)).

Объем российских заимствований за рубежом достиг пика к 1 октября 2008 г., когда совокупная задолженность российских банков перед нерезидентами составила 197,9 млрд долл. В результате мирового финансового кризиса внешний долг банков сократился, уровень заимствований докризисного уровня восста-

40. [http://www.cbr.ru/statistics/print.aspx?file=credit\\_statistics/debt.htm&pid=svs&sid=itm\\_16709](http://www.cbr.ru/statistics/print.aspx?file=credit_statistics/debt.htm&pid=svs&sid=itm_16709)

новился только к 1 января 2013 г. Вместе с тем корпорации, хотя также снизили объемы заимствований в кризисный период, однако они достаточно быстро восстановили докризисный уровень внешних обязательств.

Что касается банковской системы, то нас будут интересовать прежде всего внешние обязательства российской банковской системы как один из источников пополнения ее пассивов. Географическая структура иностранных обязательств российской банковской системы неоднородна, но при этом в ней доминируют страны ЕС. На них приходится порядка 80% иностранных обязательств всей банковской системы по состоянию на начало 2012 г. (см. рис. 17). При этом необходимо отметить, что доля стран ЕС снизилась с 87,8% на начало 2009 г. до 79,7% на начало 2012 г.

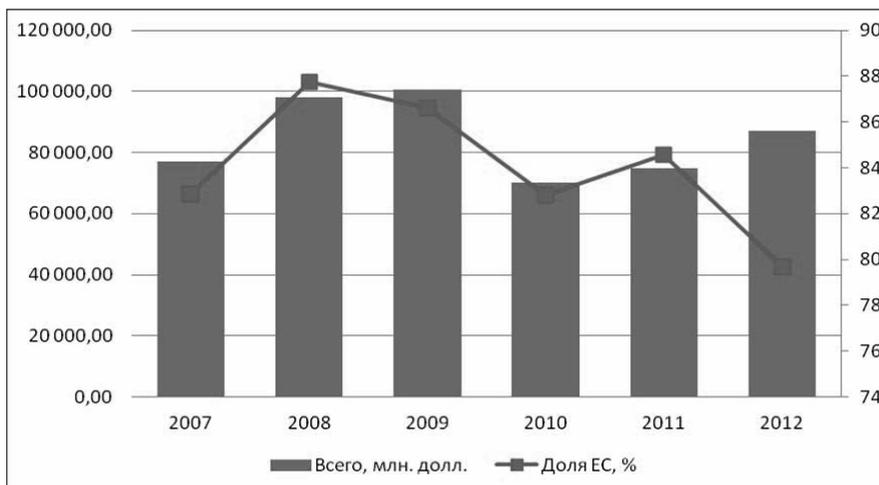


Рис. 17. Иностранные обязательства российских банков (на начало периода)

Данные за 2007 г. по состоянию на 1 июля 2007 г.

Источник: составлено и рассчитано по данным Банком России ([www.cbr.ru](http://www.cbr.ru)).

На 1 января 2012 г. более 50% всех иностранных обязательств приходилось на три западноевропейские страны, а именно Великобританию, Германию и Францию. Их удельный вес незначительно менялся в течение 2009–2012 гг. Сокращение доли европейских стран в иностранных обязательствах российской банковской системы произошло главным образом из-за снижения доли Австрии и Люксембурга (см. табл. 14).

Таблица 14. Доля стран в общих иностранных обязательствах банковской системы России, в %

Страна	На 1 января 2009 г.	На 1 января 2010 г.	На 1 января 2011 г.	На 1 января 2012 г.
Великобритания	29,6	25,5	29,8	30,1
Германия	10,9	8,5	9,5	11,3
Франция	10,1	11,2	10,9	9,7
Австрия	9,3	10,3	8,7	6,1
Нидерланды	5,2	4,7	5,0	4,9
Швеция	2,4	3,8	5,0	4,0
Люксембург	7,1	6,3	4,6	3,0
Бельгия	3,3	2,6	2,3	2,4
Финляндия	3,7	3,3	2,3	2,1
Ирландия	1,1	1,5	1,7	1,6

Источник: рассчитано по данным Банка России ([www.cbr.ru](http://www.cbr.ru)).

Средства банков-нерезидентов в пассиве балансов российских банков в среднем по системе в докризисный период составили 10,6%<sup>41</sup>. Вместе с тем, в ряде кредитных организаций капитал, привлеченный из-за рубежа, выступает важным источником пополнения пассивов, как например, в банках с участием нерезидентов.

Прослеживается положительная связь между изменением привлеченных средств на международном рынке капиталов и изменением объемов кредитования в России, особенно в 2007–2012 гг. (см. рис. 18).

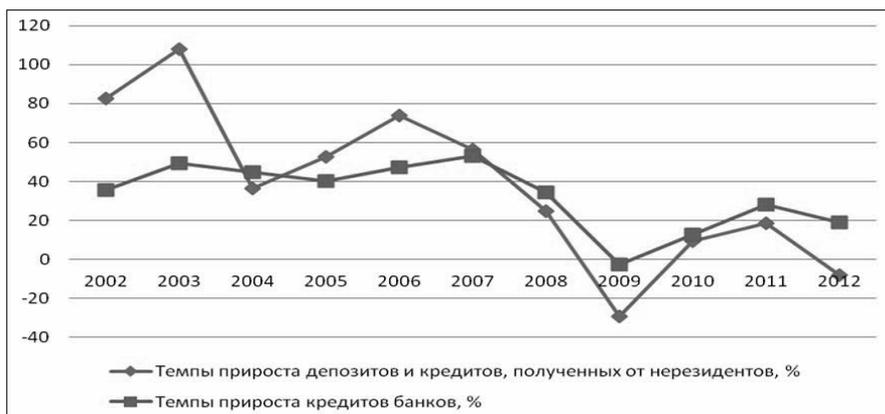


Рис. 18. Темпы прироста кредитов банков и темпы роста привлеченных средств у нерезидентов российскими банками в 2002–2012 гг.

Источник: составлено и рассчитано по данным Банка России ([www.cbr.ru](http://www.cbr.ru)).

41. Годовой отчет Банка России за 2008 г. М.: Банк России, 2009. С. 32.

Роль европейских стран можно оценить по динамике изменения иностранных обязательств по отношению к изменениям кредитования российскими банками (рис. 19). Это будет являться определенным допущением, поскольку в учет иностранных обязательств включаются также наличные средства, номинированные в евро и фунтах стерлингов. Однако Банк России не предоставляет данных о географическом распределении привлеченных российскими банками кредитов.



Рис. 19. Темпы прироста кредитов российских банков и иностранных обязательств перед резидентами ЕС с 1 июля 2007 г. по 1 января 2012 г., %

Источник: рассчитано и составлено по данным Банка России ([www.cbr.ru](http://www.cbr.ru)).

Приведенные данные мы можем проинтерпретировать следующим образом. В период до начала глобального кризиса отмечается наличие обратной связи между темпами прироста иностранных обязательств банков перед странами ЕС и темпами прироста кредитов российских банков, что связано скорее всего с наличием лага при кредитовании. Впоследствии темпы изменения кредитования были более сглаженными, нежели чем заимствования российских банков у стран ЕС.

Нестабильность на европейских рынках оказывала влияние на деятельность банков с иностранными инвестициями в Рос-

сии. В предыдущие годы такие кредитные организации выполняли важную посредническую функцию между зарубежными и российским рынками банковских услуг. Для банков с участием нерезидентов кредиты материнских компаний являются важным источником ликвидности (см. рис. 20).

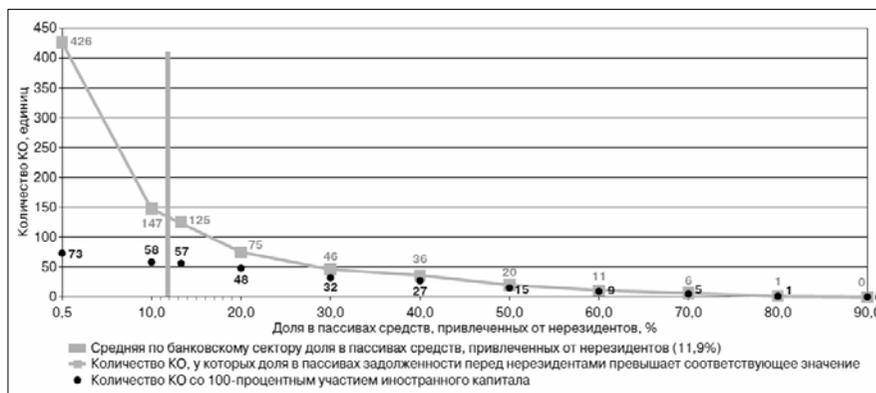


Рис. 20. Распределение задолженности банковского сектора перед нерезидентами (на 1.01.2010 г.)

Источник: Отчет о развитии банковского сектора и банковского надзора в 2009 году. М.: Банк России, 2010. С. 44.

В условиях мирового финансово-экономического кризиса и европейского долгового кризиса банки с участием нерезидентов, присутствующие в России, несколько сократили заимствования с зарубежных финансовых рынков, а также увеличили объем капитала, размещенного на них. В частности, в 2011 г. банки, контролируемые иностранным капиталом, увеличили экспорт капитала в 1,7 раз, что в основном связано с удовлетворением потребности в ликвидности материнских организаций<sup>42</sup>. Объем чистых заимствований данных банков с зарубежных рынков сократился с 503,8 до 147,0 млрд руб. в 2011 г., что вызвало сокращение кредитов нерезидентов как источника пополнения пассивов российских кредитных организаций, контролируемых иностранным капиталом<sup>43</sup>.

В 2012 г. тенденция продолжилась. Объем нетто-заимствований у нерезидентов у этой группы банков снизился с

42. Годовой отчет Банка России за 2011 г. М.: Банк России, 2012. С. 36.

43. Там же.

147,1 до 51,1 млрд рублей, или на 65,3%<sup>44</sup>. Это сказалось на снижении доли средств от банков-нерезидентов в пассивах балансов банков, контролируемых иностранным капиталом, с 13,5% до 8,3%<sup>45</sup>. Другим последствием стало то, что ряд банков с участием нерезидентов стал нетто-кредитором зарубежных банков.

Темпы прироста кредитов, предоставляемых банками с участием иностранных инвестиций, являются также более сглаженными по сравнению с динамикой иностранных обязательств перед странами ЕС (см. рис. 21). Такая ситуация характерна и для всей банковской системы. По нашему мнению, такой результат несколько неожидан, поскольку роль внешних заимствований у банков, контролируемых нерезидентами, в пополнении пассивов выше, чем по всей банковской системе. А соответственно можно предположить, что взаимосвязь должна быть более тесной.



Рис. 21. Иностранные обязательства кредитных организаций перед странами ЕС и кредитование банками, контролируемые нерезидентами

Источник: рассчитано и составлено по данным Банка России ([www.cbr.ru](http://www.cbr.ru)).

Однако если рассмотреть изменения в деятельности банков, контролируемых нерезидентами, на конкретных сегментах кредитного рынка в России, то связь будет более очевидная. Так,

44. Отчет о развитии банковского сектора и банковского надзора в 2012 году. М.: Банк России, 2013. С.28.

45. Годовой отчет банка России 2012 г. М.: Банк России, 2013. С. 37.

если сопоставить темпы прироста иностранных обязательств банков перед резидентами стран ЕС и темпы прироста кредитов банкам, предоставленных кредитными организациями, контролируруемыми иностранным капиталом, то будет наблюдаться более очевидная положительная связь (см. рис. 22). Это объясняется прежде всего тем, что банки, контролируемые нерезидентами, играют важную роль на российском рынке межбанковских кредитов. По состоянию на 1 января 2013 г. их доля на этом рынке составила 27,3% (для сравнения их удельный вес в активах установился на уровне 17,8%)<sup>46</sup>. Привлекая средства с международного рынка ссудных капиталов, банки, контролируемые нерезидентами, перераспределяют их на российском межбанковском рынке. Таким образом, они выполняют важную посредническую функцию между зарубежными и российским рынком межбанковских кредитов. И изменения обязательств перед странами ЕС (а в 2011–2012 гг. заимствования сокращаются) сказываются на изменении темпов прироста кредитования банков кредитными организациями, контролируруемыми нерезидентами.



Рис. 22. Иностранные обязательства кредитных организаций перед странами ЕС и кредиты, предоставленные банкам кредитными организациями, контролируемые нерезидентами

Источник: рассчитано и составлено по данным Банка России ([www.cbr.ru](http://www.cbr.ru)).

46. Обзор банковского сектора Российской Федерации. Аналитические показатели. Интернет-версия. 2013, февраль, №124 ([http://www.cbr.ru/analytics/bank\\_system/obs\\_1302.pdf?pid=bnksyst&sid=ITM\\_43323](http://www.cbr.ru/analytics/bank_system/obs_1302.pdf?pid=bnksyst&sid=ITM_43323)).

Европейские банки в России были вынуждены активизировать работу на внутреннем рынке с целью пополнения пассивов. Так, если российские кредитные организации в среднем за 9 месяцев 2011 г. увеличили депозиты юридических лиц на 22,1%, то Юникредитбанк продемонстрировал рост объема средств юридических лиц на 67,3%, Райффайзенбанк – на 60,2%, Росбанк – на 56,9%, Дойче-банк – на 68,9%<sup>47</sup>. Таким образом, турбулентность на зарубежных финансовых рынках требует от европейских банков активизировать свою работу в том числе на внутреннем российском рынке по привлечению капитала.

Период 2010–2012 гг. характеризуется уходом ряда европейских банков с российского рынка. Например, Барклайс банк, Норвик банк, ВестАБ Восток, БНП Париба Восток провели отчуждение 100% акций в пользу резидентов. Рабобанк и Свенска Хандельсбанкен аннулировали свою лицензию. Покинул рынок также испанский Сантандер. Уход банков с российского рынка связан преимущественно с решениями материнских банков и пересмотром глобальных стратегий функционирования, а также покрытия убытков.

Таким образом, кризисные явления, в том числе и турбулентность на европейских финансовых рынках, оказывают влияние на российскую банковскую систему. Однако доля заимствований из стран ЕС в пассивах российских банков не является значительной, что не вызывает ответных кризисных реакций в российской банковской системе. Вместе с тем, выявлена достаточно тесная связь между заимствованиями у европейских банков и поведением банков, контролируемых нерезидентами, на рынке межбанковских кредитов. В условиях долгового кризиса европейские банки пересматривают свои стратегии деятельности на зарубежных рынках, и ряд из них принял решение об уходе с российского рынка банковских услуг.

---

47. Дементьева К. Замена материнскому капиталу // Коммерсантъ. 2011. 19 октября.

## ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Проведенный анализ показал, что, хотя европейский кризис не оказался столь мощным шоком для российской экономики как глобальный экономический и финансовый кризис 2007–2009 гг., тем не менее, он оказал воздействие на нее практически по всем рассматриваемым каналам.

В сфере внешней торговли сохранявшиеся до начала 2013 г. на высоком уровне цены на нефть (и даже их быстрый рост во второй половине 2010 г. – начале 2011 г.) позволили при несколько сократившихся физических объемах поставок нефти в 2011–2012 гг. поддерживать положительную динамику экспорта России в ЕС, хотя и с явным понижающим трендом темпов роста. Негативная тенденция проявилась в усилении сырьевой ориентации российского экспорта в ЕС. Высокие цены на нефть и неоднозначное влияние кризиса на валютный курс не позволили европейским странам нарастить свой импорт в Россию, используя ее рынок для замещения сокращающихся в результате спада собственных рынков. В целом динамика импорта в значительной степени следовала за динамикой экспорта.

Инвестиционное взаимодействие России с ЕС пострадало главным образом в первый год кризиса (2010 г.), при этом подобная тенденция могла объясняться и отложенным сокращением спроса на инвестиции после глобального кризиса. И все же после резкого увеличения прямых инвестиций в ЕС в 2011 г. на следующий год российские инвесторы несколько сократили свои вложения. Для инвестиционного взаимодействия в 2013 г. безусловно важную роль сыграл кризис на Кипре. Но для окончательной оценки его воздействия еще нет достаточных статистических данных.

Значимое воздействие европейского кризиса на российскую экономику наблюдалось через финансовый канал, хотя мы постарались показать его неоднозначность. Среди рынков ценных бумаг рынок акций в наибольшей степени выступает реципиентом внешних шоков, в том числе со стороны ЕС. Валютный рынок в большей степени связан с динамикой цены на нефть. Но, во-первых, сама эта цена испытывала влияние со стороны кризиса в ЕС (особенно в 2012–2013 гг.), а, во-вторых, прослеживается краткосрочное воздействие европейского кризиса на валютный курс, вызывавшее соответствующую реакцию со стороны Центрального банка. Наконец, европейский кризис негативно повлиял на привлечение внешних пассивов банковской системы, которое не оказало правда значительного воздействия на агрегированные показатели этого сектора, но сказалось на отдельных сегментах рынка (прежде всего, межбанковском кредитовании). Следует также отметить уход ряда дочерних организаций европейских банков с российского рынка.

Говоря о воздействии европейского кризиса на экономику России в целом, нам представляется, что это воздействие в большей степени стало проявляться в последние годы (2012–2013 гг.) и с некоторым лагом, что в целом соответствует концепции «перетекания» кризисных явлений. Относительно небольшому влиянию кризиса через внешнеторговый и инвестиционный канал в 2010–2012 гг. способствовали также слабо развитые взаимные экономические связи России с проблемными странами ЕС. Можно говорить о преобладании опосредованного влияния европейского кризиса через сокращение спроса со стороны ведущих стран ЕС (напрямую не подверженных кризису), динамику мировых цен на нефть и т.д.

Исходя из этого дальнейшая реакция российской экономики на европейский кризис будет зависеть от сценариев его развития.

Первый сценарий, который можно выделить, это постепенное возобновление экономического роста в европейской экономике, хотя и с достаточно низкими темпами на первом этапе. Подобный вариант развития событий подкрепляется начавшимся во втором квартале 2013 г. переходом темпов экономического

роста в ЕС в положительную область и прогнозами ряда экономистов и международных организаций, например, МВФ. Однако для реализации этого варианта есть серьезные риски. Во-первых, далеки от решения ключевые проблемы Европейского союза, связанные с государственными финансами. В 2013 г. МВФ прогнозирует некоторое сокращение дефицита государственного бюджета в странах ЕС (с 3,6% ВВП в 2012 г. до 2,9%), но при этом продолжит наращиваться государственный долг (до 95% ВВП)<sup>48</sup>. Во-вторых, в ряде стран ЕС внешние пассивы банковских систем продолжают составлять значительную величину, а в некоторых даже росли во время кризиса. В условиях единой денежно-кредитной политики это может отражать «перетекание» «пузырей» из одних стран в другие. На наш взгляд, показателен в этом отношении пример Эстонии, где первая половина 2013 г. была отмечена началом экономического спада после существенного экономического роста во время европейского кризиса.

Второй сценарий связан с возобновлением трудностей в проблемных странах. В первую очередь, речь идет о Греции, которая не может выйти на траекторию экономического роста. Экономический спад углубляется на Кипре. Португалия, хотя и отличалась наибольшими темпами роста экономики во втором квартале 2013 г., еще далека от выхода к предкризисным значениям реального ВВП. Возобновление проблем в этих странах может привести к новым краткосрочным потрясениям и неустойчивому восстановлению экономики в ЕС. В то же время механизмы сдерживания разрастания подобных потрясений уже действуют (Европейский стабилизационный механизм, новые инструменты ЕЦБ).

В некотором смысле более опасным представляется третий сценарий, в соответствии с которым кризис начнет «перетекать» в новые страны. В «зоне риска» находятся, например, Словения и Эстония, а также Латвия, которая переходит на евро и, по ряду признаков, может последовать по пути Эстонии. Эти страны могут не восприниматься всерьез из-за небольшого размера их экономик. Но любое расширение числа подверженных кризису стран негативно сказывается на всем интеграционном объединении, тре-

---

48. World Economic Outlook. 2013. April. Washington DC: International Monetary Fund, 2013. P. 161.

буя также дополнительных ресурсов для преодоления возникающих затруднений. Разумеется, гораздо более опасным может быть усиление кризисных тенденций в Испании или Италии (заметим, что в обеих странах продолжается экономический спад).

Если еще в первой половине 2012 г. шансы выхода отдельных стран из зоны евро оценивались как достаточно высокие, то сейчас вероятность реализации подобного сценария достаточно низка. Пожалуй, единственным исключением является пример Греции, глубина проблем которой делает ее сохранение в еврозоне крайне затратным, но, во-первых, сам выход из зоны евро стал бы болезненным шоком для экономики страны, а, во-вторых, для зоны евро с точки зрения сохранения доверия крайне важно удерживать Грецию внутри объединения, несмотря на сопутствующие этому издержки.

Риски для России со стороны ЕС в настоящее время представляются существенно менее опасными, чем они были в 2010 г. Но это ослабление угрозы в значительной степени обманчиво. В настоящее время любой шок в Европе приведет к более глубоким последствиям для российской экономики, чем 2–3 года назад, в силу того, что сама российская экономика находится в затруднительном положении. Так, еще не проявилось до конца воздействие кризиса на Кипре. Кроме того, как мы показали, в ЕС еще могут реализоваться различные негативные сценарии.

С точки зрения мировой экономики в целом возникает новый риск – замедление экономик стран с формирующимися рынками и возможное распространение на них кризисных тенденций. Здесь заложена угроза как для дальнейшего развития ситуации в ЕС, так и еще в большей степени – непосредственно для России. Эта новая тенденция еще требует отдельного изучения.

Намечая возможные направления реакции российской экономической политики на новые шоки со стороны ЕС, следует выделить некоторые важные, на наш взгляд, положения. Во-первых, в области внешней торговли необходимо избегать создания новых протекционистских барьеров с ЕС, которое затруднено в связи с вступлением России в ВТО. В условиях наступающего замедления экономик стран с формирующимися рынками возможности для диверсификации внешней торговли России оказываются ограни-

ченными. Во-вторых, требуется запустить комплекс мер, направленных на деофшоризацию российской экономики<sup>49</sup>, что сделает ее менее подверженной шокам в странах транзита российского капитала. В-третьих, переход Центрального банка России к режиму инфляционного таргетирования может создать ограничения для противодействия кризисным явлениям в российской экономике. Эти ограничения могут быть связаны как со слишком жестким следованием цели по инфляции, так и с ограниченной возможностью вмешательства в динамику валютного рынка (тогда как мы наблюдаем значительное воздействие внешних шоков на российский валютный рынок). В-четвертых, необходимо проведение промышленной политики для улучшения структуры российской экономики и структуры российского экспорта. Целесообразно увязать проведение этой политики с интеграционными инициативами в рамках Единого экономического пространства, что позволит несколько снизить одностороннюю зависимость России от ЕС в части импортных поставок продукции машиностроения. В рамках отдельных отраслей возможно налаживание взаимовыгодного сотрудничества с ЕС для формирования производственных цепочек, связывающих Россию с европейскими странами. В-пятых, необходимо развивать ликвидные финансовые рынки с опорой на национальный капитал, что позволит снизить степень их зависимости от внешних шоков. Приведенные меры не следует рассматривать как исчерпывающий перечень, а как ряд направлений экономической политики, способствующих смягчению воздействия внешних шоков на экономику России.

---

49. См., например, Хейфец Б.А. Деофшоризация российской экономики: возможности и пределы. М.: Институт экономики РАН, 2013. С. 38–51.

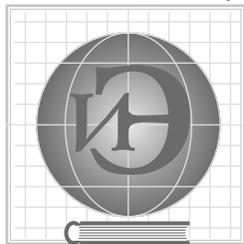
## СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ

1. *Alter A., Beyer A.* The Dynamics of Spillover Effects During the European Sovereign Debt Turmoil // ECB Working Paper. 2013. No. 1558. June.
2. *Cheung Y., Ng L.* A Causality-in-variance Test and its Application to Financial Market Prices // Journal of Econometrics. 1996. Vol. 72. Issue 1–2.
3. *Constancio V.* Contagion and the European debt crisis // Public debt, monetary policy and financial stability. Banque de France. Financial Stability Review. 2012. No. 16. April.
4. *Engle R.* Dynamic Conditional Correlation: A Simple Class of Multivariate GARCH Models // Journal of Business and Economics Statistics. 2002. Vol. 20. №3.
5. *Friedman T.L.* Two Worlds Cracking Up // The New York Times. 2012. December, 6-th. (<http://www.nytimes.com/2012/06/13/opinion/friedman-two-worlds-cracking-up.html>)
6. *Golovnin M., Libman A., Ushkalova D., Yakusheva A.* Is the USSR dead? Experience from the financial and economic crisis of 2008–2009. // Communist and Post-Communist Studies, 2013, Volume 46, Issue 1 (March).
7. *Golovnin M., Ushkalova D., Yakusheva A.* Effect of External Shocks on CIS Economies during Crisis of 2007–2009: Global and Regional Aspects / Eurasian Integration Yearbook 2010. Almaty: Eurasian Development Bank, 2010.
8. *Gros D.* The False Promise of a Eurozone Budget // Project Syndicate. 2012. December, 6-th (<http://www.project-syndicate.org/print/the-eurozone-needs-a-banking-union--not-a-budget-by-daniel-gros>).

9. Hong Y. A Test for Volatility Spillover with Application to Exchange Rates // *Journal of Econometrics*. 2001. Vol. 103. Issue 1–2.
10. Krugman P. Fatal Fiscal Attractions // *The New York Times*. 2013. August, 3-rd. (<http://krugman.blogs.nytimes.com/2013/03/08/fatal-fiscal-attractions/>).
11. Long-term Investors and Their Asset Allocations: Where Are They Now? // International Monetary Fund, 2011. *Global Financial Stability Report*, September, Ch. 2.
12. Mihaljek D. External Balances, Capital Flows, and Monetary and Exchange Rate Policies in Central and Eastern Europe / Proceedings 65-th Anniversary Conference of the Institute of Economics, Zagreb, November 08-14, 2004. Zagreb, Croatia: Institute of Economics, 2005.
13. Nakajima T., Hamori H. Causality-in-mean and Causality-in-variance among Electricity Prices, Crude Oil Prices and Yen—US Dollar Exchange Rates in Japan // *Research in International Business and Finance*. 2012. Vol. 26. No 4.
14. Nelson D.B. Conditional Heteroskedasticity in Asset Returns: A New Approach // *Econometrica*. 1991. Vol. 59. No. 2.
15. Tamakoshi G. European Sovereign Debt Crisis and Linkage of Long-term Government Bond Yields // *Economics Bulletin*. 2011. Vol. 31. No 3.
16. World Economic Outlook. 2013. April. Washington DC: International Monetary Fund, 2013.
17. Xu H., Hamori H. Dynamic Linkages of Stock Prices between the BRICs and the United States: Effects of the 2008–09 Financial Crisis // *Journal of Asian Economics*. 2012. Vol. 23. No 4.
18. Буторина О.В. Причины и последствия кризиса в зоне евро // *Вопросы экономики*. 2012. №12.
19. Годовой отчет Банка России за 2008 г. М.: Банк России, 2009.
20. Годовой отчет Банка России за 2011 г. М.: Банк России, 2012.
21. Годовой отчет банка России 2012 г. М.: Банк России, 2013.
22. Головнин М.Ю., Лобанов М.М. Инвестиционное взаимодействие России со странами «пояса соседства» // *Российский внешнеэкономический вестник*. 2012. №1.

23. Дементьева К. Замена материнскому капиталу // Коммерсантъ. 2011. 19 октября.
24. Кудряшова И.В., Плешакова М.В. Современное состояние и тенденции инвестиционного сотрудничества России и Европейского союза // Вестник Волгоградского государственного университета. Серия 3, Экономика, экология. 2013. №1.
25. Либман А., Головнин М. Тенденции инвестиционного взаимодействия стран СНГ и мировой экономической кризис (в соавторстве с А.М. Либманом) // Евразийская экономическая интеграция. 2010. №4.
26. Маневич В., Букина И. О макроэкономическом прогнозе на среднесрочную перспективу и денежно-финансовой политике РФ // Вестник Института экономики РАН. 2013. №2.
27. Обзор банковского сектора Российской Федерации. Аналитические показатели. Интернет-версия. 2013, февраль, №124 ([http://www.cbr.ru/analytics/bank\\_system/obs\\_1302.pdf?pid=bnksyst&sid=ITM\\_43323](http://www.cbr.ru/analytics/bank_system/obs_1302.pdf?pid=bnksyst&sid=ITM_43323)).
28. Отчет о развитии банковского сектора и банковского надзора в 2012 году. М.: Банк России, 2013.
29. Перспективы развития ситуации в еврозоне и последствия для России. М.: Центр макроэкономических исследований Сбербанка России, май 2012 г.
30. Хейфец Б.А. Деофшоризация российской экономики: возможности и пределы. М.: Институт экономики РАН, 2013.
31. Хронология финансово-экономического кризиса в еврозоне // РИА Новости. 2013. 13 мая (<http://ria.ru/spravka/20130513/936493523.html>).

Российская академия наук



Институт экономики

Редакционно-издательский отдел:

Тел.: +7 (499) 129 0472

e-mail: [print@inecon.ru](mailto:print@inecon.ru)

Сайт: [www.inecon.ru](http://www.inecon.ru)

*Научный доклад*

**Последствия европейского долгового кризиса  
для экономики России**

Оригинал-макет *Валериус В.Е.*

Редактор *Полякова А.В.*

Компьютерная верстка *Сухомлинов А.Р.*

Подписано в печать 23.12.2013. Заказ № 97

Тираж 300 экз. Объем 3,1 уч-из. л.

Отпечатано в ИЭ РАН

ISBN 978-5-9940-0443-2



9 785994 004432

