



СБЕРБАНК

ЦЕНТР МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИХ ИССЛЕДОВАНИЙ

Февраль 2012

**Какой путь предпочтительнее для Греции:
«Аргентина-2002» или «Прибалтика-2011»?**

Оглавление

Введение.....	3
Макростатистика: девальвация или дефляция?	4
Путь «Латвия-2011»	9
Путь «Аргентина-2002»	11
Заключение.....	13

Введение

Выделение Греции 130 млрд евро и старт программы PSI повысили уверенность, что Греции удастся избежать дефолта 20 марта, когда стране предстоят выплаты 14,5 млрд евро по государственному долгу. Снижение напряженности в краткосрочном периоде не снимает вопроса о структурных проблемах Греции и о динамике её экономики в среднесрочном периоде. Проблемы Греции состоят не столько в высоком уровне государственного и частного долга (в 2010 году 144,9% и 124,1% ВВП, соответственно), накопленного в 2000-ые на фоне постоянного дефицита текущего счета, сколько в неспособности обеспечить в обозримой перспективе достаточные темпы экономического роста для снижения уровня задолженности экономики (расчеты с внешними кредиторами). Неконкурентоспособность греческих трудовых ресурсов, ставшая результатом неконтролируемого роста зарплат в государственном и частном секторах греческой экономики, является главным препятствием для восстановления роста и сохранения Греции в рамках еврозоны. Соглашение о единой валюте предполагало гибкий рынок труда, но политические цели в некоторых странах оказались приоритетнее следования законам экономики и привели к накоплению структурных дисбалансов. В результате, в Греции не будет экономического роста, если не будет корректировки цен импорта относительно отечественных импортозамещающих товаров. В таких условиях перед Грецией открыты два пути.

Первый путь – сохранение Греции в еврозоне с проведением структурных реформ рынка труда (рост мобильности труда, гибкости зарплаты в бизнес цикле), в том числе со снижением зарплат в госсекторе и сокращением госслужащих, для стимулирования таким образом снижения уровня затрат на труд. Этот путь называют «внутренней девальвацией» (internal devaluation). Он предполагает корректировку относительных цен (реального валютного курса) через дефляцию при фиксированном валютном курсе.

Второй путь – выход Греции из еврозоны с девальвацией национальной валюты (возврат к драхме). Это – путь обычной девальвации. Он предполагает корректировку относительных цен через изменение номинального валютного курса.

Следование по первому пути допускает переход на второй путь, но обратное неверно. Пока Греция движется по первому пути. В вопросе о том, правильный ли выбор сделала Греция, решив не девальвировать валюту, иногда проводятся исторические параллели. Кто-то, как профессор экономики Пол Кругман¹, приводит в пример Исландию, которая в кризис 2008 года сразу встала на путь девальвации.

Среди стран, когда-либо следовавших по первому пути, Грецию сравнивают то с «Прибалтийскими тиграми» (Латвия, Литва, Эстония) после кризиса 2008 года, а также с Ирландией, то с Аргентиной после кризиса 1997 года. Утверждается, что эти страны также выбрали первый путь. Только прибалтийские страны продолжают следовать ему (по истечении трех лет), а Аргентина в начале 2002 года перешла на второй путь и отказалась от привязки песо к доллару США (тоже по истечении трех лет, в январе 2002).

Насколько обоснованы такие сравнения? Насколько схожа ситуация в Греции с ситуацией в упомянутых странах? Какой путь лучше: немедленной девальвации или болезненных структурных реформ?

В этом небольшом обзоре мы рассмотрим эти вопросы, сопроводив их как результатами уже существующих исследований, так и собственными соображениями.

¹ <http://krugman.blogs.nytimes.com/2011/12/07/they-have-made-a-desert-and-called-it-adjustment/>

Сравнение макроэкономической динамики: девальвация или дефляция?

Прежде всего отметим, что все рассматриваемые страны имели режим фиксированных валютных курсов на промежутке времени закончившимся кризисом (Исландия является исключением, но и там волатильность валютного курса была очень низкой). Фиксированные валютные курсы стимулировали приток капитала и стабильно-отрицательное сальдо текущего счета (см. Диаграмму 1), способствовали накоплению внешнего долга. Ситуация с дефицитами бюджетов на пике роста, однако, была различна, равно как и с уровнем государственного долга.

Страна	Аргентина	Греция	Латвия	Литва	Эстония	Ирландия	Исландия
Год	2000	2007	2007	2007	2007	2007	2007
Дефицит госбюджета, % потенциального ВВП	3,4	10,4	0,6 % факт ВВП	4,7	2,7 % факт ВВП	8,4	-3,7

Источник: МВФ

Страна	Аргентина	Греция	Латвия	Литва	Эстония	Ирландия	Исландия
Год	1997	2007	2007	2007	2007	2007	2007
Чистый госдолг, % ВВП	34,5	105,4	4,7	11,2	-5,5	11,2	10,8

Источник: МВФ

Страна	Аргентина	Греция	Латвия	Литва	Эстония	Ирландия	Исландия
Год	1997	2007	2007	2007	2007	2008	2006
Совокупный внешний долг, % ВВП	43,8	96,3	74,4	55,8	72,0	75,5	122,0

Источник: МВФ, Eurostat (Macroeconomic Imbalance Procedure)

Диаграмма 1





Источник: МВФ

Ниже мы подробнее опишем особенности макроэкономической и политической ситуации в некоторых странах в период кризиса и перед ним, пока же заметим, что каждая из стран на определенном коротком промежутке времени столкнулась с двумя усиливающими действие друг друга шоками: шоком «внезапной остановки» (sudden-stop), прекращения притока капитала в страну, и шоком внешнего спроса. Где-то это случилось синхронно, как в периферийной Европе, а где-то – нет, как в Исландии. В Аргентине это произошло в 1998 году параллельно кризису в России и Бразилии вслед за кризисом в Азиатских странах, в Прибалтийских странах, Ирландии и Греции – осенью 2008 года. Шоки привели к тому, что возникла необходимость корректировки накопившихся структурных дисбалансов для приведения системы к новому равновесию (стационарному состоянию). Возникла необходимость такой корректировки относительных цен, чтобы экономика могла перейти в новое равновесие, где уже нет структурных дисбалансов. Исландия выбрала путь мгновенной девальвации. Аргентина летом 1998 года пыталась держать валютный курс и встала на путь «внутренней девальвации», тогда как Бразилия (главный торговый партнер) в январе 1999 года девальвировала реал на 30%. Но в итоге, спустя три года, Аргентина отказалась от этого пути и так же девальвировала национальную валюту. Периферийная Европа (и в частности прибалтийские страны) пока демонстрируют приверженность пути ослабления реального валютного курса через дефляцию.

Вначале обратим наше внимание, на уже упомянутые дефициты счета текущих операций платежного баланса. Какие выводы можно сделать?

1. Аргентина, которая девальвировала национальную валюту, и «Прибалтийские тигры» (+Ирландия), которые не девальвировали валюты (не вышли из еврозоны), демонстрируют, на первый взгляд, схожую динамику текущего счета. В обоих случаях дефицит сокращается. Так, по-нашему мнению, проявляется эффект сокращения совокупного спроса в кризис (в том числе на импорт). Даже по величине (в процентных пунктах от ВВП изменение «минуса» на «плюс») корректировки в этих странах оказываются сопоставимыми. Получается, что девальвация не имеет эффекта? И здесь обращает на себя внимание различие в динамике текущего счета Исландии, которая девальвировала крону в начале 2008 года, и Прибалтийских странах. Если в последних положительное сальдо стало снижаться в период восстановления после кризиса 2008 года (импорт стал восстанавливаться), то в Исландии, напротив, в 2011 году сальдо стало положительным. Сравнение с Аргентиной в этом случае не совсем корректно из-за различных внешних условий (Стабильный рост мировой экономики тогда и вторая волна кризиса в Еврозоне сейчас). Девальвация позволила Исландии за три года с кризиса «отыграть» 30 пп к ВВП отрицательного сальдо текущего счета, успех Латвии (Литвы и Эстонии), применивших путь дефляции, составил всего около 12 пп, Ирландия отыграла только 5 пп.
2. Динамика счета Греции с 2008 года очень напоминает динамику счета Аргентины с 1998 по 2001 – такое же медленное снижение отрицательного сальдо.

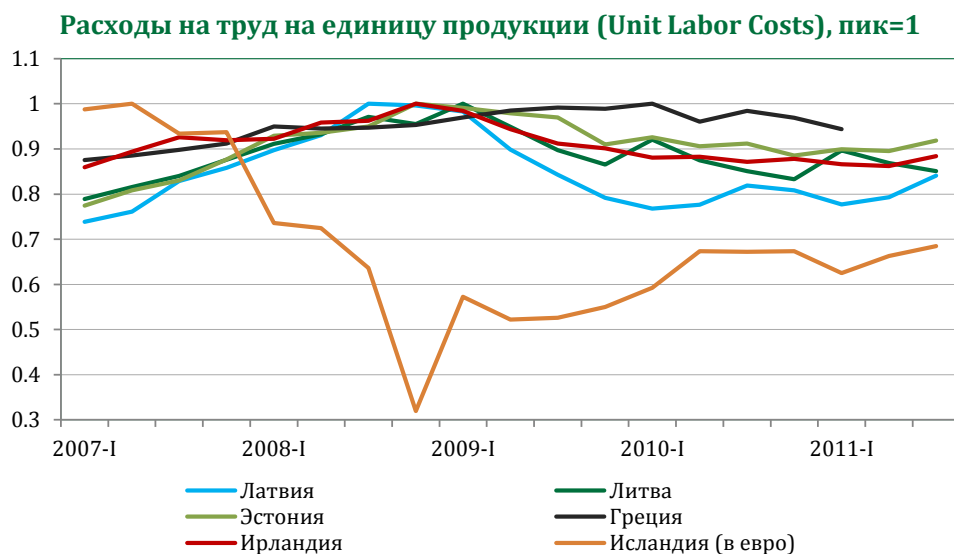
Исландия и Аргентина, в отличие от Прибалтийских стран и Греции (+Ирландии), по-нашему мнению, сумели существенно дальше продвинуться в деле корректировки структурных дисбалансов именно благодаря девальвациям. Почему мы так считаем?

Обратим внимание на динамику наиболее часто используемой меры конкурентоспособности трудовых ресурсов страны - расходы на труд на единицу продукции. Эта мера особенно важна для Европейских стран, так как в Евросоюзе существует свобода в выборе места расположения капитала и приложения труда, что влияет на производственные и инвестиционные решения и темпы роста ВВП (помимо прямого эффекта на цены товаров, выраженные в одной валюте и таким образом на решения потребителей, то есть на спрос).

На Диаграмме 2 индекс расходов на труд в евро² приведен относительно локального пика в период бума перед кризисом 2008 года. Для каждой страны он был свой, но за исключением Исландии (первый квартал 2007 года), пики индекса ULC остальных стран оказались достаточно близко (третий квартал 2008 – первый квартал 2009 года). На диаграмме видно, какое преимущество получила Исландия, девальвировав национальную валюту. При этом Греция (черная линия вверху) находится в самом начале пути. Прибалтика и Ирландия уже идут по этому пути три года. И наибольший успех здесь у Латвии, но и это улучшение очень слабое, как следует из диаграммы.

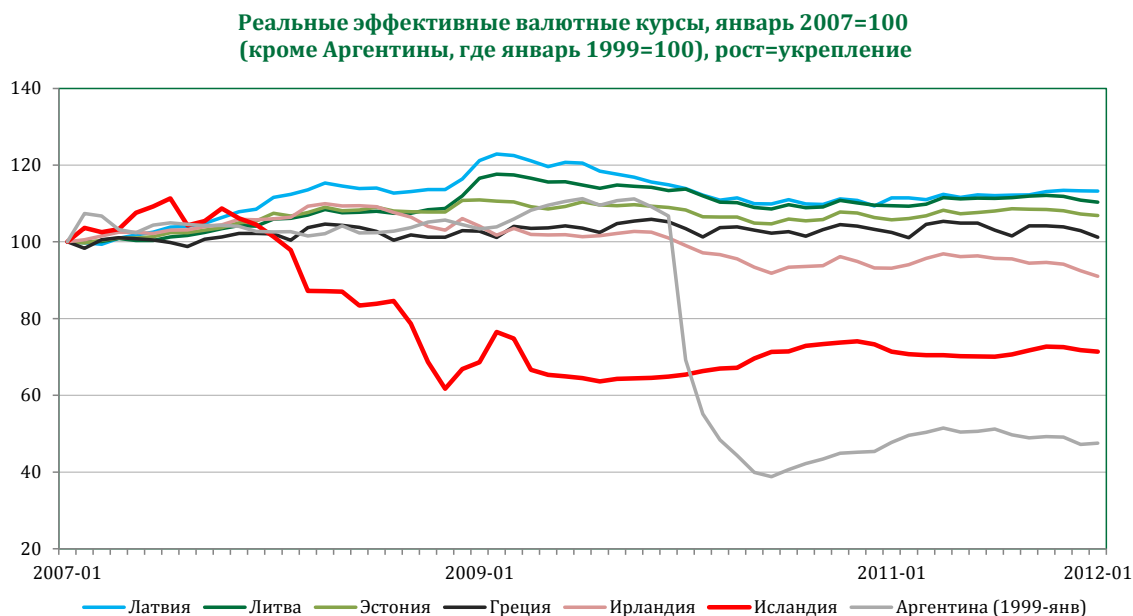
² для Прибалтийских стран корректировок не делалось из-за неизменности фиксированного курса, а расходы на труд Исландии были пересчитаны в евро

Диаграмма 2



Другая характеристика конкурентоспособности – относительные цены торгуемых товаров, динамика которых обычно представляется индексами реального эффективного валютного курса (РЭВК). Мы использовали индексы РЭВК Банка Международных Расчетов, подсчитываемые по единой методологии. На диаграмму 3 мы также добавили Аргентину (для неё ось начинается с января 1999 года, хотя ось дат и не представлена).

Диаграмма 3



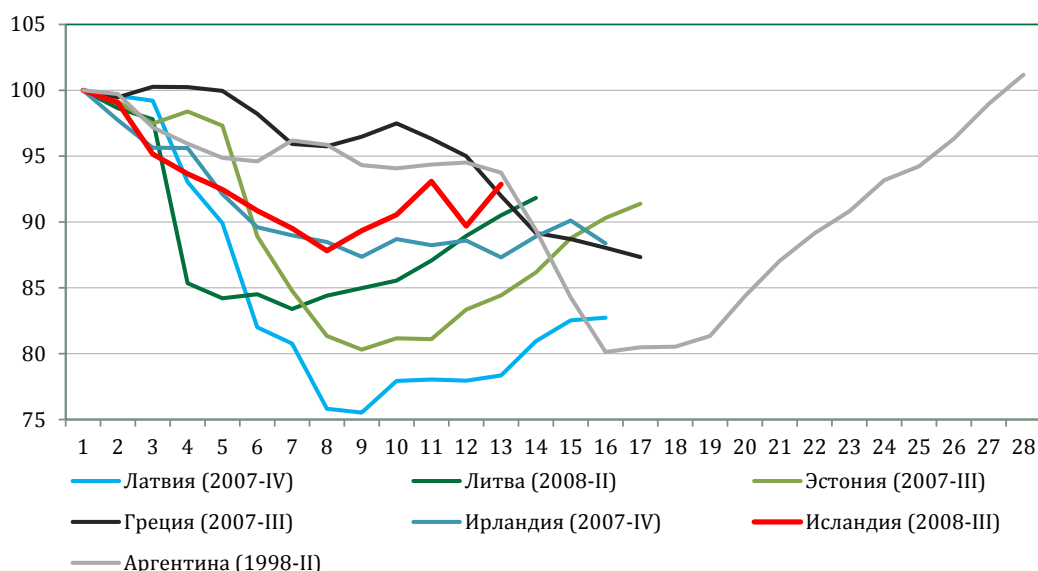
Опять же выделяется Исландия, которая быстро отказалась от идеи дефляции и девальвовала национальную валюту, получив конкурентное преимущество. Аргентина, как видим, продержалась несколько дольше, но последующая корректировка была очень сильной (на 60 пп в январе 2002 года относительно января 1999). Из стран, которые продолжают держать курс (остаются в еврозоне) наибольших успехов добилась Ирландия (-10 пп). Что же касается остальных стран, то все они выше отметки 100 пунктов, то есть их конкурентоспособность

ниже, чем была до кризиса. И возглавляет это список Латвия, хотя относительно 2009 года определенное улучшение там и наблюдается (на это же указывает и индекс ULC на Диаграмме 2 выше). В основе этих улучшений в Латвии – структурные реформы и слабый рынок труда из-за глубокой рецессии (подробнее ниже).

Обратим теперь внимание на динамику ВВП в странах, применявших столь разные подходы к приведению экономики к новому равновесию. На Диаграмме 4 отражена динамика ВВП сравниваемых стран после пика, где за 100 взят уровень ВВП на пике (соответствующий квартал указан в скобках).

Диаграмма 4

Отклонение ВВП по кварталам от локального максимума, пик=100



Источник: Haver Analytics, расчеты ЦМИ

Замечание: возможно, что ВВП не является вполне адекватной мерой экономической активности для Ирландии, где большую роль играет ориентированная на экспорт фармацевтика, принадлежащая нерезидентам. Логичнее было бы использовать ВВП (сделать корректировку на потоки доходов), что мы не сделали на диаграмме для единообразия. Но ВВП Ирландии демонстрирует динамику хуже ВВП³.

Выводы:

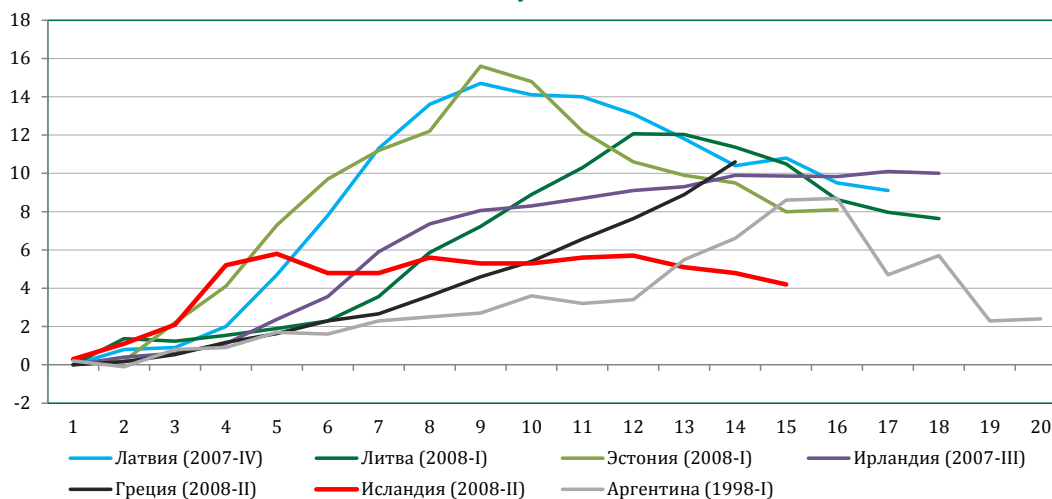
1. ВВП Латвии, Литвы и Эстонии в кризис демонстрировал наихудшую динамику. В случае Латвии снижение с пика на 25 процентов(!). Падение было быстрым и глубоким. Часть этого падения уже отыграна, но и сейчас отклонение от пика еще очень велико: Латвия -17%, Литва и Эстония по -8%.
2. ВВП Исландии и Ирландии демонстрируют схожую динамику. Но, учитывая сделанное выше замечание о различии ВВП и ВВП, Исландия выглядит лучше: к настоящему моменту -5 процентов от пика перед кризисом. Возможно, относительный успех Исландии - это результат девальвации.
3. Динамика ВВП Греции (черная линия) близко повторяет путь Аргентины (серая линия): медленное снижение. Отрыв Аргентины вниз на 15-м квартале после пика – краткосрочный негативный эффект девальвации, после чего ВВП стал быстро восстанавливаться.

³ Блог Пола Кругмана

Обратим также внимание на динамику уровней безработицы на диаграмме 5. Ось ординат отражает изменение уровня безработицы (в процентных пунктах) от её минимума (соответствующий квартал приведен в скобках).

Диаграмма 5

Прирост безработицы по кварталам с последнего локального минимума, процентные пункты



Источник: Haver Analytics, расчеты ЦМИ

Вновь, выделяется Исландия, у которой безработица слабо выросла, стабилизировалась и впоследствии стала снижаться. Безработица в Аргентине и Греции росла существенно медленнее, чем в Прибалтийских странах. Обращает на себя внимание снижение уровня безработицы в Прибалтике, что как отмечается некоторыми исследователями⁴, является чисто статистическим феноменом: рост эмиграции в 2009-2010 гг способствовал снижению доли безработных в экономически активном населении.

Итак, из приведенных данных обращает на себя внимание такое обстоятельство: страны, девальвировавшие национальные валюты, демонстрируют лучшую макроэкономическую динамику, они меньше «упали» в кризис и быстро восстанавливаются. Успешность «внутренней девальвации» в Прибалтийских странах сомнительна, несмотря на восстановление роста, по причине очень сильного падения ВВП в кризис и очень низкой базы.

Далее рассмотрим возникающие из выполненного выше анализа вопросы: Почему прибалтийские страны упали сильно и быстро, относительно Греции (все сохранили фиксированный курс)? Каковы их среднесрочные перспективы? Почему прибалтийские страны, не поступят также как Исландия-2008 или Аргентина-2002? Стоит ли Греции и Ирландии выйти из еврозоны (в дополнение к de-facto дефолту в обеих странах) и девальвировать валюты, как это сделала Аргентина в 2002 году?

Макроэкономическая динамика при фиксированных курсах: «Латвия-2011»

Прежде всего коснемся вопроса глубины падения в кризис в Латвии относительно Греции, хотя обе страны не девальвировали национальные валюты (Греция не вышла из еврозоны).

⁴ [снижение безработицы - статистическая иллюзия](#)

Экономика Латвии до кризиса росла очень высоким темпом (+10%гг в 2007 году). Активы банковской системы увеличились со 106% ВВП в 2004 до 145% в 2007 году. Кредиты частному сектору выросли с 51% ВВП в 2004 до 89% ВВП в 2007 г. Инфляция в начале 2008 года достигла 16%. Экономика была перегрета.

С 2004 года Латвия ввела фиксированный валютный курс к евро как один из шагов на пути к введению евро. Когда к декабрю 2008 года Исландская крона подешевела на 50%, Латвия, несмотря на разворот потоков капитала, не отказалась от привязки к евро и не пошла на девальвацию курса лата. Главная причина, по-нашему мнению, этого решения – желание вступить в еврозону и принятые обязательства по сходимости основных макроэкономических параметров в рамках ЕС (соответствие Маастрихтским соглашениям, требовавшим низкую инфляцию, недостижимую в случае девальвации).

Другая причина – внешние обязательства в евро, главным образом перед скандинавскими банками. И в этом отношении Латвия так же оказалась противоположностью Исландии или Аргентине-2001, которые допустили значительные убытки иностранных кредиторов. Для справки: кредит банков частному сектору в Исландии в конце 2007 года достиг 350% ВВП, но Центральный Банк Исландии принес банковский сектор в жертву и девальвировал крону (а также запретил индексировать к курсу инвалюты займы) и ввел ограничения на движение капитала, одновременно реструктуризации подверглась вся банковская система. В результате иностранные кредиторы исландских банков потеряли 47 млрд евро⁵ (310% ВВП Исландии 2007 года). В Латвии открытые ЦБ Швеции своп линии в евро, при участии ЕЦБ, позволили сохранить банковскую систему: потери иностранных банков составили 5,7% ВВП Латвии.

Вместо девальвации Латвия обратилась за помощью к МВФ в декабре 2008 года и получила кредит в сумме 1,7 млрд евро (7,5% ВВП, 56% дефицита текущего счета, 73% золотовалютных резервов банка Латвии). Вместе с финансовой помощью от ЕС, Всемирного Банка и ряда стран (Норвегия, Дания, Швеция) общий пакет помощи составил 7,5 млрд евро. В обмен Латвия принимала на себя обязательства по снижению уровня зарплат в госсекторе и усилению контроля над дефицитами бюджетов. В 2009 году Латвия сократила госрасходы на 8,2% ВВП и получила дополнительных доходов на 1,3% ВВП. В 2010 году фискальные корректировки составили 3,3% ВВП, в 2011 – 2,2% ВВП. Всего за три года 15% ВВП (!). При этом дефицит бюджета удалось сократить всего с 7,1% ВВП в 2009 году до 3,9% ВВП в 2011 (на 3,2 пп)⁶. Пример Латвии лишний раз доказывает, что первоначальное падение ВВП из-за экзогенного шока и последующее фискальное сжатие формируют ту обратную связь, которая не позволяет достичь цели сокращения дефицита.

В результате имплементации всех этих действий, Латвия с сентября 2008 года по июнь 2009 года потеряла 37% золотовалютных резервов. Зарплаты госслужащих за три года были снижены на 30%. С учетом занятых в частном секторе, зарплаты по экономике в целом упали на 13,5% (что обеспечило Латвии с 2009 года 10% реальное ослабление – Диаграмма 3). Безработица снизилась с 20,7% до 14,6% (и то за счет внушительной эмиграции), инфляция упала до 2,4%, ВВП оказался на 15% ниже пика 2008 года. Глубокая рецессия привела к росту долгов частного сектора со 132,1% ВВП в 2008 году до 140,9% ВВП по итогам 2010 года. Государственный долг в 2010 году достиг 44,7% (в 2009 36,7% ВВП). Уровень бедности в Латвии один из самых высоких в Европе (27,4% населения являются «остро материально нуждающимися» по методологии Евростата)⁷. По оценке МВФ, к 2015 году ВВП Латвии будет на 12% ниже, чем в 2008 году, а безработица снизится только до 8,5%. Качественно схожая ситуация и в других Прибалтийских странах.

Для сравнения, Греция оказалась в существенно меньшей степени приверженцем фискальной консолидации: дефицит бюджета с 10% в 2008 году снизился по итогам 2011 года до

⁵ Darvas, Z., "A Tale of three countries: recovery after banking crises", Bruegel Policy Contribution, Dec. 2011

⁶ Отчет МВФ, февраль 2012

⁷ Вся статистика из отчета МВФ, февраль 2012 год и [Macroeconomic Imbalance Procedure, Евростат](#)

8,3% ВВП – всего на 1,7 % ВВП за три года (в Латвии, как отмечено выше, 3,2% ВВП за два года). С учетом меньшего снижения ВВП Греции с пика, масштаб фискальной коррекции в Греции оказывается еще более скромным, чем в Латвии.

Сильное фискальное сжатие, предпринятое Латвией, по-нашему мнению, помогает объяснить различия в глубине падения Латвии от глубины падения Греции после кризиса 2008 года. Греция, *ceteris paribus*, приняла менее жесткие обязательства по структурному реформированию экономики. Латвия же поступила более кардинально (относительно размеров экономики). Но успехи Латвии в исправлении уровня конкурентоспособности пока очень скромные, а издержки оказались очень велики.

Но проциклическая фискальная политика не единственный фактор, который стимулирует дефляцию в экономике. Более важным мы считаем тот факт, что защищая курс национальной валюты и банковскую систему, монетарные власти Латвии допустили снижение денежной базы на 14,6% по итогам 2008 года относительно конца 2007 года и еще на 22,3% по итогам 2009 года. Денежная масса (M2) только с конца 2008 года по июнь 2009 сократилась на 20%. В Греции к июлю 2009 года денежная масса (M3), напротив, выросла за такой же период на 5%, а годовой рост составил 11,5%. Таким образом, и монетарная политика в Латвии была проциклической. Заметим, что другого выхода при фиксированных курсах не было, разве что поступить как Исландия и ограничить операции по счету операций с капиталом платежного баланса. На что Латвия, следуя своим обязательствам перед иностранными кредиторами, не пошла.

Макроэкономическая динамика при фиксированных курсах: «Аргентна-2002»

Аргентина после кризиса в Азии в 1997 году и, особенно, после кризиса в России и Бразилии оказалась в очень схожих с Грецией макроэкономических условиях. К этому относится политическая неопределенность, связанная с президентскими выборами, а также напряженная ситуация на долговом рынке развивающихся стран, обусловленная дефолтом России, повысившая стоимость обслуживания долга для Аргентины (спред доходностей на госдолг вырос с 500 базисных пунктов до 750). Девальвация Бразильского реала еще более ухудшила ситуацию с конкурентоспособностью. Рост экономики сменился рецессией: +8% в 1997 году против -3,5% в 1999, -1% в 2000 и -4,5% в 2001 году. Как результат: медленно снижающееся отрицательное сальдо текущего счета, растущий дефицит государственного бюджета (с 1,3% ВВП в 1998 до 4,4% ВВП в 2001) и растущий уровень госдолга (с 40,9% ВВП в 1998 до 62,2% ВВП в 2001)⁸, несмотря на принимаемые меры по сокращению госрасходов.

Цели МВФ по сокращению дефицита бюджета регулярно нарушались: при цели на 1999 год в 1,1% ВВП, дефицит составил 2,5% ВВП, при цели на 2000 год в 1,6% ВВП, фактический дефицит не изменился, при еще более низкой цели в 2,4% ВВП в августе 2001 года (снизившейся с февральской цели 2001 года в -0,9% ВВП), фактический дефицит сложился в 4,4% ВВП по итогам года. Надежды МВФ на восстановление роста и хотя бы минимальную положительную инфляцию не сбылись: с 1999 по 2001 год общий уровень потребительских цен снижался ежегодно на 1%. Этого явно было недостаточно, хотя бы для того, чтобы «догнать» оторвавшийся на 30% реальный валютный курс Бразильского реала.

Экономисты МВФ в 2003 году, уже после кризиса, так оценивали события в Аргентине в 2001-м: **«В таких условиях (падающий ВВП и растущие спреды доходностей гособлигаций – прим. авторов) власти должны были всерьез рассмотреть возможность насильствен-**

⁸ [Lessons from the crisis in Argentina, IMF, 2003](#)

ной реструктуризации государственного долга со списанием части его приведенной стоимости и одновременным отказом Аргентины от режима фиксированных курсов»⁹.

Но сделано этого не было, так как могло разрушить Аргентинскую финансовую систему, и власти Аргентины на это не пошли (боялись потерять власть?): по оценкам 70% списание приведенной стоимости (близко к оценке списаний по NPV в Греции) могло полностью обнулить капитал банковской системы Аргентины. МВФ не стал настаивать на более решительных действиях (возможно, представляя все разрушительные последствия от списания долга) и решил продолжить помощь Аргентине при условии дальнейшего фискального сжатия (выделение в сентябре 2001 года \$8 млрд при условии достижения нулевого первичного дефицита). Предыдущая цель (в мае 2001 года) была -0,1% ВВП при факте -1,5% ВВП.

Кризис в Аргентине разразился в конце ноября с набегов на банки (за 28-30 ноября депозиты упали на 6%). Понимая бессмысленность выделения денег, МВФ в декабре отказал в выделении очередного транша. За чем последовали «банковские каникулы» и массовые демонстрации. Промпроизводство в декабре упало на 18%гг, строительство – на 36%гг, импорт – на 50%гг. Налоговые сборы в декабре составили -30%гг. К этому добавился политический кризис (смена пяти президентов за три недели). В январе 2002 года Аргентина объявила дефолт и отменила режим фиксированного курса. В феврале начались рыночные торги с курса 1,8 песо за доллар. Чтобы защитить население и фирмы, в феврале власти обязали банки проинвестировать обмен всех долларовых обязательств частного сектора на обязательства в песо по курсу 1:1 (для займов правительству по курсу 1,4:1) – «песонизация».

Анализируя этот кризис, экономисты МВФ отмечали, что МВФ не был достаточно настойчивым в выполнении Аргентиной фискальных целей и часто шел «на поводу» у правительства. МВФ не вводил строгих нормативов по реформированию рынка труда, хотя проект реформы рынка труда был еще в соглашениях, подписанных с Аргентиной в 1996 году. В качестве своей большой ошибки МВФ признает недостаточный контроль над дефицитами бюджетов в Аргентине в период бума, что не позволило из-за режима фиксированного валютного курса компенсировать проциклическую монетарную политику контрциклической фискальной с началом спада во второй половине 1998 года. Но в качестве оправдания в отчете отмечается, что ранние рекомендации МВФ по реструктуризации долга и выходу из фиксированных курсов не были услышаны руководством Аргентины. МВФ ничего не оставалось как продолжать помощь и надеяться, что это вернет уверенность инвесторам и ослабит давление на обслуживание госдолга. Но этого не произошло.

Интересные уроки приводит МВФ в своем отчете 2003 года по итогам анализа кризиса в Аргентине (отметим лишь некоторые, сопроводив их *нашими комментариями*):

1. Необходимо лучше оценивать обратный эффект структурных реформ на рост ВВП, *чтобы не происходило сползания в цикл «фискальное сжатие»-«рецессия»-«фискальное сжатие» и т.д.*
2. В тех случаях, когда динамика долга становится неподдерживаемой, необходимо сразу прибегать к реструктуризации и списанию долга, а не ждать ухудшения ситуации. *Но здесь сразу возникает вопрос о стимулах стран-должников. Текущая приверженность «тройки» идее фискальной консолидации, несмотря на усиление рецессии, может быть продиктована именно соображениями не формировать у должников плохие стимулы к исполнению своих обязательств*
3. Фиксация курсов помогает как временное явление, чтобы снизить инфляцию, в долгосрочном плане от неё надо отказываться. Аргентина должна была отказаться от привязки в 1996 или 1997 году. *Более общий взгляд на выбор режима валютного курса состоит в том, что в ответ на реальные шоки (такие как изменение условий торговли) страна должна отказываться от фиксированного курса, иначе продолжать держать его. Соот-*

⁹ [Lessons from the crisis in Argentina, IMF, 2003](#), стр. 60

ветствующая формальная модель приведена в Ghosh. A., Gulde, A. Wolf, H., Exchange Rate Regimes: Choices and Consequences, The MIT Press, 2002

Таким образом, помимо схожей динамики основных макропоказателей, «событийные» параллели между Аргентиной и Грецией оказываются более, чем очевидны с той лишь разницей, что 5 декабря 2001 года МВФ прекратил помощь Аргентине, а спустя 10 лет, в отношении Греции этого пока не произошло. Опыт Аргентины показывает, что стоит Евровластям только указать на возможность прекращения помощи Греции, как в тот же самый момент выход Греции можно будет считать состоявшимся событием, так как в этом случае стимулы Греции к проведению реформ резко снизятся, что окажет обратный эффект на выполнение Грецией взятых на себя обязательств, а это повлияет на возможность предоставления помощи «Тройкой».

Заключение

Подводя итог, жесткость цен делает путь Латвии менее привлекательным, чем путь Аргентины-2002 (или Исландии-2008). Жесткость цен переносит корректировку в долгосрочный период («где все мы умрем» согласно высказыванию Джона Мейнарда Кейнса) и то, насколько Греция будет следовать этому пути, зависит от готовности населения принимать структурные реформы и от приверженности евровластей идее помощи Греции. В Латвии готовность терпеть реформы пока высока (и это объясняется в большей степени желанием остаться в ЕС, чем желанием вступить в еврозону¹⁰), в Аргентине терпение закончилось в конце 2001 года.

В настоящий момент Греция, выбрав путь «внутренней девальвации», должна идти по пути Латвии-2011, но пока все сводится к тому, что Греция превратится в Аргентину-2002 – реформирование медлительное, социальная напряженность растет, а терпение «Тройки» снижается. Это – путь к девальвации (выходу из еврозоны). На высокую вероятность этого указывает и опыт МВФ.

¹⁰ так по опросу только 25% населения поддерживают идею вступления в еврозону в 2014 году

Синяков Андрей,
Главный аналитик ЦМИ
AASinyakov@sberbank.ru

Маргарита Завьялова,
Старший эксперт ЦМИ,
корректурa
MSZavyalova@sberbank.ru

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

Отказ от ответственности

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

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

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

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

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

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