Иван ЧАКАРОВ,
главный экономист по России и СНГ, Bank of America Merrill Lynch

Новый год в Европе начался на мажорной ноте. Об этом говорят позитивные результаты опросов, экономические индикаторы, фиксирующие стабильный рост глобальной экономики, и активные усилия периферийных стран зоны евро по восстановлению равновесия в бюджетной сфере. Однако у нас есть опасения, что этот оптимизм может скоро испариться, поскольку все выходящие на долговой рынок страны стараются перетянуть инвестиционное одеяло на себя, а приходящаяся на начало года волна новых заимствований с большой долей вероятности приведет к очередному скачку доходности облигаций.

Четыре вопроса для Европейского союза

Очень высокой остается и неопределенность относительно макроэкономической ситуации. Сможет ли рост экономики поддерживать сам себя? Достаточно ли сделала Европа для того, чтобы справиться с проблемами Португалии и Испании, если этим странам в конце концов придется предоставлять финансовую помощь в том или ином виде?

ВОПРОС 1. КАКОЙ РАЗВЯЗКИ ЖДАТЬ ЕВРОПЕ?

Наступивший год, вероятнее всего, вновь станет тяжелым испытанием для политиков по мере того, как опасения, связанные с уровнем суверенного долга в зоне евро, начнут загонять уровень доходности бумаг стран второго эшелона на новые вершины. Мы предполагаем, что в первой половине 2011 года возможны четыре основных сценария развития событий.

Сценарий 1, «Впрыск ликвидности, и как-нибудь продержимся» (вероятность — 65%), скорее всего, станет результатом недостатка политической воли при решении вопросов восстановления кредитоспособности и дальнейшего благодушия по отношению к банкам, нуждающимся в немедленной рекапитализации. Несмотря на все старания, Португалии придется обратиться за финансовой помощью уже в первом квартале. Однако велика вероятность того, что перед лицом неминуемого повторения португальского сценария в отношении Испании и опасений, что вместе они съедят весь Европейский фонд финансовой стабильности (EFSF), Европейский центральный банк вновь вынужден будет выступить в роли покупателя последней инстанции и на протяжении всего первого квартала скупать облигации периферийных стран. ЕЦБ, вероятно, не станет торопиться со сворачиванием программы экстренных мер и вновь вернется к практике долгосрочных операций рефинансирования, рассчитанных на шесть, а то и двенадцать месяцев.

Сценарий 2, «Решение вопроса восстановления кредитоспособности, ослабление правил вступления в действие Европейского фонда финансовой стабильности» (вероятность — 10%), станет возможным, если инвесторы изначально сфокусируют свое внимание на радужных новостях о развитии мировой экономики, где развивающиеся рынки демонстрируют стабильный рост, а американская экономика выходит из кризиса быстрее, чем ожидалось. Обратившиеся в Европейский фонд финансовой стабильности Португалия и Испания «съедают» весь объем находящихся в его распоряжении

средств при отсутствии признаков политической воли к его увеличению. Растущее недовольство избирателей и еще один раунд не особенно жестких стресс-тестов в банковской сфере мешают подвести финальную черту под суверенным долговым и финансовым кризисом. Ситуация медленно, но верно деградирует, настроения на рынке ухудшаются, что в конце концов делает очевидной необходимость поиска какого-то альтернативного решения.

ЕЦБ, ВЕРОЯТНО, НЕ СТАНЕТ ТОРОПИТЬСЯ СО СВОРАЧИВАНИЕМ ПРОГРАММЫ ЭКСТРЕННЫХ МЕР И ВНОВЬ ВЕРНЕТСЯ К ПРАКТИКЕ ДОЛГОСРОЧНЫХ ОПЕРАЦИЙ РЕФИНАНСИРОВАНИЯ, РАССЧИТАННЫХ НА ШЕСТЬ, А ТО И ДВЕНАДЦАТЬ МЕСЯЦЕВ

Сценарий 3, «Решение проблемы восстановления кредитоспособности и принудительная рекапитализация банков» (вероятность — 25%), может стать результатом значительного усиления рыночной напряженности, серьезного падения уровня деловой уверенности и демонстрации ЕЦБ своей независимости с одновременными призывами с его стороны к системному разрешению банковского кризиса с использованием европейского варианта американской программы реализации проблемных активов (TARP). Замедление темпов скупки долговых бумаг со стороны ЕЦБ при одновременном отказе инвесторов от решения проблемы через увеличение ликвидности или с использованием Европейского фонда финансовой стабильности заставит регуляторов отказаться от «бездефолтного» подхода к стресс-тестам банков. Политическое окно для общеевропейской рекапитализации банковского сектора открывается после земельных выборов в Германии в конце марта. Этому предшествуют более жесткие стресс-тесты банков, проводимые под эгидой возглавляемого Европейским центральным банком Европейского совета по системным рискам.

Сценарий 4, «Прекращение существования евро в нынешнем виде» (вероятность — 1%), может осуществиться лишь во второй половине 2011 года. Для этого потребуется, чтобы инвесторы сказали нет варианту с увеличением ликвидности, чтобы провалился расширенный Европейский фонд финансовой стабильности, а постаукционный спрос на долговые обязательства упал до чрезвычайно низкого уровня. Потребуются также полный тупик на политическом фронте и значительно более жесткая позиция ЕЦБ в доказательство своей независимости. На этом фоне усилятся разговоры о том, что некоторые страны рассматривают варианты выхода из единой европейской валюты, а бегство капитала из экономически более слабых стран обернется серьезной финансовой нестабильностью, жертвой которой станут, возможно, несколько банков.

ВОПРОС 2. ЕСЛИ ПОРТУГАЛИЯ ВОСПОЛЬЗУЕТСЯ ЕВРОПЕЙСКОЙ ПОДУШКОЙ БЕЗОПАСНОСТИ, СДЕЛАЕТ ЛИ ТО ЖЕ САМОЕ ИСПАНИЯ?

Португальская экономика показала в 2010 году неплохие результаты. По данным Европейской комиссии, рост ВВП в реальном выражении составил около 1.3%, в номинальном — в районе 2%. Однако стратегия снижения бюджетного дефицита оказалась малоэффективной: налоговые поступления республиканского бюджета показали лишь скромный рост (+3.7% в январе-ноябре в годовом исчислении), а недостаточный контроль за расходами (+2.6% за тот же период в годовом исчислении) обернулся некоторым увеличением бюджетного дефицита. И хотя по итогам 2010 года Португалия все еще может уложиться в целевые показатели по дефициту, это будет результатом одномоментного поступления средств от предприятий коммунального сектора. В 2011 году меры по сокращению дефицита должны заработать в полную силу, что, по нашему мнению, приведет к замедлению темпов роста португальского ВВП и рискует обернуться общими негативными последствиями для страны. Нам кажется, что Португалия является главным кандидатом на получение внешней помощи, как это уже произошло с Грецией и Ирландией.

Испания, со своей стороны, прикладывает значительные усилия для реализации политики с целью убедить инвесторов в том, что перенастройка ее бюджетной системы дает плоды. Испания укладывается в целевые параметры в фискальной сфере, включающие в себя дефицит бюджета в размере 6% от ВВП. Мадрид внес изменения в трудовое законодательство и сейчас занят реформированием пенсионной системы, которое должно завершиться к марту 2011 года. Исходя из консервативного сценария развития событий с первичным профицитом бюджета на уровне 0.5% от ВВП к 2014 году, более высокой стоимостью заимствований в 2011 году (6%) и расходами на рекапитализацию банков в размере 55 млрд евро, наша модель достижения устойчивого баланса системы государственных заимствований показывает, что пик будет достигнут в 2014 году на уровне менее 80% от ВВП.

Времени на это, однако, остается все меньше и меньше: краткосрочные макроэкономические показатели слабые, на рынке продолжают царить негативные настроения. По нашим подсчетам, вероятность обращения Испании за помощью от

МЫ ОЖИДАЕМ, ЧТО ЭФФЕКТ ОТ УЖЕСТОЧЕНИЯ ФИСКАЛЬНОЙ ПОЛИТИКИ ВЛАСТЕЙ В ЕВРОЗОНЕ В 2011 ГОДУ СОСТАВИТ ПРИМЕРНО 1.5% ОТ ВВП, А СОВОКУПНЫЙ БЮДЖЕТНЫЙ ДЕФИЦИТ УПАДЕТ ДО 4.6% ОТ ВВП В 2011 ГОДУ ПО СРАВНЕНИЮ С 6.3% ГОДОМ РАНЕЕ

Европейского фонда финансовой стабильности на 30 декабря прошлого года составляла 58%, Португалии — 76%. Окончательное решение о запросе финансовой помощи должно принять испанское правительство. Этот процесс займет время, скорее всего, потребуется проход через какие-то контрольные точки, чтобы заставить правительство признать, что ситуация развивается в неблагоприятном ключе. Знаком того, что игра окончена, могут стать трудности банков с размещением долговых обязательств даже под государственные гарантии, постоянно увеличивающаяся и ставящая под угрозу стратегию снижения долгового бремени стоимость заимствований, анемичные темпы роста в четвертом квартале.

ВОПРОС 3. ПРИВЕДЕТ ЛИ ЖЕСТКАЯ ФИСКАЛЬНАЯ ПОЛИТИКА К ЗАМЕДЛЕНИЮ РОСТА? ЧТО МОЖЕТ СМЯГЧИТЬ ЕЕ ЭФФЕКТ?

Мы ожидаем, что эффект от ужесточения фискальной политики властей в еврозоне в 2011 году составит примерно 1.5% от ВВП, а совокупный бюджетный дефицит упадет до 4.6% от ВВП в 2011 году по сравнению с 6.3% годом ранее. Увеличение налогов негативно сказывается на текущем потреблении и инвестировании в бизнес, так как снижает уровень чистого дохода домохозяйств и компаний. Уменьшение государственных расходов непосредственно замедляет темпы роста ВВП и косвенно снижает уровень индивидуального потребления, инвестиций и чистого экспорта. Мнения экспертов относительно значения фискального мультипликатора различны, но большинство сходится на цифре 0.7, то есть снижение структурного дефицита на 1.5% от ВВП замедлит рост ВВП примерно на 1%. Иными словами, если бы власти не предпринимали шагов по урезанию бюджетных расходов, мы бы прогнозировали рост ВВП в еврозоне на уровне 2.6%, а не 1.6%.

Данный результат не является обязательным и гарантированным, все будет в конечном итоге зависеть от структуры урезания бюджетных расходов и увеличения доходов. Повышение налогового бремени тормозит развитие экономики, так как снижает совокупный спрос. В части предложения высокие налоги отрицательно сказываются на желании компаний и домохозяйств работать, копить и инвестировать. Есть, однако, свидетельства того, что прямое негативное влияние снижения государственных расходов на рост ВВП может с лихвой окупиться тем положительным эффектом, который урезание бюджетных трат дает в плане увеличения инвестиций в деловой сфере и роста экспорта.

Страны, решающие бюджетные проблемы в первую очередь через снижение расходов, по нашему мнению, имеют больше шансов приятно удивить рынки ростом экономики и своей способностью справиться с непомерным ростом государственного долга. В Ирландии и Британии ужесточение бюджетной политики проходит как комбинация снижения расходов и увеличения налогов, открывающих для этих стран неплохие перспективы на будущее. Мало того что более двух третьих всего объема фискальных мер направлены на снижение расходов, большая часть этого снижения приходится на текущие расходы. Фискальные меры в Греции поровну разделены между урезанием расходов и увеличением налогов. Однако стоит заметить, что большая часть сокращений затронет текущие расходы. Структура антикризисных пакетов у Испании и Португалии в 2010 году выглядела менее впечатляющей, однако их бюджеты в этом году более четко сфокусированы на сокращении зарплат и числа занятых в государственном секторе, а также снижении социальных расходов.

> «ЕВРО — ЭТО НЕ ПРОСТО ВАЛЮТНЫЙ СОЮЗ, ЭТО ПРОЕКТ, В КОТОРЫЙ ПОЛИТИКИ И ЧИНОВНИКИ ВЛОЖИЛИ ТАКОЙ КОЛОССАЛЬНЫЙ ПОЛИТИЧЕСКИЙ КАПИТАЛ, ЧТО ЕГО КОНЧИНА ПРЕДСТАВЛЯЕТСЯ ПРАКТИЧЕСКИ НЕВОЗМОЖНОЙ»

ВОПРОС 4. ВЫЖИВЕТ ЛИ ЕВРО? ПРИДЕТ ЛИ АНГЕЛА МЕРКЕЛЬ НА ПОМОЩЬ ЕВРОПЕЙСКОЙ ВАЛЮТЕ?

Нам кажется, что ответ на оба вопроса положительный. На наш взгляд, институт евро «слишком велик, чтобы позволить ему рухнуть». Это не просто валютный союз — это проект, в который политики и чиновники вложили такой колоссальный политический капитал, что его кончина представляется практически невозможной. Более того, пока инвесторы обсуждают, выживет ли евро, на европейскую валюту перешла еще одна страна — 1 января 2011 года Эстония стала семнадцатым членом европейского клуба.

Наиболее вероятным сценарием, на наш взгляд, является усиление трений между европейскими лидерами в первой половине 2011 года на фоне новых попыток найти решение проблемы государственного долга. Усилится нестабильность на рынках, что в конце концов, как нам кажется, заставит Португалию обратиться за внешней помощью. По нашему мнению, усилится давление на Испанию, Италию и Бельгию. Однако мы ожидаем, что по мере ухудшения ситуации европейские институты предпримут шаги, направленные на стабилизацию положения на рынках, чтобы членам европейского сообщества не пришлось на протяжении долгого времени платить чрезвычайно высокую премию за риск.

По мере углубления кризиса и втягивания в его водоворот таких крупных стран, как Испания и Италия, Ангеле Меркель будет уже не так политически опасно убеждать избирателей в необходимости принятия экстренных мер, таких как, к примеру, увеличение объема Европейского фонда финансовой стабильности или создание Европейского долгового агентства и выпуск совместно гарантированных долговых обязательств. Не стоит забывать, что у немецких банков на руках значительный объем долга стран второго европейского эшелона. Более того, чем больше этим странам приходится обращаться к Германии для решения своих проблем с ликвидностью и получением финансирования, тем более значительным будет вес Германии в Евросоюзе.