Егор СУСИН,
руководитель аналитического отдела, компания «Альпари»

ЭПОПЕЯ ВОКРУГ ЕВРОПЕЙСКИХ ДОЛГОВ ПРОДОЛЖАЕТСЯ ВОТ УЖЕ В ТЕЧЕНИЕ ДВУХ ЛЕТ, НО В КОНЦЕ 2011 ГОДА ЕВРОПА ДОШЛА ДО КРИТИЧЕСКОЙ ТОЧКИ. В РЕЗУЛЬТАТЕ ПОСЛЕДОВАЛО НЕСКОЛЬКО РЕШЕНИЙ, КОТОРЫЕ РЫНКИ ЯВНО НЕДООЦЕНИЛИ. ДОСТАТОЧНО ЧЕТКО БЫЛИ ОЧЕРЧЕНЫ ДАЛЬНЕЙШИЕ ПОЛИТИЧЕСКИЕ ПЕРСПЕКТИВЫ: БУДЕТ СДЕЛАНО ВСЕ ДЛЯ СОХРАНЕНИЯ ЕВРО, БУДЕТ ОКАЗАНА ПОДДЕРЖКА ПРИ УСЛОВИЯХ ЖЕСТКОЙ ЭКОНОМИИ.

Евро дали шанс

Смена властей Греции и Италии на технократов Пападимоса и Монти дает определенную уверенность в том, что власти проблемных стран будут действовать достаточно жестко. По крайней мере, относительно Италии ситуация стала более предсказуемой. Одновременно, со сменой руководства ЕЦБ, резко изменилась монетарная политика. Марио Драги начал действовать безо всякой раскачки, дважды снизив ставки с 1.5% до 1.0%. Но самым главным действием ЕЦБ было расширение доступа банков к ликвидности, регулятор значительно понизил требования к залогам, одновременно Центробанк пошел на предоставление среднесрочных трехлетних кредитов. На первом же аукционе банки набрали в ЕЦБ кредитов на три года в объеме 489.2 млрд евро, а общий объем кредитов банкам от ЕЦБ превысил 800 млрд евро. Кроме того, Центробанк скупил облигации проблемных стран более чем на 200 млрд евро. Сейчас банки имеют рекордные объемы свободной ликвидности, но доверие в банковском секторе остается низким.

> ВЕДОМСТВО БЕРНАНКЕ ДАЛО ЧЕТКИЙ СИГНАЛ: ОНО НЕ РАССМАТРИВАЕТ ВОЗМОЖНОСТЬ КРАХА ЕВРО КАК ВЕРОЯТНЫЙ СЦЕНАРИЙ. НО РЫНКИ ПО ИНЕРЦИИ ВСЕ ЭТО ПРОИГНОРИРОВАЛИ

Планируется еще один аукцион в феврале, что закроет оставшиеся проблемы с ликвидностью. Эти действия были поддержаны и Федрезервом, который снизил ставки по долларовым своп-линиям, что позволяет ЕЦБ предоставлять дешевую долларовую ликвидность — на уровне 0.58–0.60% годовых. Очень важным в действиях ФРС было то, что ведомство Бернанке дало четкий сигнал: оно не рассматривает возможность краха евро как вероятный сценарий. Но рынки по инерции все это проигнорировали, истерический настрой сохраняется даже сейчас, хотя решения были приняты еще в конце прошлого года.

Хотя падение евро на фоне существенного расширения баланса ЕЦБ вполне отражает ситуацию, стоит учитывать, что даже после активного вмешательства Центробанка ставки в Европе остаются относительно высокими, а потоки между финансовой системой еврозоны и внешним миром — угнетенными. Источником ликвидности для иностранцев еврозона вряд ли может стать в текущих условиях, влияние на нее будет оказываться скорее за счет снижения потребности у европейских банков в распродаже своих внешних активов. Внешняя позиция еврозоны в целом достаточно хорошо сбалансирована, дефициты торгового и платежного баланса незначительны, а последняя волна падения евро только повысит позиции европейских экспортеров и прибыли инвесторов на внешних рынках.

Это не означает, что проблемы еврозоны решены, но пока что риск разрушения валютного союза снят с повестки дня, а настроения на рынках просто не отражали этих изменений. «Белой вороной» остается Греция, банкротство которой может временно дестабилизировать финансовую систему. К марту греки не смогут рассчитаться по своим долгам и будут вынуждены объявить о дефолте, если не смогут договориться с кредиторами и властями ЕС. Учитывая тот факт, что сейчас возобладала немецкая позиция, которая требует жесткой экономии в обмен на помощь, греки могут просто не договориться и со своими профсоюзами, а источников для финансирования своего долга у них нет. Если ситуация пойдет по

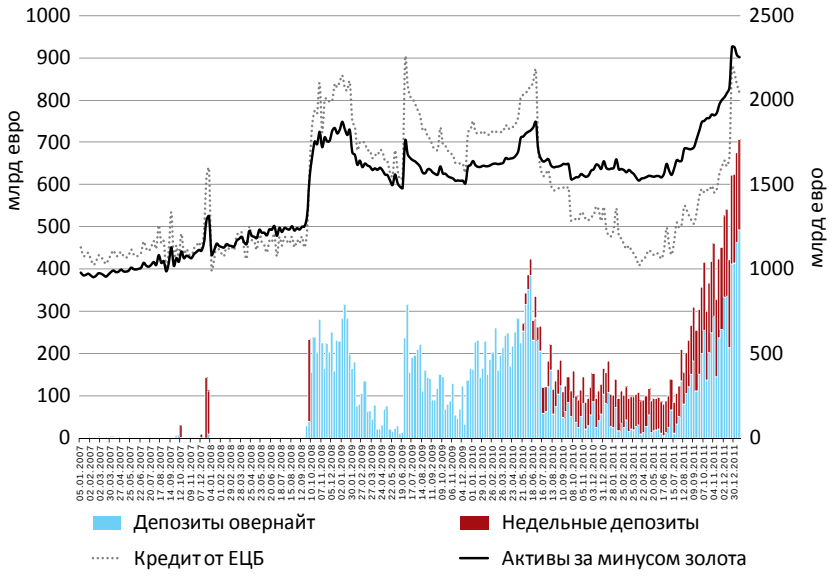
негативному сценарию, то шансы на выход Греции из еврозоны существенно возрастают. Конечно, будет сделано все, чтобы этого не допустить, но исключать такой сценарий сейчас нельзя. Однако это все равно не будет долгосрочным дестабилизирующим фактором. На данный момент Греция является единственным претендентом на выход, но даже этот факт не разрушит валютный союз. Ликвидности в системе будет достаточно для того, чтобы «выкупить» подобный сценарий. Много опасений вызывают объемы рефинансирования, которые должны осуществить страны еврозоны и банковский сектор в 2012 году, но при нынешней политике ЕЦБ эти риски не столь высоки. Веерное понижение кредитных рейтингов со стороны S&P и практически полное отсутствие реакции рынков на это событие — отражение той ситуации, которая сложилась сейчас в Европе. Рейтинговые агентства сильно опаздывают, достаточно посмотреть на стоимость страховки от дефолта той же Франции, чтобы понять, что никто уже давно не считает ее долги соответствующими наивысшему кредитному рейтингу.

Определенные шаги для стабилизации ситуации в Европе приняты, но остается огромный пласт нерешенных вопросов, который будет нести риски в 2012 году. На первый план здесь выходит создание налогово-бюджетного союза, который необходим, но не получил однозначной поддержки в ЕС: жесткое противостояние Берлина и Лондона создает серьезные проблемы. Рост роли Германии и Франции в ЕС, их доминирование крайне не устраивает политические круги Лондона. Компромисс здесь найти будет сложно. Поэтому единого соглашения в рамках ЕС заключить не удастся, неполноценный налогово-бюджетный союз не сможет функционировать эффективно. Германия, видимо, продолжит занимать крайне жесткую позицию относительно перехода на единые облигации, пытаясь сохранить монополию на «островок безопасности», которым выступают немецкие госдолги. Серьезные проблемы будут и с расширением объемов стабилизационного фонда EFSF (с 2013 года планируется задействовать европейский механизм стабильности ESM), что будет создавать постоянную напряженность, потому как один ЕЦБ все проблемы решить не может. Жесткие меры по сокращению бюджетных расходов вернут экономику в рецессию, которая прогнозируется уже практически всеми международными институтами (прогноз Всемирного банка — снижение ВВП на 0.3%, МВФ ожидает сокращения на 0.5%). Но здесь стоит учитывать один очень важный момент: падение европейской валюты существенно повысит конкурентоспособность европейских экспортеров. Уже в конце 2011 года пошли сигналы об улучшении ситуации с экспортом, эффект от снижения курса евро поддержит экономику.

Текущая ситуация говорит о том, что рынки недооценивают предпринятые меры, доверие к действиям европейских властей остается низким, но ситуация сейчас лучше, чем мы наблюдали до вмешательства ЕЦБ. Предоставление долгосрочной ликвидности со стороны европейского регулятора стабилизирует ситуацию, однако вливание больших объемов ликвидности будет оказывать давление на европейскую валюту. Видимо, мы еще увидим панику вокруг Греции, ее банкротство практически неизбежно, при этом исключать выхода Греции из состава еврозоны нельзя. Но это вряд ли нанесет сильный удар по валютному союзу, хотя и спровоцирует панику в моменте. Волатильность на долговом рынке останется высокой: существуют риски, связанные с Португалией, зато по итальянским и испанским долгам ситуация обещает быть более стабильной, чем в 2011 году, хотя ставки останутся высокими. Экономика, вероятно, столкнется с рецессией, основной причиной которой станет сжатие внутреннего спроса — это будет создавать долгосрочные риски.

Сейчас европейская валюта находится вблизи равновесных уровней, то есть ожидать существенного снижения евро не стоит, как не стоит ждать и исчезновения евро как валюты. Очень многое на данный момент зависит от политиков и политики: финансовая система сейчас фактически функционирует на «ручном управлении». Неустойчивость сохранится, но четкий акцент на сохранение евро и активная позиция ЕЦБ станут главными стабилизирующими факторами.

НА ДАННЫЙ МОМЕНТ ГРЕЦИЯ ЯВЛЯЕТСЯ ЕДИНСТВЕННЫМ ПРЕТЕНДЕНТОМ НА ВЫХОД ИЗ ЕС, НО ДАЖЕ ЭТОТ ФАКТ НЕ РАЗРУШИТ ВАЛЮТНЫЙ СОЮЗ. ЛИКВИДНОСТИ В СИСТЕМЕ БУДЕТ ДОСТАТОЧНО ДЛЯ ТОГО, ЧТОБЫ «ВЫКУПИТЬ» ПОДОБНЫЙ СЦЕНАРИЙ

Рисунок 1

Активы ЕЦБ без учета золота, кредиты банкам и депозиты банков в ЕЦБ, млрд евро