Сергей ПАХОМОВ, д.э.н.

Как европейское сообщество дошло до жизни такой? Этим вопросом сейчас озабочены практически все европейские политики, лидеры бизнеса и банковского сообщества, руководители инвестиционных и пенсионных фондов по всему миру, рынки капитала в целом, да и демонстранты в ряде периферийных столиц, протестующие против «законного» отъема у них денег и перспектив на будущее. В мире все больше опасений, что проблема с государственным долгом стран европейской периферии (изящный термин придумали!) спровоцирует цепную реакцию в европейской банковской системе, ее развал, крах кредитных рынков, который распространится по всему миру и вызовет повторение сценария 2008 года а-ля Lehman Brothers. С надеждами на выход из кризиса придется распрощаться в мировом масштабе еще на неопределенное количество лет.

Кто виноват и что делать
(перевод с греческого)

Как и годом ранее, в центре долгового торнадо снова Греция. 110 млрд евро, одобренные и частично выданные стране в 2010 году ЕС и МВФ, оттянули проблему на очень короткий срок. Дефолт Греции по государственному долгу неизбежен уже в июле, если не будут приняты чрезвычайные меры, но уже не со стороны самого должника, поскольку он практически в безнадежном состоянии и бессилен что-либо предпринять. В государственном бюджете даже близко нет необходимых сумм для долговых платежей текущего года, и спасти страну от дефолта может только новый кредит ЕС и МВФ в размере 60 млрд евро, что позволит отсрочить долговой коллапс до конца 2013 года. Рынки капитала для страны закрыты, суверенный кредитный рейтинг (CCC) находится на последнем месте в мире. Тиски европейской валютной системы и отсутствие национальной валюты лишают Грецию возможности обесценить или монетизировать (еще один изящный термин!) свой государственный долг через девальвацию, дополнительную денежную эмиссию и инфляцию. Нет возможности из-за принятых на себя в рамках Пакта стабильности и роста ограничений проводить стимулирующую экономику фискальную политику. Европейская бюрократия, в руках которой находится принятие решений, буквально бьется в судорогах в поисках выхода из нарастающего долгового кризиса, но в обстановке долгового похмелья кроме банального рецепта «лечить подобное подобным» ничего пока предложить не может. Проблема государственного долга отдельных стран лечится путем наращивания нового госдолга, но уже на уровне всей Европы. Этот общеевропейский государственный долг активно наращивается через эмиссию облигаций наднациональными организациями — European Financial Stability Facility (EFSF) и European Stabilization Mechanism (ESM). Через несколько лет долг практически всех периферийных европейских государств будет гарантирован другими странами-членами ЕС. Реально это налогоплательщики Германии, Франции, Голландии и Скандинавии.

Дефолт отдельных государств по своему долгу является достаточно обыденным делом и представляет собой самый простой способ решения долго-

вой проблемы. Потери несут кредиторы, часто иностранные, их не жалко, страна испытывает огромное облегчение, избавившись от долговых платежей, экономика, подхлестнутая девальвацией национальной валюты, начинает расти, повышается конкурентоспособность, растет экспорт, оздоровляется государственный бюджет, через несколько

> ГРЕЦИИ НЕ ПОЗВОЛЯТ ОБЪЯВИТЬ ДЕФОЛТ, ПОСКОЛЬКУ У НЕЕ НЕТ ДОСТАТОЧНОЙ СТЕПЕНИ ГОСУДАРСТВЕННОГО СУВЕРЕНИТЕТА

лет страна вновь получает доступ на рынки капитала и находит компромисс с кредиторами. Вспомним собственную историю после 1998 года, дефолты Аргентины, да и недавний отказ Исландии платить по долгам своих национализированных из-за кризиса банков английским и голландским вкладчикам в объеме, вдвое превысившем наш знаменитый дефолт по ГКО ($80 млрд против $40 млрд). Благодаря этому радикальному решению в Исландии, кстати, возобновился экономический рост (2.2% в этом году и 2.9% по прогнозам на 2012 год), после того как в 2009 году крона была девальвирована на 80%, и торговый дефицит через несколько месяцев превратился в профицит. Цены в стране выросли на 20%, безработица достигла 10%, доходы населения упали на 18%, но экономика восстанавливается, и Исландия недавно вернулась на рынки капитала, разместив еврозаем в $1 млрд, спрос на который вдвое превысил предложение облигаций. Что и говорить, пример заманчивый как для Греции, так (особенно) и для Ирландии, которая по настоянию ЕС гарантировала долги своих банков в десятки миллиардов евро.

То, что эта идея витает во многих европейских умах, подтверждает постоянно всплывающая теория выхода Греции из Европейского союза и возвращения от евро к драхме. Из этого разряда и теория насильственного обмена погашаемого в этом году греческого долга на новые облигации сроком обращения семь лет, причем в обмене должны участвовать все кредиторы, включая частных.

Реальны ли все эти радикальные сценарии? Думаю, что нет. Греции не позволят объявить дефолт, поскольку у нее нет достаточной степени государственного суверенитета. В сочетании с нарастающими проблемами государственного долга Ирландии, Португалии, Испании и Италии этот сценарий означает просто крах всего европейского проекта. Прежде всего, это крах валютного союза. Неизбежна моментальная гибель греческой банковской системы: балансы греческих банков переполнены «родными» гособлигациями, и эффект объявления правительством дефолта будет аналогичен по последствиям дефолту по ГКО в 1998 году для российских банков. Средства населения в банках будут заморожены, начнутся массовые уличные беспорядки и забастовки, в Греции наступит хаос. Начнется цепная реакция массовой распродажи долга других проблемных европейских стран, резкое падение их стоимости, развал национальных банковских систем, поскольку на их балансах находится примерно 2 трлн евро государственных облигаций проблемной категории. Ирландия вполне может отказаться от гарантий по долгам своих банков, поскольку собственных средств для обеспечения этих гарантий у нее просто нет и не будет. Реально крушение Европейского центрального банка, взявшего в РЕПО периферийные гособлигации примерно на 300 млрд евро, а банковские облигации — примерно на 1 трлн евро. Обесценятся залоги, полученные через механизм РЕПО ЕЦБ, средства возвращены ему не будут. ЕЦБ придется рекапитализировать или ликвидировать.

Очевидно, что после бюрократического торга в начале июля все же будет принято решение о выделении Греции новых траншей на 60 млрд евро со стороны ЕС и МВФ. Шансов у Греции выйти из «Соединенных Штатов Европы» и вернуться к драхме не больше, чем у стоящей на краю дефолта Калифорнии выйти из состава Соединенных Штатов Америки и ввести вместо доллара собственную валюту. К драхме не захочет возвращаться само население Греции и греческий бизнес, для которых это будет равнозначно моментальному и эффективному ограблению. Зачем менять достаточно стабильную валюту на обесцененную и имеющую перспективу к бесконечному обесцениванию в обозримом будущем, зачем выпадать из общеевропейского рынка? Зачем лишаться банковской системы? Именно эти опасения привели к тому, что за последние два года население и бизнес вывели из греческих банков более 60 млрд евро.

Тем не менее, выделение ЕС и МВФ новых средств Греции или другим периферийным европейским странам, имеющим проблемы с государственной задолженностью, этой проблемы не решает. Распродажа государственной собственности также сама по себе в греческом случае проблемы решить не может. Во-первых, ее просто недостаточно, чтобы обеспечить покрытие всего краткосрочного долга, подлежащего погашению в ближайшие три года. Во-вторых, ряд объектов просто нельзя продать. Будущие платежи от принадлежащих государству аэропортов, национальной лотереи и

> ЕВРОПЕЙСКИЕ СТРАНЫ ДОПУСТИЛИ РЯД ПРИНЦИПИАЛЬНЫХ ОШИБОК, ГЛАВНАЯ ИЗ КОТОРЫХ — ОТСТУПЛЕНИЕ ОТ ПРАВИЛА, ЧТО ГОСУДАРСТВЕННЫЙ ДОЛГ ДОЛЖЕН БЫТЬ ДОЛГОСРОЧНЫМ

другого приносящего доход имущества заложены в рамках скандально известных сделок с производными финансовыми инструментами, которые позволили Греции скрыть часть задолженности для соблюдения Маастрихтских критериев. В-третьих, массовая и торопливая распродажа всегда производится по бросовым

ценам и под диктовку покупателей. Особых денег это не принесет.

Имеет ли вообще эта проблема цивилизованное решение или дефолт и списание долгов неизбежны? Без восстановления экономического роста и повышения международной конкурентоспособности, роста государственных доходов и бюджета в целом проблема сокращения государственного долга в принципе решена быть не может. Одновременно с этим режим жесткой экономии государственных расходов, на котором настаивают кредиторы ЕС и МВФ, приводит к сворачиванию программ государственной поддержки экономики, сокращению зарплат и занятости в государственном секторе, что усугубляет экономический спад, сокращает спрос и еще больше обостряет долговую проблему. Поэтому Греции свой государственный долг сократить не удастся, как не удастся этого сделать и другим проблемным европейским странам. Более того, если дефицит бюджета страны сохранится на текущем уровне примерно в 10% ВВП, к 2014 году госдолг выйдет на уровень 400 млрд евро. Речь может идти только о его стабилизации на определенном уровне и налаживании механизма рефинансирования с целью удлинения срока обращения долга. В данный момент рефинансирование этого государственного долга идет через каналы ЕС, ЕЦБ и МВФ. Банки и инвестиционные фонды свои позиции не увеличивают и при любой возможности сокращают. При управлении государственным долгом европейские страны допустили ряд принципиальных ошибок, главная из которых — отступление от правила, что государственный долг должен быть долгосрочным и равномерно распределенным по срокам погашения. Государственный долг Греции объемом в 260 млрд евро (до начала острых проблем 2010 года и без кредитов ЕС и МВФ), равномерно распределенный на горизонте в 30 лет, сейчас ни у кого не вызывал бы никаких опасений. В годы бурного роста и кредитной экспансии среди европейских управляющих госдолгом возникла идея, что оптимальной с точки зрения стоимости и риска является средняя срочность долга в пять лет. Велись программы откупа долгосрочного долга, размешались гособлигации преимущественно сроком обращения не более пяти лет. Все это было допустимо в ситуации низких процентных ставок, глобального экономического роста, кредитной экспансии. Кризис 2007–2008 годов все расставил на свои места. Экономический спад привел к сокращению государственных доходов, попытки государственного стимулирования экономики — к росту дефицитов бюджетов и государственного долга, а подавляющий объем долговых платежей пришелся на кризисные и ближайшие последующие годы. Одновременно с этим долговые рынки стали гораздо более чувствительны к риску и избирательны при приобретении новых облигаций, резко выросли ры-

> «СОЕДИНЕННЫЕ ШТАТЫ ЕВРОПЫ» СТАНОВЯТСЯ ВСЕ БОЛЕЕ ОСЯЗАЕМОЙ РЕАЛЬНОСТЬЮ, И ПРОБЛЕМА ГОСУДАРСТВЕННОГО ДОЛГА ИГРАЕТ В ЭТОМ ПРОЦЕССЕ РОЛЬ МОЩНОГО КАТАЛИЗАТОРА

ночные процентные ставки. Греция и другие подобные ей европейские страны попали в долговой капкан, когда платежи по погашаемому долгу могут осуществляться только за счет нового долга, который с каждым месяцем становится все дороже и короче. Сейчас долг Греции уже приближается к 340 млрд евро.

Попыткой выхода из этой ситуации является предложение ряда политиков Германии провести обязательный обмен погашаемых в этом году греческих государственных облигаций на новые, сроком обращения не менее семи лет. Инвесторы и кредиторы денег не получат — за исключением купонных платежей. Ставки доходности по новым облигациям также должны быть значительно ниже тех, что в текущий момент требует рынок. Очевидно, что эта идея не пройдет, поскольку рейтинговые агентства склонны рассматривать такие насильственные обмены как форму дефолта, а Европейский центральный банк в таком случае должен отказаться принимать в залог данные облигации по сделкам РЕПО. В портфеле ЕЦБ уже есть греческие государственные облигации на 50 млрд евро. Этим объясняется категорическое неприятие ЕЦБ идеи подобного обмена. Обмен греческих облигаций на новые неизбежен, но он должен носить добровольный характер. Очевидно, что в добровольно-принудительном порядке на этот обмен пойдут европейские банки в рамках механизма так называемой Венской инициативы, отработанного в ходе пролонгации ими кредитов и фондирования своим дочерним банкам в восточноевропейских странах. В основном именно банки Германии, Франции, Голландии и ряда скандинавских стран являются держателями государственных облигаций Греции (50 млрд евро) наряду с греческими банками (56 млрд евро), чье участие в обмене неизбежно. Инвестиционные фонды, скорее всего, воздержатся от участия в обмене в связи с крайне низким текущим кредитным рейтингом Греции, им это просто запрещено регулированием. Общий объем их инвестиций в госдолг Греции — примерно 120 млрд евро. Разницу возьмут на себя ЕС, МВФ и ЕЦБ. Затем этот механизм будет использоваться при решении проблем других стран европейской периферии в надежде на возобновление роста экономики Европы, локомотивом которого должна выступить Германия. Однако и это решение лишь оттягивает неизбежность — реструктуризацию госдолга Греции с частичным списанием.

Неизбежным политическим следствием кризиса государственного долга в странах ЕС станет дальнейшее ограничение суверенитета входящих в него стран. Речь будет идти о создании «европейского минфина», который начнет проводить единую на территории ЕС фискальную и долговую политику. Рынок государственного долга отдельных европейских стран постепенно исчезнет, его заменят общеевропейские государственные облигации. Исчезать он начнет с периферии Европы. «Соединенные Штаты Европы» становятся все более осязаемой реальностью, и проблема государственного долга играет в этом процессе роль мощного катализатора.