В ноябре европейский кризис долга обострился до предела: инфекция долгового рынка распространилась и на внешне устойчивые экономики. Новый глава ЕЦБ Марио Драги сразу же пошел на снижение ставок, обосновав это ухудшением перспектив экономики. Но надо понимать, что устойчивость в разрезе долговых рынков — это в первую очередь доверие. Если оно подорвано, то никакая экономическая устойчивость не поможет странам избежать бегства кредиторов. А европейские политики сделали все от них зависящее, чтобы напугать кредиторов и заставить их пуститься наутек.

Европейский лабиринт страха

Егор СУСИН,
руководитель аналитического отдела, компания «Альпари»

Преподнесенное с помпой решение по греческим долгам оказалось на деле «китайской подделкой», но даже его реализация наткнулась на препятствие в виде объявленного премьером Греции референдума. Референдум в итоге был отменен, премьер Папандреу вынужден был уйти, его место занял Лукас Пападемос, а остатки доверия испарились. При внимательном рассмотрении соглашений по Греции оказывается, что из долга в 360 млрд евро списанию подлежит только около 110 млрд евро (ЕС, ЕЦБ, МВФ в списаниях не участвуют), из которых 50 млрд евро — это доля греческих банков и финансовых институтов, эти затраты все равно лягут на правительство. За так называемое «добровольное списание» оставшейся доли частный сектор получит обязательства нарастить капитал, а если не сможет это сделать без помощи государства — то государственный контроль и санкции. Покупатели же страховок от дефолта (CDS) не получат ничего. У кого после этого появится желание держать обязательства европейских государств, особенно государств с проблемами? Принятые решения в лучшем случае дают небольшую отсрочку, и все это понимают.

Но Греция сейчас уже практически не присутствует на рынке как заемщик, доходности ее облигаций — это только индикатор настроений: по годовым бумагам доходность превысила 300% годовых, по двухлетним — 120% годовых. Торгов по ним практически нет.

Крайне резко обострилась ситуация в Италии. Германия и Франция взялись за Италию, своими действиями фактически дестабилизировав ситуацию в стране и сместив Берлускони. В итоге к власти пришел технократ Марио Монти, была принята новая программа жесткой экономии. Это при том, что итальянская экономика находится на грани рецессии. Италия шаг за шагом повторяет греческий путь, причем немецкие власти всячески саботируют любые меры, которые могли бы хотя бы стабилизировать ситуацию. Если Германия хочет сначала заставить всех экономить и только потом начать решать проблемы, то она попросту ходит по лезвию бритвы. Доверие очень сложно заслужить, потерять его легко и просто. Ставки по гособлигациям Италии в ноябре превысили критический уровень в 7% годовых, причем кривая доходности инвертируется, в точности повторяя греческий сценарий: краткосрочные ставки превысили долгосрочные. Ситуация уже привела к тому, что второй раз приходится спасать франко-бельгийский банк Dexia, обанкротилась одна из крупнейших

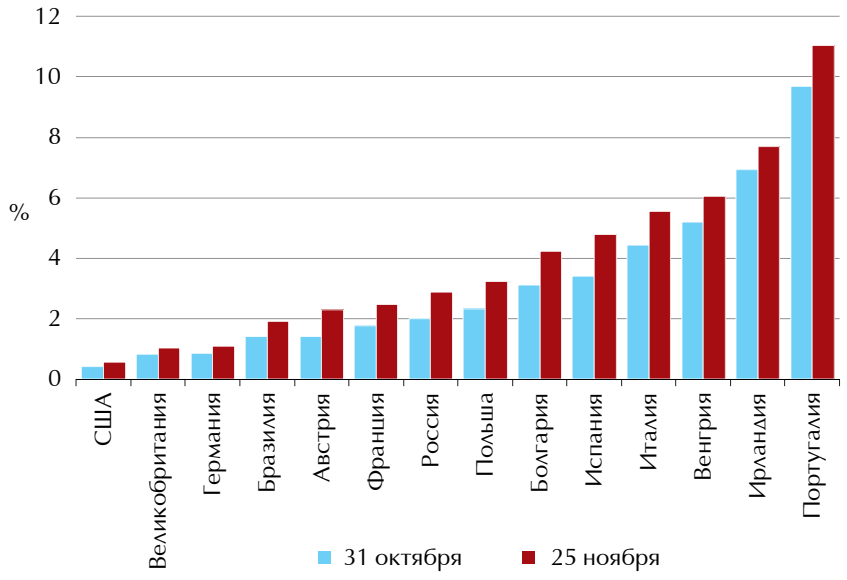


Рисунок 1

Стоимость пятилетней страховки от дефолта (CDS)

американских брокерских компаний MF Global. Спасение Dexia потребует серьезных обьемов финансирования от бельгийских властей: это уже ударило по рейтингу страны, ее долговой рынок также оказался под ударом, а госдолг приближается к 100% ВВП. К концу ноября дефолтные свопы по Италии взлетели до 5.5% годовых. Это говорит о том, что в нестабильном состоянии сегодня находится фактически вся система европейского госдолга.

Аукционы по размещению испанских гособлигаций закончились займами под 7% годовых, позднее Италия занимала на два года уже под 7.8% годовых. Выросли ставки по госзаимствованиям во всей Европе. Германия тоже перестала восприниматься рынками как зона безопасности. Фактически немецкие власти провалили аукцион по выпуску десятилетних гособлигаций, на котором удалось разместить только 65% от планируемых 6 млрд евро, остальное выкупил Бундесбанк для продажи на вторичном рынке. Провал немецкого аукциона может говорить о том, что напряженная ситуация с европейским госдолгом окончательно переходит из состояния кризиса отдельных государств в полноценный общеевропейский кризис госдолга.

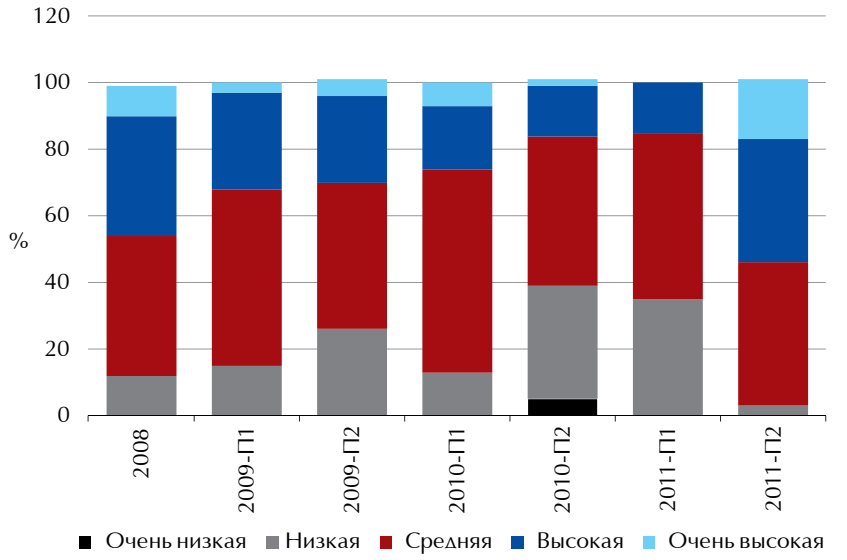
Впервые с весны 2009 года ставка по десятилетним облигациям Германии на 0.3% выше ставки по десятилетним облигациям Казначейства США. Индекс страха зашкаливает даже в Великобритании, которая находится немного в стороне от событий еврозоны: 18% финансистов лондонского Сити ожидают серьезных потрясений с очень высокой вероятностью, еще 37% ждут потрясений с высокой вероятностью. Пессимизм достиг более высоких уровней, чем в кризис 2008 года: только 3% лондонских банкиров не ожидают серьезных потрясений в ближайший год.

Это не экономические проблемы и даже не проблемы финансовой системы, хотя ситуация с госдолгами крайне непростая. Все упирается в политические решения и их принятие, чего фактически нет: собрались, обсудили, договорились встретиться вновь… Германия и близкие ей страны настроены против единых гособлигаций и участия ЕЦБ, настаивая на жестком контроле в рамках еврозоны. Но жесткий контроль — это скорее долгосрочная мера, финансовая же система может рассыпаться в считанные недели совсем не из-за плохой ситуации с долгами, а потому что нет никаких четких сигналов от властей по решению ситуации. Инвесторы просто не знают, что будет дальше, у них нет никаких гарантий, что завтра ситуация окажется лучше, чем вчера. В таких условиях они используют любую возможность избавиться от потенциально опасных активов. Но и тут есть свои ограничения: уходить по сути некуда, европейская валюта уже стала резервной, и даже долларовый рынок не может выступать реальной и достаточно емкой альтернативой в текущей ситуации. В ближайшие недели европейские власти, ЕЦБ и МВФ вынуждены будут что-то предпринять, иначе Европейский валютный союз в нынешнем виде может не дожить даже до начала 2012 года.

Понятно, что Германия хочет заставить проблемные страны перейти в режим жесткой экономии, но своими действиями она создает крайне опасную ситуацию. А решение лежит на поверхности: нужно просто взять и сделать, а единые облигации могли бы стать одной из мер обеспечения стабильности. Европа вполне может себе позволить пропорционально заменить нынешние долги в обьеме 60% ВВП едиными облигациями, выплаты по которым должны

Рисунок 2

Вероятность серьезных потрясений в финансовой системе Великобритании по опросам Банка Англии



ЕВРОПА ВПОЛНЕ МОЖЕТ СЕБЕ ПОЗВОЛИТЬ ПРОПОРЦИОНАЛЬНО ЗАМЕНИТЬ НЫНЕШНИЕ ДОЛГИ В ОБЪЕМЕ 60% ВВП ЕДИНЫМИ ОБЛИГАЦИЯМИ, ВЫПЛАТЫ ПО КОТОРЫМ ДОЛЖНЫ ПОЛУЧИТЬ МАКСИМАЛЬНЫЕ ГАРАНТИИ, ТО ЕСТЬ ЯВЛЯТЬСЯ ПЕРВООЧЕРЕДНЫМИ ПЕРЕД ЛЮБЫМИ ДРУГИМИ РАСХОДАМИ БЮДЖЕТОВ

получить максимальные гарантии, то есть являться первоочередными перед любыми другими расходами бюджетов. Это бы создало ядро долговой системы из бумаг с максимальным уровнем надежности и обеспечило очень приемлемые ставки по 70% госдолга стран еврозоны, или 5.5 трлн евро на 2010 год, так как стабильная часть долга фактически выведена в безрисковую зону. Долг выше 60% ВВП для каждой страны — суверенные облигации и кредиты, выплаты по которым имели бы меньший приоритет, ставки были бы выше. Такого долга на 2010 год было бы на 2.3 трлн евро, или 25.4% ВВП еврозоны. Из этого объема 0.5 трлн евро приходится на Германию и 1.2 трлн евро — на страны PIIGS. Такое разделение создаст четкие ориентиры и совершенно иные оценки риска, не позволит правительствам занимать дешево больше определенного лимита, причем это будет автоматический механизм. Краткосрочно решать вопрос проблемного долга все равно придется с использованием ЕЦБ, тем более что он уже держит облигации на 0.2 трлн евро и выдал кредиты под залог ценных бумаг объемом 0.6 трлн евро.

Чтобы разобраться с проблемами, нужно сначала стабилизировать ситуацию. Это в любом случае придется сделать, и без вмешательства ЕЦБ здесь вряд ли удастся обойтись. Европа допустила много ошибок в процессе интеграции, сейчас все проблемы вылезли наружу, потребуется бюджетная консолидация, структурные реформы экономики и более глубокая интеграция, в том числе бюджетных механизмов. Решение проблем в любом случае будет непростым и потребует действий от всех стран ЕС, но если Германия продолжит давить административными мерами, она рискует привести Европу к развалу и социальным потрясениям. Именно в этом заключается основная неопределенность сейчас. Если все же делать ставку на то, что европейцы не заинтересованы в развале ЕС и еврозоны, то появляется надежда, что решения по стабилизации ситуации будут приняты. Они необходимы в ближайшие месяцы и даже недели. Потому стоит ждать вмешательства ЕЦБ, а в перспективе — решения по созданию единого рынка облигаций и формирования общеевропейских фискальных органов власти. В какой-то момент это может спровоцировать существенное снижение евро, но в более длительной перспективе создаст стабильную базу для валютного союза.