

УДК 339.7(075.8)

JEL F34

## СОВРЕМЕННЫЕ ПРОБЛЕМЫ ГОСУДАРСТВЕННЫХ ДОЛГОВ И СУВЕРЕННЫХ ДЕФОЛТОВ В СТРАНАХ ЕВРОСОЮЗА\*

**ЗВОНОВА ЕЛЕНА АНАТОЛЬЕВНА,**

*доктор экономических наук, профессор, руководитель Департамента мировой экономики  
и мировых финансов, Финансовый университет, Москва, Россия*

**E-mail:** [zvonovaelena7@mail.ru](mailto:zvonovaelena7@mail.ru)

### АННОТАЦИЯ

Угроза суверенных дефолтов сегодня актуальна не только для развивающихся, но и для развитых государств. В первой половине 1980-х годов мировой кризис внешней задолженности развивающихся стран впервые продемонстрировал, что долговые кризисы, так же как валютные, банковские, фондовые и другие, могут быть не только суверенными, но и мировыми и приводить к необходимости структурной перестройки всей мировой валютно-финансовой системы. В 2000–2010 гг. стало очевидно, что и развитые страны подвержены долговому кризисам не только на суверенном уровне, но и на уровне интеграционных валютно-финансовых группировок. Наиболее остро проблема долгового кризиса стоит в странах Евросоюза. В этой связи анализ современного состояния внешней задолженности стран Евросоюза и возможных последствий суверенных дефолтов периферийных стран зоны евро представляется актуальным как с позиций реформирования мировой финансовой архитектуры, так и с учетом позиций России в этой реформе.

В статье рассматриваются вопросы, связанные с классификацией современных дефолтов, реструктуризацией внешней задолженности, зависимостью дефолтов и режимов валютных курсов. Исследуются проблемы реструктуризации долгов и ужесточения условий международного кредитования. Проведен анализ показателей внешней задолженности стран ЕС и возможности суверенных дефолтов периферийных стран Евросоюза. Рассмотрены критерии долговой устойчивости экономик стран зоны евро и подвергнуты анализу возможные последствия дефолтов в странах ЕС для мирового финансового рынка.

**Ключевые слова:** суверенный дефолт, внешний долг, долговая устойчивость экономики, финансовая устойчивость, реструктуризация долга.

## CURRENT PROBLEMS OF PUBLIC DEBT AND SOVEREIGN DEFAULTS TO THE EU COUNTRIES\*\*

**E.A. ZVONOVA**

*ScD (Economics), full professor, Head of the Global Finance Chair, Financial University, Moscow, Russia*

**E-mail:** [mirfin@fa.ru](mailto:mirfin@fa.ru); [zvonovaelena7@mail.ru](mailto:zvonovaelena7@mail.ru)

### ABSTRACT

Today the threat of sovereign defaults is relevant and severe enough not only to developing but also to developed countries. In the first half of the 1980s, the global crisis of emerging markets external debt demonstrated for the first time that the debt crisis, as well as currency, banking, securities and other financial crises, can be not only

\* Статья подготовлена в рамках поддержанного РГНФ научного проекта № 15–02–00669.

\*\* This article was prepared within the framework of the research project № 15-02-00669 supported by the Russian Foundation for Humanities.

sovereign, but also global and lead to the need for restructuring the entire global financial and monetary system. In 2000–2010, it became evident that developed countries were subject to the debt crisis not only at sovereign level but also at the level of integrated monetary and financial groups. The problem of debt crisis is the most acute in the EU countries. In this context, the analysis of the current state of external debt of the EU countries and possible effects of sovereign defaults in peripheral countries on the euro area seems relevant both from the point of reforming the global financial architecture, as well as in view of the position of Russia in this reform. The article considers the following issues: classification of modern defaults, restructuring of the external debt, default dependence and exchange rate fluctuations. It also investigates the problems of debt restructuring and tightening of international credit conditions. The author examines the external debt indicators of EU countries and the probability of sovereign defaults in EU peripheral countries as well as considers the debt stability criteria for euro zone economies and analyzes potential consequences of defaults in the EU area for the global financial market.

**Keywords:** sovereign default, external debt, debt economic resilience, financial stability, debt restructuring.

## СУВЕРЕННЫЕ ДЕФОЛТЫ И РЕСТРУКТУРИЗАЦИЯ ГОСУДАРСТВЕННЫХ ДОЛГОВ

Суверенный (государственный) дефолт можно определить как неспособность правительства произвести на согласованную дату основные выплаты или выплаты процентов в счет обслуживания своих финансовых обязательств. Дефолт по внешнему долгу — это дефолт по выплатам кредиторам займа, взятого в соответствии с юрисдикцией другой страны, обычно (но не всегда) деноминированного в иностранной валюте, держателями которого обычно являются иностранные кредиторы. Внутренний дефолт — это прекращение обслуживания долговых обязательств, деноминированных во внутренней валюте, кредиторами которых являются резиденты. Существует понятие «серийный» дефолт, которое включает в себя множественные дефолты по внешним и внутренним государственным долгам. К самым крупным в новейшей истории дефолтам относят реструктуризацию в Греции на сумму 200 млрд евро (2012 г.), дефолт Аргентины на сумму 95 млрд долл. (2001 г.), дефолт Бразилии по внутреннему долгу на сумму 62 млрд долл. (1990 г.) и дефолт России на сумму 39 млрд долл. (1998 г.).

Дефолт и реструктуризация долга — связанные, но не идентичные понятия. Дефолт — это отказ правительства от своевременной выплаты основной суммы долга или процентов. Он может быть частичным, когда страна не обслуживает только часть своего долга. Например, выплата процентных платежей продолжается, в то время как выплаты по основной сумме долга приостановлены. Реструктуризация в большинстве случаев происходит после дефолта. Такие реструк-

туризации, когда обмен долгов происходит после того как правительство отказалось от выплат кредиторам части или всей суммы долга, называются постдефолтными. Достаточно часто процессы реструктуризации долга начинаются после дефолта. Тем не менее в последние годы наблюдается ряд упреждающих реструктуризаций долга, представляющих собой обмен долговых инструментов до приостановления правительством платежей по задолженности. Общие потери кредиторов в результате обмена старых долговых инструментов на новые, включая неуплаченные проценты, носят название дисконта (*haircut*). Размер величины дисконта зависит от соглашений, достигнутых в ходе переговоров с кредиторами. В некоторых случаях дисконт может быть значительным. Так, в 2005 г. кредиторы согласились обменять аргентинские дефолтные облигации на новые облигации с дисконтом в 76,8%.

Суверенные дефолты не представляют собой исключительно редкое явление. По расчетам американских экономистов К. Рейнхарта и К. Рогоффа, в период 1800–2009 гг. в мире было зафиксировано 250 случаев суверенного дефолта по внешнему долгу [1]. Что касается стран Европы, то они не были исключением в этот период и также неоднократно объявляли либо дефолты, либо пролонгацию своих внешних долговых обязательств (*табл. 1*).

Для классификации современных дефолтов и реструктуризаций принято проводить оценку того, являются они результатом неликвидности или финансовой несостоятельности. Неликвидность определяется ситуацией, когда государство сталкивается с проблемой дефицита краткосрочных финансовых средств для пролонгации кре-

Таблица 1

**Кумулятивные расчеты числа объявленных суверенных дефолтов  
и переносов сроков выплат в европейских странах с 1800 г.**

Страна	Доля лет, которые были проведены в дефолте или в состоянии переноса сроков выплат с 1800 г. по настоящее время	Общее число дефолтов и/или случаев переноса сроков выплат
Австрия	17,4	7
Бельгия	0	0
Великобритания	0	0
Венгрия	37,1	7
Германия	13	8
Греция	50,6	5
Дания	0	0
Испания	23,7	13
Италия	3,4	1
Нидерланды	6,3	1
Норвегия	0	0
Польша	32,6	3
Португалия	10,6	6
Россия	39,1	5
Румыния	23,3	3
Турция	15,5	6
Финляндия	0	0
Франция	0	8
Швеция	0	0

Источник: составлено по [1].

дита. Независимо от того, удовлетворяет ли она условию платежеспособности, страна считается неликвидной, если ее ликвидные активы и доступные финансовые ресурсы недостаточны для погашения финансовых обязательств в установленные сроки. Как правило, с кризисами ликвидности сталкиваются страны с высоким соотношением краткосрочного долга к резервам, большими потребностями финансирования по отношению к доходам и утратой доступа к рынкам капитала.

Под финансовой несостоятельностью понимается такая ситуация, при которой общая долговая нагрузка страны становится неустойчивой, т.е. когда будущие излишки финансовых поступлений оказываются недостаточно большими, чтобы погасить задолженность.

Проблемы неликвидности и финансовой несостоятельности непосредственно связаны с по-

литикой обменных курсов, проведение которой в условиях открытых рынков может значительно усугубить долговые проблемы страны. Это может иметь место как в случае, когда курс валюты является фиксированным и завышенным, что служит объектом для спекулятивных атак, так и когда курс занижен, т.е. его покупательная способность занижена относительно валют, используемых в международных расчетах.

### **ОСОБЕННОСТИ ПРОБЛЕМЫ ГОСУДАРСТВЕННОЙ ЗАДОЛЖЕННОСТИ В СТРАНАХ ЕВРОСОЮЗА**

До сих пор успех экономического и валютного союза стран Евросоюза (ЕС) базировался на применении экспортоориентированной модели экономического роста, ядром которой была Германия. После введения евро асимметрия экономического

развития в ЕС между странами «центра» (Германия, Франция, Нидерланды, Финляндия, Бельгия, Австрия, Люксембург) и «периферии» (Греция, Португалия, Испания, Италия, Ирландия) усиливалась. Сложилась ситуация, когда из-за более высокой конкурентоспособности стран «центра» еврозоны разрыв в доходах между ними и странами «периферии» постоянно увеличивается, что в перспективе может превратиться в хроническое экономическое отставание последних и закончиться массовыми дефолтами стран — членов валютного союза [2].

Опыт еврозоны свидетельствует, что функционирование региональной валюты в условиях либерализации мирового финансового рынка не обеспечивает ЕС необходимой защиты от дестабилизации развития в рамках интегрированного союза, что подтверждает нынешний кризис задолженности стран еврозоны перед институциональными инвесторами.

Несмотря на то что европейский финансовый рынок традиционно отличается развитым банковским сектором и поэтому Европа является крупнейшим в мире аккумулятором банковских активов, эти активы не могут удовлетворить потребности в ликвидности отдельных стран Евросоюза. Более того, государства — члены еврозоны не являются финансово независимыми участниками долгового сектора мирового финансового рынка, так как рефинансируют свой долг через международные финансовые рынки (в первую очередь рынки капитала Лондона).

Следует особо отметить, что основные факторы современного долгового кризиса в странах Евросоюза были заложены еще в Договоре о создании Европейского экономического и валютного союза (ЭВС), подписанном в Маастрихте в 1992 г. В соответствии с маастрихтскими критериями порог допустимого уровня государственного долга был установлен на отметке 60% ВВП. На момент принятия решения о будущих членах Европейского экономического и валютного союза этот критерий был нарушен в 11 государствах — членах ЭВС. В 2014 г. из 19 членов еврозоны этому критерию соответствовали только 6 стран (Эстония, Финляндия, Латвия, Литва, Люксембург, Словакия). По прогнозу Международного валютного фонда (МВФ), к 2020 г. все еще более половины сегодняшних членов еврозоны будут нарушать данное законодательное положение (см. табл. 2).

Как в теории, так и на практике базовым условием стабилизации относительной величины государственного долга является достижение первичного бюджетного профицита. В соответствии с методологией, разработанной экспертами МВФ, величина профицита бюджета зависит от динамики показателей экономического роста и величины номинальной процентной ставки по государственным облигациям [3]. В 2014 г. показатели темпов роста ВВП по государствам — членам ЭВС варьировали от 2,3% на Кипре до 4,8% в Ирландии (см. табл. 2). Разница в процентных ставках также остается существенной. В 2015 г. спред доходности 10-летних государственных облигаций Греции к аналогичным государственным облигациям Германии составлял 11,29%.

По итогам 2014 г. только три страны еврозоны имели дефицит бюджета, а к 2020 г., по прогнозам МВФ, уже все страны ЕС должны будут сводить бюджет с положительным сальдо (см. табл. 2). Аналитики МВФ прогнозируют, что профицит будет достигаться при достаточно низком показателе экономического роста. Следовательно, Европу ждет продолжение жесткой фискальной консолидации.

Снижение уверенности инвесторов в долговой устойчивости страны и успешной бюджетной консолидации сказывается на повышении стоимости заемных средств посредством увеличения рискованных премий. Так, вплоть до 2009 г. у всех стран еврозоны были чрезвычайно высокие кредитные рейтинги. По классификации рейтингового агентства *Standard & Poor's*, рейтинг Греции определялся как А, Португалии — АА-, а у Ирландии и Испании он был наивысшим — ААА. Вследствие таких высоких рейтингов стоимость внешних заимствований для Греции, Португалии, Испании снизилась в несколько раз по сравнению с действующим уровнем национальных процентных ставок накануне их вступления в еврозону. В ноябре 2007 г. процентная ставка по государственным долгосрочным облигациям Греции лишь на 0,34% превышала соответствующий уровень Германии — страны ЕС с наивысшим уровнем платежеспособности.

Кризис 2008–2009 гг. в зоне евро начинался как финансовый, спровоцированный глобальным финансово-экономическим кризисом. В качестве его внутренних факторов выделяются предпринятые денежными властями масштабные чрезвычайные меры по спасению системно значимых банков в ущерб устойчивости государственных финансов.

**Государственный долг, первичное сальдо бюджета и рост реального ВВП  
в странах – членах ЭВС в 2014 и 2020 гг. (прогноз)**

Страна	2014 г.			2020 г.		
	Долг, % ВВП	Сальдо бюджета, % ВВП	Темпы роста реального ВВП, %	Долг, % ВВП	Сальдо бюджета, % ВВП	Темпы роста реального ВВП, %
Австрия	86,8	-1,2	0,3	83,5	1,3	1,1
Бельгия	105,6	-0,3	1,0	97,4	1,9	1,6
Кипр	107,1	2,9	-2,3	91,4	4,0	1,8
Эстония	9,7	0,3	2,1	9,0	0,1	3,4
Финляндия	59,6	-2,5	-0,1	61,9	-0,4	1,8
Франция	95,1	-2,1	0,4	92,1	1,2	1,9
Германия	73,1	2,0	1,6	56,9	1,1	1,3
Греция	177,2	1,5	0,8	124,2	4,2	2,6
Ирландия	109,5	-0,3	4,8	89,7	2,8	2,5
Италия	132,1	1,5	-0,4	122,4	3,3	1,0
Латвия	37,8	-0,4	2,4	31,9	0,5	4,0
Литва	37,7	0,9	2,9	35,7	0,5	3,7
Люксембург	24,6	0,3	2,9	30,5	0,5	2,2
Мальта	68,1	0,8	3,5	59,8	2,1	2,5
Нидерланды	68,3	-1,3	0,9	59,2	0,4	1,8
Португалия	130,2	0,4	0,9	120,9	1,5	1,2
Словакия	54,0	-1,4	2,4	50,6	-0,6	3,0
Словения	82,9	-2,8	2,6	88,4	0,0	1,8
Испания	97,7	-3,0	1,4	96,4	0,8	1,7
Еврозона	94,0	-0,3	0,9	84,2	1,3	1,5

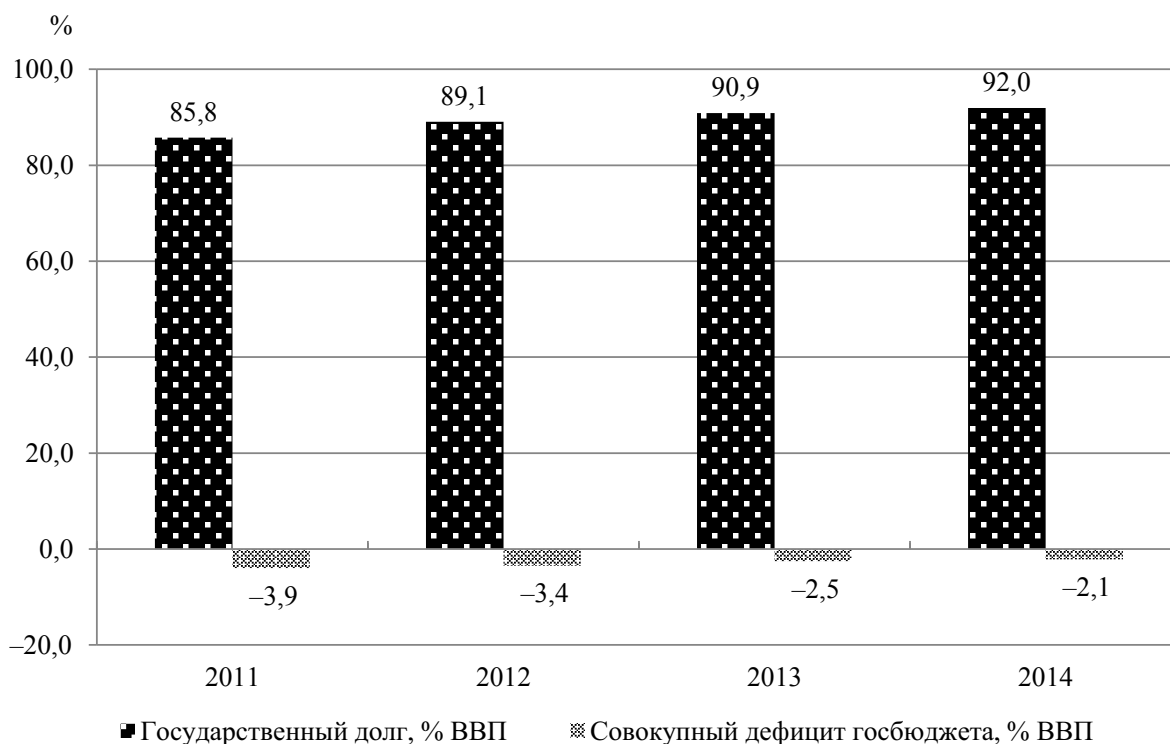
Источник: составлено по данным официального сайта МВФ. URL: [www.imf.org](http://www.imf.org).

Раздувание сегмента суверенных долгов усилило фрагментацию финансовых рынков как по сегментам рынков, так и по отдельным странам — членам зоны евро (см. рис. 1).

Результатом стало быстрое распространение финансового кризиса на реальный сектор экономики в ряде проблемных стран. Предпринятые монетарными властями Евросоюза меры по укреплению финансовой дисциплины способствовали в определенной мере выправлению ситуации с государственными финансами (в период с 2010 по 2014 г. бюджетный дефицит зоны евро снизился с 6,5 до 2,5%), однако они не обеспечили устойчивость финансового рынка. Среднее значение отрицательного сальдо бюджета расширенного правительства зоны евро (совокупное сальдо стран

ЭВС) под влиянием кризиса 2008–2009 гг. достигло в 2010 г. 6,5%, а в таких проблемных странах, как Греция, Ирландия и Испания, бюджетный дефицит составил двузначные цифры — соответственно -15,4; -14,4 и -11,1% от объема ВВП. В течение 2011–2014 гг. наблюдался рост общей долговой нагрузки на экономику стран — членов ЭВС на фоне хронического дефицита совокупного сальдо бюджета европейских государств, входящих в Евросоюз.

За период с 2009 по 2014 г. общий размер государственного долга стран зоны евро вырос с 70 до 92% ВВП. При этом, по данным Европейской комиссии, в проблемных странах зоны евро объем госдолга в 2014 г. в 2–3 раза превысил установленный Маастрихтским соглашением лимит в 60%



**Рис. 1. Динамика совокупного государственного долга и сальдо государственного бюджета стран – членов ЭВС в 2011–2014 гг., % ВВП**

Источник: ECB Economic Bulletin, 2015, Issue 5. p. S23.

ВВП, обеспечивающий финансовую устойчивость: в Греции — 177,1% ВВП, в Португалии — 130,2 и в Италии — 132,1% ВВП [4]. Под влиянием жестких антикризисных программ в группе стран-должников, принятых под давлением их основных кредиторов — Евросоюза, Европейского центрального банка (ЕЦБ) и МВФ, среднее значение бюджетного дефицита по зоне евро сократилось в 2014 г. до -2,1% ВВП (-4% ВВП без учета показателей по бюджету Германии). Обратной стороной следования стран-должников жесткой финансовой дисциплине стало углубление в этой группе стран социально-экономических проблем, падение ВВП и обострение проблемы безработицы в Евросоюзе, уровень которой оказался выше, чем в США и Японии.

Для оценки финансовой устойчивости интеграционного объединения денежные власти ЕС в последнее время акцентируют внимание на динамике не только государственной, но и частной задолженности корпораций и домашних хозяйств. По мнению экспертов ЕЦБ, ряд уязвимых к кризисным воздействиям стран зоны евро не уделяли внимания регулированию рисков быстро растущей частной кредитной задолженности, которая за

период с 2001 по 2013 г. увеличилась в Греции с 70 до 130% ВВП, в Португалии — со 150 до 220% ВВП и Ирландии — со 140 до 280% ВВП [5].

Возросшая внутренняя и внешняя кредитная экспансия в предкризисный и посткризисный периоды резко обострила проблему внешних дисбалансов, прежде всего проблемных стран зоны евро. По данным ЕЦБ, в международной инвестиционной позиции Греции, Испании, Португалии и Италии выделяются два четко выраженных периода. В предкризисный период (1999–2007) в этих странах образовалось значительное положительное сальдо притока/оттока иностранных инвестиций (от 8% ВВП в Италии до 15–20% ВВП в Греции, Испании и Португалии), в структуре которых преобладали вложения в долговые ценные бумаги и предоставление банковских кредитов при небольшой доле прямых иностранных инвестиций (от 1 до 3% ВВП по странам). В период обострения финансового кризиса и в посткризисный период (2008–2014) произошло резкое снижение объема внешнего частного финансирования этих стран, прежде всего за счет оттока иностранных инвестиций в суверенные долговые обязательства.

Дисбаланс внешнего сектора в зоне евро, развившийся в обострении проблемы текущего платежного баланса в ряде стран, наиболее полно проявился в предкризисный период и в разгар кризиса. При этом в Греции и в меньшей степени в Португалии главной причиной значительного разрыва между сбережениями и инвестициями внешнего сектора стали резко возросшие бюджетные расходы. Поддержание относительной сбалансированности текущего платежного баланса в целом по зоне евро в посткризисный период обеспечивалось в основном за счет стабильно прочных внешних позиций Германии (рис. 2).

Углубление глобального финансового и экономического кризиса привело к ухудшению качества банковских активов, потере доверия стран — участниц ЭВС друг к другу, замораживанию межбанковского рынка депозитов и, как следствие, сокращению рыночной ликвидности банковской системы стран еврозоны. Реагируя на эти события, на протяжении 2009–2011 гг. рейтинговые агентства последовательно снижали рейтинги всех европейских стран. Единственной страной еврозоны, сохранившей высокий суверенный рей-

тинг, осталась Германия. Не был также снижен суверенный рейтинг у Великобритании, несмотря на возрастание первичного дефицита бюджета этой страны в 2009 г. до одного из самых высоких показателей в мире (–9,4% ВВП). Одновременно в 2012 г. был снижен суверенный кредитный рейтинг США по версии *Standard & Poor's* (табл. 3).

Изменение кредитных рейтингов не привело к повышению стоимости американских казначейских обязательств, но в то же время снижение рейтингов стран еврозоны привело к значительному повышению стоимости обслуживания их внешних займов (табл. 4).

Фискальная проблема еврозоны усложнилась также из-за действующего положения Договора о Евросоюзе, согласно которому центральным банкам стран ЕС запрещается предоставлять любые кредиты или приобретать долговые инструменты у правительств государств — членов Евросоюза. Поэтому все страны Евросоюза столкнулись с дилеммой. С одной стороны, нарушение договорных обязательств по внешним кредитам и займам ставило под сомнение дальнейший успех европейской интеграции, а с другой стороны, объявление

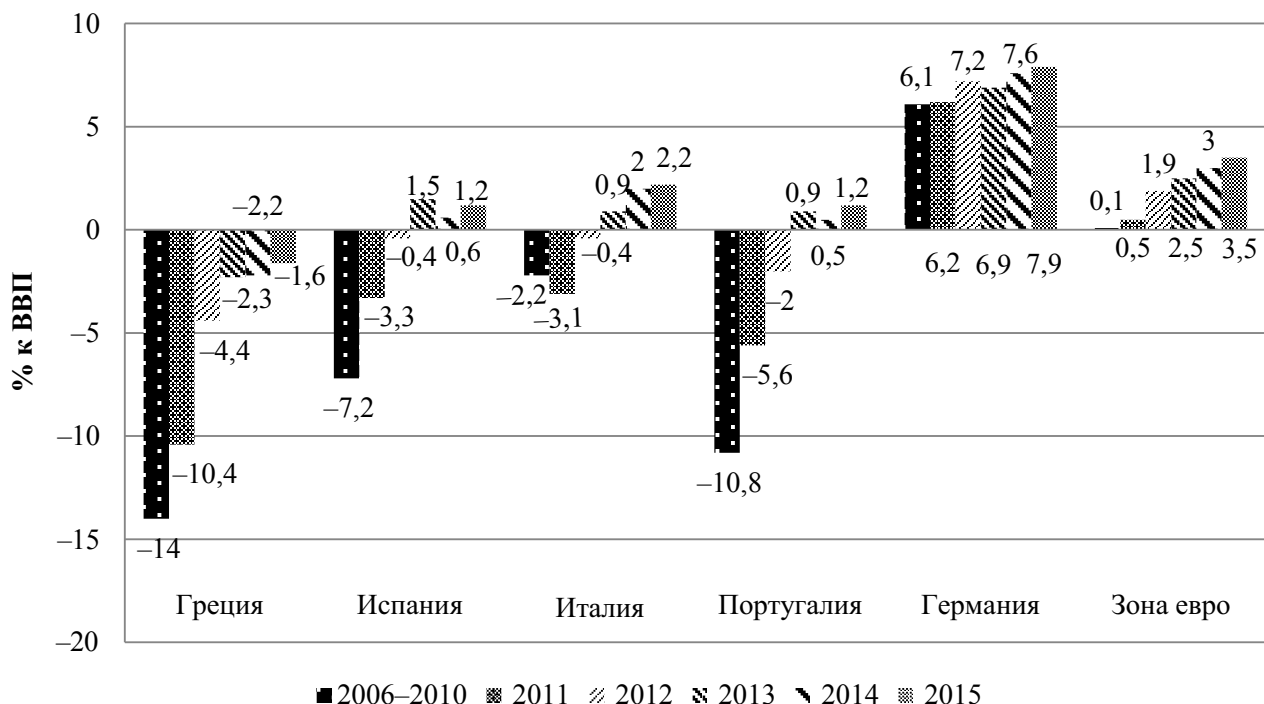


Рис. 2. Динамика сальдо текущего счета платежного баланса государств – членов зоны евро в 2006–2015 гг., % к ВВП

Примечание. Данные за 2015 г. являются прогнозом Европейской комиссии, сделанным весной того же года.

Источник: построено по данным *European Economic Forecast, Statistical Annex*. URL: [http://ec.europa.eu/economy\\_finance/eu/forecasts/2015\\_spring\\_forecast\\_en.htm](http://ec.europa.eu/economy_finance/eu/forecasts/2015_spring_forecast_en.htm).

Таблица 3

**Суверенные кредитные рейтинги периферийных стран еврозоны, Великобритании и США**

Страна	Рейтинговое агентство		
	<i>Standard &amp; Poor's</i>	<i>Moody's</i>	<i>Fitch</i>
Греция	CCC	C	CCC
Португалия	BB	Ba3	BB+
Испания	BBB+	Baa3	BBB
Италия	BBB+	Baa2	A-
Ирландия	BBB+	Ba1	BBB+
Германия	AAA	Aaa	AAA
США	AA+	Aaa	AAA
Великобритания	AAA	Aaa	AAA

Источник: *Standard & Poor's, Moody's, Fitch.*

Таблица 4

**Доходность европейских 10-летних государственных облигаций (спред к государственным облигациям Германии, %)**

Страна	Ноябрь 2007 г.	5 января 2009 г.	2 августа 2012 г.	7 июля 2015 г.
Бельгия	0,19	0,82	1,25	0,33
Греция	0,34	2,21	24,80	11,29
Франция	0,14	0,46	0,74	0,31
Нидерланды	0,12	0,57	0,28	0,18
Испания	0,16	0,83	5,35	1,32
Италия	0,36	1,34	4,55	1,17
Португалия	0,27	0,99	9,75	1,80
Великобритания	0,65	0,05	0,15	1,22

Источник: составлено по данным [11].

дефолта Грецией и/или другими «периферийными» странами фактически означало дефолт еврозоны, что привело бы к катастрофическим последствиям для единой европейской валюты.

Поскольку государства — члены Евросоюза не смогли выработать самостоятельного решения проблемы урегулирования долгового кризиса, периферийные страны ЕС вынуждены были обратиться за помощью к МВФ. После непродолжительных переговоров МВФ согласился оказать финансовую помощь на условиях совместного ее финансирования с другими странами — членами еврозоны и ЕС, что было институционально оформлено созданием европейского стабилизацион-

ного механизма. Таким образом, с 2010 г. список заемщиков МВФ пополнился также развитыми странами «периферии» еврозоны (табл. 5).

В целях сохранения относительно спокойного фона для институциональных и портфельных инвестиций на региональном финансовом рынке Евросоюз вынужден был согласиться на многомиллиардный пакет финансовой помощи при участии Фонда. Безусловно, проведенная реструктуризация внешних долгов «проблемных» стран Евросоюза не могла не навредить не только репутации стран еврозоны, которые, по классификации ООН, относятся к промышленно развитым странам, но и репутации самого интеграционного объединения



европейских стран. Известно, что МВФ оказывает финансовую поддержку лишь на условиях выполнения страной-должником достаточно жесткой программы фискальной консолидации, которая в случае Греции и других «периферийных» стран включала замораживание и снижение заработной платы и пенсий, повышение налогов, сокращение социальных дотаций, повышение пенсионного возраста, проведение приватизации и т.п. Проведенные по требованию МВФ бюджетные мероприятия дали ожидаемые результаты: так, в Греции за счет жестких мер экономии средств государственного бюджета было достигнуто снижение первичного дефицита с 10,2% ВВП в 2009 г. до его профицита в 1,5% ВВП в 2014 г.

Следствием совместных действий монетарных властей еврозоны и МВФ стало повышение доходности государственных облигаций в «периферийных» странах, достигшей в Испании, Португалии и Италии уровня, сопоставимого с уровнем доходности государственных ценных бумаг Великобритании.

### ПОСЛЕДСТВИЯ СУВЕРЕННЫХ ДЕФОЛТОВ И РЕСТРУКТУРИЗАЦИИ ГОСУДАРСТВЕННОЙ ЗАДОЛЖЕННОСТИ

Авторы многих теоретических исследовательских работ по суверенному долгу предполагают, что дефолты и реструктуризации имеют дорогостоящие последствия в рамках доступа к кредитным рынкам. В большинстве современных научных исследований, посвященных последствиям

суверенных дефолтов, доказывается, что дефолт приводит к временному или постоянному перекрытию государствам доступа на мировой финансовый рынок и/или существенному повышению стоимости внешних заимствований [6]. Однако большинство эмпирических исследований, проведенных за последние 30 лет, показали, что санкции за дефолт в средне- и долгосрочной перспективе на мировом финансовом рынке незначительны, и дефолт значительно повышает стоимость внешних заимствований стран-должников только в первый и второй год после дефолта или реструктуризации [7]. Кроме того, ряд исследований показал, что большинство государств, объявивших дефолт, получают доступ к новым кредитам в течение одного или двух лет после кризиса [8].

Напомним, что стоимость рефинансирования на международных рынках капитала зависит от кредитных рейтингов трех ведущих американских рейтинговых агентств, а также динамики ставки ЛИБОР, которая является плавающей и рассчитывается в Лондоне. Навязывая антикризисное дискриминационное финансирование странам «периферии», страны «центра» запугивают последних дефолтом как чем-то непоправимым. Однако следует напомнить, что дефолт может иметь и оздоровительное действие для экономики. На протяжении всей истории становления капитализма сегодняшние благополучные страны Европы прибегали к дефолту по той простой причине, что предпочитали не отягощать экономику дальнейшими выплатами в счет обслуживания долга. В период между 1500

Таблица 5

Крупнейшие кредитные соглашения МВФ с европейскими странами

Страна-заемщик	Вид кредита	Зарезервированная сумма кредита, % от размера квоты	Сумма кредита, млн СДР*		Дата подписания соглашения	Дата окончания соглашения
			зарезервированная	выплаченная		
Греция	Стэнд-бай	3 212	26 433	17 542	05.2010	03.2012
Ирландия	ЕФФ	2 322	19 466	16 543	12.2010	12.2013
Португалия	ЕФФ	2 306	23 742	18 402	05.2011	05.2014
Греция	ЕФФ	2 159	29 785	10 225	03.2012	03.2016
Польша	ГКЛ	1 400	19 166	—	01.2011	01.2013

\*СДР [англ. *Special Drawing Rights (SDR)* – специальные права заимствования] – международные платежные средства, предназначенные для использования в строго определенных целях странами – членами МВФ.

Источник: составлено по данным МВФ. URL: [www.imf.org](http://www.imf.org).

и 1800 гг. Франция отказывалась платить по своим долговым обязательствам восемь раз. Далее первенство перешло к Испании, которая только в XIX в. семь раз объявляла дефолт. В XX в. сегодняшние страны — члены Евросоюза объявляли дефолт неоднократно, в том числе дважды Германия и трижды Польша (табл. 6).

И даже такая «недефолтная» страна, как Англия, вплоть до революции 1688 г. имела статус страны, периодически объявляющей серийные дефолты. Следует также помнить о том, что Британия объявила «дефолт» в 1931 г., отказавшись конвертировать фунты в золото и спровоцировав углубление мирового экономического кризиса.

В государствах Евросоюза после 2008–2009 гг. сложилась ситуация, когда исходя из основного критерия долговой устойчивости страны — размера совокупного государственного долга к ВВП с наибольшей вероятностью проблемы с обслуживанием долга могут возникнуть у стран, образующих «периферию» еврозоны (Греции, Испании, Португалии, Италии, Ирландии). По итогам 2014 г. совокупный государственный долг еврозоны составил 94,0% ВВП. Для оценки последствий возможных дефолтов в этих странах необходимо определить каналы их распространения [9].

Еврозона является второй после США по размеру ВВП экономикой мира (доля в мировом ВВП 12,1% против 16,1% доли США). На еврозону приходится около четверти мировой торговли товарами и услугами и второй после США объем

финансовых активов, значительная доля которых находится за рубежом (рис. 3). Евро — вторая по значимости мировая резервная валюта, в которой в 2014 г. было деноминировано 22,2% международных валютных резервов, 23,4% международных облигаций, 18,5% международных депозитов и 16,8% международных кредитов.

Выделяют, как минимум, 4 канала негативных последствий дефолта в проблемных странах еврозоны. Во-первых, проблемы в сфере кредитования. Банки еврозоны тесно связаны с банковскими системами других регионов, особенно Северной Америки, Азии и Латинской Америки. Банки — держатели проблемных облигаций будут вынуждены проводить рекапитализацию и снижать размеры кредитования. В свою очередь, массовая распродажа облигаций проблемных стран может стать причиной серийных дефолтов. Во-вторых, произойдет снижение импорта товаров и услуг еврозоны. В первую очередь от этого пострадают те страны, экспортные потоки которых ориентированы на Европу (Китай, Индия и до 2014 г. Россия) (табл. 7).

В-третьих, снизятся прибыли корпораций и, как следствие, уверенность иностранных инвесторов в высокой доходности вложений. Особенно это затронет США, поскольку треть прямых иностранных инвестиций из США приходится на еврозону. В-четвертых, после дефолта, как правило, происходит замедление экономического роста, что может сопровождаться ужесточением бюджетно-налоговой политики и отрицательно сказаться на

Таблица 6

**Дефолты и переносы сроков выплат в европейских странах**

Страна	Годы дефолтов и переноса сроков платежей			
	1990–1924	1925–1949	1950–1974	1975–2008
Австрия	–	1938, 1940	–	–
Венгрия	–	1932, 1941	–	–
Германия	–	1032, 1939	–	–
Греция	–	1932	–	–
Польша	–	1936, 1940	–	1981
Россия	1918	–	–	1991, 1998
Румыния	–	1933	–	1981, 1986
Турция	1915	1931, 1940	–	1978, 1982

Источник: [1].

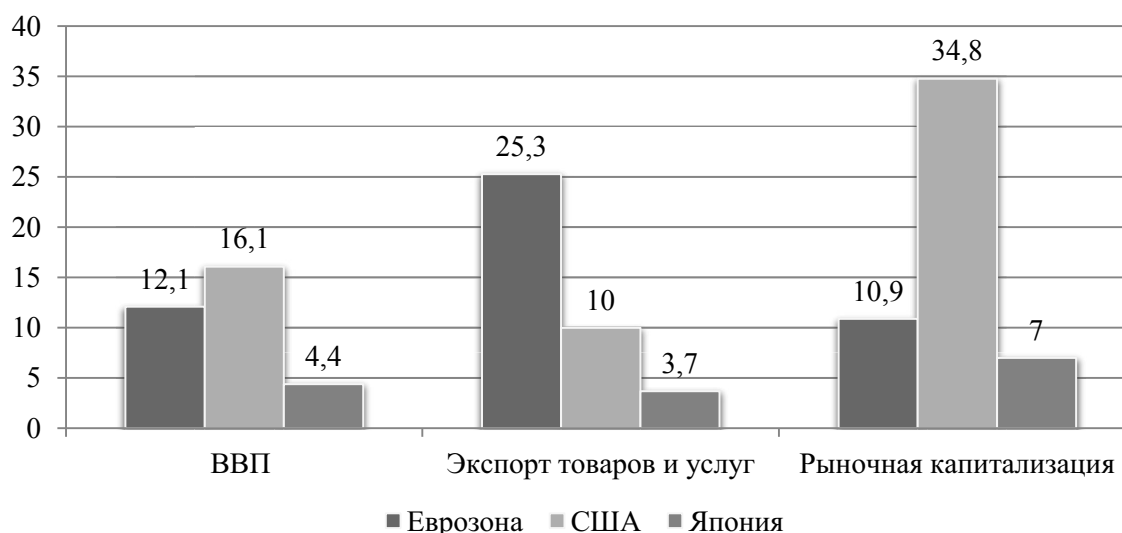


Рис. 3. Доли еврозоны, США и Японии в мировых показателях ВВП, торговли (2014 г.) и капитализации фондового рынка (2015 г.), %

Источник: МВФ, Блумберг.

занятости в Европе, где и без того высок уровень безработицы.

Продолжительность восстановительного периода после долговых кризисов существенно варьирует по странам. Например, экономика Аргентины, несмотря на очень глубокий характер кризиса 2001 г., восстановилась в течение 3 лет. В Индонезии восстановительный период продолжался 5 лет. В Эквадоре, Мексике и России предкризисный уровень производства был полностью восстановлен уже спустя 2 года [9]. Можно выделить три ключевые экономические особенности восстановительного периода после суверенного дефолта или реструктуризации долга.

1. Кризис финансовых рынков имеет глубокую и затяжную природу. Реальная стоимость рынка жилья снижается в среднем на 35%, и падение продолжается около 6 лет; рынок акций снижается в среднем на 55% и снижение длится около 3,5 лет.

2. Последствия банковского кризиса сопровождаются выраженным падением производства и занятости. Безработица в среднем достигает 7% и кризис занятости продолжается в среднем более 4 лет. Уровень производства (от пика до дна) снижается в среднем на 9% и спад продолжается в среднем два года.

3. Реальный размер государственного долга растет в среднем на 86%. Главной причиной уве-

Таблица 7

Крупнейшие страны-экспортеры в США, ЕС, Японию, млрд долл., 2013 г.

США		ЕС		Япония	
Страна-экспортер	Объем экспорта	Страна-экспортер	Объем экспорта	Страна-экспортер	Объем экспорта
Китай	460,0	Китай	376,9	Китай	180,9
ЕС	396,3	Россия	274,3	ЕС	78,4
Канада	336,7	США	260,4	США	72,0
Мексика	283,0	Швейцария	125,2	Австралия	51,0
Япония	142,2	Норвегия	119,6	Саудовская Аравия	50,0

Источник: ВТО.

личения долга выступает снижение налоговых поступлений в результате спада производства [10].

Реструктуризация суверенного долга существенно влияет на финансовое положение банков, пенсионных фондов, страховых компаний, паевых инвестиционных фондов и других финансовых учреждений, в частности если в их портфелях находились активы, подвергнутые реструктуризации. Поэтому реструктуризация может поставить под угрозу финансовую стабильность, а в худшем случае вызвать банкротство банков и потребности в их рекапитализации. Эти эффекты могут дополнительно привести к кредитному сжатию и эффектам «заражения».

Реструктуризация долга может иметь сильное негативное влияние на доступ частного сектора к кредитам. Снижение иностранных кредитов и объем выпуска облигаций национальными компаниями составляет более 20% [3]. Дефолты по долгам перед частными кредиторами имеют более сильное воздействие, чем дефолты перед официальными кредиторами. Кроме того, другие риски, такие как повышение спредов по суверенным облигациям и более низкие суверенные рейтинги, также имеют сильное негативное влияние на внешние займы частного сектора даже без формального объявления дефолта (как показывает, в частности, опыт Греции).

### НОВЫЕ ПОДХОДЫ К ПРЕОДОЛЕНИЮ ДОЛГОВОГО КРИЗИСА В ЗОНЕ ЕВРО

Современный долговой кризис зоны евро, развившийся в периодических угрозах суверенных дефолтов в государствах — участниках ЭВС, а также в проведении серии предупреждающих реструктуризаций государственных долгов проблемных стран, подтвердил актуальность комплексного решения проблем выхода из кризиса, необходимость совершенствования экономического управления в зоне евро, включая переход к единой финансовой и бюджетной политике, без которого невозможна единая долговая политика.

В целях сглаживания возникших долговых и прочих финансовых дисбалансов в зоне евро под влиянием кризиса в течение 2010–2014 гг. постепенно возникали элементы новой конструкции ЭВС.

1. С 27 сентября 2012 г. в зоне евро функционирует Европейский стабилизационный механизм (ЕСМ, *European Stability Mechanism, ESM*) как региональная международная организация, которая предоставляет финансовую поддержку странам —

членам ЭВС в случае обострения долговых и других финансовых проблем. ЕСМ является элементом постоянно действующей страховой сети зоны евро с максимальной способностью заимствования в 700 млрд. ЕСМ предоставляет стабилизационные кредиты в рамках макроэкономических адаптационных программ (суверенные займы), реализует программы банковской рекапитализации, оказывает странам превентивную финансовую, а также первичную и вторичную рыночную помощь.

2. В качестве элемента Банковского союза с 1 ноября 2014 г. в зоне евро действует Единый надзорный механизм (ЕНМ, *Single Supervisory Mechanism, SSM*), осуществляющий прямой надзор за системно значимыми банками.

3. С 2012 г. в зоне евро введена и действует Процедура оценки макроэкономических дисбалансов (ПОМД, *Macroeconomic Imbalance Procedure, MIP*), которая позволяет заранее выявлять «точки» макроэкономической уязвимости отдельных стран к шоковым воздействиям и рекомендовать методы и инструменты их коррекции.

4. В 2011–2013 гг. проведена реформа Пакта стабильности и роста (*The Stability and Growth Pact*), которая укрепила механизм сглаживания действующих и предупреждения новых долговых и фискальных дисбалансов.

Основная проблема формирования новой конструкции ЭВС в начале 2010-х годов состояла в том, что принимаемые меры не были системными и их внедрение происходило с большим опозданием. По общему признанию, эти меры, возможно, и могли бы оказать позитивное воздействие на макроэкономическую и долговую ситуацию в зоне, если бы они были приняты и реализованы на 10 лет раньше, причем совместно и национальными, и наднациональными органами управления. Результатом стало резкое увеличение в период 2009–2014 гг. долговой нагрузки на экономику стран зоны евро — с 70 до 92% ВВП и возросший уровень безработицы за этот период — с 10 до 11,6%.

Сложившаяся неблагоприятная ситуация в зоне евро вынудила руководство Евросоюза выступить с новыми инициативами. В 2015 г. был подготовлен так называемый «Доклад пяти председателей» (его подписали председатель Европейской комиссии Ж.К. Юнкер, председатель Европейского совета Д. Туск, председатель Еврогруппы Й. Дейссельблум, президент ЕЦБ М. Драги и председатель Европарламента М. Шульц), ко-

торый содержит план консолидации ЭВС и завершения его строительства в обновленном виде к 2025 г. Концепция нового консолидированного ЭВС на основе глубокой реальной конвергенции стран-членов состоит в следующем: 1) евро — это не просто валюта, это политический и экономический проект, поэтому требует солидарности всех его участников; 2) проект евро может быть окончательно реализован лишь в том случае, если все его участники окажутся в выигрыше; 3) выгода участия стран в зоне евро зависит от способности институциональных механизмов на национальном и наднациональном уровне противодействовать внутренним и внешним шоковым воздействиям путем справедливого разделения рисков внутри ЭВС; 4) регулирование различных видов рисков, в том числе рисков суверенных дефолтов, требует создания соответствующих институциональных структур: Банковского, Налогового, Финансового союзов, Союза рынков капитала, а также Экономического и Политического союзов. Процесс формирования новых союзов рассчитан на два этапа.

Этап 1 — «углубление ЭВС» (с 1 июля 2015 г. по июнь 2017 г.), предполагает в краткосрочной перспективе реализацию ранее заключенных соглашений, направленных на завершение создания Финансового союза, обеспечивающего проведение ответственной налоговой политики на основе прозрачной демократической отчетности.

Этап 2 — «завершение ЭВС» (с 1 июля 2017 г.), предусматривает конкретные долгосрочные меры стратегического характера в целях завершения строительства экономической и институциональной инфраструктуры европейского Экономического и Валютного союза. Предполагается, что на втором этапе выполнение мер по конвергенции с использованием официально согласованных критериев будет иметь для стран более обязательный характер, чем в настоящее время.

Таким образом, в 2015 г. были разработаны конкретные направления формирования институциональной структуры обновленного ЭВС, которая должна на превентивном уровне регулировать проблемы государственных долгов и опасности суверенных дефолтов в странах Евросоюза.

#### ЛИТЕРАТУРА/REFERENCES

1. Рейнхарт К. М., Рогофф К. С. На этот раз все будет иначе. Восемь столетий финансового безрассудства / пер. с англ. Д. Стороженко. М.: Карьера Пресс, 2011. С. 43 / *Reynkhardt K. M., Rogoff K. S. Na jetot raz vse budet inache. Vosem' stoletij finansovogo bezrassudstva* [This time everything will be differently. Eight centuries of financial recklessness]. Moscow, Kar'era Press, 2011, p. 43 (in Russian).
2. Wolf M. Why Germany cannot be a model for the eurozone // *Financial Times*. 2010. 31 March. Available at: <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/d598e6fc-3c2c-11df-b40c-00144feabdc0.html#axzz3i9ROMakq>.
3. Das U. S., Papaioannou M. G., Trebesch C. Sovereign Debt Restructurings 1950–2010 // *Literature Survey, Data, and Stylized Facts*. IMF. IMF Working Paper WP/12/203. 2012, August, pp. 72–74.
4. *European Economic Forecast* // Spring 2015, Statistical Annex, [http://ec.europa.eu/economy\\_finance/eu/forecasts/2015\\_spring\\_forecast\\_en.htm](http://ec.europa.eu/economy_finance/eu/forecasts/2015_spring_forecast_en.htm). Real convergence in the euro area: evidence, theory and policy implications, ECB Economic Bulletin, 2015, Issue 5 — Article, p. 35.
5. Aguiar M., Gopinath G. Defaultable Debt, Interest Rates and the Current Account // *Journal of International Economics*, 2006, no. 69 (1), pp. 64–83.
6. Tomz M., Wright M. L. J. Do Countries Default in 'Bad Times'? // *Journal of the European Economic Association*, 2007, no. 5 (2–3), pp. 352–360.
7. Borensztein E., Panizza U. The Costs of Sovereign Default // *IMF Staff Papers*, 2009, vol. 56 (4), pp. 683–741.
8. Gelos G. R., Sandleris G., Sahay R. Sovereign Borrowing by Developing Countries: What Determines Market Access? // IMF Working Paper 04/221. International Monetary Fund, 2004.
9. Улюкаев А. В. Болезненная трансформация мировой экономики. М.: Изд-во Института Гайдара, 2015. С. 179–182 / *Ulyukaev A. V. Boleznennaja transformacija mirovoj jekonomiki* [Morbid transformation of world economy]. Moscow, izdatel'stvo Instiuta Gajdara, 2015, pp. 179–182 (in Russian).
10. Reinhart M. C., Rogoff K. S. The Aftermath of Financial Crisis // National Bureau of Economic Research. Working Paper 14656, 2009, January, p. 3.
11. Tilford S. The euro at ten: is its future secure? London: Centre for European Reform, 2009, p. 6; Bonds & rates: government bond spreads. *Financial Times*. 7 July 2015. Available at: <http://markets.ft.com/RESEARCH/Markets/Government-Bond-Spreads>.