

The debt of some euro-zone economies looks unsustainable The Economist

EARLIER this year it all looked so rosy. In April, just two years after Greece imposed the biggest sovereign-debt restructuring in history on its private creditors, it raised €3 billion (\$4.2 billion at the time) in five-year bonds at a yield of less than 5%. In July its ten-year bonds were yielding less than 6% and their Spanish and Italian equivalents less than 3%, not far off Germany's. The troubled economies of Europe's "periphery" were beginning to turn around, it seemed, and the European Central Bank (ECB) would do whatever it took to keep the euro zone together.

That all went out the window in the global market sell-off of October 15th-16th. Yields on Greek government debt briefly exceeded 9%; the spread between yields on German government bonds and those of debt-addled euro-zone countries widened and lower-rated corporate-bond yields rose sharply too. Part of the rise might have been due to bond markets' declining liquidity. At any rate, some ground has since been regained, with corporate bonds especially buoyed by the rumour (later denied) that the ECB was about to buy corporate debt as part of an asset-purchase scheme.

But worries that slow growth in the euro zone will be a serious drag on the world economy are increasing. Deflation, which makes debts harder to bear, has taken hold in the periphery, and threatens to afflict the euro zone as a whole. Faith that the ECB will be able to do much about either problem is declining. Against that background some euro-zone debt—both public and private—looks unsustainable.

Between 2007 and 2013 the ratio of government debt to GDP in the euro area rose from 66% to 93%. The spike was more dramatic in the periphery (see chart): in Greece the ratio increased to 175% and in Portugal it virtually doubled to 129%. High government debt itself does not necessarily crimp economic growth. But as bond yields rise, servicing that debt becomes difficult. Italy—with the third-largest stock of government debt in the world, much of it refinanced each year—is a particular concern. According to estimates from Moody's, a rating agency, it will have to find around €470 billion of funding next year, worth nearly one-third of its GDP. The

Заборгованість деяких країн єврозони виглядає хиткою

Раніше цього року все це виглядало так райдужно. В квітні, через два роки після того як в Греції відбулася найбільша в історії реструктуризація державного боргу зі своїми приватним кредиторам, він піднявся до 3 млрд євро (4,2 млрд доларів на той момент) у вигляді п'ятирічних облігацій з доходністю менше 5%. В липні її десятирічні облігації приносили дохід менше 6%, а їх іспанські та італійські еквіваленти менше 3%, не набагато далеко від Німеччини. Здавалося, що проблемні економіки "периферії" Європи почали повертатися назад, і Європейський центральний банк (ЄЦБ) буде робити все можливе, щоб зберегти єврозону разом.

Це все зазнало краху внаслідок розпродажу на світовому ринку від 15 жовтня-16-го. Прибутковість по державному боргу Греції перевищила 9%; різниця між прибутковістю німецьких державних облігацій і прибутковістю державних облігацій тих країн єврозони, які пов'язали в боргах, збільшилася і прибутковість корпоративних облігацій з більш низьким рейтингом теж різко зросли. Частина росту, можливо, спричинена зниженням ліквідності ринків облігацій. У всякому разі, деякі причини відтоді відновилися, з корпоративними облігаціями, котрі особливо підганяли плітки (пізніше їх заперечили), що ЄЦБ планує купити корпоративний борг як частину схеми покупки активів.

Але існують побоювання, що повільне зростання в єврозоні буде серйозним гальмом для світової економіки, що росте. Дефляція, яка ускладнює подолання боргів, почала володіти на периферії, і загрожує задати поразки єврозоні в цілому. Віра, що ЄЦБ буде в змозі зробити щось з цими проблемами, скорочується. На цьому тлі деякі борги єврозони, як державні та приватні, виглядають нестійкими.

У період з 2007 по 2013 рік співвідношення державного боргу до ВВП в зоні євро зросла з 66% до 93%. Ріст був найбільш драматичним на периферії: в Греції співвідношення збільшилося до 175% і в Португалії практично в два рази до 129%. Великий державний борг сам по собі не обов'язково перешкоджає економічному зростанню. Але якщо зростає

financing needs of other peripheral governments are not as drastic, but they are still high.

The overhang of private-sector debt is also cause for concern. Overindebted firms struggle to grow and invest, while tying up scarce bank capital, which impedes lending to worthier borrowers. The picture is not uniformly grim. Despite Italy's staggering government debt, its households owe less than Germany's and its non-financial companies not much more. Spain's private sector has deleveraged substantially over the past few years, as big recapitalisations have left its banks better able to withstand write-downs of bad loans.

But peripheral countries typically have a long tail of heavily indebted firms. In Portugal around a quarter of listed firms have debts of more than five times their earnings before interest, tax, amortisation and depreciation—the worst ratio in the periphery, points out Alberto Gallo of RBS, a bank. And the proportion of loans in default is still rising in Portugal, Italy and Greece, he says.

On October 26th the results of the ECB's review of the books of big euro-zone banks will be released. They are expected to show few serious problems. Banks have been raising capital to be sure not to be found wanting. After it they may write down more bad loans rather than rolling them over. Another change is to corporate insolvency regimes, which typically make it harder to call in debts or seize collateral in the euro area than in America. All the peripheral countries have either reformed their laws or promised to do so, and the European Commission is pushing a common European standard.

Government debt looks more intractable, especially in light of the lacklustre growth and slide towards deflation that now seem entrenched. A recent analysis by Fitch, a rating agency, suggests that it will be very hard for any highly indebted euro-zone government to reduce its debt-to-GDP ratio by 20 percentage points over the next eight years, still less return it to its pre-crisis level. Governments need to run primary (ie, before interest payments) surpluses in order to pay off existing debt. The IMF reckons that Italy will reach and maintain a primary surplus of nearly 5% of GDP by 2018, but is less sanguine about other euro-zone debtors. Tax rises and spending cuts are hard to implement. A study of 54 emerging and advanced economies, by Ugo Panizza of the Graduate Institute, Geneva and Barry Eichengreen of the University of California, Berkeley shows

прибутковість облігацій, то обслуговувати цей борг стає важче. Італія - з третім по величині запасом державного боргу в світі, багато з яких рефінансуються щороку, викликає особливе занепокоєння. За оцінками рейтингового агентства Moody's, Італія повинна буде знайти близько 470 млрд євро фінансування у наступному році, що становить майже одну третину її ВВП. Потреби у фінансуванні інших периферійних держав не настільки різкі, але вони як і раніше високі.

Наявність виступаючого боргу приватного сектора також є причиною для занепокоєння. Фірми, що погрузли в боргах, борються, щоб рости і інвестувати, в той час, коли вони зв'язані дефіцитним капіталом банку, що ускладнює кредитування більш гідних позичальників. Але ситуація є не повністю такою похмурою. Незважаючи на приголомшуючий держборг Італії, її домогосподарства зобов'язані менше, ніж у Німеччині і нефінансові компанії не набагато більше. Приватний сектор Іспанії вже істотно зменшив свій борг за останні кілька років, внаслідок того, що великі рекапіталізації дали змогу своїм банкам краще витримувати списання безнадійних кредитів.

Але периферійні країни, як правило, мають довгий хвіст фірм з великою заборгованістю. В Португалії близько чверті перерахованих компаній мають борги, котрі більш ніж в п'ять разів перевищують їх прибуток до вирахування відсотків, податків, амортизації та знецінення - найгірше значення на периферії, зазначає Альберто Галло з банку RBS. І частка невиплачених позик росте в Португалії, Італії та Греції, каже він.

26 жовтня будуть оголошені результати огляду ЄЦБ звітності великих банків єврозони. Очікується, що вони покажуть наявність кількох серйозних проблем. Банки збільшили свій капітал для того, щоб їх не визнали нужденними. Після цього вони можуть списати більше поганих кредитів, а не пролонговувати їх далі. Ще одна зміна відноситься до корпоративних режимів неспроможності, що означає, що, як правило, вимагати виплати боргів або конфіскувати застави важче в єврозоні, ніж в Америці. Всі периферійні країни або реформувати свої закони або пообіцяли зробити це, і Європейська комісія наполягає на впровадженні в дію загального європейського стандарту.

that large and sustained primary surpluses are extremely rare. People in the southern periphery are especially fed up with austerity, which has had a massive cost in terms of unemployment and living standards. More bad news, and the situation could look critical once again.

Державний борг виглядає більш нерозв'язними, особливо в світлі тьмяного росту і сповзання до дефляції, що зараз здається вкоренилися. Недавній аналіз рейтингового агентства Fitch дозволяє припустити, що для будь-якого уряду єврозони з високою заборгованістю буде дуже важко скоротити співвідношення боргу до ВВП навіть на 20 процентних пунктів протягом наступних восьми років, а тим більше повернути його на докризовий рівень. Урядам необхідно застосувати первинні (тобто, до виплати відсотків) надлишки, щоб погасити існуючу заборгованість. МВФ вважає, що Італія досягне і підтримає первинний профіцит в розмірі майже 5% ВВП до 2018 року, але про інших боржників єврозони існують менш оптимістичні прогнози. Підвищення податків і скорочення витрат важко реалізувати. Аналіз 54 розвинених і тих, що розвиваються, країн, зроблений Уго Паніцці з Graduate Institute, Женева і Баррі Айхенгрін з Університету Каліфорнії, Берклі, показує, що великі і стійкі первинні надлишки зустрічаються край рідко. Людям в південній периферії особливо набридла жорстка економія, яка була значно виражена за умов безробіття та рівня життя. Більше поганих новин, і ситуація може бути критична знову.