ПАНДЕМИЯ COVID-19 29.12.2020 | Адам Туз

Свет в конце тоннеля?

Или все же крах еще впереди? Зыбкое восстановление еврозоны держится на обещаниях ЕЦБ о предоставлении гарантий.

В последние недели 2020 года оптимисты, возможно, увидели свет в конце тоннеля. Вторая волна коронавируса тяжело ударила по Европе, но сейчас делается все, чтобы держать ситуацию под контролем. В процессе разработки находится множество вакцин, а европейские производители несколько опережают своих конкурентов. Поэтому граждане, входящие в группу повышенного риска, смогут получить прививку, вероятно, еще до конца нынешнего года. Затем могут быть сняты и ограничения. Общественная жизнь снова вернется в нормальное русло.

Такой оптимистический нарратив сам по себе воспринимается как самоисполняющееся пророчество, способствующее таким образом восстановлению доверия, а тем самым и создающее основу для экономического восстановления. По аналогии с ходом событий во время европейского долгового кризиса можно ощутить себя словно перемещенным во времени на восемь лет назад – в те месяцы, когда слова действующего в то время главы ЕЦБ Марио Драги «любой ценой» обрели эффект магического заклинания. Для десятков миллионов европейцев экономическая ситуация тогда оставалась тяжелой. Однако удалось остановить панику и заложить краеугольный камень для оздоровления положения.

В 2020 году живительной почвой для таких оптимистических ожиданий стал конъюнктурный пакет Европейского союза. Европейская комиссия осталась довольна столь положительным откликом рынков на ее новую программу предоставления заимствований в виде «социального займа» по программе обеспечения занятости SURE объемом в 8,5 млрд евро сроком на 15 лет. Последний транш пересматривался в сторону повышения 13 раз и был предоставлен под отрицательный процент в 0,102. А попросту

говоря, из 102 евро, которые получит ЕС от своих кредиторов, ему придется вернуть только 100. Такого не удавалось пока сделать даже с заимствованиями в Германии.

Возможно, мы достигли поворотного момента в развитии. Но что если это не так? Представим себе альтернативный сценарий. Что было бы, если бы нас отправили не в 2012, а в 2009 год? Что произошло бы, если бы выздоровление, которое мы наблюдаем в настоящий момент, оказалось чем-то похожим на затишье (если воспользоваться спасительной формулировкой Эрика Джонса) в период между банковским кризисом 2008 года и последующим за ним европейским долговым кризисом?

Что случится, если меры по поддержке будут исчерпаны слишком рано? Резко возрастет безработица. Экономика продолжит свое падение и в 2021 году.

Представим себе, что этот болезненный период только начинается. Тогда сценарий мог бы выглядеть так...

В 2020 году экономику Европы удалось удержать на плаву благодаря реанимационным мерам. Посредством широкого внедрения частичной занятости было гарантировано сохранение миллионов рабочих мест. Предоставляются поручительства по кредитам на заоблачные суммы. Что же произойдет, если меры по поддержке будут исчерпаны слишком рано? Безработица резко возрастет. Экономика продолжит свое падение и в 2021 году. Система выдачи кредитов потерпит крах. Ускорится экономический спад, кредиты станут необслуживаемыми, а убытки станут передаваться по цепочке сквозь всю финансовую систему.

Банки Европы, которые были ослаблены еще до коронавирусного шока, накроет холодный душ. Поскольку уровень страхования кредитных рисков в 2020 году окажется ниже по сравнению с американскими банками, в 2021-м их ждет «кровавая баня». Из-за необслуживаемых кредитных портфелей рейтинговые агентства снизят рейтинг более слабых банков – прежде всего в Италии – до «мусорного» статуса. Тем самым их доступ к рынкам заимствований усложнится, а способность к выдаче кредитов еще более снизится.

Становится очевидным, что данное в 2012 году обещание завершить процесс создания банковского союза, так и не было выполнено.

Ввиду недостаточного объема выдачи кредитов еврозона оказалась парализована. К 2022 году уровень безработицы достигнет 12 процентов. На слух это воспринимается как скверная антиутопия, но так оно и есть на самом деле. Не я ее придумал. Ее придумали экономисты Европейского центрального банка. Это – так называемый неблагоприятный сценарий отчета о финансовой стабильности ЕЦБ. Он был отобран из нескольких тысяч гипотетических тестовых моделей и призван смоделировать «среднестатистический результат», которого можно ожидать в рамках наихудшего сценария развития событий.

После первых стресс-тестов на рубеже тысячелетия методы ЕЦБ становились все изощреннее. В основу отчета о финансовой стабильности закладывается макромикромодель, известная под названием BEAST. Эта аббревиатура означает «Banking Euro Area Stress Test» – стресс-тест банков еврозоны.

В рамках этой модели отслеживаются взаимосвязи между 19 национальными экономиками и балансами 91 системно значимого банка, а также разрабатывается прогноз предположительного реагирования таких отдельных банков, как Paribas, Deutsche Bank и других, на меняющиеся рамочные экономические условия. С этой целью модель осуществляет экстраполяцию удельных капитальных показателей и проблемных кредитов, а также доходов от капитала банка.

При негативных потрясениях банки демонстрируют тенденцию к сворачиванию выдачи новых кредитов. Довольно нестабильные банки делают это еще более агрессивно.

При негативных потрясениях банки демонстрируют тенденцию к сворачиванию выдачи новых кредитов. Довольно нестабильные банки делают это еще более агрессивно. По скромному замечанию экономистов ЕЦБ, европейская банковская система в высшей степени «гетерогенна». Модель вводит данные по реагированию балансов 91 банка в прогноз экономической конъюнктуры еврозоны, причем исходный сценарий из-за мер по самозащите банков еще более ухудшается. В результате возникает фатальная спираль, ведущая вниз.

Подобные нарративы, порожденные BEAST, обладают жуткой магической силой. Но их назначение и смысл состоят не только в том, чтобы у нас по коже мороз пробежал. Они задуманы в качестве рекомендаций и руководства к действию для политики. Прежде всего они должны вызвать у ЕЦБ максимальную решимость

предотвратить так называемое эксцессивное снижение доли заемных средств, то есть обвал выдачи кредитов банками и другими финансовыми институтами европейскому бюджету и предприятиям.

В этом году ЕЦБ осуществлял значительные интервенции с целью дальнейшего обеспечения европейской экономики кредитами. Решающим шагом в этом отношении стала блокировка выплаты дивидендов, из-за чего банки были вынуждены отчислить всю заработанную ими прибыль в резервный фонд. В дополнение к этому ЕЦБ снял ограничения на использование «буферного» капитала, то есть собственных резервных банковских запасов, отложенных на лучшие времена, чтобы поддержать выдачу новых кредитов. Такой принцип действия введенной в 2008 году макропруденциальной политики: в случае подъема банковское регулирование становится жестче, при экономическом спаде происходит его либерализация.

В конечном счете стабильность в обеспечении кредитами держится на общеэкономическом балансе в еврозоне. А ввиду чрезвычайных обстоятельств, связанных с пандемией, он в свою очередь зависит от действий государства.

Тем самым регулирующие винтики финансового механизма, на которых он вращается, также поистерлись. В конце концов, как это хорошо продемонстрировал отчет о финансовой стабильности, обеспеченность кредитами держится на общеэкономическом балансе в еврозоне. А ввиду чрезвычайных обстоятельств, связанных с пандемией, он в свою очередь зависит от действий государства.

В 2020 году выдача кредитов малым и средним предприятиям зависела и зависит от государственных гарантий и мораториев. Бюджеты всего ЕС поддерживаются резким расширением уровня частичной занятости – крупной инновацией государств общественного благоденствия во времена кризиса. Если бы одна из этих обеих опор упала, ожидаемым следствием стало бы тяжелое шоковое состояние.

Продолжение мер по поддержанию баланса, естественно, имеет последствия для политики в области бюджета. Резко возросла задолженность по сравнению с валовым внутренним продуктом: во всей еврозоне почти на 15 процентов от ВВП. По подсчетам ЕЦБ две трети этого повышения объясняются решениями о выдаче кредитов, а треть – обвалом ВВП.

ЕЦБ предупреждает: если сойти с проторенной тропы, европейскую экономику ожидает крах. При этом на кону окажется социальное устройство Европы. Как будто недостаточно одного того, что резкое прекращение финансово-политических мер поддержки поставило бы под угрозу и финансовую стабильность.

До сих пор обремененность государственных бюджетов преимущественно находила свое отражение в платежных балансах отдельных государств. Средства из конъюнктурного пакета, утвержденного в 2020 году, сразу же после вступления в силу этой программы, тесно связанной с бюджетом ЕС, окажут укрепляющее влияние. Это весомый конституционно-правовой шаг. Но его масштаб надо видеть в сравнении. Согласно отчету о финансовой стабильности, средства программы SURE, а также ассигнования и кредиты из Фонда восстановления «Следующее поколение ЕС», вместе взятые, в период с 2021 по 2026 год составят 150 млрд евро ежегодно, а государства еврозоны только в 2020 году уже взяли кредиты на общую сумму в триллион евро.

Но и здесь существует взаимосвязь. Стабильность выдачи кредитов частному сектору зависит не только от поведения государства. Государственные долги составляют значительную часть кредитного портфеля банковских балансов, а банки – особенно в Испании и Италии – удерживают существенную часть государственных долговых ценных бумаг. Это тревожная тенденция, ведь во время долгового кризиса эта связь привела к замкнутому кругу: проблемные банки оказывали давление на кредитоспособность государства и наоборот.

С 2012 года был достигнут прогресс в поиске выхода из этого замкнутого круга. Между тем в 2020-м взаимозависимость между государствами и банками снова стала теснее. Недавно ЕЦБ обнародовал такую информацию: «Активность банков в еврозоне по приобретению национальных государственных долговых ценных бумаг в 2020 году в номинальном выражении увеличилась почти на 19 процентов, что стало самым большим ростом с 2012 года». Особенно сильный рост наблюдался в Испании и Италии, в то время как во Франции государственный долг составлял лишь два процента всех банковских активов.

Несущей основой является готовность и способность ЕЦБ к действиям в качестве

В данный момент нет особого повода для беспокойства. В еврозоне наблюдается бум спроса на государственные облигации. Даже Греция недавно взяла кредит под отрицательную процентную ставку.

«кредитора последней инстанции» для Европы.

Доходность от итальянских государственных облигаций достигла рекордно низкого уровня. Можно было бы праздновать этот факт, если бы его можно было объяснить надеждами инвесторов на новый подъем итальянской экономики. Самое лучшее, что можно было бы пожелать Италии, – это включение турборежима роста номинального ВВП и возврата уровня государственной задолженности с небесных высот, которых он может достичь еще в этом году, на землю.

Но как показывают даже самые оптимистичные прогнозы, на такой сценарий рассчитывать не приходится. Заинтересованность вкладчиков держится на обещании поддержки со стороны ЕЦБ. В конечном счете вся кредитная система основана на ЕЦБ и его готовности поддержать рынок государственных заимствований.

Вне всякого сомнения, солидный банковский менеджмент в этой ситуации является жизненно важным. Решения в области финансовой политики могут запустить маховик экономики или же остановить его, и оказывают влияние на платежеспособность кредитополучателей, а тем самым и на банковские балансы. Однако несущей основой комплексного переплетения взаимосвязей на макро- и микроуровне как отражения модели BEAST является готовность и способность ЕЦБ к действиям в качестве «кредитора последней инстанции» для Европы.

В этом и заключается то большое изменение, о котором говорил Драги в 2012 году. До тех пор пока будет сохраняться нынешнее положение, опасность того, что в один прекрасный день мы окажемся в 2009 году, невелика. Но если прозвучавшее обещание окажется под вопросом, ничто даже при самой изощренной макропруденциальной экономике и институциональном прогрессе, достигнутом ЕС в этом году, исключить нельзя.

Данная статья является совместной публикацией Social Europe и IPG-Journal.



Адам Туз
Нью-Йорк

Адам Туз (Adam Tooze) является профессором Колумбийского университета и преимущественно занимается историей экономики. Помимо этого, Туз руководит Европейским институтом при этом же университете.