

Кризис довел Европу до отрицательных процентных ставок. Страх перед экономической катастрофой невиданных масштабов привел к тому, что инвесторы уже готовы добровольно уничтожать собственный капитал. Выигрывают от этого лишь самые сильные страны.

Представьте себе мир, в котором не вы платите за то, что покупаете товар в магазине, а платят вам. Или мир, в котором вы платите за то, что ходите на работу, или мир, в котором банк платит вам за выданный вам же кредит. Абсурдно? Да, но именно сейчас это королевство кривых зеркал господствует на мировых финансовых рынках. Страх инвесторов породил удивительный феномен - отрицательные номинальные процентные ставки. Краткосрочные гособлигации Швейцарии, Германии, Нидерландов, Австрии, Люксембурга, Франции, Финляндии, Дании размещаются в последние месяцы с отрицательной доходностью (см. график 1). То есть кредиторы платят заемщикам за честь быть держателями их долга. Как такое возможно в рациональном мире финансов, и что все это значит для будущего мировой экономики?

На дно и ниже

Основная причина понятна. Это кризис, ожидание мировой депрессии и страх потери денег в ненадежных активах. Идет радикальное расхождение ставок «хороших» и «плохих» заемщиков. А так как «хороших» мало, спрос на их долг крайне велик, в итоге ставки падают до нуля и даже ниже. Фонды облигаций, инвестиционные декларации которых запрещают держать средства на банковских счетах, вынуждены вкладываться во что-то хотя бы мало-мальски надежное.

А надежного становится все меньше. Европейский кризис выкосил массу активов, которые раньше считались безрисковыми. В соответствии со специальной директивой Еврокомиссии 2006 года, базирующейся на принципах банковского регулирования «Базель-2», всем суверенным заемщикам странам-членам ЕС присваивался нулевой кредитный риск. Банки могли покупать сколь угодно много гособлигаций Греции, Португалии, Испании и т. д. Ведь они признавались регуляторами безрисковыми: вероятность невозврата по ним считалась нулевой, и под них не нужно было создавать какие-либо резервы.

Дефолт Греции в марте 2012-го и потери инвесторов по ее суверенным облигациям показали, что те банки, которые слепо следовали уверениям европейских регуляторов, мягко говоря, ошиблись. Безрисковых активов поубавилось: например, из гособлигаций Испании и Италии инвесторы бегут так, что только пятки сверкают. Куда? В тихие гавани, выбор которых невелик - это гособлигации США, Великобритании, Швейцарии, Японии, стран Скандинавии и сильных стран еврозоны. В итоге ставки по краткосрочным гособлигациям падают до нуля и ниже. По долгосрочным инструментам ставки пока ниже нуля не упали, но доходность по ним - на рекордно низких уровнях (см. график 2). Плюс к тому рынок побаивается коллапса евро - остается надежда, что Германия, Австрия, Франция, Финляндия и Нидерланды инвестора все-таки не кинут, как Греция, и рассчитаются по человеческому курсу в марках, шиллингах, франках и гульденах. Ну или в том, что заменит евро в здоровой части Европы. В случае с сильными странами еврозоны важен еще один фактор: покупка германских или голландских долговых бумаг, пусть даже с отрицательной доходностью, может рассматриваться как опцион на дойчмарку. Заплатил за облигацию в евро, а на выходе получишь сумму в новой валюте.

Бегство от риска

Вопрос: почему инвесторы предпочитают вкладывать деньги в гособлигации надежных заемщиков под отрицательную ставку, а не просто хранить деньги в банке хотя бы под минимальной ставкой? Дело в том, что на институциональных инвесторов страхование банковских вкладов не распространяется. Таким образом, в случае банкротства банка они теряют. Когда же держишь средства в облигациях, ничего потерять нельзя, разве что обанкротится Германия или Швейцария, во что рынок в данный момент не верит.

Отрицательная доходность - это недоверие не только к евро, а ко всей финансовой системе. Проще говоря, крупные суммы хранить негде, надежных банков нет ни одного, отсюда и спрос на облигации с отрицательной доходностью. Инвестиционная идея в условиях глобального финансового кризиса проста: важен не возврат с капитала, важен возврат самого капитала. Или как вариант - лучше потерять доли процента, чем десятки процентов.

Получается, что инвестиционные инструменты с более высокой доходностью, чем у гособлигаций надежных заемщиков, очень привлекательны. Но у них есть большой недостаток - риск. Акции, облигации заемщиков в развивающихся экономиках, сырьевые активы хороши только в условиях растущей глобальной экономики. А сейчас экономические перспективы в мировом масштабе не радуют. В Европе долговой кризис и

рецессия, причем ситуация может резко ухудшиться в случае развала еврозоны, в США чрезвычайно слабый, анемичный рост с хорошими шансами съехать в рецессию, история успеха BRIC тоже блекнет на глазах - особенно показательно замедление экономического роста в Китае. Сырье, акции, облигации стран BRIC в условиях дефляционной рецессии тоже могут сильно просесть в цене. Кроме того, упомянутые инструменты для крупных инвесторов малоликвидны - эти пруды слишком мелки для крупной рыбы. Получается, что гособлигациям с отрицательными ставками в таком контексте просто нет достойной инвестиционной альтернативы.

Известный британский экономист, глава Fulcrum Asset Management Гейвин Дэвис, объясняя феномен отрицательных ставок, говорит о «страховой премии на случай экономической катастрофы». По его мнению, вероятность глобальной экономической катастрофы (которую он определяет как падение реального ВВП более чем на 10%) существенно выросла с 2008 года. До этого на протяжении всего послевоенного периода в сознании инвесторов такой риск был просто немыслим. Осознание того, что катастрофа все-таки возможна, ставит под большое сомнение рискованные инвестиции. Учитывая, что по гособлигациям надежных заемщиков риск дефолта ничтожен, в их цену закладывается страховая премия, в отличие от других активов.

Чем выше вероятность экономической катастрофы, тем дороже страховка, тем больше абсолютное значение отрицательной ставки и тем внимательнее кредиторы относятся к надежности заемщиков. Однако снижающаяся ставка по госдолгу лишь повышает надежность заемщика: чем ниже доходность по гособлигациям Германии или Швейцарии, тем ниже расходы на выплаты по процентам. К тому же отрицательная ставка вообще уничтожает часть долга даже в номинальном выражении. Долговые же обязательства ненадежных заемщиков страховой премией не обладают, риск дефолта по ним по мере роста риска катастрофы растет, премия за риск в виде высоких доходностей тоже растет, и в итоге они начинают вести себя как высокорискованные акции. Надежные заемщики становятся еще более надежными, ненадежные - еще более ненадежными.

Пузырь страха

Подталкивают финансовую систему к отрицательным ставкам и мировые центробанки, хотя и из благих намерений. Центробанк Дании в начале июля впервые в истории снизил депозитную ставку с 0,05% до минус 0,2% годовых. ЕЦБ недавно снизил свою депозитную ставку с 0,25% до нуля, и, по словам члена управляющего совета ЕЦБ Бенуа Кера, тоже думает о введении отрицательной депозитной ставки. Столь радикальные

предложения продиктованы неспособностью традиционных методов монетарной политики оживить кредитную активность в еврозоне. Банки держат на депозитных счетах ЕЦБ сотни миллиардов евро - эти деньги не идут в экономику.

Расчет ЕЦБ в том, что нулевая, а тем более отрицательная депозитная ставка все-таки вынудит банки перебороть страх возможных потерь и возобновить кредитование. Схема, однако же, небезупречная: вполне возможно, что банки все-таки предпочтут терпеть относительно небольшие потери капитала на вполне надежных счетах ЕЦБ. Логика та же, что и при покупке гособлигаций с отрицательной доходностью: лучше гарантированный небольшой убыток, чем большая неопределенность. Пока ЕЦБ размышляет, стоит ли заявлять отрицательную ставку, Дания уже стала полигоном нетрадиционной политики.

Еще один возможный изъян отрицательных ставок центробанков - подобная политика вовсе не будет способствовать возобновлению кредитования, а наоборот, еще сильнее мотивирует инвесторов к покупке надежных безрисковых гособлигаций под отрицательную ставку. То есть, возникнет ситуация конкуренции отрицательных ставок: кто из надежных заемщиков уничтожает капитал в наименьшей степени?

Текущую ситуацию с доходностями краткосрочных гособлигаций надежных эмитентов уже можно назвать пузырем страха. Обычный рыночный пузырь - это иррационально растущие цены какого-либо актива, подогреваемые эйфорией и оптимизмом покупателей. Здесь тот же пузырь, только в зеркальном отражении. Его дополнительно раздувает пессимизм кредиторов, в результате они готовы добровольно и осознанно уничтожать все большую долю своего капитала.

Мало того что ставки отрицательные, со временем их абсолютное значение увеличивается. Например, ставка по высоколиквидным двухлетним гособлигациям Швейцарии преодолела границу отрицательной зоны в апреле, в июне они торговались с доходностью минус 0,25% годовых, сейчас же доходность дошла до минус 0,43%. Когда перестанет раздуваться этот пузырь страха? Может, когда кредиторам будет дешевле построить хранилища для наличных, чем платить заемщикам за сбережение капитала?

Отрицательные ставки появляются как реакция на возможную катастрофу, но при этом сами могут ее приблизить. Если пузырь страха просуществует долго, это будет иметь негативные последствия для реальной экономики. Хотя бы потому, что будущим

пенсионерам в условиях сверхнизких ставок придется сберегать гораздо больше. Растущий уровень сбережения населения еще больше задавит потребление. А дальше по спирали: меньше потребление - меньше производства, отсюда увольнения и снижение зарплат и еще меньше спрос и т. д. Чудесный новый мир отрицательных процентных ставок не будет радужным.

Александр ЗОТИН

