

В этом «зазеркальном» финансовом мире тот, кто набрал больше долгов, становится более кредитоспособным, чем тот, кто имеет сбережения, приносящие убыток



ставки так сильно, а также заявила, что люди должны быть более счастливы, что имеют работу, чем более высокую норму сбережений.

Монетарные власти можно понять. Угроза рецессии и нового экономического спада вполне осязаема, и лишь невероятно мягкая денежно-кредитная политика еще как-то поддерживает всю экономическую и финансовую конструкцию на плаву. В своем полугодовом отчете о состоянии мировых финансовых рынков МВФ заявил, что почти 40% корпоративного долга в восьми ведущих странах — США, Китае, Японии, Германии, Великобритании, Франции, Италии и Испании — было бы невозможно обслуживать, если бы спад оказался даже вдвое меньше, чем десять лет назад.

Означает ли все это, что пузырь долга получил возможность расширяться бесконечно долго? Есть ли предел у политики отрицательных ставок и границы у этого зазеркалья?

В математике есть понятие «раскрытие неопределенностей» — то есть вычисление пределов функций, заданных формулами, которые теряют смысл в результате формальной подстановки в них предельных значений аргумента. Сумма долга в \$17 трлн с отрицательной доходностью, которые мы видели в 2019 году, — это, по всей видимости, еще не предельное значение аргумента. Но смысл самой идеи кредитования уже теряется. Собственники капитала и кредиторы, в том числе и банки, не могут бесконечно расширять кредитование и вечно нести убытки. Настает момент, когда в рефинансировании по отрицательным ставкам будет отказано. Безумный эксперимент закончится, и тогда финансовый мир содрогнется.

Зазеркалье глазами финансистов

Центральные банки и многие экономисты, поддерживающие их политику, смотрят на процентные ставки глазами заемщиков и считают, что чем ниже ставки и чем они отрицательнее, тем лучше, даже если это

формирует целый класс зомби-компаний, способных вести деятельность только при бесконечном финансировании.

Звучит даже такое оправдание, что при дефляции реальная ставка (номинальная минус инфляция) может выйти в положительную зону, даже если номинальная отрицательна.

Все это либо глупость, либо лукавство центробанков. Финансистам, банкирам и управляющим фондами необходим доход на капитал. Их совершенно не волнует, сколько стоят помидоры и макароны в продуктовых магазинах, и им абсолютно неинтересно, как чиновники от статистики считают динамику индекса потребительской корзины, на которую ориентируется в своей политике центральный банк. Это не их корзина и не их огурцы с картошкой.

На самом деле исчезновение процентного дохода крайне опасно для финансовой системы, которая веками строилась на философии положительных процентных ставок.

Ни банковская, ни пенсионная система не смогут долго функционировать при нулевых, а тем более при отрицательных процентных ставках. Все модели ценообразования различного класса активов, модели оценки компаний основаны на положительных ставках и денежных потоках. Через какое-то время кредиторы сократят основную деятельность, перейдя к альтернативным инвестициям, и заемщикам просто неоткуда будет взять деньги для рефинансирования набранных долгов.

Центральным банкам придется либо выкупать долги на собственный баланс, либо наблюдать за развитием сначала экономического, а затем и социально-политического кризиса.

Пока этот момент не настал, капитал ищет варианты получения процентного дохода там, где это еще возможно, поднимая до исторических максимумов фондовые индексы или раздувая пузыри активов развивающихся рынков, окунаясь в стихию деривативов и закрывая глаза на котировки, риски и здравый смысл.

В поисках дохода: облигации

Как правило, в периоды снижения ставок инвесторы покупают облигации с длинными сроками до погашения. Если в обозримом будущем ставки станут ниже, то облигации с длинной дюрацией намного больше вырастает в цене даже при небольшом снижении доходности по сравнению с краткосрочными бумагами. Часто на ожиданиях, что ставки уйдут к нулевым значениям, инвесторы выкупают длинные бумаги, и их доходность становится ниже, чем доходность более коротких бумаг, которые по своей сути ближе к инструментам денежного рынка и зависят от текущей стоимости денег. В таких случаях кривая доходности становится инвертированной, и многие экономисты, не понимая, по каким причинам произошла эта инверсия, начинают паниковать и называть эту ситуацию «признаком рецессии».

На самом деле инвесторы выжимают из облигаций максимум возможного дохода, и колоссальный долг США видится им не столько проблемой, сколько спасением от безумного «зазеркалья» Европы и Японии. По экспертным оценкам, в 2019 году 94% от всех процентных доходов по гособлигациям развитых стран мира приходится на долги правительства США. Ажиотаж в сентябре—октябре был таков, что инвесторам перестало хватать долларов для покупки казначейских облигаций и векселей, ставки денежного рынка доходили до 10% годовых.

В результате сейчас рынок облигаций стал одним из самых больших мировых пузырей с объемом, превышающим эквивалент \$100 трлн. Российские ОФЗ не исключение, там тоже надулся пузырь, в том числе и стараниями иностранных инвесторов и игроков в кэрри-трейд, которым теперь принадлежит больше 30% находящихся в обращении ОФЗ, несмотря на то что санкционные риски и риски падения сырьевых цен из-за замедления мировой экономики никуда не делись.

Любой пузырь всегда приводит к потере инвестиционного капитала. На протяжении почти всего 2019 года на облигациях был «бычий» рынок, но давление со стороны европейских банкиров на главу ЕЦБ Лагард и комментарии глав ФРС и Банка Японии о том, что денежно-кредитная политика находится на приемлемом уровне и многое сделано для предотвращения рецессии, уже свидетельствуют,

Несмотря на то что банкиры и ряд политиков индустриальных стран Европы считают, что отрицательные ставки являются катастрофическими и обрекают еврозону на гибель, Кристин Лагард, сменив Марио Драги на посту главы ЕЦБ, незамедлительно поддержала отрицательные процентные ставки, введенные ее предшественником.

Отвечая на вопрос о влиянии отрицательных ставок на вкладчиков, госпожа Лагард сказала, что им следует подумать о том, насколько хуже была бы ситуация, если бы ЕЦБ не снизил