

Тыминский Владимир Георгиевич —
экономист, консультант в банковской сфере.

Vladimir G. Tyminskiy —
economist, consultant in the banking sphere.

Еврозона на пороге повсеместных отрицательных процентных ставок



Отрицательные процентные ставки по кредитам означают, что не должник будет платить проценты кредитору, а, наоборот, кредитор будет обязан должнику за то, что тот взял у него деньги. Еще недавно эта тема казалась сугубо академической и мало-реалистичной. Возможность появления отрицательных процентных ставок на территории еврозоны объясняется желанием правящей элиты сохранить евро любой ценой. Это желание включает в себя как идеологический компонент (с общей валютой часто ассоциируют мир и стабильность), так и чисто практический и, с точки зрения элиты, рациональный. Евро — это главный проект нынешнего поколения политиков, кроме того, «валютный развод» стран еврозоны будет связан с огромными финансовыми рисками для стран-кредиторов (например, для Германии или Нидерландов), так как долги стран-

должников, вероятно, придется списать. Совершенно очевидно, что крах евро станет и крахом правящей элиты, которая уже много лет повторяет, что альтернативы евро нет, поэтому евро надо спасти любой ценой. Но самое главное, что отрицательные процентные ставки дают возможность в долгосрочной перспективе сократить государственную задолженность стран-должников еврозоны — Испании, Португалии, Греции, Италии, Франции — и таким образом решить долговую проблему, которая и является главной угрозой существованию еврозоны.

Широкое распространение отрицательных процентных ставок по вкладам и долгам заимствования полностью изменит экономический порядок и логику финансово-хозяйственной деятельности в целом. Следует учесть, что переход проходит стремительно. Так, на данный

УДК 336.02

DOI: 10.33917/es-3.169.2020.50-54

Мировая экономика, в том числе еврозона, в 2008 г. пережила потрясение. Одним из последствий стало то, что центральные банки крупнейших экономик мира с целью поддержать экономическую активность снизили процентные ставки по кредитам. Хотя прошло уже 11 лет, тем не менее, в еврозоне кредитные ставки до сих пор остаются крайне низкими. Это говорит о том, что валютный союз до сих пор не вышел из посткризисного состояния. Более того, все вероятнее становится еще недавно немыслимый сценарий, по которому еврозона надолго войдет в эпоху отрицательных процентных ставок.

Ключевые слова

Еврозона, кредитные ставки, валютный союз, евро, отрицательные процентные ставки, экономический порядок, реальный капитал, стандартная потребительская корзина, кредиты, облигации, сбережения, швейцарский франк, обеднение, недвижимость, инфляция.



➤ **Широкое распространение отрицательных процентных ставок по вкладам и долгам заимствования полностью изменит экономический порядок и логику финансово-хозяйственной деятельности в целом.**

Банки выдают своим клиентам. Такое разделение крайне важно, чтобы объяснить отсутствие ожидаемой инфляции в еврозоне за последние 10 лет, так как, несмотря на то что общая денежная масса еврозоны М3 за последние 10 лет росла ежегодно на 3,1% [2], официальная инфляция (стандартная потребительская корзина) росла за последние 10 лет в среднем только на 1,2% [3]. Где же тогда осталась часть денежной эмиссии последних десяти лет?

момент государственные облигации на сумму более 15 трлн долл. приносят негативную прибыль [1]. Учитывая, что эта тенденция будет прогрессировать, представляется важным обсудить, как отрицательные процентные ставки повлияют на экономику еврозоны и чего следует ожидать. Но прежде чем мы будем говорить о последствиях отрицательных ставок по банковским депозитам и кредитам, имеет смысл проанализировать, какие основные уроки можно извлечь из рекордно низких процентных ставок последних десяти лет (рис. 1).

Все мировое «богатство» можно условно разделить на реальную и денежную составляющую. Реальный капитал — это то, что существует физически: здания, производственные предприятия, торговый флот и т.д., а денежный капитал — это в основном кредиты и облигации, которые

Очевидно, что реальный капитал экономики принял большую часть избыточного денежного капитала на себя. Мы видим это по тому, как за последние 10 лет выросли цены на недвижимость, акции или золото. Это произошло, поскольку увеличение денежной эмиссии происходило через кредиты, которые банки выдавали физическим и юридическим лицам. Сами банки берут деньги почти бесплатно займы у центрального банка. Но так как кредиты на финансирование реального капитала дешевле, чем потребительские кредиты (реальный капитал, например недвижимость, является хорошим залогом для банков), спрос на кредиты на недвижимость взлетел. Сейчас третий по величине банк Дании выдает кредиты на недвижимость за минус 0,5% годовых [4]! Это означает, что за ссуду в 100 000 евро

Eurozone on the Verge of Widespread Negative Interest Rates

The global economy, including the eurozone, experienced a shock in 2008. As one of the consequences, central banks of the largest economies in the world, in order to support economic activity, reduced interest rates on loans. Although 11 years have passed, in the eurozone lending rates still remain extremely low. This indicates that the monetary union has not yet recovered from the post-crisis state. In fact, more and more probable is becoming a recently inconceivable scenario that the eurozone for a long time will get into the era of negative interest rates.

Keywords

Eurozone, credit rates, monetary union, euro, negative interest rates, economic order, real capital, standard consumer basket, loans, bonds, savings, Swiss franc, impoverishment, real estate, inflation.

➤ **Большинство валют за последние 100 лет потеряли больше 99% стоимости в реальных товарах.**

банк будет доплачивать должнику по 500 евро в год. Кредиты за плюс 0,5% годовых сейчас уже не редкость, хотя даже они, конечно, исторически рекордно низкие.

Рекордно низкие банковские ставки привели к резкому росту цен на недвижимость и, соответственно, к увеличению неравенства в обществе, так как те, у кого уже есть реальный капитал, который может служить гарантией для банка, имеют доступ к очень дешевым кредитам и, следовательно, имеют возможность увеличивать свое состояние, а остальные фактически оказываются отсечены от покупки недвижимости, так как зарплаты, конечно, не растут с той же скоростью, с какой растут цены на реальный капитал в экономике. Это приводит к реальному обеднению или по крайней мере к уменьшению роста благосостояния значительной части населения еврозоны. Так, номинальный национальный доход в ФРГ на душу населения с 2008 по 2018 г. вырос на 28,7%, цены на квартиры-новостройки за этот же период выросли в среднем на 68,8% (с остальными типами недвижимости ситуация схожая).

В результате граждане Германии среднего достатка могли себе позволить квартиры в 2018 г. приблизительно на 40% реже, чем еще в 2008 г.

Если при рекордно низких процентных ставках цены на реальный капитал в экономике уже сильно выросли, то нетрудно себе представить, как станут расти эти цены, если проценты будут повсеместно негативными. Очевидно, что тенденция будет только развиваться, так как все большее число вкладчиков попытаются обналечить сбережения или приобрести на них что-то, что не обесценивается. Но не разорятся ли банки, если им придется доплачивать за выдаваемые кредиты? Это зависит от того, по какой ставке банки смогут рефинансироваться у центрального банка. Если центральный банк будет выдавать банкам кредиты за минус 2,0%, а они будут выдавать клиентам кредиты по ставке минус 1,0%, то такие сделки все еще будут прибыльными для банков. Таким образом, денежная масса постепенно будет уменьшаться. Скорость «сгорания» капитала будет определяться тем, насколько глубоко уйдут в отрицательную область кредитные ставки и каким будет размер инфляции. *Если у вас на счете 100 000 евро и номинальная ставка составляет минус 0,5%, а инфляция — 1%, то ежегодно вы будете терять не меньше 1500 евро.*

О том, что негативные ставки — это реальность, свидетельствует приведенный график (рис. 2), который показывает, что на данный момент все немецкие казначейские бумаги (включая 30-летние!) гарантированно приносят негативную прибыль. Это значит, что, приобретая такую бумагу, ее владелец должен ежегодно доплачивать, чтобы в конце концов через 30 лет получить номинал, сильно обедненный из-за инфляции. Откуда же спрос на такие невыгодные облигации?

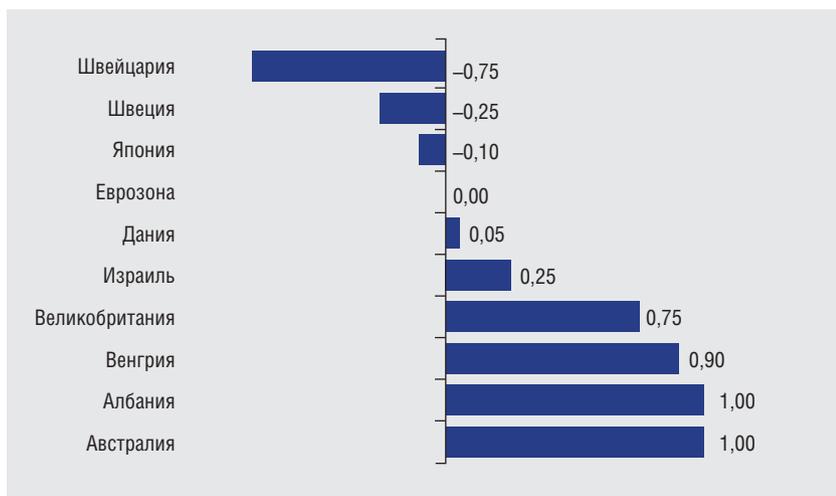
Ответ прост: отсутствие приемлемых альтернатив в достаточном количестве. На данный момент на немецких банковских счетах находятся порядка 2,5 трлн евро [5]. Понятно, что такие деньги трудно перераспределить за несколько лет.

Проблема негативных банковских ставок затронет всех граждан еврозоны, у которых есть денежные накопления.

Многим гражданам будет чрезвычайно трудно отложить достаточное количество денег на пенсию или на квартиру (рис. 3). Такая ситуация несомненно повлияет на

Рисунок 1

Ставки центральных банков в свободном падении, %



желание домохозяйств экономить в целом, то есть отказываться от сегодняшнего потребления в пользу будущего. Но откажутся ли домохозяйства от экономии? Здесь будут важны две разнонаправленные тенденции. Первая рациональна с экономической точки зрения и говорит, что если проценты отрицательные, то экономить нет смысла, так как накопленных денег в будущем станет меньше. С другой стороны, у каждого есть цели и желания в жизни, которые невозможно профинансировать из теку-

щих доходов и которые требуют финансовых длительных накоплений — пенсия, новая машина или дом. Поэтому полностью отказаться от накопительства большая часть населения себе позволить не сможет. Но так как люди будут понимать, что их накопления теряют покупательную способность, со временем они будут стараться уйти в более рискованные виды вложений, такие как, например, акции, земельные участки или биткойны, чтобы хоть как-то минимизировать потери.

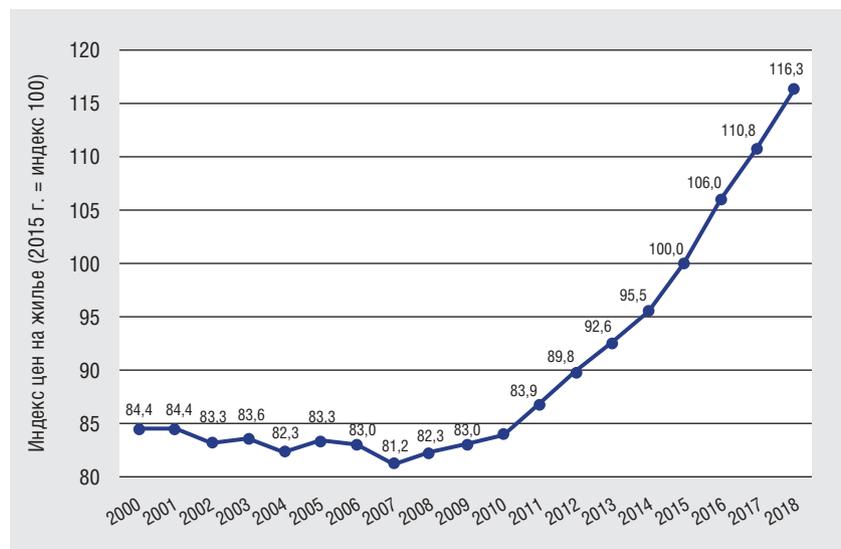
Рисунок 2

Гособлигации ФРГ и базовые ставки ЕЦБ, %



Рисунок 3

Изменение цен на частные дома в ФРГ



То, что недвижимость или золото со временем дорожают по отношению ко всем валютам, — это не новость. *Даже самая стабильная валюта мира — швейцарский франк потерял 90% покупательной способности с 1914 по 2014 г.* [6]. На протяжении всего XX в. можно было наблюдать постоянное обесценивание всех государственных валют, включая доллар и швейцарский франк. *При этом большинство валют за последние 100 лет потеряли больше 99% стоимости в реальных товарах.* Если на протяжении XIX в. действовал золотой стандарт и как следствие цены были стабильны, то с начала XX в. и до сих пор мы живем в эпоху постоянной денежной инфляции (с некоторыми исключениями, которые не меняют картину в целом). *При этом негативные процентные ставки — это начало нового, ускоренного этапа обесценивания государственных денег.*

Наряду со снижением покупательной способности большинства граждан еврозоны еще одним серьезным следствием этого процесса станет искажение распределения капитала в экономике: уже сейчас многие крупные компании сидят на огромных денежных накоплениях и не могут их вложить, так как вкладывать крупные суммы за очень маленькие проценты, но все равно с риском бессмыс-



➤ Негативные процентные ставки в еврозоне — очень опасный эксперимент с огромными рисками для экономики Евросоюза, причем неудача этого эксперимента будет означать конец евро.

ленно. В кассах концерна *Apple*, к примеру, уже много лет находится сумма, значительно превышающая 200 млрд долл. США. При отрицательных депозитных ставках частные лица и компании будут пытаться уйти в более интересные и рискованные денежные эквиваленты и сами действовать как банки, пытаясь вкладывать деньги с большей прибылью или находить должников, которые будут платить положительные проценты.

Рискованные и краткосрочные вложения огромных потоков денежного капитала, бегущего от негативных процентов, приведут к неэффективному распределению капитала в экономике в целом и как следствие к долгосрочному замедлению экономического роста в еврозоне. Кроме того, социальное неравенство, которое возникнет из-за драматического роста цен на недвижимость, землю, акции и другие предметы реального капитала (к реальному капиталу также

могут относиться коллекционные вина и машины, предметы искусства), будет являться постоянным фактором социального неравенства и политической нестабильности.

Еще один крайне негативный эффект — это системный риск из-за «лопання» пузырей. Так как отрицательные проценты будут «надуть» избыточными деньгами самые разные рынки и при этом совершенно неравномерно, всегда будут возможны корректировки, которые тем страшнее, чем больше средств влилось в тот или иной конкретный рынок за время его роста. Чем дольше будут применяться отрицательные процентные ставки, тем сложнее будет их поднимать, так как большая часть фирм, домохозяйств и государств будут полностью зависеть от этого «денежного наркотика» и при поднятии просто могут разориться.

В сумме негативные процентные ставки в еврозоне — очень опасный эксперимент с огромными рисками для экономики Евросоюза, причем неудача этого эксперимента будет означать конец евро.

✎

ПЭС 19082 / 30.09.2019

Источники

1. Amount of global debt with negative yields balloons to \$15 trillion [Электронный ресурс] // CNBC. 2019. August, 7. URL: <https://www.cnn.com/2019/08/07/bizarro-bonds-negative-yielding-debt-in-the-world-balloons-to-15-trillion.html>.
2. Internet Archive [Сайт]. URL: https://web.archive.org/web/20120206140608/https://stats.ecb.europa.eu/stats/download/bsi_ma_flows/bsi_ma_flows/bsi_mafloows.pdf.
3. Inflationsraten in Deutschland [Электронный ресурс] // Finanz-tools.de. URL: <https://www.finanz-tools.de/inflation/inflationsraten-deutschland>.
4. Jyske Bank [Сайт]. URL: <https://www.jyskebank.dk/bolig>.
5. Geldvermögen privater Haushalte [Электронный ресурс] // TagesgeldVergleich.net. URL: <https://www.tagesgeldvergleich.net/statistiken/geldvermoegen.html>.
6. Das wurde aus 100 Franken in 100 Jahren [Электронный ресурс] // HZ. URL: <https://www.handelszeitung.ch/konjunktur/das-wurde-aus-100-franken-100-jahren-700864>.

References

1. Amount of global debt with negative yields balloons to \$15 trillion. CNBC, 2019, August, 7, available at: <https://www.cnn.com/2019/08/07/bizarro-bonds-negative-yielding-debt-in-the-world-balloons-to-15-trillion.html>.
2. Internet Archive, available at: https://web.archive.org/web/20120206140608/https://stats.ecb.europa.eu/stats/download/bsi_ma_flows/bsi_ma_flows/bsi_mafloows.pdf.
3. Inflationsraten in Deutschland. Finanz-tools.de, available at: <https://www.finanz-tools.de/inflation/inflationsraten-deutschland>.
4. Jyske Bank, available at: <https://www.jyskebank.dk/bolig>.
5. Geldvermögen privater Haushalte. TagesgeldVergleich.net, available at: <https://www.tagesgeldvergleich.net/statistiken/geldvermoegen.html>.
6. Das wurde aus 100 Franken in 100 Jahren. HZ, available at: <https://www.handelszeitung.ch/konjunktur/das-wurde-aus-100-franken-100-jahren-700864>.