

# Отрицательные ставки процента: неудавшийся эксперимент или долгосрочный тренд?

Александр КОВАЛЁВ



Белорусский национальный технический университет, доцент, кандидат экономических наук, Республика Беларусь, г. Минск, e-mail: kavaliou.aliaksandr@gmail.com

УДК 336.781.5

**Ключевые слова:**  
*отрицательные процентные ставки; дефляция; трансмиссионный механизм монетарной политики; центральные банки.*

эффективность стандартных мер экономической политики подтолкнула органы государственной власти к поиску иных, необычных инструментов. Особенно ярко такие поиски проявляются в монетарной политике: количественные смягчения, прямой выкуп корпоративных облигаций центральными банками, наконец, эксперимент с нулевыми, а затем и отрицательными процентными ставками.

Переход к отрицательным ставкам трактуется как логичное продолжение политики снижения процентных ставок в строгом соответствии с канонами кейнсианской экономической политики, направленной на стимулирование инвестиционного спроса. Однако переход ставок центральных банков в минусовую зону может оказать негативное воздействие на объем сбережений домашних хозяйств и на ожидания предпринимателей. В первом случае сокращение сбережений будет подталкивать вверх ставки на рынке заимствований; во втором – предприниматели вполне могут трактовать такие неординарные действия как жест отчаяния правительства в условиях невозможности найти иной способ регулирования и сократить инвестиционный спрос из-за падения ожидаемой эффективности инвестиций. Оба изложенных фактора противостоятся изначальному замыслу политики. Кроме того, отрицательные ставки как любой новый феномен привносят в

хозяйственную жизнь элемент нарастания неопределенности. Все это формирует необходимость научного осмысления нового экономического феномена.

Целью данной статьи является анализ эффектов реализации политики отрицательных процентных ставок, рассмотрение теоретических оснований подобной политики и оценка возможного влияния на экономику Беларуси. В работе использовались методы логического и статистического анализа.

## Отрицательные процентные ставки: исторический экскурс

Начальное развитие банковского дела в Античности и Средневековье осуществлялось на принципах полного, стопроцентного, резервирования. Предоставление банку денежных сумм на хранение юридически соответствовало договору поклажи (лат. – *depositum*) – и владелец денег оплачивал банку услуги хранения по аналогии с современными сделками по хранению имущества. Если рассматривать плату за хранение в качестве отрицательной ставки процента, то можно говорить об имманентности подобного явления банковской деятельности: средневековый испанский ученый Саравиа-де-ла-Каллье указывает, что «процент несомненно с природой денежного вклада, и что ... банкир должен получать плату за

## Введение

Мировой финансовый кризис и последовавшая за ним длительная рецессия в сочетании с неспособностью мейнстрима экономической науки объяснить его причины и динамику привели к возрастанию научного интереса к гетеродоксальным школам экономической мысли [1; 2; 3]. Одновременно на различных уровнях функционирования экономической системы наблюдаются новые хозяйственные явления: на уровне корпоративного управления – изменение роли и функций советов директоров, на уровне менеджмента – пересмотр традиционных систем мотивации. Не-

хранение и обеспечение сохранности денег» [4, с. 70]. Иное дело договор займа (лат. – *mutuum*), когда заемщик получает у займодавца деньги на определенный срок, в течение которого вправе распоряжаться ими по своему усмотрению, обязуясь вернуть долг. Такие договоры требовали покрытия рисков займодавца, и банкиры находили юридические лазейки выплачивать процент (как вознаграждение за просрочку возврата долга) по таким договорам даже в условиях канонического запрета на ростовщичество [4, с. 55–56]. Становление системы частичного резервирования, когда банки стали распоряжаться и срочными вкладами, и вкладами до востребования для извлечения собственной выгоды, привело к двум важным следствиям: во-первых, эмиссия векселей / банкнот / электронных записей на счетах сверх сумм, доверенных банку вкладчиками, увеличивала риски и требовала создания гарантийного механизма на случай финансовой паники; во-вторых, «хранение» денег позволяло банкам получать дополнительный доход, что логично исключило плату за депозит – и наоборот, позволяло банку выплачивать процент по всем вкладам. Развитие банковской системы привело поэтапно к системе бумажно-денежного обращения, системе электронных денег и созданию центральных банков, получивших монополию на эмиссию и возможность в любой момент представить банку требуемые суммы для удовлетворения требований вкладчиков. Очевидно, что в таких условиях ни о каких отрицательных ставках не могло идти и речи.

Система с возможностью произвольного манипулирования объемом денежной массы сопровождалась многочисленными кризисами – и ошибочно [5; 6] определив главную проблему экономики как нехватку спроса, полисимейкеры стандартным решением стали считать увеличение денежной массы, которое ведет к снижению процентных ставок и стимулированию инвестиционного спроса. В условиях Великой депрессии правительство США, столкнувшись с ловушкой ликвидности, прибегло к выпуску казначейских

обязательств и векселей, которые торговались под отрицательную номинальную процентную ставку. Объясняют данное явление наличием у покупателя неявного опциона на приобретение следующих выпусков [7]. Кроме того, снижавшийся уровень цен обеспечивал положительные значения процентных ставок в реальном исчислении. Аналогичная ситуация, обусловленная риском дефляции, сложилась в Японии в 1998 г., когда в отрицательную зону ушли ставки по казначейским векселям.

Применение де-факто отрицательной ставки в Швейцарии в 1972–1978 гг. было обусловлено необходимостью противодействия укреплению обменного курса швейцарского франка после перехода к системе плавающих курсов. Для ограничения притока капитала был введен комиссионный сбор на новые вклады нерезидентов в размере 2% в квартал, позже выросший до 10%. Ограничительная политика дополнялась запретом репатриации процентных доходов, требованием стопроцентного резервирования по таким вкладам, но результативной не была: франк укрепился за эти годы на 59%, с 3,92 до 1,62 за доллар [7; 8]. Представляется важным отметить, что во всех описанных случаях отрицательная ставка непосредственно в банковской системе отсутствовала – речь шла либо об инструментах финансового рынка – гособлигациях, либо о не процентных платежах банкам.

В новейшей истории первым отрицательную ставку в чистом виде применил в 2014 г. Банк Дании. Целью политики было ограничение удорожания курса кроны к евро, происходившего вследствие движения спекулятивного капитала. Снижение ставок в еврозоне заставляло Национальный банк Дании идти в фарватере, а когда ставка достигла нулевого уровня, в Дании по недельным депозитным сертификатам, которые использовались для абсорбирования банковской ликвидности, была установлена отрицательная ставка в размере минус 0,2%, в то время как ставка по корреспондентским счетам коммерческих банков устанавливалась на нулевом уровне. Результат был достигнут – курс кроны несколько удешевился, и спред процентных ставок в Дании и еврозоне уменьшился.

Такую же цель недопущения ревальвации преследовал Швейцарский банк, перешедший к отрицательной ставке по депозитам овернайт в декабре 2014 г. (рисунок 1).

В остальных случаях применения отрицательных ставок монетарные власти в качестве цели ставили борьбу с дефляцией и рецессией. Так, Банк Швеции (Риксбанк) установил ключевую ставку на уровне минус 0,25% еще в июле 2009 г., но поскольку основным инструментом изъятия избыточной ликвидности в Швеции выступают сделки РЕПО, полноценный режим отрица-



Рисунок 1

тельной ставки установился с февраля 2015 г., когда недельные ставки по сделкам РЕПО составили минус 0,1%, а ключевая ставка оставалась отрицательной [10]. Банк Японии, испробовав различные инструменты количественного смягчения (прямой выкуп корпоративных облигаций в 1997 г., покупку паев биржевых индексных фондов и инвестиционных фондов недвижимости), с 2016 г. установил ставку минус 0,1% на все избыточные резервы на счетах коммерческих банков. С сентября 2015 г. на депозитный счет с избыточными резервами начисляется отрицательная ставка и Банком Норвегии.

В июне 2014 г. политику отрицательных ставок начал осуществлять и Европейский центральный банк (далее – ЕЦБ), установив ставку по однодневным депозитам коммерческих банков на уровне минус 0,1%, снизив ее до минус 0,4% в марте 2016 г. (рисунк 2).

Ключевая ставка ЕЦБ установлена на нулевом уровне, но именно ставка по однодневным депозитам является определяющей во влиянии на объем резервов коммерческих банков. Накопление резервов на корреспондентском счете в центральном банке преследует как цель осуществления клиринговых межбанковских расчетов, так и выполнение норматива обязательного резервирования. Накопление резервов сверх минимума происходит при невыгодности размещения ресурсов на денежном рынке. Отрицательная ставка является стимулирующим фактором к расширению банками объемов кредитования.

Политика ЕЦБ повлекла за собой переход в зону отрицательных ставок Болгарии и Боснии и Герцеговины, обменные курсы в которых функционируют в режиме валютного правления. Центробанк Болгарии повторяет процентную политику ЕЦБ, Боснии и Герцеговины – устанавливает ставку в половину от ставки ЕЦБ. Отрицательная ставка применяется также Банком Венгрии, тесно связанной экономическими отношениями с экономиками стран зоны евро.

Таким образом, политика отрицательных процентных ставок центральных банков в настоящее



время является широко распространенной практикой.

#### Отрицательные процентные ставки: теоретические обоснования и их критика

Парадоксальным образом реализация нового инструмента экономической политики началась в условиях отсутствия сколь-либо серьезного теоретического обоснования. Идею денег с отрицательным процентом сформулировал в конце XIX в. немецкий автор социалистического толка С. Гезелль [12]. Опираясь на хартальную теорию денег Кнаппа, он провозглашал снижение их ценности своеобразной оплатой государственных услуг. Отрицательный процент в его системе считался основным стимулятором деловой активности: во-первых, деньги перестают быть инструментом сбережения и активно расходуются; во-вторых, снижение денежной ставки процента устраняет препятствия росту реального капитала. Особенность денег как актива с ничтожно малыми издержками хранения стимулирует субъектов экономики к именно такой форме хранения богатства, и чтобы исключить подобное преимущество, Гезелль предлагает систему «марочных» денег, когда для сохранения банкноты в качестве законного платежного средства следует ежемесячно оплачивать 1% от ее номинала, о чем свидетельствует наклеенная на деньги марка.

Очевидным недостатком теоретической системы Гезелля

является непонимание сущности процента как хозяйственного явления. Сведение его к исключительно денежному феномену наивно – процесс заимствования капитала и расчетов может осуществляться в натуральном виде, деньги только упрощают процесс. Кроме того, лишение посредством марочного сбора имманентной деньгам премии за ликвидность вызовет к жизни множество суррогатов (кредитные деньги, иностранную валюту), на что указывает Дж.М. Кейнс при описании вклада Гезелля в теорию денег.

Сам Кейнс считал, что процент выступает платой за отказ от ликвидности, а институциональный фактор в виде ничтожных издержек содержания наличных денег выступает ограничением, препятствующим превращению ставки процента в отрицательную. Более того, другие институциональные и психологические факторы (комиссионные за сведение заемщиков с кредиторами и неуверенность относительно будущей процентной ставки) устанавливают текущую ставку «много выше нуля» [13]. Кейнс обсуждает возможность отрицательных ставок, если накопленный капитал станет настолько велик, что его предельная производительность окажется равной нулю, однако говорить о перенакоплении в современных условиях глобальной экономики вряд ли уместно.

Л. Мизес оценивает теорию Гезелля как инфляционистскую и относит его к «денежным маньякам» [14, с. 744]. Заявления об успешности эксперимента внедре-

ния марочных денег в небольшой австрийской коммуне представляются натянутыми, поскольку система функционировала в условиях запрета на использование альтернативных средств платежа. Очевидно, что государство может обязать уплату налогов любыми необеспеченными деньгами, но в условиях свободной экономической деятельности обесценивающиеся деньги обречены, о чем свидетельствуют многочисленные случаи гиперинфляции, действующей аналогично марочному сбору. Попытка И. Фишера – единственного авторитетного экономиста, проявившего положительный интерес к идеям С. Гезелля – реализовать эксперимент с марочными деньгами в США в период Великой депрессии, не получила поддержки, и после устранения риска дефляции идея денег с отрицательной процентной ставкой была на десятилетия отринута.

Интерес возродился уже в XXI веке. М. Гудфренд, вице-президент Федерального резервного банка Ричмонда, среди мер по выходу от близких к нулю процентных ставок предложил в качестве одного из вариантов налог на деньги в форме сбора с избыточных резервов коммерческих банков на счетах в ФРС [15]. Такая мера должна способствовать переходу к отрицательным процентным ставкам на денежном рынке.

Однако подобная политика вызывает возражения по ряду причин. Во-первых, отрицательные ставки не являются самоцелью, а призваны стимулировать инвестиционный спрос. Но проблема заключается не в высоких процентных ставках или отсутствии у банков кредитных ресурсов, а в нежелании фирм инвестировать из-за отсутствия, по их оценкам, перспективных проектов. А. Хоффман убедительно продемонстрировал, что реальные процентные ставки к 2012 г. в развитых экономиках находились в отрицательной зоне, но при этом доля инвестиций в ВВП была существенно ниже, чем в экономиках Восточной Азии и Восточной Европы [16]. Полностью в соответствии с идеей Кейнса: монетарная политика скорее способна ограничивать посредством роста процентных ставок бум, чем преодолевать за счет их

снижения спад. Проблема может быть решена только при восстановлении доверия инвесторов, а отрицательные ставки, наоборот, не добавляют уверенности предпринимателям. Принципиальная неэргодичность мира в условиях абсолютно новой политики будет вести к росту непредсказуемости фондового рынка, усиливать волатильность индексов и подпитывать неуверенность инвесторов, что чревато финансовыми потрясениями и очередным кризисом при малейшей панике.

Во-вторых, отрицательные ставки по банковским депозитам не добавляют уверенности и домашним хозяйствам как обладателям банковских депозитов, поскольку не решают проблемы частичного резервирования – при возможной финансовой панике банки точно так же, как и в случае с положительными ставками, будут не в состоянии удовлетворить требования вкладчиков.

В-третьих, аргумент «избыточности» резервов коммерческих банков, в целях сокращения которых реализуется политика взимания сумм сбора, рушится фактом произвольности установления норматива обязательных резервов регуляторами. Центральный банк вполне может принять решение о повышении минимальной нормы резерва – и исчезнет сам объект применения отрицательной ставки.

Наконец, призывы к отрицательным ставкам игнорируют сущность процента как хозяйственного явления. В его основе – положительная межвременная ценность потребления, т. е. предпочтительность текущего потребления по сравнению с будущим. Согласие на сбережение части текущего дохода основано на ожидании получить больший уровень потребления в будущем, поэтому сбережения требуют положительной процентной ставки. Прирост же потребительских возможностей в будущем периоде обеспечивается тем, что отказ от текущего потребления позволяет направить высвободившиеся ресурсы на производство капитальных благ, а рост капиталовооруженности ведет к росту производительности. В этой связи обсуждение проблемы процентных ставок было бы целесообразно из плоскости «высо-

кие-низкие» перевести в плоскость «равновесные-неравновесные», т. е. взглянуть на соответствие их уровня межвременным предпочтениям хозяйственных субъектов. Именно разбалансировка процентных ставок как сигнальных элементов экономической системы искажает структуру общественного производства и через квазибум ведет к кризису, что было убедительно доказано Хайеком в дискуссии с Кейнсом [6].

Таким образом, в экономической науке не было представлено какой-либо разработанной теории отрицательных процентных ставок и логики их воздействия на хозяйственную деятельность, поэтому практика реализации подобной политики не опиралась на научный фундамент.

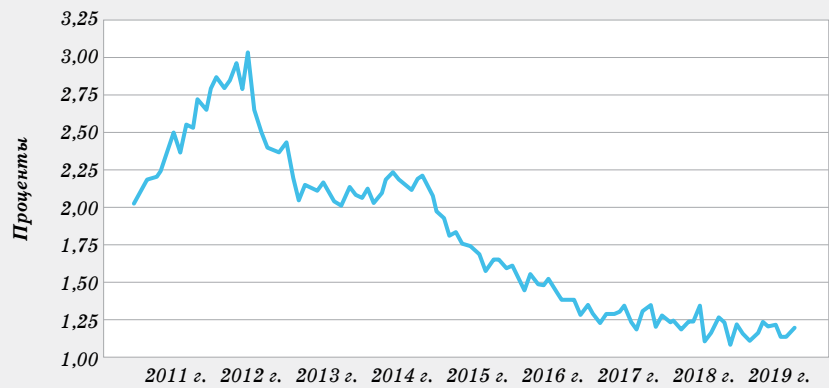
#### **Отрицательные процентные ставки: последствия политики и возможное влияние на экономику Беларуси**

Промежуточные результаты реализации политики отрицательных процентных ставок обнаруживают расхождение с ожиданиями. Во-первых, трансмиссионный механизм в новых условиях оказался ограниченным [7]. Традиционный *процентный канал* обеспечивал через снижение ставок центрального банка соответствующее снижение ставок по депозитам и кредитам. Трансформация денежного механизма привела к обособлению банковских депозитов и остатков на корреспондентских счетах, что повлекло специфическое функционирование процентных коридоров [17; 18; 19]. Однако снижение ставок по депозитам объективно ограничено нулевым уровнем – в случае попыток перейти эту черту владельцы активов предпочтут хранить их в форме наличных денег. Конечно, запрет наличных денег, о чем ратуют некоторые инфляционисты [20], устранил подобное ограничение со стороны наличности, но такие резкие институциональные изменения способны радикально уменьшить норму сбережения и, как следствие, пассивную базу банковской системы, что лишит ее дешевых источников финансирования стабильных долгосрочных проектов [21].

Воздействие монетарной политики через *кредитный канал* происходит через изменение премии за внешнее финансирование и мотивации банков к расширению объема кредитования. В современной экономике эндогенное кредитование банковской системой ограничено исключительно спросом на кредиты со стороны субъектов экономики [17], однако при отсутствии такой возможности из-за недостаточной кредитоспособности заемщиков и отрицательной ставке на часть активов банки вынуждены поднимать ставки по кредитам для предъявляющих спрос заемщиков. Таким образом, отрицательная ставка оказывает противоположный задуманному эффект. В любом случае динамика процентных ставок (рисунки 3) демонстрирует ограничение минимума уровнем выше 1%, при этом следует учесть, что статистика ЕЦБ охватывает только кредиты на сумму более 1 млн. евро, а для меньших сумм ставки еще выше.

Воздействие через *портфельный канал* повышает цены на финансовые активы фондового рынка (акции, облигации), что ведет к повышению благосостояния их обладателей, стимулируя к увеличению потребления и инвестиционного спроса. Финансовые рынки в последние десятилетия превратились в основных бенефициаров инфляционистской монетарной политики [18], но искусственное занижение процентных ставок, которое ведет к искажениям на фондовом рынке и образованию новых «пузырей» несоответствия стоимости активов финансовой выгоды владения ими, в ситуации перехода в минусовую зону может иметь системные последствия [7]. Кроме того, эффект богатства будет ограничиваться низкой (а иногда и отрицательной) доходностью по государственным облигациям. Инвесторы, не получив по ним достаточного дохода, будут стремиться заменить ГКО в своем портфеле другими активами – и правительства в целях привлечения ресурсов будут вынуждены поднимать ставки. Негативное восприятие отрицательных ставок усилится еще и в связи с тем, что держателями значительного объема государственных

### Динамика процентных ставок по кредитам в еврозоне



Источник: [22].

Рисунок 3

ценных бумаг являются государственные и частные пенсионные фонды. Снижение активов фондов в номинальном выражении может привести к изменению нормы сбережений домашних хозяйств. Наконец, эффект *валютного канала*, механизм которого включает отток капитала, удешевление обменного курса и рост экспорта, нивелируется аналогичной политикой торговых партнеров.

Недостаточная эффективность воздействия отрицательных ставок усугубляется ростом неустойчивости банковского сектора. Эффективная ставка кредитного портфеля снижается, по привязанном к LIBOR плавающим низким ставкам вообще не исключается падение ниже нуля, в то время как ставки по депозитам не столь подвержены изменениям, что ведет к снижению рентабельности капитала. Такие условия ведения бизнеса делают банковскую систему более восприимчивой к любым возможным шокам и заставляют банки изменить свое рыночное поведение по целому ряду направлений:

- в целях поддержания доходности произошел пересмотр критериев отнесения тех или иных операций к рисковым, и в портфеле все чаще появляются «мусорные» облигации. Склонность к риску в особенности проявляется у банков с высокой долей депозитов;

- как следствие, банки изменили структуру пассивов, предпочитая вкладам с фиксированной ставкой постоянное размеще-

ние облигаций под меняющийся процент;

- для поддержания уровня рентабельности банки использовали эффект финансового рычага при снижении доли собственного капитала;

- была произведена корректировка бизнес-модели, включающая рост трансграничных услуг (процентный арбитраж, операции с валютой, платежи) и рост комиссионных доходов, компенсирующих снижающуюся маржу по депозитно-кредитным операциям.

Все эти меры позволили банкам сохранить уровень доходности в условиях политики отрицательных ставок, но их финансовая устойчивость снизилась. Недостаточная капитализация банков в условиях ограниченного собственного капитала и высокой доли депозитов с фиксированной ставкой могут привести к противоположным эффектам – сокращению кредитования, росту ставок по кредитам и дестимулированию инвестиционного спроса.

Таким образом, ограничения политики отрицательных ставок обусловлены изменением трансмиссионных каналов и рисками, которые несет такая политика банковской системе.

Исследования отечественных ученых показывают, что в поисках совершенствования инструментов монетарной политики Национальный банк Республики Беларусь не рассматривает вариантов перехода ставки рефинансирования или иных процентных инструментов в отрицательную

зону [23; 24]. При этом нельзя исключать возможного влияния со стороны экономик, где такая политика реализуется, в первую очередь стран еврозоны как одного из основных торговых партнеров. Представляется, что при должном позиционировании (как надежного заемщика, всегда погашающего свои обязательства) отечественные субъекты хозяйствования и правительство могут извлечь выгоду из политики отрицательных или околонулевых процентных ставок, получив доступ к дешевым займам. При этом для исключения притока краткосрочного спекулятивного капитала, способного привести к финансовым потрясениям аналогично мексиканскому 1994 г., допустимо принятие понятных инвесторам защитных мер регулирования (например, установление минимального срока вложения средств). Возможные искажения структуры национального производства, вызываемые притоком финансового капитала, можно смягчить одновременным ростом импорта капитальных товаров из стран – экспортеров капитала, однако для этого требуется глубокая координация монетарной, инвестиционной политики и политики структурных реформ. Результатом может стать глубокая модернизация промышленного комплекса.

#### Отрицательные процентные ставки: как надолго?

При ограниченной эффективности политики отрицательных



Источник: [25].

Рисунок 4

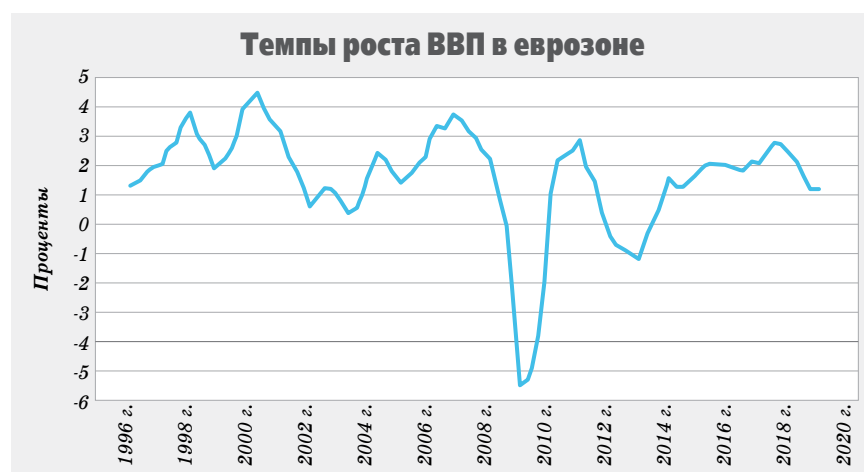
процентных ставок и возросших рисках банковской системы несколько в стороне от рассмотрения остается вопрос о факторах, которые привели центральные банки к необходимости решиться на эксперимент. Аргументация угрозы дефляции на основе падения уровня инфляции, который действительно происходил (темпы роста цен составили в еврозоне 2,8% в 2011 г.; 2,2% в 2012 г.; 0,8% в 2013 г. [25]), не представляется серьезной, поскольку экономическая история изобилует примерами снижения темпа роста цен при сохранении инфляции. Падение уровня цен наблюдалось как раз после ухода процентных ставок ЕЦБ в минусовую зону (рисунок 4).

Кроме того, в экономической науке происходит пересмотр негативного отношения к дефляции, сложившегося в период Великой депрессии с подачи И. Фишера и его дефляционно-долговой теории.

Австрийская школа традиционно считает дефляцию объективным явлением, связанным с необходимостью корректировки структуры производства после инфляционного квазибума, устранением ошибочных инвестиций. Дж. Салерно выделил четыре типа дефляции: дефляцию роста, обусловленную ростом производительности, снижением издержек и превышением темпами роста товарного предложения темпов роста денежной массы; дефляцию, вызванную наращиванием остатков наличности (тезаурированием); дефляцию банковского кредита; конфискационную дефляцию, вызванную прямым изъятием остатков на банковских счетах, – и в качестве негативного постулировал только последний, навязываемый правительством [26]. Другие школы экономической мысли также пришли к выводу о благотворном влиянии на экономику как минимум первого вида дефляции, обусловленного ростом производительности; обнаружили отсутствие корреляции между дефляцией и рецессией в подавляющем большинстве эпизодов экономической истории и предостерегают монетарные власти от попыток бороться с «хорошей» дефляцией, поскольку избыточная ликвидность в данном случае приведет к раскручиванию финансовых пузырей [27].

Введение отрицательных ставок не было обусловлено рецессией – к этому моменту экономика зоны евро функционировала пусть с невысокими, но положительными темпами роста (рисунок 5).

Аргумент нарастания избыточных резервов не может быть



Источник: [28].

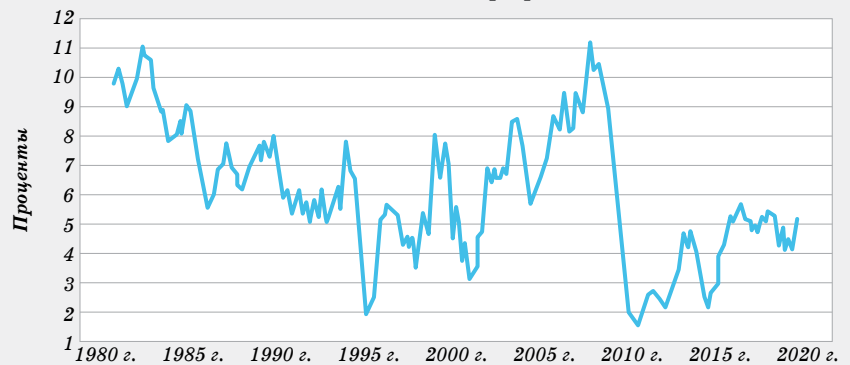
Рисунок 5

принят по двум соображениям. Во-первых, как уже отмечалось выше, из-за произвольного (внешнего) установления уровня минимального обязательного резервирования. Во-вторых, трансформация денежного механизма привела к тому, что «естественным ограничителем банковского кредитования оказался не приток депозитов в коммерческий банк, а базельский норматив соотношения капитала и активов» [17, с. 4]. Кроме того, ни один из денежных агрегатов не демонстрировал тенденции к падению – наоборот, все они устойчиво росли. В качестве примера приведем динамику агрегата М2, годовая норма прироста которого колебалась с 2012 г. от 2% до 5,5% (рисунок 6).

Дж. Стиглиц указывает на ошибочность применяемых центральными банками моделей, в которых ставка процента является ключевым инструментом монетарной политики, и призывает к расширению кредитования инвестиций малого бизнеса. По его мнению, «банки не играют никакой роли в стандартной экономической модели, которую монетарные власти используют на протяжении последней пары десятилетий» [30].

Основная вина за безудержный рост денежной массы в 1990–2000 гг. лежит как раз на проводивших безответственную политику центральных банках: «Трансформация денежного механизма, вызвавшая рост денежного предложения и, соответственно, падение процентных ставок, не могла не привести к масштабному перекредитованию корпораций и домашних хозяйств. Она предопределила формирование тенденции к резкому снижению процентных ставок» [17, с. 5]. В ситуации же, когда ставки про-

### Динамика денежного агрегата М2 в еврозоне, годовые темпы прироста



Источник: [29].

Рисунок 6

цента приблизились к нулевым, у регуляторов не оказалось инструмента, позволяющего эффективно осуществлять монетарную политику, – условия ликвидной ловушки делают «центральные банки бессильными» [7, с. 21].

Таким образом, сомнительная эффективность политики отрицательных ставок с точки зрения влияния на ВВП (а исследователи, делающие вывод о положительной динамике экономик еврозоны, признают, что невозможно отделить эффект влияния именно отрицательных ставок от эффекта других мер количественного смягчения, которыми сопровождалась процентная политика) сопровождается безусловным сохранением роли центральных банков в осуществлении монетарной политики. Представляется, что в условиях современного состояния денежно-кредитной системы центральные банки будут продолжать лавирование между сохранением ставок в отрицательной зоне или около нуля в сочетании с приемлемым уровнем устойчивости банковской системы.

### Вывод

Отрицательные процентные ставки представляют собой новый нетрадиционный инструмент монетарной политики, реализующийся в течение последних пяти лет в нескольких крупных экономиках, включая экономику еврозоны, Японии, Швейцарии. Теория данного инструмента политики до момента его имплементации разработана не была. Исследования воздействия отрицательных ставок на экономику демонстрируют, с одной стороны, устранение угрозы дефляции, с другой – нарастание неустойчивости в банковском секторе, потому говорить о высокой эффективности данного инструмента представляется преждевременным. Тем не менее, с высокой долей вероятности центральные банки продолжат его применение в сочетании с мерами по обеспечению устойчивости банковского сектора.

\*\*\*

Материал поступил 24.05.2019.

### Библиографический список:

1. Автономов, В.С. Экономическая теория до и после Великой рецессии / В.С. Автономов // Вопросы теоретической экономики. – 2018. – № 2. – С. 58–64.
2. Капелюшников, Р.И. О современном состоянии экономической науки: полусоциологические наблюдения / Р.И. Капелюшников // Вопросы экономики. – 2018. – № 5. – С. 110–128.
3. Ковалёв, А.В. Экономическая теория: назад в будущее? / А.В. Ковалёв // Вопросы теоретической экономики. – 2018. – № 2. – С. 47–57.
4. Уэрта де Сото, Х. Деньги, банковский кредит и экономические циклы / Х. Уэрта де Сото. – Челябинск: Социум, 2008. – 663 с.
5. Ковалёв, А.В. Теория экономического цикла австрийской школы: эволюция и современное состояние / А.В. Ковалёв // Экономическая политика. – 2015. – Т. 10. – № 2. – С. 43–62.
6. Ковалёв, А.В. Дебаты Кейнса и Хайека: переосмысление в свете современной макроэкономики / А.В. Ковалёв // Вестник Санкт-Петербургского университета. Серия Экономика. – 2019. – № 2. – С. 283–308.
7. Моисеев, С.Р. Деньги с отрицательной процентной ставкой / С.Р. Моисеев // Деньги и кредит. – 2017. – № 10. – С. 16–26.

8. Буренин, А.Н. Отрицательные процентные ставки: центральные банки пошли на эксперимент / А.Н. Буренин // Вестник МГИМО Университета. – 2016. – № 4. – С. 262–273.
9. Процентная ставка Швейцарского национального банка [Электронный ресурс] // Forex Club. – Режим доступа: <https://www.fxclub.org/centralnye-banki/shveitsarskij-natsionalnyj-bank/protsentnaya-stavka>. – Дата доступа: 16.05.2019.
10. Прудникова, А.А. Отрицательная процентная ставка как нестандартный инструмент денежно-кредитной политики / А.А. Прудникова, М.С. Николаенкова // Финансы, денежное обращение и кредит. – 2016. – № 11. – С. 108–114.
11. European Central Bank [Electronic resource]. – Mode of access: [http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?jsessionId=87B6D7081995815799E908234B09FC03?SERIES\\_KEY=143.FM.B.U2.EUR.4F.KR.DFR.LEV](http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?jsessionId=87B6D7081995815799E908234B09FC03?SERIES_KEY=143.FM.B.U2.EUR.4F.KR.DFR.LEV). – Date of access: 16.05.2019.
12. Гезель, С. Естественный экономический порядок / С. Гезель. – М.: Концептуал, 2015. – 432 с.
13. Кейнс, Дж.М. Общая теория занятости, процента и денег / Дж.М. Кейнс. – М.: Гелиос АРВ, 2002. – 352 с.
14. Мизес, Л. Человеческая деятельность: Трактат по экономической теории / Л. Мизес. – Челябинск: Социум, 2005. – 878 с.
15. Goodfriend, M. Overcoming the Zero Bound on Interest Rate Policy [Electronic resource] / M. Goodfriend. – Mode of access: [https://www.richmondfed.org/~media/richmondfedorg/publications/research/working\\_papers/2000/pdf/wp00-3.pdf](https://www.richmondfed.org/~media/richmondfedorg/publications/research/working_papers/2000/pdf/wp00-3.pdf). – Date of access: 16.05.2019.
16. Hoffman, A. Zero-interest Rate Policy and Unintended Consequences in Emerging Markets / A. Hoffman // ICER Working Paper Series. – WP No.2/2014. – 36 p.
17. Бурлачков, В.К. Современная процентная политика центральных банков и феномен отрицательных ставок процента / В.К. Бурлачков // Финансы и кредит. – 2016. – № 47 (719). – С. 2–14.
18. Головин, М.Ю. Тенденции развития денежно-кредитной сферы и монетарная политика центральных банков ведущих стран / М.Ю. Головин, В.К. Бурлачков, А.О. Тихонов // Вестник Института экономики Российской академии наук. – 2017. – № 1. – С. 8–21.
19. Золотарёва, О.А. Сужение процентного канала монетарной трансмиссии / О.А. Золотарёва // Вестник Ленинградского государственного университета им. А.С. Пушкина. – 2013. – Т. 6. – № 1. – С. 42–53.
20. Рогофф, К. Проклятие наличности / К. Рогофф; пер. с англ. Аллы Белых; под науч. ред. Андрея Белых. – М.: Изд-во Института Гайдара, 2018. – 472 с.
21. Кавицкая, И.Л. Институциональные особенности политики отрицательных процентных ставок Европейского центрального банка / И.Л. Кавицкая // Журнал институциональных исследований. – 2019. – Т. 11. – № 1. – С. 81–94.
22. European Central Bank [Electronic resource]. – Mode of access: [http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES\\_KEY=124.MIR.M.U2.BA2A.D.R.1.2240.EUR.N](http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=124.MIR.M.U2.BA2A.D.R.1.2240.EUR.N). – Date of access: 16.05.2019.
23. Рыбалтовская, Е. Процентная политика центральных банков: зарубежная и отечественная практика / Е. Рыбалтовская // Банкаўскі веснік. – 2019. – № 1. – С. 26–35.
24. Тихонов, А. Денежно-кредитная политика в посткризисный период и проблемы адаптации национальной экономики / А. Тихонов // Банкаўскі веснік. – 2018. – № 1. – С. 15–20.
25. European Central Bank [Electronic resource]. – Mode of access: <https://sdw.ecb.europa.eu>. – Date of access: 16.05.2019.
26. Салерно, Дж. Таксономия дефляции: подход австрийской школы / Дж. Салерно // Экономический цикл: анализ австрийской школы. – Челябинск: Социум, 2005. – С. 54–69.
27. Буренин, А.Н. Всегда ли надо бояться дефляции / А.Н. Буренин // Финансовый бизнес. – 2017. – № 1 (186). – С. 23–27.
28. European Central Bank [Electronic resource]. – Mode of access: [https://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES\\_KEY=320.MNA.Q.Y.I8.W2.S1.S1.B.B1GQ\\_Z\\_Z\\_Z.EURLRGY](https://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=320.MNA.Q.Y.I8.W2.S1.S1.B.B1GQ_Z_Z_Z.EURLRGY). – Date of access: 16.05.2019.
29. European Central Bank [Electronic resource]. – Mode of access: [http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES\\_KEY=117.BSI.M.U2.Y.V.M20.X.I.U2.2300.Z01.A](http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=117.BSI.M.U2.Y.V.M20.X.I.U2.2300.Z01.A). – Date of access: 16.05.2019.
30. Стиглиц, Дж. Что не так с отрицательными ставками? [Электронный ресурс] / Дж. Стиглиц // Project Syndicate. – Режим доступа: <https://www.project-syndicate.org/commentary/negative-rates-flawed-economic-model-by-joseph-e-stiglitz-2016-04/russian?barrier=accesspaylog>. – Дата доступа: 16.05.2019.

## Negative interest rate: failed experiment or long-run trend?

**Aliaksandr KAVALIYOU, Ph.D. in Economics, Associate Professor, Belarusian National Technical University, Republic of Belarus, Minsk, e-mail: kavaliou.aliaksandr@gmail.com.**

**Abstract.** The article considers some aspects of testing the negative interest rates as a new tool of monetary policy. The argumentation in favor of the implementation of this new phenomenon as prevention of the deflation and recession risk is not supported by statistical data. The probable cause of the experiment was that regulators lost the ability to effectively implement the monetary policy by traditional measures. The new tool led, on the one hand— to overcoming the postulated risk of deflation, on the other hand — to the growing instability of the banking sector. It was concluded that despite the non-sufficient effectiveness of the new phenomenon, central banks will continue to use this tool in combination with the adoption of measures to reduce risks for the banking system.

**Keywords:** negative interest rate; deflation; transmission of monetary policy; central banks.