

Захаров Павел Владимирович*, кандидат исторических наук, ведущий научный сотрудник Центра экономических исследований РИСИ.

Политика отрицательных процентных ставок: европейский опыт

Политика отрицательных процентных ставок (negative interest rate policy — NIRP), проводимая в последние годы Европейским центральным банком (ЕЦБ) и другими европейскими центральными банками (Швейцарии, Швеции, Дании и др.), привлекает большое общественное внимание и широко обсуждается в СМИ и экспертном сообществе. Не остались в стороне и академические учёные — наблюдается взрывной рост числа научных публикаций, посвящённых данной теме. Исследовательское подразделение ЕЦБ¹, как и официальные представители данного банка², обычно склонны оправдывать проводимую политику и подчеркивать её позитивные результаты. В подобных работах возможные риски и негативные последствия отходят на задний план. В целом благоприятно оценивают NIRP и эксперты МВФ³ (в управлении которым весомую роль играют европейские страны). Однако экономисты из других научных центров склонны относиться к проблеме более осторожно. Так, группа экспертов Всемирного банка⁴ уделяет значительное внимание

* paulzahh@yandex.ru

¹ ECB. Economic Bulletin. 2017. May. URL: <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/ebcbu/eb201705.en.pdf?98674773797e181c0feac16a1b2c927f> (дата обращения: 15.11.2017).

² Draghi M. Monetary policy and the economic recovery in the euro area: Speech by M. Draghi, President of the ECB. 6 April 2017. URL: <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2017/html/sp170406.en.html> (дата обращения: 15.11.2017); Cœuré B. Assessing the implications of negative interest rates: Speech by B. Cœuré, Member of the Executive Board of the ECB. 28 July 2016. URL: <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2016/html/sp160728.en.html> (дата обращения: 24.11.2017).

³ Jobst A., Lin H. Negative Interest Rate Policy (NIRP): Implications for Monetary Transmission and Bank Profitability in the Euro Area // IMF Working Paper. WP/16/172. 2016. August. URL: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2016/wp16172.pdf> (дата обращения: 13.11.2017); IMF. Negative interest rates policies — Initial experiences and assessments // IMF Policy Paper. 2017. August. URL: <https://www.imf.org/~media/Files/Publications/PP/2017/pp080317-negative-interest-rate-policies.ashx> (дата обращения: 23.11.2017).

⁴ Arteta C., Ayhan Kose M., Stocker M., Taskin T. Negative interest rate policies: sources and implications // World Bank. Policy Research Working Paper. 2016. 10 August. No. 7791. URL: <http://documents.worldbank.org/curated/en/235551470834953672/pdf/WPS7791.pdf> (дата обращения: 23.11.2017).

рискам и негативным следствиям подобной политики. Скептически к ней относятся представители Германии⁵, Великобритании⁶ и отчасти США⁷.

В научной литературе долгое время считалось, что отрицательные процентные ставки в принципе невозможны, поскольку существует так называемый нулевой нижний предел (zero lower bound), который выступает естественной границей для дальнейшего снижения процентных ставок⁸. В частности, предполагается, что в случае введения отрицательных ставок по вкладам в банках хозяйствующие субъекты попросту выведут оттуда все свои сбережения, конвертировав их в наличные деньги. Подразумевалось, что по наличным имплицитно действует нулевая процентная ставка, которая является более выгодной, чем отрицательная. Но в последние годы теория нулевого нижнего предела была эмпирическим путём опровергнута. Были изданы также научно-теоретические работы, в которых доказывается, что нижний предел ставок не равен нулю⁹.

Во многом это происходит из-за того, что сбережение в наличности по факту приносит не нулевую, а отрицательную доходность. Приходится добавлять стоимость покупки и содержания громоздких систем хранения денег, регулярную оплату охранных услуг и страхования от кражи, пожара, стихийных бедствий и пр. Последние факторы фактически уводят в минус номинальную стоимость держания наличных средств. Заметим, что потери в реальной стоимости ещё больше, поскольку в обесценении денег играют роль инфляционные факторы.

Это особенно чувствительно для крупных финансовых институтов, компаний и богатых частных лиц, которые вынуждены сталкиваться с серьёзными расходами и неудобствами при хранении значительных сумм наличных. Ввиду этого банки и крупные компании предпочитают хранить средства в безналичной форме на счетах в финансовых учреждениях даже в тех случаях, если это сопряжено с некоторыми издержками.

Практический опыт целого ряда стран показал, что нулевой нижний предел может быть пробит на нескольких направлениях: депозитные ставки центрального банка, ставки межбанковского кредитования, ставки по государственным облигациям, в отдельных случаях депозитные ставки для юридических и реже — физических лиц, а иногда даже ставки кредитования центральных банков в отношении коммерческих банков.

⁵ *Schneider S.* Growing doubts about negative interest rate policy // Deutsche Bank. 2016. 22 August. URL: https://www.dbresearch.com/servlet/reweb2.ReWEB?rwsite=RPS_EN-PROD&rwobj=ReDisplay.Start.class&document=PROD000000000448029# (дата обращения: 13.11.2017).

⁶ *Acharya V., Plantin G.* Monetary Easing and Financial Instability // SRC Discussion Paper. 2017. January. No. 63. URL: <http://www.systemicrisk.ac.uk/sites/default/files/downloads/publications/dp-63.pdf> (дата обращения: 23.11.2017).

⁷ Sorry ECB — Negative Rates Don't Aid Big Economies, Posen Says // Bloomberg. 2016. 15 April. URL: <https://www.bloomberg.com/news/articles/2016-04-15/sorry-ecb-negative-rates-don-t-aid-big-economies-posed-says> (дата обращения: 07.11.2017).

⁸ См.: *Bernanke B.S.* How big a problem is the zero lower bound on interest rates? // Brookings. 2017. 12 April. URL: <https://www.brookings.edu/blog/ben-bernanke/2017/04/12/how-big-a-problem-is-the-zero-lower-bound-on-interest-rates/> (дата обращения: 12.11.2017).

⁹ См.: *Brunnermeier M.K., Koby Y.* The "Reversal Interest Rate": An Effective Lower Bound on Monetary Policy // Princeton University. 2017. 10 July. URL: https://scholar.princeton.edu/sites/default/files/markus/files/17e_reversalrate.pdf (дата обращения: 23.11.2017).

Комплекс факторов способствовал тому, что доходность целого ряда значимых финансовых инструментов в последние годы перекочевала в отрицательную зону. Данная тенденция в основном коснулась Европы — как стран, входящих в зону евро, так и ряда малых ("периферийных") европейских экономик — Швейцарии, Швеции, Дании и др. За пределами Европы подобная тенденция наблюдается в Японии, которая, как и Европа, испытывает переизбыток капитала, что является важным фактором давления на уровень процентных ставок. Уже имеющаяся практика применения NIRP достаточно репрезентативна — в совокупности она охватывает страны, производящие $\frac{1}{4}$ часть мирового ВВП¹⁰.

Однако до последнего времени явление отрицательных номинальных ставок в различных странах мира носило кратковременный и редкий характер и наблюдалось в основном в кризисные периоды. Например, в США отрицательная доходность по краткосрочным гособлигациям отмечена в период Великой депрессии, а также Мирового финансового кризиса 2008–2009 гг. (в периоды массового бегства капитала в "безрисковые" активы). В Швейцарии центральный банк несколько раз на протяжении 1970-х гг. вводил отрицательные ставки на депозиты иностранцев с тем, чтобы избежать чрезмерного притока капитала и укрепления швейцарского франка. Кроме того, в Японии в 1990-х гг. доходность государственных облигаций несколько раз уходила в отрицательную зону по причине экономического спада, нехватки доходных инструментов для инвестиций и "бегства от риска".

Устойчивое сохранение данных ставок в Европе в "нормальные" времена на протяжении трёх лет является безусловной аномалией.

Причины и хронология введения отрицательных ставок

Со времени Мирового финансового кризиса (МФК) 2008–2009 гг. экономики развитых стран столкнулись с рядом проблем. Ключевыми из них стали чрезмерная перегруженность долгами государств, корпораций и домохозяйств, слабый спрос и низкая инфляция. Среди фундаментальных причин слабого спроса можно отметить, с одной стороны, ухудшение демографического баланса (рост доли пожилого населения) и отсутствие роста уровня доходов большинства граждан. С другой стороны, ситуация характеризовалась изобилием накоплений зажиточных категорий населения, в том числе пенсионеров, имеющих сбережения на счетах пенсионных фондов, а также миграцией капитала из развивающихся и нестабильных стран в более безопасные и стабильные (например в Швейцарию, Люксембург, Францию)¹¹. Эти процессы привели к переизбытку капитала, направляемого на вложения в надёжные, относительно безрисковые активы (гособлигации, корпоративные облигации с высокими рейтингами,

¹⁰ См.: *Мусеев С.Р.* Деньги с отрицательной процентной ставкой // Деньги и кредит. 2017. № 10. URL: <https://elibrary.ru/item.asp?id=30114435> (дата обращения: 15.11.2017).

¹¹ См., напр.: Giving with one hand and taking with the other: Europe's role in tax-related capital flight from developing countries // Report coordinated by Eurodad. 2013. URL: <http://www.eurodad.org/files/pdf/52aebfed659f4.pdf> (дата обращения: 20.11.2017).

банковские депозиты и др.). Средний уровень доходности широкого круга финансовых активов устремился вниз, чему способствовали кризисные явления в отдельных странах и регионах (так называемое бегство от риска).

В ситуации избыточного роста накоплений, падения доходности по широкому кругу финансовых инструментов и замедления экономического роста, в европейской экономике были созданы предпосылки для возникновения дефляции. Темпы роста потребительских цен резко снизились, и центробанкам становилось все труднее добиться выполнения данного целевого показателя (около 2 % в год). Монетарные власти европейских стран видели своей основной задачей ускорение инфляции, для чего необходимо прибегнуть к дальнейшему смягчению денежно-кредитной политики (ДКП). Но традиционных инструментов для решения данной задачи было недостаточно, поскольку учётные ставки во всех развитых странах уже в ходе МФК были снижены практически до нуля. Поэтому на повестку дня вышли новые, нетрадиционные: крупномасштабные покупки активов (так называемое количественное смягчение — QE), "опережающая индикация" (forward guidance) и отрицательные процентные ставки.

В данной статье мы рассматриваем проблему отрицательных процентных ставок. Одним из наиболее очевидных стимулов к их введению стало чрезмерное накопление депозитов коммерческих банков на счетах в ЦБ в условиях сокращения кредитования ими реального сектора европейской экономики. Наличие данной общеевропейской проблемы влияло на мотивацию принятия решений монетарными властями всех европейских стран, применявших NIRP. Однако от страны к стране монетарные условия, а также задачи денежно-кредитной политики (условия мандата центробанков) порой существенно отличались, что определяло особенности применяемых ими монетарных инструментов, направленных на смягчение ДКП. Так, ЕЦБ, Банк Швеции и Венгерский нацбанк своими основными задачами видели необходимость повышения инфляции и стимулирования экономического роста. Между тем центробанки Швейцарии и Дании руководствовались преимущественно необходимостью реагировать на чрезмерный приток иностранного капитала и укрепление своих национальных валют относительно евро.

Хотя большинство европейских стран давно отказались от регулирования валютного курса, отпустив его в свободное плавание, часть из них всё ещё придерживается модели с регулируемым курсом. Обычно он имеет привязку к евро, подобная модель характерна для Швейцарии, Дании, Болгарии, Боснии и Герцеговины.

Тем не менее центробанк Швейцарии отказался от регулирования курса франка в январе 2015 г., фактически признав тщетность удержания валютного коридора в условиях усиления потоков международного капитала. После перехода к свободному курсообразованию отрицательные ставки стали для Швейцарии главным способом борьбы против чрезмерного укрепления франка (в отсутствие иных инструментов сдерживания). Схожими мотивами руководствовался центробанк Дании, боровшийся с притоком избыточного капитала и давлением на курс нацвалюты — кроны. Что касается властей Болгарии, а также Боснии и Герцеговины,

они попросту копировали действия ЕЦБ, поскольку их нацвалюты имеют жёсткую привязку к евро¹². История введения NIRP в европейских странах систематизирована в таблице.

Таблица

Хронология введения отрицательных процентных ставок центробанками европейских стран

Страна или объединение	Инструмент	Ставка, %	Дата введения
Еврозона	Депозитная ставка	-0,1	Июнь 2014
		-0,2	Сентябрь 2014
		-0,3	Декабрь 2015
		-0,4	Март 2016
		-0,4 (при соблюдении ряда условий)	Март 2016
Дания	Депозитная ставка (двух-уровневая система: к ограниченному объёму депозитов применяется ставка 0 %)	-0,2	Июль 2012
		-0,05	Сентябрь 2014
		-0,2	19 января 2015
		-0,35	22 января 2015
		-0,5	29 января 2015
		-0,75	Февраль 2015
Швейцария	– " –	-0,5	Декабрь 2014
		-0,75	Январь 2015
Швеция	Ставка РЕПО (межбанк, 7-дневный депозит в ЦБ) / Депозитная ставка овернайт	0,25 / -0,5	Июль 2009
		0 / -0,75	Октябрь 2014
		-0,1 / -0,85	Февраль 2015
		-0,25 / -1	Март 2015
		-0,35 / -1,1	Июль 2015
Венгрия	Депозитная ставка	-0,5 / -1,25	Февраль 2016
		-0,05	Март 2016
Болгария	Депозитная ставка (аналогично ставке ЕЦБ)	Копирует действия ЕЦБ	
Босния и Герцеговина	Депозитная ставка (за исключением 10 % обязательных резервов, по которым 0 %)	-0,2 (½ от ставки ЕЦБ)	Апрель 2016

Источник: IMF 2017; данные нацбанков.

В июле 2009 г. пионером применения отрицательной депозитной ставки в Европе стал Банк Швеции — она была введена в отношении депозитов овернайт. В 2012 г. этому примеру последовал Банк Дании. Однако в то время отрицательные ставки ещё считались ограниченным локальным экспериментом. Более широкое внедрение подобных инструментов в других странах пришлось на конец 2014 — начало 2015 г. По-видимому, спусковым механизмом, запустившим "эффект домино" для их дальнейшего распространения, оказались действия ЕЦБ, депозитная ставка

¹² См.: IMF. Exchange Rate Regimes in Emerging Europe. 2017. March. URL: <https://www.imf.org/external/region/BAL/rr/2017/033017.pdf> (дата обращения: 22.11.2017).

которого пробила нулевую отметку в июне, а затем в сентябре и декабре 2014 г. (соответственно $-0,1$, $-0,2$ и $-0,3$ %). Официально монетарные власти еврозоны мотивировали своё решение намерением "обеспечить ценовую стабильность в среднесрочной перспективе, что является необходимым условием для устойчивого роста в зоне евро"¹³.

Не исключено, что на решение о введении отрицательных ставок ЕЦБ повлияли, помимо экономических, ещё и политические соображения. Стремясь добиться дальнейшего смягчения ДКП в условиях угрозы дефляции, когда уже действовали нулевые процентные ставки, другие ведущие ЦБ мира (США, Великобритании, Японии) обычно прибегали к программам крупномасштабной покупки активов (QE). Однако ЕЦБ в 2014 г. ещё не решился применить этот способ из-за сильного сопротивления некоторых стран (например Германии) и опасений, связанных с финансово неустойчивыми государствами еврозоны (Греция, Испания, Португалия и др.). Массированная скупка гособлигаций балансирующих на грани дефолта государств в тот период выглядела весьма рискованной и встретила бы слишком большую критику. В договоре о функционировании ЕС имеется положение, согласно которому Европейскому центральному банку запрещено напрямую кредитовать отдельные страны-члены, в том числе путём покупки их гособлигаций (хотя присутствует двусмысленная оговорка о "прямой покупке")¹⁴. В 2014 г. это правило ещё трактовалось в первоначальном строгом ключе. Позднее, однако, после признания недостаточной эффективности прежних монетарных мер, ЕЦБ фактически проигнорировал данное ограничение. Он всё равно прибег к скупке гособлигаций, объявив свою масштабную программу QE в январе 2015 г.

Но в ситуации 2014 г. ЕЦБ решил действовать иными, нестандартными средствами. Тем самым он, хотя и неохотно (вопреки желанию ряда стран-членов), оказался "законодателем мод" в сфере применения отрицательных ставок. Дальнейшие шаги, предпринятые малыми европейскими государствами (Швейцарией и др.), носили в значительной мере реагирующий характер. Периферийные (по отношению к еврозоне) центробанки стремились не допустить того, чтобы их экономики оказались в невыгодных условиях. Ключевым соображением, заставившим их действовать подобным образом, была угроза притока избыточного капитала, чрезмерного укрепления курса национальной валюты и, как следствие, потеря конкурентоспособности (хотя порой это официально не афишировалось).

Хорошо известно, что целенаправленное смягчение ДКП неизбежно создаёт девальвационное давление на валюту той страны, которая её осуществляет. Соседи и страны-партнёры стремятся не допустить сравнительного укрепления собственных валют (что ставит в невыгодное положение их товаропроизводителей), ввиду чего они вынуждены копировать действия центробанка — инициатора смягчения ДКП. Тем самым запускается каскад аналогичных шагов центробанков целого ряда соседних

¹³ ECB. The ECB's negative interest rate. 2014. 12 June. URL: <https://www.ecb.europa.eu/explainers/tell-me-more/html/why-negative-interest-rate.en.html> (дата обращения: 22.11.2017).

¹⁴ The Treaty on the Functioning of the European Union. Article 123. URL: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:12012E/TXT&from=EN> (дата обращения: 22.11.2017).

стран, которые как бы имитируют поведение друг друга. Это можно рассматривать как серию конкурентных девальваций¹⁵, т.е. некое подобие "валютных войн".

Как видно из таблицы, отрицательные ставки преимущественно вводились в отношении депозитов коммерческих банков в ЦБ. Тем самым монетарные власти стремились не допустить накопления избыточных резервов, которые лежат мёртвым грузом и не участвуют в работе реальной экономики указанных стран. Целью было заставить коммерческие банки направить данные средства на кредитование компаний и потребителей, чтобы нарастить спрос и добиться увеличения показателей инфляции.

В докризисный период объёмы средств коммерческих банков на счетах в ЦБ были незначительными и почти все они относились к категории обязательных резервов. Держать там значительные накопления на добровольных депозитах под крайне низкие проценты было невыгодно. Однако после МФК и по мере развития в Европе суверенного долгового кризиса (2010–2013 гг.) эти депозиты практически во всех ЦБ развитых стран начали неуклонно расти. Так, в Швейцарии средства местных коммерческих банков в ЦБ на конец 2016 г. составили 468 млрд дол. (по текущему курсу 1 франк \approx 1 дол. США). Для сравнения, в 2010 г. этот показатель достигал лишь 38 млрд дол., т.е. он вырос в 12,3 раза, достигнув эквивалента в 70 % ВВП данной страны¹⁶. Подобная ситуация стала результатом повышенного притока капитала в Швейцарию, валюта которой рассматривалась многими инвесторами как "безопасная гавань" в периоды турбулентности, переживаемые финансовой системой еврозоны. Избыточный приток капитала способствовал давлению на курс швейцарского франка и оборачивался накоплением избыточных резервов в ЦБ коммерческими банками страны, которые не имели в своём распоряжении других доходных инструментов для вложения подобных сумм.

Несмотря на особый статус Швейцарии как "безопасной гавани", аналогичные процессы наблюдались и в других странах Европы. Так, в еврозоне объёмы всех резервов (добровольные и обязательные) коммерческих банков в ЕЦБ по итогам 2016 г. составили 1313 млрд евро, тогда как в 2010 г. они равнялись 378 млрд евро (рост в 3,5 раза)¹⁷. И хотя показатель, исчисляемый в процентах ВВП, значительно ниже — 12,2 % от всего ВВП еврозоны, эта цифра также означает, что колоссальные средства фактически "не дошли" до реальной экономики. Схожая ситуация сложилась и в других малых странах Европы, не входящих в еврозону — в Дании, Швеции и др.

Важно также отметить, что во всех европейских странах отрицательная ставка не применялась к *обязательным* резервам коммерческих банков в ЦБ. Это создало определённую лазейку для коммерческих финансовых институтов, которые стали сознательно добиваться включения своих накоплений именно в эту категорию, — поведение, совершенно не характерное для "нормальных" времён. В итоге объёмы обязательных резервов

¹⁵ См.: Arteta C., Ayhan Kose M., Stocker M., Taskin T. Op. cit. P. 15.

¹⁶ Swiss National Bank. 109th Annual Report. 2016. P. 159. URL: https://www.snb.ch/en/mmr/reference/annrep_2016_komplett/source/annrep_2016_komplett.en.pdf (дата обращения: 20.11.2017).

¹⁷ ECB. Annual consolidated balance sheet of the Eurosystem. URL: <https://www.ecb.europa.eu/pub/annual/balance/html/index.en.html> (дата обращения: 20.11.2017).

значительно возросли по сравнению с предшествующим периодом. Так, в ЕЦБ на начало ноября 2017 г. находилось обязательных резервов на сумму в 1312 млрд евро и добровольных депозитов — на 671 млрд евро¹⁸. Для сравнения, в январе 2014 г. обязательные резервы составляли лишь 202 млрд евро, а добровольные депозиты — около 60 млрд евро¹⁹. То есть значительная часть свободной ликвидности не попала под действие отрицательных ставок.

Коммерческие банки таким способом стремились избежать убытков, связанных с выплатой процентов в пользу центробанка на фоне снижения их собственной процентной маржи. Монетарные власти еврозоны, по-видимому, пошли навстречу частным кредитным институтам. В некоторых странах (Швейцарии, Дании) центробанки, помимо обязательных резервов, вывели из-под действия отрицательной ставки также и некоторую часть добровольных депозитов — по ним установлена нулевая ставка. Этот объём определялся и корректировался монетарными властями соответствующих стран в зависимости от изменения конъюнктуры ликвидности.

Как видно из хронологии в таблице, со второй половины 2014 г. шаги ЕЦБ, уводящие депозитные ставки дальше в отрицательную зону, сопровождались весьма схожими, симметричными действиями центробанков малых европейских государств (с определённым временным лагом). Однако с апреля 2016 г. дальнейшее движение в этом направлении остановилось, поскольку ЕЦБ в стремлении ещё больше смягчить ДКП сделал ключевой акцент на реализации своей программы TLTRO-2.

Программа TLTRO-2 тоже носила по-своему новаторский характер. Она предполагала возможность получения кредитов коммерческими банками еврозоны под отрицательную ставку. Базовой процентной ставкой ЕЦБ (MRO) с марта 2016 г. стал 0 % (до этого — 0,05 %). Первоначально именно под эту ставку должны были выдаваться кредиты TLTRO-2. Однако при условии выполнения определённых целевых показателей банки имеют право на снижение процентной ставки до уровня депозитной ставки ЕЦБ (на момент написания статьи — 0,4 %). Условием, в частности, является рост выдачи кредитов реальному сектору более чем на 2,5 % за период с 1 февраля 2016 по 31 января 2018 г.²⁰ Таким образом, ЕЦБ фактически готов доплачивать коммерческим банкам за пользование своими деньгами. Помимо этого, оригинальным условием стало то, что кредиты TLTRO-2 запрещено возвращать досрочно ранее двух лет (всего срок кредитования — четыре года).

Другие европейские страны не последовали за ЕЦБ в вопросе введения аналогов TLTRO-2, не осмелившись пока ввести подобные ставки

¹⁸ ECB. Consolidated financial statement of the Eurosystem. 2017. 3 November. URL: <http://www.ecb.europa.eu/press/pr/wfs/2017/html/ecb.fst171107.en.html> (дата обращения: 23.11.2017).

¹⁹ ECB. Consolidated financial statement of the Eurosystem. 2014. 14 January. URL: <http://www.ecb.europa.eu/press/pr/wfs/2014/html/fs140114.en.html> (дата обращения: 23.11.2017).

²⁰ ECB announces new series of targeted longer-term refinancing operations (TLTRO II). 2016. 10 March. URL: https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2016/html/pr160310_1.en.html (дата обращения: 23.11.2017).

для своих кредитных программ. Тем не менее некоторые из них способствовали установлению отрицательных кредитных ставок на рынке межбанковского кредитования. В частности, Банк Швеции с февраля 2015 г. ввёл отрицательную ставку РЕПО ($-0,1\%$), которая далее была снижена в несколько этапов до $-0,5\%$. Данная ставка определяет уровень ставок на межбанковском рынке краткосрочных займов (эта же ставка действует по семидневным, ограниченным в объёмах депозитам коммерческих банков в ЦБ). Аналогичным образом поступил центробанк Швейцарии, установивший таргет по ставке межбанковского кредитования CHF Libor в диапазоне от $-0,25$ до $-1,25\%$ в январе 2015 г.²¹

После апреля 2016 г. движение учётных ставок в странах, применявших NIRP, практически прекратилось. До конца 2017 г. ситуация сохранялась в неизменном виде: отмена негативных ставок и ужесточение ДКП в указанных странах ещё не начались (за исключением Дании, где ставка была немного повышена в январе 2016 г.). В ряде государств, а также в еврозоне так и не были достигнуты целевые показатели по инфляции, а экономическое оживление носило достаточно вялый характер. Ввиду этого длительность применения неортодоксальных монетарных мер значительно превысила изначальные предположения финансовых властей европейских стран.

Каналы трансмиссии эффекта от NIRP

Экономисты выделяют несколько каналов трансмиссии (воздействия) отрицательных процентных ставок на финансовую систему, а через неё — на экономику соответствующих стран²². Отмечается, что снижение ставки ниже нуля в принципе действует так же, как и обычное снижение учётной ставки (в пределах положительной зоны), однако есть и некоторые особенности, которые ограничивают эффективность именно отрицательных ставок.

Во-первых, отмечается воздействие через *канал процентных ставок*. Снижение ставок ЦБ ведёт к симметричному снижению ставок по широкому спектру финансовых инструментов частного рынка. Это касается межбанковского рынка, краткосрочных государственных и коммерческих облигаций, а также банковских кредитов (ипотека, потребительские кредиты и пр.). В свою очередь снижение стоимости займов подталкивает коммерческие структуры и частных потребителей увеличивать расходы. Однако это одновременно уменьшает стимулы для формирования накоплений.

Естественным ограничителем эффективности данного канала является так называемый нулевой нижний предел депозитных ставок в банках.

²¹ SNB. Current interest rates and exchange rates. URL: https://snb.ch/en/iabout/stat/statpub/zidea/id/current_interest_exchange_rates (дата обращения: 23.11.2017).

²² См.: Arteta C., Ayhan Kose M., Stocker M., Taskin T. Op. cit. P. 14–15; Angrick S., Nemoto N. Central Banking Below Zero: The Implementation of Negative Interest Rates in Europe and Japan // ADBI Working Paper. 2017. May. No. 740. P. 23–24. URL: <https://www.adb.org/sites/default/files/publication/317926/adbi-wp740.pdf> (дата обращения: 23.11.2017).

То есть банки остерегаются вводить негативные ставки для своих корпоративных, и в особенности частных, вкладчиков, опасаясь массового оттока депозитов и перевода накоплений в наличные деньги. При этом банки не могут снизить кредитные ставки ниже нуля, поскольку им необходимо поддерживать процентную маржу и сохранять прибыльность своей деятельности. Возможность перевода накоплений в наличные деньги является естественным барьером, ограничивающим эффективность воздействия негативных ставок ЦБ на ставки в частном секторе.

Во-вторых, воздействие проходит через *кредитный канал*. NIRP фактически представляет собой налог на избыточные запасы ликвидности, накапливаемые коммерческими банками на счетах в ЦБ, что подталкивает их вкладывать средства в другие инструменты — ценные бумаги или кредиты, приносящие номинальный доход. Тем самым увеличивается предложение кредита в экономике. Естественным ограничителем здесь выступает чрезмерно низкий уровень ставок по финансовым инструментам, что снижает кредитную и инвестиционную активность банковских институтов.

В-третьих, задействован *портфельный канал* (portfolio channel), иначе называемый *каналом оценки активов* (asset valuation channel). Он основан на эффекте перераспределения портфелей финансовых активов банков, фирм и частных инвесторов. Нулевые или отрицательные ставки на краткосрочные и относительно безрисковые инструменты (депозиты, краткосрочные облигации) вынуждают их вкладываться в более долгосрочные или рискованные активы (например в акции европейских компаний или облигации развивающихся стран). Побочным эффектом является рост стоимости активов внутри европейской экономики, который в целом полезен (поскольку повышается общее благосостояние и ВВП), однако может иметь и негативные следствия, приводя к образованию ценовых пузырей (например на рынке недвижимости).

В-четвёртых, вступает в действие *канал валютного курса*. В странах с плавающим курсом и свободным движением капитала снижение ставок имеет следствием ослабление национальной валюты (поскольку капитал перетекает в страны с более высокой доходностью). Это, с одной стороны, ведёт к оттоку капитала и снижению иностранных инвестиций. Однако, с другой стороны, девальвация валюты способствует повышению конкурентоспособности национальных производителей за счёт ценового фактора. Тем самым стимулируется внутреннее производство и экспорт продукции на зарубежные рынки.

Большинство развитых стран негласно стремятся к девальвационному эффекту, однако целенаправленная политика по ослаблению курса нацвалюты запрещена многими международными соглашениями (например в рамках МВФ и G-20²³). Она может рассматриваться как действия, направленные на создание односторонних торговых преимуществ и на "разорение соседей". Если несколько стран одновременно прибегнут к данной политике, это может спровоцировать волну конкурентных

²³ См., напр.: The G20 Seoul Summit Leaders' Declaration. 2010. 11–12 November. URL: http://mea.gov.in/Uploads/PublicationDocs/821_The-G20-Seoul-Summit-Leaders-Declaration-November-11-12-2010.pdf (дата обращения: 24.11.2017).

девальваций, известную как "валютная война". Нечто подобное и наблюдалось в ходе волны снижения процентных ставок центробанками ряда европейских стран в конце 2014 — начале 2016 г.

Результаты и эффекты NIRP

За прошедшее с момента введения отрицательных ставок время была собрана значительная информация об их финансово-экономическом воздействии. Вышло довольно много научных публикаций, и были эмпирическим путём опровергнуты некоторые мифы и опасения, выдвигавшиеся на начальном этапе внедрения этой неортодоксальной ДКП. В частности, пробитие "нулевого предела" так и не привело к сколько-нибудь значимому оттоку средств клиентов (корпоративных и частных) из банков — к так называемому бегству в наличные, которое предсказывали критики²⁴ отрицательных ставок.

В целом большинство экспертов считают, что NIRP является достаточно действенным инструментом, способствующим реализации тех целей, которые ставили перед собой монетарные власти (хотя порой и с оговорками). В частности, снизился общий уровень кредитных ставок в экономике²⁵ (рис. 1).

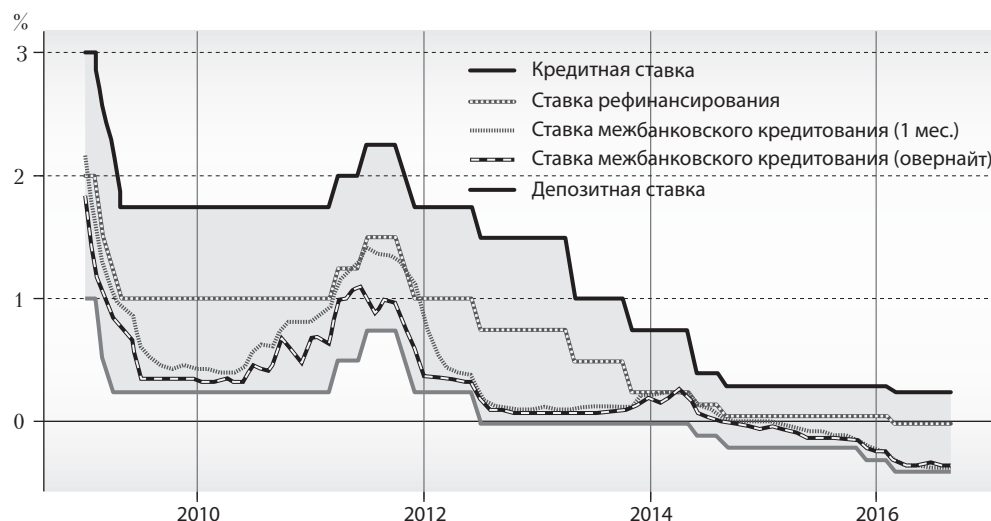


Рис. 1. Ставки ЕЦБ и межбанковского денежного рынка (в %)

Источник: Angrick S., Nemoto N. Central Banking Below Zero: The Implementation of Negative Interest Rates in Europe and Japan // ADBI Working Paper. 2017. May. No. 740. P. 7. URL: <https://www.adb.org/sites/default/files/publication/317926/adbi-wp740.pdf> (дата обращения: 23.11.2017)

²⁴ Напр.: Hollenbeck F. Why Negative Interest Rates Will Fail // Mises Wire. 2016. 16 February. URL: <https://mises.org/library/why-negative-interest-rates-will-fail> (дата обращения: 20.11.2017).

²⁵ Напр.: Bech M., Malkhozov A. How have central banks implemented negative policy rates? // BIS Quarterly Review. 2016. March. URL: http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1603e.pdf (дата обращения: 24.11.2017).

Даже скептически настроенные представители германского ЦБ²⁶ признают, что проводимая ЕЦБ монетарная политика помогла созданию благоприятного макроэкономического климата. Констатируется улучшение положения коммерческих компаний и государственных финансов, поскольку стоимость обслуживания долговых обязательств снизилась, а налоговые поступления выросли благодаря растущей экономике. В выигрыше оказываются и рядовые потребители, поскольку создаётся больше рабочих мест, а проценты по широкому кругу банковских кредитов (ипотека и др.) уменьшаются. Растущая экономика также полезна для банковских институтов, хотя для последних эффекты от NIRP носят далеко не столь однозначно позитивный характер.

Анализируя последствия NIRP, последовательно рассмотрим итоги её воздействия на государственные финансы, компании нефинансового сектора, банки и финансовые организации, а также потребителей и домохозяйства. Согласно расчётам ЕЦБ²⁷, для разных участников финансовой системы воздействие NIRP имело разноплановые последствия. В наибольшей степени выиграли от неё государственные финансы, а также компании нефинансового сектора. Проигравшими в основном оказались банки, а эффекты для рядовых граждан зависели от того, какой модели поведения они придерживались — потребляющей или сберегающей.

Так, для правительственных финансов NIRP оказалась однозначным благом. В выигрыше были все европейские страны — отмечались снижение выплат по их государственным облигациям, а также рост налоговых поступлений. Наибольшую выгоду получили Бельгия, Франция и Германия. Но государства, испытывавшие проблемы в период европейского долгового кризиса 2010–2013 гг., выиграли в меньшей степени (Италия, Испания и Португалия).

Уже в 2014 г. доходность по краткосрочным облигациям многих европейских стран опустилась в отрицательную зону. То есть фактически инвесторы стали платить правительствам европейских стран за пользование их деньгами. К середине 2016 г., который стал пиком распространения отрицательных ставок по гособлигациям, в негативной зоне торговались краткосрочные (до двух лет включительно) государственные бумаги подавляющего большинства стран Европы — Германии, Франции, Италии, Испании, всей Скандинавии и пр. Исключение составляли лишь Великобритания, а также малые периферийные государства (Хорватия, Кипр). Данная ситуация сохранялась практически неизменной до конца 2017 г.²⁸ (рис. 2, 3).

²⁶ *Dombret A.* The ECB's low-interest-rate policy — a blessing or a curse for the economy, consumers and banks? Speech by A. Dombret, Member of the Executive Board of the Deutsche Bundesbank. 1 February 2017. URL: https://www.bundesbank.de/Redaktion/EN/Reden/2017/2017_02_01_dombret.html (дата обращения: 15.11.2017).

²⁷ ECB. Economic Bulletin. 2017. Issue 5. P. 33–34.

²⁸ 18 European Countries Have Negative 2Y Sovereign Yields As Negative-yielding Bonds Hit \$8.6 Trillion. 2017. 14 August. URL: <https://snakeholelounge.wordpress.com/2017/08/14/18-european-countries-have-negative-2y-sovereign-yields-as-negative-yielding-bonds-hit-8-6-trillion/> (дата обращения: 15.11.2017).



Рис. 2. Сопоставление объёмов государственных облигаций, торгуемых с положительной и отрицательной доходностью (в трлн дол.)

Источник: Forget Bitcoin: An \$8 trillion bubble in global markets is waiting to pop // Business Insider. 2017. 13 October. URL: <http://www.businessinsider.com/bitcoin-not-biggest-bubble-negative-yielding-bonds-2017-10> (дата обращения: 18.11.2017)

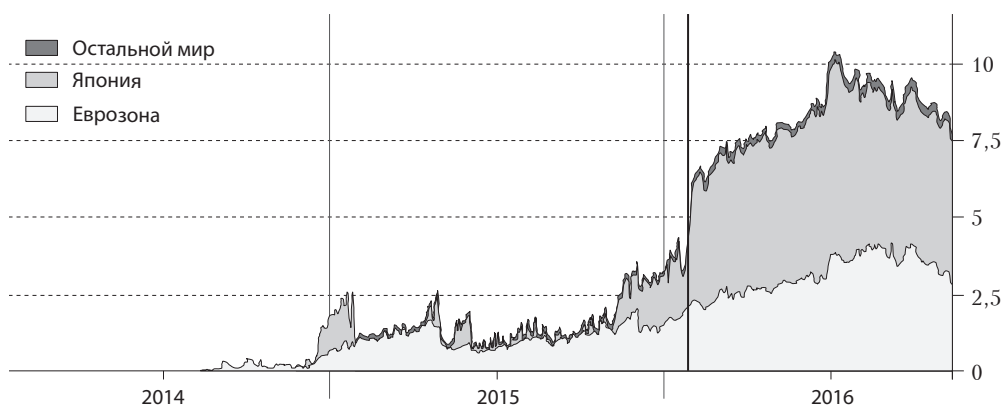


Рис. 3. Распределение общего объёма гособлигаций с отрицательной доходностью по отдельным странам и регионам (в трлн дол.)

Источник: Caruana J. Low global bond yields: low growth, monetary policy, market dynamics: Speech by J. Caruana // Bank for International Settlements. 2016. 14 November. URL: <https://www.bis.org/speeches/sp161114.pdf> (дата обращения: 24.11.2017)

Через некоторое время в отрицательную зону последовали также и долгосрочные ценные бумаги. В апреле 2015 г. правительство Швейцарии впервые в истории смогло разместить выпуск своих десятилетних облигаций с отрицательной доходностью (−0,055 % годовых)²⁹. При этом

²⁹ Moore E., Giugliano F. Switzerland becomes first to sell 10-year debt at negative yield // Financial Times (далее — FT). 2015. 8 April. URL: <https://www.ft.com/content/35dde68e-dde7-11e4-8d14-00144feab7de> (дата обращения: 20.11.2017).

спрос на аукционе значительно превысил предложение. Германские гособлигации с десятилетним сроком погашения были впервые размещены с отрицательной доходностью в июле 2016 г.³⁰ Стоит отметить, что снижению ставок на безрисковые ценные бумаги, к числу которых относятся германские и швейцарские, способствовала и проводимая в то время программа покупки активов ЕЦБ (европейское QE), а также опасения по поводу выхода Великобритании из ЕС.

По данным *Financial Times*, наибольшие объёмы гособлигаций с номинальной отрицательной доходностью были зафиксированы в декабре 2016 г. Тогда во всём мире обращалось данных бумаг на общую сумму в 14 трлн дол. Далее на протяжении 2017 г. наблюдалась тенденция роста доходностей — к августу 2017 г. объём облигаций с негативной доходностью уменьшился до 9 трлн дол.³¹ Однако к ноябрю 2017 г. намечился новый рост объёма этих бумаг, которые к тому времени составили сумму почти в 11 трлн дол.³² (рис. 4).



Рис. 4. Совокупный объём долговых обязательств с отрицательной доходностью (в трлн дол.)

Источник: *Platt E.* Charts that matter: Negative-yielding debt creeps back towards \$11tn // FT. 2017. 15 November. URL: <https://www.ft.com/content/8d12b541-7be0-3d34-a07c-76dfd40f42a7> (дата обращения: 16.11.2017)

Для компаний нефинансового сектора политика ЕЦБ также оказалась явным благом. Они значительно выиграли от снижения ставок на банковские кредиты, от уменьшения процентных выплат по облигациям (как для новых размещений, так и при рефинансировании более ранних обязательств), а также от общего оживления экономической активности.

³⁰ *Moore E.* Germany claims eurozone first with negative yield bond sale // FT. 2016. 13 July. URL: <https://www.ft.com/content/25ae95da-48db-11e6-8d68-72e9211e86ab> (дата обращения: 20.11.2017).

³¹ *Platt E.* Over \$9tn of bonds trade with negative yields // FT. 2017. 17 August. URL: <https://www.ft.com/content/86e1e87e-81ed-11e7-a4ce-15b2513cb3ff> (дата обращения: 14.11.2017).

³² *Platt E.* Charts that matter: Negative-yielding debt creeps back towards \$11tn // FT. 2017. 15 November. URL: <https://www.ft.com/content/8d12b541-7be0-3d34-a07c-76dfd40f42a7> (дата обращения: 16.11.2017).

Некоторые крупные компании, являющиеся надёжными заёмщиками, даже смогли размещать свои облигации с отрицательной доходностью, подобно правительствам европейских стран. Так, в сентябре 2016 г. немецкий производитель бытовой химии Persil, а также французская фармацевтическая компания Sanofi впервые выпустили еврооблигации с небольшой отрицательной доходностью ($-0,05\%$). Сроки их погашения составляли 2–3,5 года³³.

Однако, несмотря на снижение расходов по действующим кредитам, общий объём кредитования компаний со стороны коммерческих банков не увеличился. Данные ЕЦБ показывают, что после введения NIRP объём выданных кредитов составлял практически неизменную сумму в 4,3 трлн дол. (с июля 2014 по сентябрь 2017 г.)³⁴ (рис. 5).

При этом объём выдачи *новых* кредитов компаниям постепенно снижался на протяжении этого времени. Таким образом, политика ЕЦБ преуспела лишь в том, что прекратился процесс падения объёмов кредитования со стороны банков. Характерно, что при отсутствии увеличения объёма кредитов компаниям, нарастал объём депозитов коммерческих банков в ЕЦБ (несмотря на отрицательную депозитную ставку).

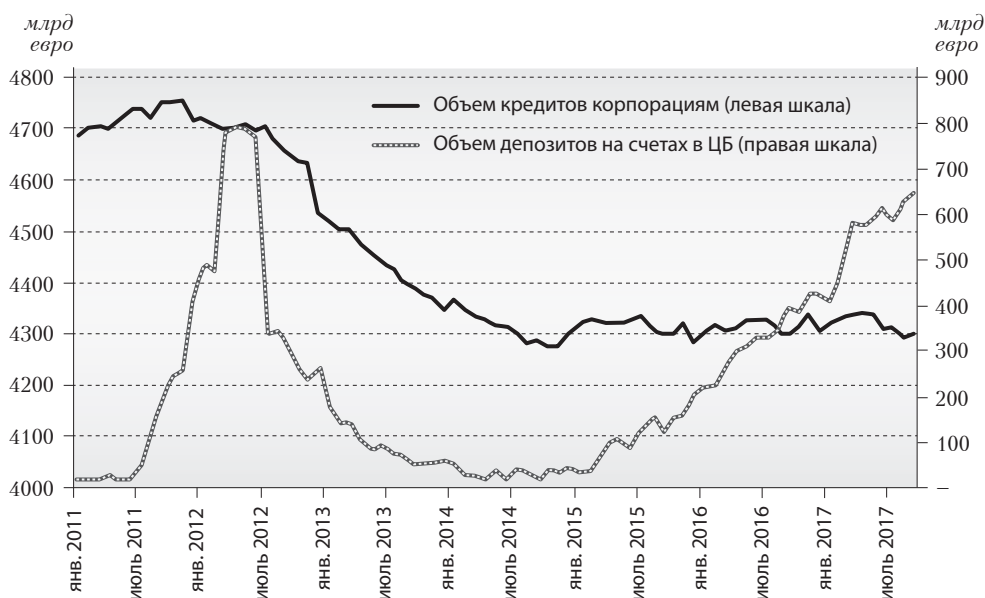


Рис. 5. Объём кредитов нефинансовым корпорациям со стороны коммерческих банков еврозоны и объём депозитов коммерческих банков на счетах в ЕЦБ (в млрд евро)

Источник: European Central Bank. Statistical Data Warehouse. URL: http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=117.BSI.M.U2.N.A.A20.A.1.U2.2240.Z01.E (дата обращения: 21.11.2017)

³³ Jackson G. Negative-yielding bonds: Why buy them? Why sell them? // FT. 2016. 7 September. URL: <https://www.ft.com/content/7238971a-74fb-11e6-b60a-de4532d5ea35> (дата обращения: 14.11.2017).

³⁴ ECB Statistical Data Warehouse. URL: http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=117.BSI.M.U2.N.A.A20.A.1.U2.2240.Z01.E (дата обращения: 21.11.2017).

Воздействие NIRP на потребителей и домохозяйства различалось в отдельных странах. Исследование ЕЦБ³⁵ показывает, что оно было позитивным для потребителей тех государств, которые были в наибольшей степени нагружены долгами. Среди рассматриваемых стран таковыми оказались Нидерланды, Испания и Финляндия. NIRP также стала наиболее благоприятной для потребителей, которые брали кредиты с плавающей ставкой (хотя ЕЦБ умалчивает, что произойдёт с ними после того, как учётная ставка начнёт расти).

Напротив, в других рассматриваемых государствах — Германии, Франции и Португалии — доходы домохозяйств несколько сократились. Это объясняется преобладанием сберегающей модели поведения граждан данных стран (особенно характерно для ФРГ). Соответственно, снизилась доходность от частных вложений в различные финансовые активы, прежде всего банковские депозиты, а также пенсионные фонды и страховые компании (страхование жизни). Для них воздействие ДКП ЕЦБ имело преимущественно негативный эффект.

Если рассматривать в совокупности воздействие NIRP на все выше-названные сектора отдельных стран, то наиболее выигравшей оказывается Испания (компании нефинансового сектора, госфинансы и домохозяйства), а также Португалия и Италия. Больше всех проиграли Бельгия, Франция и Австрия (в основном банки и домохозяйства) — их общие доходы сократились. Однако если смотреть среднее значение по еврозоне, то большинство стран всё же оказываются в выигрышном положении, включая Германию, традиционно выступающую в роли основного критика ДКП ЕЦБ³⁶.

Наибольшие опасения и дебаты в экспертном сообществе были связаны с влиянием NIRP на деятельность *банков и других финансовых институтов*. Нередко высказывалось мнение, что данная политика негативно воздействует на прибыльность банковского сектора, поскольку снижается его процентная маржа³⁷. Помимо этого, происходящее общее снижение ставок по ценным бумагам уменьшает возможности банков по извлечению так называемой премии за срочность (*term premium*) путём трансформации краткосрочных депозитов граждан в долгосрочные и более доходные финансовые инструменты (кредиты, облигации)³⁸.

Представители банковской отрасли Европы были настроены весьма критически по отношению к политике отрицательных ставок, проводимой ЕЦБ и другими центробанками. По их мнению, данная политика поставила коммерческие банки в неустойчивое финансовое положение и вынудила их пересматривать прежние модели ведения бизнеса³⁹. Опасения по поводу снижения прибыльности европейских банков и роста объёма

³⁵ ECB. Economic Bulletin. 2017. May. Issue 5. P. 33–34.

³⁶ Ibid. P. 33.

³⁷ См., напр.: Heider F., Saidi F., Schepens G. Life below zero: bank lending under negative policy rates // ECB. 2016. 27 October. P. 1, 24. URL: https://www.ecb.europa.eu/pub/conferences/shared/pdf/20161027_monetary_policy_pass_through/Life_Below_Zero_Bank_Lending_Under_Negative_Policy_Rates.pdf (дата обращения: 23.11.2017).

³⁸ Cœuré B. Op. cit.

³⁹ См.: Shotter J. Negative rates add to list of pressures on German bankers // FT. 2016. 16 November. URL: <https://www.ft.com/content/aab32e54-8566-11e6-8897-2359a58ac7a5> (дата обращения: 15.11.2017).

неработающих кредитов в ряде стран получили широкое распространение и привели к падению курсов акций европейских банков. С августа 2015 до августа 2016 г. акции банковского сектора еврозоны потеряли примерно 40 % своей стоимости⁴⁰.

В ответ на сокращение процентной маржи банковские институты были вынуждены проводить политику снижения издержек и введения дополнительных комиссий на обслуживание банковских счетов своих клиентов (например на снятие крупных сумм наличных). Постепенно банки пришли к необходимости перекладывать часть ущерба от негативных ставок на крупных потребителей. Это было достигнуто путём введения отрицательных депозитных ставок на корпоративные вклады в банках.

Процесс внедрения подобных ставок носил достаточно неровный характер. О вводе отрицательных выплат по депозитам объявляли в разное время такие крупные институты, как швейцарские UBS и Credit Suisse, германский Commerzbank и ряд других банков, в основном из второго и третьего эшелонов. В августе 2017 г. анализ немецкого института Ifo показал, что почти 20 % немецких компаний сталкивались с перспективой введения отрицательных процентных ставок по своим банковским депозитам. Таким образом, явление далеко вышло за рамки единичных случаев. Характерно, что почти все вышеназванные компании (девять из десяти) предпочли уклониться от выплаты "налога на сбережения" путём их перевода в другие финансовые институты, наличность или иные инструменты с положительной доходностью⁴¹.

После крупных корпоративных клиентов введение отрицательных депозитных ставок стало распространяться и на обычных граждан. В начале 2017 г. германский крупнейший сбербанк Sparkasse сообщил о введении отрицательных ставок для крупных частных вкладов (от 3 млн евро)⁴². В то же время аналогичную меру ввел швейцарский UBS, но только для вкладов в евро суммой свыше 1 млн⁴³. О схожих действиях объявляли и несколько других, менее значимых европейских финансовых институтов.

И все же большинство банков Европы не решились ввести отрицательные ставки по своим депозитным программам, оставив их на нулевом уровне. Вместо этого для поддержания маржи ими вводились различные комиссии за ведение счета, выдачу наличных и пр. До конца 2017 г. отрицательные депозитные ставки не приобрели в Европе повсеместного характера. Основной причиной этого, видимо, стали опасения банкиров по поводу возможности ухода клиентов в наличные деньги.

⁴⁰ Mersch Y. Behaving responsibly in a low interest rate environment: A central banker's perspective: Speech by Y. Mersch, Member of the Executive Board of the ECB. URL: <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2017/html/sp170210.en.html> (дата обращения: 15.11.2017).

⁴¹ Jones C. German companies hit by negative interest rates // FT. 2017. 9 August. URL: <https://www.ft.com/content/d564c870-7cfe-11e7-ab01-a13271d1ee9c> (дата обращения: 15.11.2017).

⁴² The German savers who must pay interest to their own bank // Deutsche Welle. 2017. 19 March. URL: <http://www.dw.com/en/the-german-savers-who-must-pay-interest-to-their-own-bank/a-38013400> (дата обращения: 15.11.2017).

⁴³ UBS to Charge Private Clients for Euro Deposits // Finews.com. 2017. 21 March. URL: <https://www.finews.com/news/english-news/26704-ubs-negative-interest-rates-euro-accounts-60-basis-points-ecb-snb> (дата обращения: 15.11.2017).

Со своей стороны монетарные власти еврозоны старались развеять широкие опасения по поводу перспектив банковского сектора. В частности, Марио Драги полагал, что негативное влияние отрицательных ставок на прибыльность банковского сектора перевешивалось позитивными эффектами от более мягких финансовых условий. Среди последних он упомянул улучшение общего положения экономики и рост объёма кредитования⁴⁴. Аналогичную позицию высказывал член правления ЕЦБ Бенуа Кюре⁴⁵. По его мнению, совокупный эффект NIRP, оказанный на прибыльность банковского сектора, был в целом положительным.

Однако большинство экспертов признают, что финансовое положение европейских банков пошатнулось и смотрится невыгодно на фоне их американских конкурентов. По крайней мере некоторым из них в итоге может потребоваться докапитализация и различные программы поддержки со стороны государства. Даже в тех исследованиях, которые пока не видят принципиального ухудшения ситуации в банковской отрасли, указывается, что в долгосрочной перспективе проблемы сектора будут нарастать⁴⁶.

Так, за первое полугодие 2017 г. швейцарские банки заплатили национальному центробанку сумму, эквивалентную 1 млрд дол., в качестве платы за депозиты, находящиеся в ЦБ. При этом, согласно данным швейцарских банков, введение негативных депозитов не привело к заметному оттоку средств физических лиц в наличность⁴⁷. Отсутствие сколь угодно значимого перевода европейских накоплений в наличность фиксируется также в исследовании МВФ⁴⁸.

Помимо банков, в проигрыше от NIRP явно оказались пенсионные фонды, страховые компании и другие финансовые институты. Они теряли прибыль из-за снижения доходности своих долгосрочных финансовых вложений.

Даже члены правления ЕЦБ отмечают, что длительное применение подобного нетрадиционного инструмента, как отрицательная ставка, влечёт за собой дестабилизацию банковского сектора. Снижение прибыльности банков из-за уменьшения процентной маржи вкупе с вынужденным обращением банков к более рискованным финансовым инструментам потенциально создаёт почву для финансовых кризисов. Ввиду этого главный экономист ЕЦБ Питер Прает, например, подчёркивал, что проводимые меры временные и вслед за ними должна последовать нормализация ДКП. "В долгосрочной перспективе аномально низкие или отрицательные процентные ставки... могут иметь неблагоприятные последствия (для банков. — *Прим. авт.*)⁴⁹, — признавал он.

⁴⁴ Draghi M. Op. cit.

⁴⁵ Cœuré B. Op. cit.

⁴⁶ IMF. Negative interest rates policies... 24.

⁴⁷ Franklin J. Swiss banks paid \$1 billion in negative interest rates in first half // Reuters. 2017. 31 July. URL: <https://www.reuters.com/article/us-snb-results-banks/swiss-banks-paid-1-billion-in-negative-interest-rates-in-first-half-idUSKBN1AG0P9> (дата обращения: 20.11.2017).

⁴⁸ IMF. Negative interest rates policies... P. 2.

⁴⁹ Praet P. Calibrating unconventional monetary policy: Speech by P. Praet, Member of the Executive Board of the ECB. Frankfurt am Main, 6 April 2017. URL: https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2017/html/sp170406_1.en.html (дата обращения: 15.11.2017).

Исследование группы экономистов из ЕЦБ⁵⁰ показало, что разные банки по-разному реагируют на отрицательные ставки. При этом у одних доходы растут, в то время как у других они снижаются — в зависимости от модели бизнеса. В наиболее благоприятном положении оказываются крупные универсальные банки (включая международные), а также банки, концентрирующиеся на управлении активами и извлекающие преимущественно комиссионный доход (инвестбанки). В наиболее уязвимом положении оказываются относительно небольшие институты, извлекающие основную прибыль из процентной маржи и сконцентрированные на розничном кредитовании.

Критика

Несмотря на в целом позитивные оценки результатов реализации NIRP в странах Европы, имеется довольно значительное число экспертов, которые расценивают данную политику скептически, считают её бесполезной или вредной. Даже у её апологетов опасения вызывает беспрецедентный характер, новизна и масштабность проводимого европейскими властями эксперимента в сфере ДКП. Долгосрочные последствия его пока не известны и могут быть чреватые сильными побочными эффектами.

Так, директор Мюнхенского института Ifo Клеменс Фюст (Clemens Fuest) заявлял, что недостатки экспансионистской монетарной политики — "искажение рынков капитала, неопределённость для держателей сбережений, нагрузка на банки — всё более перевешивают пользу от неё"⁵¹. Фюст, как и многие другие эксперты, отмечает, что NIRP чрезмерно благоволит интересам заёмщиков, но при этом ставит под удар благосостояние кредиторов и тех субъектов экономики, которые придерживаются накопительной модели поведения.

Следствием NIRP может быть отказ европейских государств от болезненных реформ, направленных на уменьшение расходов и бюджетного дефицита. Вместо сокращения своих долгов в благоприятный экономический период, страны ЕС продолжают наращивать обязательства, которые уже достигли критического уровня. При повышении ставок их может ожидать рецидив "греческого синдрома", наблюдавшегося в ходе европейского долгового кризиса 2010–2013 гг.

Сторонники австрийской экономической школы (либертарианский Институт Мизеса в США и сотрудничающие с ним специалисты из Европы) считают, что ультрамягкая ДКП приводит к деформации цен на отдельные рыночные активы, к искусственному раздуванию спроса на государственные облигации, созданию там ценового пузыря. Последующее повышение ставок, по их мнению, может привести финансовую систему

⁵⁰ Nucera F., Lucas A., Schaumburg J., Schwaab B. Do negative interest rates make banks less safe? // ECB Working Paper Series. 2017. September. No. 2098. P. 10, 12. URL: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecb.wp2098.en.pdf?a6edd3e2bd1904418cc5fc1f7726df44>. (дата обращения: 15.11.2017).

⁵¹ Wenkel R. Is an interest rate change on the horizon? // Deutsche Welle. 2017. 22 May. URL: <http://www.dw.com/en/is-an-interest-rate-change-on-the-horizon/a-38938091> (дата обращения: 17.11.2017).

к краху. При этом некоторые полагают, что без "маскирующей" ДКП ЕЦБ интеграционный проект еврозоны уже "всплыл бы брюхом кверху"⁵².

На угрозу финансовых пузырей также неоднократно указывал в своих выступлениях главный экономист Банка международных расчётов Клаудио Борио⁵³. По его мнению, ставки оставались чрезмерно низкими слишком долгое время, за которое многие фирмы успели набрать чересчур много кредитов. При повышении стоимости заимствований многие из них разорятся, как предполагает Борио. На подобный сценарий, по его мнению, указывают чрезмерно большие объёмы размещения корпоративных облигаций в последние годы.

Клаудио Борио считает, что в достижении своих целей по инфляции центробанкам следует запастись большим терпением и воздержаться от слишком активного стимулирования экономики. По его мнению, низкая инфляция объясняется последствиями глобализации и перераспределением цепочек стоимости между несколькими странами в рамках деятельности крупных корпораций. Этот процесс постоянно оказывает понижающее давление на цены, причём монетарные власти отдельных стран не в силах на него повлиять.

Глава Банка Англии Марк Карни принципиально отверг идею введения отрицательных ставок в своей стране. По его мнению, данная политика чревата тяжёлыми последствиями для кредитных институтов и в целом малоэффективна⁵⁴. В своей деятельности Банк Англии сделал ставку на иные инструменты, прежде всего QE, а также манипуляцию ставкой в пределах положительных значений.

Главный экономист Deutsche Bank Штефан Шнайдер⁵⁵ отмечает, что NIRP не способна принципиально изменить фундаментальные экономические показатели или создать новые источники роста. Она в основном стимулирует экономику за счёт увеличения кредитования потребителей. Шнайдер считает, что долгосрочные последствия NIRP могут быть тяжёлыми — подорванное доверие к политике центробанка и возрастание неопределённости, что дестимулирует капитальные инвестиции.

Той же проблеме — уменьшению стимулов для долгосрочных инвестиций — посвящена работа экономистов из Лондонской школы экономики⁵⁶. Они приходят к выводу, что NIRP ставит под угрозу стабильность финансовой системы, поощряя неэффективные фирмы ("зомби-фирмы") и непроизводительных финансовых посредников. При этом долгосрочные инвестиции оказываются вытесненными на обочину. Авторы указывают на возможность потрясений после перехода к росту ставок, что спровоцирует обвал финансовых рынков.

⁵² Polleit T. Mario Draghi's Fatal Conceit // Mises Institute. 2017. 29 August. URL: <https://mises.org/library/mario-draghi%E2%80%99s-fatal-conceit> (дата обращения: 17.11.2017).

⁵³ Claudio Borio's remarks. September 2017 — media briefing // BIS Quarterly Review. 2017. 17 September. URL: https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1709_ontherecord.htm#cb (дата обращения: 15.11.2017).

⁵⁴ Mark Carney: Bank of England could cut rates — but not below zero // The Telegraph. 2016. 23 February. URL: <http://www.telegraph.co.uk/business/2016/02/23/mark-carney-bank-of-england-not-exploring-negative-interest-rate/> (дата обращения: 21.11.2017).

⁵⁵ Schneider S. Growing doubts about negative interest rate policy.

⁵⁶ Acharya V., Plantin G. Monetary Easing and Financial Instability.

Некоторые эксперты предполагают, что текущая финансовая ситуация вкупе с малоэффективными действиями монетарных властей может поставить под угрозу не только финансовую, но и политическую стабильность европейских государств. "Если мы не вернём рост инфляции, нас ожидают неприятности. Мы не можем поддерживать политическую стабильность без роста заработной платы"⁵⁷, — полагает Адам Позен, глава американского Института Петерсона и бывший член правления Банка Англии. По его мнению, отрицательные ставки малоэффективны в крупных странах, где доминирует традиционный банкинг, а потребители и компании ограничены в выборе финансовых институтов. Эффективность ставок также ограничивается возможностями по вывозу капитала в другие государства. Позен считает, что более крупные и "закрытые" страны, такие как Япония, Германия и Италия, окажутся в проигрыше от NIRP. Более открытые и малые экономики (Швейцария, Дания и пр.), напротив, могут выиграть⁵⁸.

Довольно скептические оценки результативности NIRP применительно к экономикам Европы и Японии даёт японский экономист Саюри Ширай⁵⁹. Помимо рисков, отмечаемых другими авторами, она указывает на возможность ухудшения баланса центробанка в результате покупки гособлигаций с отрицательной доходностью (в ходе QE) вкупе с отрицательными кредитными/депозитными ставками. По её мнению, центробанк рискует получить убыток и утратить собственный капитал. В свою очередь это может потребовать докапитализации со стороны правительства, что подорвёт независимость и авторитет монетарных властей. Следствием может быть утрата доверия рынка и дестабилизация финансовой системы в целом.

* *
* *

Внедрение такого неортодоксального инструмента, как NIRP, вызвало повышенный интерес и дебаты в экспертной среде. Ряд учёных, среди которых ведущую роль играют представители ЕЦБ и МВФ, доказывают преимущественно позитивный характер данной политики. Их исследования призваны иллюстрировать, что она способствует решению поставленных задач ДКП — снижению кредитных ставок, стимулированию кредитования реальной экономики, росту инфляции.

При этом другие исследователи делают акцент преимущественно на возможных рисках и негативных последствиях данной политики. Они считают, что она способствует снижению прибылей кредитных организаций, их способности предоставлять новые кредиты и в итоге подрыву стабильности банковского сектора. Помимо этого, провоцируются перекосы

⁵⁷ Giles C. Central bankers face a crisis of confidence as models fail // FT. 2017. 11 October. URL: <http://amp.ft.com/content/333b3406-acd5-11e7-beba-5521c713abf4> (дата обращения: 13.11.2017).

⁵⁸ Sorry ECB — Negative Rates Don't Aid Big Economies, Posen Says.

⁵⁹ Shirai S. Mission Incomplete: Reflating Japan's Economy // ADBI. 2017. P. 143–144, 147–148. URL: <https://www.adb.org/sites/default/files/publication/225571/adbi-mission-incomplete-reflating-japan-economy.pdf> (дата обращения: 16.11.2017).

на рынках различных активов (например гособлигаций), искажения их рыночной стоимости. Отмечено также, что чрезмерно низкие кредитные ставки могут вызвать дальнейшее бесконтрольное наращивание кредитной нагрузки заёмщиками и появление "зомби-фирм". Даже многие сторонники неортодоксальной ДКП признают возможность накопления рисков и негативных эффектов при долгосрочном применении данной политики.

Ультрамягкая монетарная политика позволяет правительствам европейских стран чувствовать себя излишне комфортно и избегать болезненных мер в сфере бюджетной политики (сокращения расходов) и необходимых реформ в регулировании (направленных на повышение конкурентоспособности). Однако монетарные стимулы могут приносить лишь временный эффект, причём неизбежная расплата за них приходит в периоды ужесточения ДКП. Имеются основания считать, что в этот период возникнет риск нового финансового кризиса.

Процессы, происходящие в ведущих финансовых центрах Запада, оказывают влияние на всю мировую финансовую систему, включая развивающиеся страны. И хотя евро играет менее важную роль, чем доллар США, европейские финансовые рынки также производят свои "побочные эффекты", выплёскивающиеся на развивающиеся экономики, в том числе российскую. Согласно исследованию экспертов Всемирного банка⁶⁰, государства Восточной Европы (включая бывший СССР) оказались в наибольшем выигрыше от введения отрицательных ставок по сравнению с другими развивающимися регионами. Они испытали рост прямых и портфельных инвестиций от резидентов еврозоны, а также заметно нарастили объёмы выпуска еврооблигаций — для финансирования своих долгов путём размещения в странах ЕС. Другие авторы⁶¹ также отмечают усиление оттока капитала из Европы, однако считают выигравшими от этого преимущественно США с их долларовыми активами.

Российская финансовая система не является изолированной и подвержена воздействию глобальных процессов. Ультрамягкая ДКП европейских стран оказалась благом для РФ, позволив частично нивелировать негативные эффекты от санкций, спровоцировавших отток иностранного капитала. Отрицательные ставки в Европе стимулируют инвесторов вкладываться в развивающиеся активы, которые при иных обстоятельствах могли быть проигнорированы из-за политических рисков.

В настоящее время NIRP пока ещё выглядит слишком экзотичной политикой, практикуемой несколькими новаторскими центробанками западных стран и Японии. Но, как известно, многие финансовые инновации изначально появлялись в ведущих центрах (Европа и США), а далее постепенно распространялись и на "периферию". В этой связи общая тенденция снижения доходности финансовых инструментов и приближения к "нулевому нижнему пределу" из теоретической проблемы может переместиться в практическую плоскость, в том числе и для России.

Уже в 2017 г. в РФ наблюдалась тенденция к резкому снижению инфляции (до 2,5 % в годовом исчислении), по сравнению с 13 % двумя годами ранее. Вслед за этим уменьшилась и доходность широкого круга

⁶⁰ Arteta C., Ayhan Kose M., Stocker M., Taskin T. Op. cit. P. 36–38.

⁶¹ Angrick S., Nemoto N. Op. cit. P. 27.

финансовых инструментов (депозиты, кредитные ставки и пр.). К концу 2017 г. в банковской системе РФ сформировался внушительный профицит ликвидности (превышение активов коммерческих банков в ЦБ над обязательствами перед ним), что напоминает ситуацию в развитых странах Запада.

Дальнейшие изменения в характере монетарной политики и финансовых условий в Европе неизбежно будут сказываться на экономике РФ. Это определяет необходимость внимательного мониторинга ситуации и принятия превентивных мер, направленных на ограждение национальной финансовой системы от внешних шоков, могущих возникнуть в период перехода к ужесточению европейской ДКП. Важную роль здесь играет поддержание макроэкономической стабильности и дополнительной "подушки безопасности" — золотовалютных резервов и стабилизационных фондов государства.

Ключевые слова: *Европа — центральные банки — ЕЦБ — денежно-кредитная политика — отрицательные процентные ставки.*

Keywords: *Europe — central banks — ECB — monetary policy — negative interest rates.*

СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ

1. *Mouseev S.P.* Деньги с отрицательной процентной ставкой // Деньги и кредит. 2017. № 10. URL: <https://elibrary.ru/item.asp?id=30114435> (дата обращения: 15.11.2017).
2. *Acharya V., Plantin G.* Monetary Easing and Financial Instability // SRC Discussion Paper 2017. January. No. 63. URL: <http://www.systemicrisk.ac.uk/sites/default/files/downloads/publications/dp-63.pdf> (дата обращения: 23.11.2017).
3. *Angrick S., Nemoto N.* Central Banking Below Zero: The Implementation of Negative Interest Rates in Europe and Japan // ADBI Working Paper. 2017. May. No. 740. URL: <https://www.adb.org/sites/default/files/publication/317926/adbi-wp740.pdf> (дата обращения: 23.11.2017).
4. *Arteta C., Aghan Kose M., Stocker M., Taskin T.* Negative interest rate policies: sources and implications // World Bank. Policy Research Working Paper. 2016. 10 August. No. 7791. URL: <http://documents.worldbank.org/curated/en/235551470834953672/pdf/WPS7791.pdf> (дата обращения: 23.11.2017).
5. *Bech M., Malkhozov A.* How have central banks implemented negative policy rates? // BIS Quarterly Review. 2016. March. URL: http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1603e.pdf (дата обращения: 24.11.2017).
6. *Bernanke B.S.* How big a problem is the zero lower bound on interest rates? // Brookings. 2017. 12 April. URL: <https://www.brookings.edu/blog/ben-bernanke/2017/04/12/how-big-a-problem-is-the-zero-lower-bound-on-interest-rates/> (дата обращения: 12.11.2017).
7. *Bernanke B.S.* The zero lower bound on interest rates: How should the Fed respond? // Brookings. 2017. 13 April. URL: <https://www.brookings.edu/blog/ben-bernanke/2017/04/13/the-zero-lower-bound-on-interest-rates-how-should-the-fed-respond/> (дата обращения: 12.11.2017).
8. *Brunnermeier M.K., Koby Y.* The "Reversal Interest Rate": An Effective Lower Bound on Monetary Policy // Princeton University. 2017. 10 July. URL: https://scholar.princeton.edu/sites/default/files/markus/files/17e_reversalrate.pdf (дата обращения: 23.11.2017).

9. *Caruana J.* Low global bond yields: low growth, monetary policy, market dynamics: Speech by J. Caruana // Bank for International Settlements. 2016. 14 November. URL: <https://www.bis.org/speeches/sp161114.pdf> (дата обращения: 24.11.2017).
10. Claudio Borio's remarks. September 2017 — media briefing // BIS Quarterly Review. 2017. 17 September. URL: https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1709_ontherecord.htm#cb (дата обращения: 15.11.2017).
11. *Cœuré B.* Assessing the implications of negative interest rates: Speech by B. Cœuré, Member of the Executive Board of the ECB. 28 July 2016. URL: <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2016/html/sp160728.en.html> (дата обращения: 24.11.2017).
12. *Dombret A.* The ECB's low-interest-rate policy — a blessing or a curse for the economy, consumers and banks? Speech by A. Dombret, Member of the Executive Board of the Deutsche Bundesbank. 1 February 2017. URL: https://www.bundesbank.de/Redaktion/EN/Reden/2017/2017_02_01_dombret.html (дата обращения: 15.11.2017).
13. *Draghi M.* Monetary policy and the economic recovery in the euro area: Speech by M. Draghi, President of the ECB. 6 April 2017. URL: <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2017/html/sp170406.en.html> (дата обращения: 15.11.2017).
14. *Giles C.* Central bankers face a crisis of confidence as models fail // Financial Times. 2017. 11 October. URL: <http://amp.ft.com/content/333b3406-acd5-11e7-beba-5521c713abf4> (дата обращения: 13.11.2017).
15. Giving with one hand and taking with the other: Europe's role in tax-related capital flight from developing countries // Report coordinated by Eurodad. 2013. URL: <http://www.eurodad.org/files/pdf/52aebfed659f4.pdf> (дата обращения: 20.11.2017).
16. *Grisse C., Krogstrup S., Schumacher S.* Lower Bound Beliefs and Long-Term Interest Rates // IMF Working Paper. 2017. 22 March. No. 17/62. URL: <https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2017/03/22/Lower-Bound-Beliefs-and-Long-Term-Interest-Rates-44755> (дата обращения: 24.11.2017).
17. ECB. Economic Bulletin. 2017. May. Issue 5. URL: <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/ecbu/eb201705.en.pdf?98674773797e181c0feac16a1b2c927f> (дата обращения: 15.11.2017).
18. *Heider F., Saidi F., Schepens G.* Life below zero: bank lending under negative policy rates // ECB. 2016. 27 October. URL: https://www.ecb.europa.eu/pub/conferences/shared/pdf/20161027_monetary_policy_pass_through/Life_Below_Zero_Bank_Lending_Under_Negative_Policy_Rates.pdf (дата обращения: 23.11.2017).
19. *Hollenbeck F.* Why Negative Interest Rates Will Fail // Mises Wire. 2016. 16 February. URL: <https://mises.org/library/why-negative-interest-rates-will-fail> (дата обращения: 20.11.2017).
20. IMF. Exchange Rate Regimes in Emerging Europe. 2017. March. URL: <https://www.imf.org/external/region/BAL/rr/2017/033017.pdf> (дата обращения: 23.11.2017).
21. IMF. Negative interest rates policies — Initial experiences and assessments // IMF Policy Paper. 2017. August. URL: <https://www.imf.org/~media/Files/Publications/PP/2017/pp080317-negative-interest-rate-policies.ashx> (дата обращения: 23.11.2017).
22. *Jackson G.* Negative-yielding bonds: Why buy them? Why sell them? // FT. 2016. 7 September. URL: <https://www.ft.com/content/7238971a-74fb-11e6-b60a-de4532d5ea35> (дата обращения: 14.11.2017).
23. *Jobst A., Lin H.* Negative Interest Rate Policy (NIRP): Implications for Monetary Transmission and Bank Profitability in the Euro Area // IMF Working Paper. WP/16/172. 2016. August. URL: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2016/wp16172.pdf> (дата обращения: 13.11.2017).
24. *Jobst A., Lin H.* The ECB's Negative Rate Policy Has Been Effective but Faces Limits // IMF Blogs. 2016. 10 August. URL: <https://blogs.imf.org/2016/08/10/the-ecbs-negative-rate-policy-has-been-effective-but-faces-limits/> (дата обращения: 23.11.2017).
25. *Merler S.* ECB TLTRO 2.0 — Lending at negative rates // Bruegel. 2016. 11 March. URL: <http://bruegel.org/2016/03/ecb-tltro-2-0-lending-at-negative-rates/> (дата обращения: 12.11.2017).

26. *Mersch Y.* Behaving responsibly in a low interest rate environment: A central banker's perspective: Speech by Y. Mersch, Member of the Executive Board of the ECB. URL: <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2017/html/sp170210.en.html> (дата обращения: 15.11.2017).
27. MFI lending rates: pass-through in the time of non-standard monetary policy // ECB. Economic Bulletin. 2017. 30 January. Issue 1. URL: http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/eb201701_article01.en.pdf?5509f35467bc579379c26ea97ef01be7 (дата обращения: 15.11.2017).
28. *Nucera F., Lucas A., Schaumburg J., Schwaab B.* Do negative interest rates make banks less safe? // ECB Working Paper Series. 2017. September. No. 2098. URL: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecb.wp2098.en.pdf?a6edd3e2bd1904418cc5fc1f7726df44> (дата обращения: 15.11.2017).
29. *Praet P.* Calibrating unconventional monetary policy: Speech by P. Praet, Member of the Executive Board of the ECB. Frankfurt am Main, 6 April 2017. URL: https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2017/html/sp170406_1.en.html (дата обращения: 15.11.2017).
30. *Polleit T.* The Next Step in Europe's Negative-Interest-Rate Experiment // Mises Wire. 2017. 5 April. URL: <https://mises.org/blog/next-step-europes-negative-interest-rate-experiment> (дата обращения: 15.11.2017).
31. *Polleit T.* Mario Draghi's Fatal Conceit // Mises Institute. 2017. 29 August. URL: <https://mises.org/library/mario-draghi%E2%80%99s-fatal-conceit> (дата обращения: 17.11.2017).
32. *Schneider S.* Growing doubts about negative interest rate policy // Deutsche Bank. 2016. 22 August. URL: https://www.dbresearch.com/servlet/reweb2.ReWEB?rwsite=RPS_EN-PROD&rwobj=ReDisplay.Start.class&document=PROD000000000448029# (дата обращения: 13.11.2017).
33. *Shirai S.* Mission Incomplete: Reflating Japan's Economy // ADBI. 2017. URL: <https://www.adb.org/sites/default/files/publication/225571/adbi-mission-incomplete-reflating-japan-economy.pdf> (дата обращения: 12.11.2017).
34. *Stöferle R.-P.* Negative Interest Rates: How Low Can They Go? // Mises Wire. 2016. 29 December. URL: <https://mises.org/blog/negative-interest-rates-how-low-can-they-go> (дата обращения: 12.11.2017).
35. The impact of the ECB's policy of zero interest rates // The Corner. 2017. 4 August. URL: <http://thecorner.eu/news-europe/the-impact-of-the-ecbs-policy-of-zero-interest-rates/66227/> (дата обращения: 12.11.2017).