

# Как процентные ставки могут быть отрицательными?

Центральные банки начинают экспериментировать с отрицательными процентными ставками, чтобы стимулировать экономику своих стран

Викрам Хаксар и Эмануэль Копп



**ДЕНЬГИ СУЩЕСТВУЮТ** в течение долгого времени. И мы всегда платили за использование чужих денег или сбережений. Плата за это известна под разными названиями: от *прайог* на древнем санскрите до *interest* на современном английском языке. Наиболее давний известный пример формальной, законодательно установленной процентной ставки встречается в *Законах Эшнунны* — древневавилонском тексте, датированном примерно 2000 годом до нашей эры.

На протяжении большей части истории номинальные процентные ставки — установленные ставки, которые заемщики платят за кредит, — были положительными, то есть больше нуля. Однако посмотрим, что происходит, когда темп инфляции превышает доход от сбережений или кредитов. Когда инфляция составляет 3 процента, а процентная ставка по кредиту — 2 процента, доход кредитора после вычета инфляции будет меньше нуля. В такой ситуации мы говорим, что реальная процентная ставка, то есть номинальная ставка минус темп инфляции, является отрицательной.

В нынешние времена центральные банки взимают положительную *номинальную* процентную ставку, когда они предоставляют краткосрочные средства для регулирования экономического цикла. Однако в последние годы все

больше центральных банков прибегало к политике низких ставок. Некоторые, в том числе Европейский центральный банк и центральные банки Дании, Швейцарии, Швеции и Японии, начали экспериментировать с *отрицательными процентными ставками*, по существу заставляя банки платить за хранение их избыточных денежных средств в центральном банке. Цель состоит в том, чтобы побудить банки вместо этого предоставлять такие средства в кредит, чтобы способствовать преодолению сохраняющейся слабости экономического роста после мирового финансового кризиса 2008 года. Для многих мир перевернулся вверх дном: вкладчики теперь получают отрицательный доход, а заемщикам платят за взятые ими кредиты? Однако все не так просто.

Говоря простым языком, проценты — это стоимость кредита или стоимость денег. Это сумма, которую заемщик соглашается платить, чтобы компенсировать кредитору использование его денег с учетом связанных с этим рисков. Экономические теории, лежащие в основе процентных ставок, различаются: некоторые указывают на взаимодействие между предложением сбережений и спросом на инвестиции, а другие — на равновесие между предложением денег и спросом на деньги. Согласно этим теориям, процентные ставки должны быть положительными, чтобы стимулировать сбережения, и чем длиннее период, на который заимствуются средства, чтобы компенсировать повышенный риск, связанный с более длительным вложением их денег, тем более высоких процентных ставок требуют инвесторы. Следовательно, при нормальных условиях процентные ставки положительны, и чем дольше срок, тем выше должна быть процентная ставка. Кроме того, чтобы знать, какой доход фактически приносят инвестиции или какова стоимость кредита, важно учитывать инфляцию, то есть темп, с которым деньги утрачивают ценность. Поэтому ожидания в отношении инфляции являются одним из ключевых факторов, определяющих долгосрочные процентные ставки.

Хотя на финансовых рынках существует много разных процентных ставок, директивная процентная ставка, устанавливаемая центральным банком страны, служит ключевым ориентиром стоимости заимствования в экономике. Центральные банки изменяют директивную ставку в ответ на изменения в экономическом цикле и направляют разви-

тие экономики страны, оказывая влияние на различные (в основном краткосрочные) процентные ставки. Более высокие директивные ставки создают стимулы для сбережений, а более низкие — стимулируют потребление и снижают стоимость коммерческих инвестиций. Ориентиром для центральных банков при установлении директивной ставки является концепция *нейтральной процентной ставки*, то есть долгосрочной процентной ставки, соответствующей стабильной инфляции. Нейтральная процентная ставка не стимулирует и не сдерживает экономический рост. Если процентные ставки ниже нейтральной ставки, денежно-кредитная политика является расширительной, а если выше, политика является ограничительной.

В настоящее время существует широкое согласие о том, что во многих странах эта нейтральная процентная ставка на протяжении десятилетий имеет явную тенденцию к снижению и, вероятно, является более низкой, чем предполагалось ранее. Но причины этого снижения не вполне понятны. Некоторые подчеркивают роль таких факторов, как долгосрочные демографические тенденции (особенно стареющие общества в странах с развитой экономикой), слабый рост производительности и дефицит надежных активов. Помимо этого, устойчиво низкая инфляция в странах с развитой экономикой, которая зачастую значительно ниже их целевых показателей или долгосрочных средних значений, по-видимому, привела к снижению долгосрочных инфляционных ожиданий рынков. Сочетание этих факторов, вероятно, объясняет поразительную ситуацию на рынках облигаций в настоящее время: долгосрочные процентные ставки не только понизились, но во многих странах стали отрицательными.

Возвращаясь к денежно-кредитной политике, после мирового финансового кризиса центральные банки агрессивно понизили номинальные процентные ставки, во многих случаях до нуля или почти до нуля. Мы называем это *нулевой нижней границей*, точкой, ниже которой, как некоторые считали, процентные ставки не могут опуститься. Однако денежно-кредитная политика позволяет влиять на экономику через аналогичные механизмы как выше, так и ниже нуля. Действительно, отрицательные процентные ставки также дают потребителям и предприятиям стимулы тратить или инвестировать денежные средства, а не оставлять их на своих банковских счетах, где их ценность будет уменьшаться в результате инфляции. В целом эти агрессивно низкие процентные ставки, там, где они были реализованы, вероятно, в определенной степени помогли стимулировать экономическую активность, хотя побочные эффекты и риски по-прежнему неясны.

Первым поводом для озабоченности в отношении отрицательных ставок является их потенциальное воздействие на прибыльность банков. Банки выполняют ключевую функцию, способствуя направлению сбережений на полезные проекты, которые приносят высокую норму прибыли. В свою очередь, они получают спред — разницу между суммой, которую они платят сберегателям (вкладчикам), и сум-

мой, которую они взимают по предоставляемым кредитам. Когда центральные банки снижают директивные процентные ставки, этот спред в общем случае имеет тенденцию к сокращению, поскольку общие ставки по кредитам и более долгосрочные процентные ставки, как правило, снижаются. Когда ставки опускаются ниже нуля, банки могут быть не склонны переносить отрицательные процентные ставки на своих вкладчиков, взимая комиссионные за сбережения, из опасения, что вкладчики снимут средства со своих депозитных счетов. Если банки воздерживаются от отрицательных ставок по депозитам, это, в принципе, может сделать спред по кредитам отрицательным, так как выручка от ссуд не будет покрывать стоимость хранения депозитов. Это, в свою очередь, может снизить прибыльность банков и подорвать стабильность финансовой системы.

Второй повод для озабоченности, связанный с отрицательными процентными ставками по банковским депозитам, заключается в том, что они создают для вкладчиков стимул отказаться от депозитов в пользу хранения наличных денежных средств. Ведь номинальную стоимость наличных денежных средств уменьшить нельзя (хотя некоторые предлагали вообще избавиться от наличных денежных средств, чтобы в случае необходимости сделать возможным применение глубоко отрицательных ставок). Как следствие, существует опасение, что отрицательные ставки могут достичь переломной точки, после которой вкладчики в массовом масштабе покинут банки и будут размещать свои деньги в наличной форме вне банковской системы. Мы не знаем наверняка, где такая *эффективная нижняя граница* процентных ставок. В некоторых сценариях сокращение ставок до уровня ниже этой границы может подорвать ликвидность и стабильность финансовой системы.

На практике банки могут взимать другие сборы для возмещения своих затрат, а ставки не стали в достаточной мере отрицательными, чтобы банки пытались передать отрицательные ставки мелким вкладчикам (более крупные вкладчики смирились с некоторыми отрицательными ставками ради удобства хранения денег в банках). Но сохраняется обеспокоенность относительно ограниченных возможностей политики отрицательных ставок, пока в качестве альтернативы существуют наличные деньги.

В целом, низкая нейтральная ставка подразумевает, что краткосрочные процентные ставки могут достигать нулевого нижнего предела более часто и оставаться на этих уровнях в течение длительных периодов времени. В этом случае центральным банкам, возможно, придется все больше прибегать к мерам политики, которые прежде считались нетрадиционными, включая отрицательные директивные процентные ставки. **ФР**

**ВИКРАМ ХАКСАР** — заместитель директора, а **ЭМАНУЭЛЬ А. КОПП** — старший экономист в Департаменте по вопросам стратегии, политики и анализа МВФ.