

ОТРИЦАТЕЛЬНЫЕ ПРОЦЕНТНЫЕ СТАВКИ: ЦЕНТРАЛЬНЫЕ БАНКИ ПОШЛИ НА ЭКСПЕРИМЕНТ

А.Н. Буренин

Московский государственный институт международных отношений (университет)
МИД России. Россия, 119454, Москва, проспект Вернадского, д. 76.

Отрицательные ставки возникли как следствие экономических трудностей, с которыми столкнулись страны с рыночной экономикой в результате кризиса 2007-2008 гг. Усилия монетарных властей по стимулированию экономики за счёт осуществления количественных смягчений не дали желаемого результата, поэтому центральные банки вновь обратились к традиционному инструменту своей денежной политики, а именно, изменению ставки процента. Однако на этот раз они пошли на эксперимент – взяли на вооружение отрицательные ставки. Европейский центральный банк, шведский Riksbank, Банк Японии и Национальный банк Венгрии ввели отрицательные ставки для стимулирования экономического роста и борьбы с дефляцией, Национальный банк Дании и Национальный банк Швейцарии – для сдерживания роста курса национальных валют. Отрицательные ставки центральных банков привели к снижению доходности по государственным и негосударственным облигациям ряда стран до отрицательных значений.

Остроту проблеме добавляет тот факт, что отрицательные ставки одновременно появились в нескольких европейских странах в тот момент, когда глобальные финансовые рынки не находятся в кризисе.

В связи с отрицательными ставками возникает ряд вопросов, например, насколько низко могут опустить ставки центральные банки в будущем, как они влияют на конъюнктуру фондовых рынков, какой может быть реакция вкладчиков на введение отрицательных ставок по депозитам коммерческими банками, следует ли отрицательную ставку рассматривать как ставку процента или как плату за хранение денег, уплачиваемую депонентом, в каких условиях политика отрицательных ставок является оправданной для борьбы с дефляцией? Последний вопрос имеет важное значение, так как недавние исследования говорят о том, что дефляция может вызываться разными причинами. В связи с этим положительный экономический рост возможен и в условиях дефляции. Если центральные банки не учитывают данный нюанс, то своими действиями по увеличению ликвидности они могут привести к разбалансированности экономики.

Отрицательные ставки не так безобидны, как это может показаться на первый взгляд. Ещё недавно консервативный инвестор, который стремился избежать риска, покупал госбумаги, доходность которых, согласно теории, не могла опуститься ниже нулевого уровня. Введя отрицательные ставки, центральные банки фактически сказали, что для процентной ставки больше не существует нижней границы. Таким образом, сейчас инвесторы поставлены в условия абсолютной неопределённости, и риск выступает абсолютной доминантой, от которой уже нельзя укрыться даже в госбумагах.

Если подняться на более высокий уровень абстракции и представить экономику как живой организм, который пытается восстановить свою жизне-

способность, то отрицательные ставки можно рассматривать как способ, с помощью которого экономика пытается решить задачу уменьшения ликвидности.

В преддверии очередного циклического кризиса центральным банкам можно было бы посоветовать сделать ещё один шаг в вопросе освоения новых рычагов монетарного регулирования – перейти к использованию фьючерсных контрактов на процентные инструменты.

Ключевые слова: отрицательные процентные ставки, центральные банки, дефляция, облигации с отрицательной доходностью, экономический кризис, процентные фьючерсы.

В настоящее время шесть центральных банков в мире, а именно, Европейский центральный банк (ЕЦБ), Национальный банк Дании, шведский Riksbank, Национальный банк Швейцарии, Банк Японии и Национальный банк Венгрии ввели отрицательные процентные ставки. Так, отрицательная ставка ЕЦБ действует с 11 июня 2014 г., когда она была установлена на уровне минус 0,10%. В дальнейшем её уровень последовательно опускался и с 16 марта 2016 г. составляет минус 0,40% [7]. По данной ставке банки европейской банковской системы могут размещать средства на депозите ЕЦБ на период овернайт. Как следует из таблицы 1, отрицательные ставки ЕЦБ повлекли за собой понижение общего уровня процентных ставок в экономике еврозоны, в первую очередь краткосрочных (см. табл.1).

Отрицательные ставки вызвали снижение и доходности по государственным облигациям ряда стран, например, Германии, Франции, Австрии, Бельгии, Швейцарии, Швеции, Японии

до отрицательных значений. К февралю 2016 г. отрицательную доходность в мире имели государственные облигации на сумму 7 трлн долл. США. Это составляет порядка 29% глобального индекса гособлигаций агентства Блумберг [6].

Отрицательные ставки возникли как следствие экономических трудностей, с которыми столкнулись страны с рыночной экономикой в результате кризиса 2007-2008 гг. Усилия монетарных властей по стимулированию экономики за счёт осуществления количественных смягчений не дали желаемого результата. Естественно, центральные банки вновь обратились к традиционному инструменту своей денежной политики – изменению ставки процента, но на этот раз они пошли дальше, а именно, взяли на вооружение отрицательные ставки.

Можно отметить, что некоторые экономические обозреватели дают крайне радикальные оценки такому шагу. Например, Jana Randow и Simon Kennedy подчёркивают, что «отрицательные ставки являются актом отчаяния, сигналом

Ставки по депозитам в еврозоне [8].

Таблица 1.

	Overnight deposits (EONIA)	1-month deposits (EURIBOR)	3-month deposits (EURIBOR)	6-month deposits (EURIBOR)	12-month deposits (EURIBOR)
	1	2	3	4	5
2013	0.09	0.13	0.22	0.34	0.54
2014	0.09	0.13	0.21	0.31	0.48
2015	-0.11	-0.07	-0.02	0.05	0.17
2015 Q1	-0.05	0.00	0.05	0.12	0.25
Q2	-0.10	-0.05	-0.01	0.06	0.17
Q3	-0.12	-0.09	-0.03	0.04	0.16
Q4	-0.16	-0.15	-0.09	-0.01	0.09
2016 Q1	-0.26	-0.26	-0.19	-0.10	0.01
2015 Mar.	-0.05	-0.01	0.03	0.10	0.21
Apr.	-0.07	-0.03	0.00	0.07	0.18
May	-0.11	-0.05	-0.01	0.06	0.17
June	-0.12	-0.06	-0.01	0.05	0.16
July	-0.12	-0.07	-0.02	0.05	0.17
Aug.	-0.12	-0.09	-0.03	0.04	0.16
Sep.	-0.14	-0.11	-0.04	0.04	0.15
Oct.	-0.14	-0.12	-0.05	0.02	0.13
Nov.	-0.13	-0.14	-0.09	-0.02	0.08
Dec.	-0.20	-0.19	-0.13	-0.04	0.06
2016 Jan.	-0.24	-0.22	-0.15	-0.06	0.04
Feb.	-0.24	-0.25	-0.18	-0.12	-0.01
Mar.	-0.29	-0.31	-0.23	-0.13	-0.01

того, что традиционные методы политики доказали свою неэффективность, и необходимо исследовать новые пределы» [14].

Дополнительную остроту проблеме добавляет тот факт, что, как подчеркивается в обзоре Мирового банка *Global Economic Prospects*, June 2015, «даже в период Великой депрессии краткосрочные ставки в США никогда не были отрицательными, и во время пика недавнего мирового финансового кризиса в 2008 г. доходности некоторых казначейских векселей только на короткий период упали ниже нуля. То, что они одновременно появились в нескольких европейских странах в тот момент, когда глобальные финансовые рынки не находятся в кризисе, является беспрецедентным» [10, р. 13]. Данное замечание интересно прямым указанием на то, что текущая экономическая ситуация характеризуется качественно иными признаками, чем экономика на аналогичных временных отрезках предыдущих экономических циклов. В свою очередь это не может не настораживать и не вносить озабоченность относительно ближайших перспектив развития мировой экономики.

Причины, по которым центральные банки разных стран перешли к отрицательным ставкам, несколько отличаются друг от друга. Национальный банк Дании установил отрицательную ставку в июле 2012 г. для того, чтобы противостоять возросшему притоку капитала в страну и тем самым сдерживать рост курса национальной валюты. Национальный банк Швейцарии ввёл отрицательную ставку в декабре 2014 г. также для борьбы с ростом курса швейцарского франка.¹ Шведский Riksbank установил отрицательную ставку в феврале 2015 г. для борьбы с дефляцией.² Банк Японии объявил об отрицательных ставках в январе 2016 г. в целях преодоления дефляции и стимулирования экономического роста. Цель ЕЦБ также состояла в стимулировании экономического роста и инфляции. Центральный банк Венгрии ввёл отрицательную ставку в марте 2016 г. для достижения этих же целей.

Ещё недавно в теории считалось, что нижним пределом процентной ставки выступает нулевой уровень. Как отмечал Дж. Хикс, «если можно не принимать во внимание издержки хранения денег, то всегда будет выгоднее хранить деньги, чем ссужать их, если ставка процента не больше нуля. Следовательно, ставка процента

всегда должна быть положительной. В самом крайнем случае самая краткосрочная ставка возможно будет близка к нулю. Но если это так, то долгосрочная ставка должна лежать выше него, т.к. долгосрочная ставка должна учитывать риск того, что краткосрочная ставка может вырасти в течение периода кредита, и следует заметить, что краткосрочная ставка может только вырасти, она не может упасть» [12, р.154-155].

Также можно отметить, что в учебниках при рассмотрении одной из первых моделей процентных ставок – модели Васичека – обычно подчёркивался её недостаток, который состоит в том, что она с положительной вероятностью допускает отрицательные процентные ставки. Дальнейшая эволюция моделей процентных ставок шла по пути исключения возможности генерировать отрицательные процентные ставки.

Однако отрицательные ставки стали реальностью. В то же время, следует подчеркнуть, что до настоящего времени не существует теории отрицательных процентных ставок. Поэтому можно сказать, что центральные банки пошли на эксперимент, конечные результаты которого ещё не до конца ясны. Стандартные положения теории процентных ставок в определенной степени позволяют судить о возможных положительных и отрицательных последствиях их введения для участников экономических отношений и экономики в целом, по крайней мере, в краткосрочной перспективе. В то же время, поскольку речь идёт о макроэкономическом эксперименте, фактические результаты могут не совпасть или не полностью совпасть с ожиданиями монетарных властей.

Ставка центрального банка (ЦБ) является одним из инструментов, которые он использует для регулирования экономической активности в стране. В частности, он стремится поддерживать процентные ставки на таких значениях, чтобы они соответствовали заявленным целям по уровню инфляции и позволяли наиболее полно раскрыть потенциал экономического роста. Стандартная зависимость между процентной ставкой и уровнем экономической активности предполагает, что высокая ставка должна сдерживать экономический рост, а низкая – придать импульс экономике. Такая зависимость прослеживается для положительных номинальных ставок. В полной ли мере она сохранится при

¹ В период между 1972 и 1978 гг. Швейцария фактически уже использовала отрицательные ставки, борясь с высоким курсом швейцарского франка. В июне 1972 г. она ввела сбор в размере 2% за квартал на депозиты во франках для нерезидентов. В ноябре 1973 г. был введен сбор в размере 3% за квартал, а в феврале 1978 г. он был увеличен до 10%. Однако эти действия не спасли швейцарский франк от укрепления. В период с ноября 1973 г. по февраль 1978 г. оно составило 62% в номинальном выражении и 29% в реальном выражении. Paul Meggyesi. JP Morgan: Reflections on negative interest rates in Switzerland. June 1, 2010 (Электронный ресурс). Режим доступа: <https://snbchf.com/snb/2013-snb/reflections-on-negative-interest-rates-in-switzerland/> (дата обращения: 27 апреля 2016 г.).

² Riksbank первым среди центральных банков ввёл отрицательную ставку. Впервые он установил отрицательную ставку в 2009 г. на уровне минус 0,25% по депозиту на одну неделю. Carter Dougherty. Negative Interest Rates in Sweden? The New York Times. October 1, 2009 (Электронный ресурс). Режим доступа: http://economix.blogs.nytimes.com/2009/10/01/negative-interest-rates-in-sweden/?_r=0 (дата обращения: 27 апреля 2016 г.).

снижении ставки до отрицательных значений? Как отмечают экономисты Банка международных расчётов Morten Linnemann Bech и Aytek Malkhozov, «до настоящего момента опыт показывает, что политика небольших отрицательных ставок переходит на денежный рынок во многом также как и положительных. Однако остаются вопросы, а именно, передается ли политика отрицательных ставок более широко в экономику через более низкие ставки по кредитам фирмам и домашним хозяйствам, особенно через посреднические ставки банков» [19, p.37]. Например, несмотря на то, что доходности по государственным и корпоративным облигациям упали, следуя за ставками денежного рынка, швейцарские банки увеличили проценты по кладным. [19, p.39-40].

В целом Morten Linnemann Bech и Aytek Malkhozov подчёркивают: «похоже, что до настоящего момента введение слегка отрицательных ставок не сильно повлияло на функционирование денежных рынков.» [19, p.37].

Рассчитывая на стимулирующую роль снижения процентных ставок до отрицательных уровней, также надо учесть следующее. Как отмечает профессор финансов из Florida State University David Humphrey, «монетарная политика, по-видимому, более эффективна в сокращении совокупного спроса и инфляции, чем в стимулировании роста, который уже находится на низком уровне. В условиях рецессии потребители беспокоятся о безработице и откладывают приобретение товаров длительного пользования. Бизнес с избытком свободных мощностей откладывает новые инвестиции в производство в связи с ожидаемым слабым совокупным спросом. Поэтому главный результат от снижения процентных ставок может сводиться к перераспределению дохода и/или удешевлению валютного курса...» [5, p.5].

Если коммерческие банки располагают краткосрочными средствами и не находят для них прибыльного применения с учётом приемлемого уровня риска, то обычная практика состоит в размещении их на депозитах в ЦБ. При положительных ставках ЦБ начисляет на них проценты, хотя и ниже уровней денежного рынка. Таким образом, у банков есть стимул хранить в ЦБ денежные средства, особенно в ситуациях неопределённости на финансовых рынках. Отрицательные ставки лишают банки такой возможности, поскольку в этом случае уже коммерческие банки должны платить ЦБ за размещение средств на депозитах. Поэтому отрицательные ставки по депозитам призваны побудить коммерческие банки более активно кредитовать бизнес и покупать финансовые активы, а не держать денежные ресурсы в ЦБ.

Часть средств коммерческих банков формируется за счёт депозитов домашних хозяйств. При отрицательной ставке ЦБ возникает вопрос, будут ли коммерческие банки также переходить к отрицательным ставкам по депозитам населения?

В экономике решения принимаются на альтернативной основе. Поэтому, если предположить, что население может хранить наличные деньги без всяких издержек, то оно снимет их с депозитов при введении отрицательной ставки. Однако такой сценарий подходит только для небольших денежных сумм. Хранение больших средств наличности также сопряжено с расходами. Как минимум для этого необходимо купить или арендовать сейф, чтобы обезопасить деньги от кражи и пожара.³ Например, 1 млн долл. США из купюр по 100 долл. представляет собой пачку высотой 109 см и весит около 10 кг [17]. Хранение таких или больших сумм потребует расходов. Возникают издержки и при расчётах наличными на значительные суммы, поскольку их необходимо пересчитывать и безопасно перевозить, возможно, на большие расстояния. Оценивая эффект от введения отрицательной ставки в Дании, сотрудники Национального банка Дании Carina Moselund Jensen и Morten Sprange подчёркивают, что «в настоящее время нет признаков того, что отрицательные ставки привели к чрезмерному спросу на наличные деньги» [2, p.7].

Таким образом, в теории ставки коммерческих банков по депозитам также могут быть отрицательными, если они не превышают существенно издержек хранения наличных денег. Однако следует подчеркнуть, что отрицательные проценты по депозитам банки, по-видимому, должны вводить относительно одновременно, чтобы клиенты не стали переводить средства в те банки, которые еще сохранили положительные ставки. В то же время, например, швейцарский банк Alternative Bank Schweiz объявил, что с 2016 г. он вводит отрицательную ставку по депозитам для своих розничных клиентов. По текущим счетам ставка составляет минус 0,125%, а по депозитам на сумму больше 100 тыс. швейцарских франков она равняется 0,75% [21]. К концу 2014 г. банк имел более 33 тыс. клиентов. Отрицательная ставка должна применяться приблизительно к 8 тыс. из них [15].

Отрицательная или очень низкая доходность по депозитам также должна заставлять домашние хозяйства искать другие активы для сохранения и приумножения дохода. Так, по информации агентства Блумберг, в Японии увеличился спрос на золото как альтернативу депозитам, которые приносят очень низкий процент [13].

³ По информации агентства Блумберг, в Японии вырос спрос на сейфы и увеличился оборот купюр достоинством 10000 йен, Toru Fujioka, James Mayger. The Effects of a Month of Negative Rates in Japan. March 14, 2016. (Электронный ресурс). Режим доступа: <http://www.bloomberg.com/news/articles/2016-03-13/the-effects-of-a-month-of-negative-rates-in-japan> (дата обращения: 27 апреля 2016 г.).

Сотрудники Национального банка Дании Carina Moselund Jensen и Morten Sprange отмечают, что отрицательные ставки могут заставить инвесторов обратить внимание на более рискованные активы в поисках положительных доходностей. Это в свою очередь может привести к пузырям на рынке недвижимости и финансовых активов [2, p.2]. Данное замечание подтверждается на примере Дании. Обозреватель агентства Блумберг Brendan Greeley пишет, что с тех пор как ставки опустились ниже нуля, цены финансовых активов в Дании выросли, так как датчане устремились к более прибыльным операциям. Доходность фондового рынка выросла в два раза по сравнению с доходностью индекса Stoxx Europe 600. Danske Bank, крупнейший кредитор в Дании, говорит, что Копенгаген становится самым рискованным рынком недвижимости в Скандинавии из-за взлета цен. В то же время, датский бизнес увеличил свои инвестиции только на 6%, а частное потребление выросло на 5% [1].

Однако причинно-следственная связь между отрицательными ставками и фондовым рынком не обязательно однозначно положительна. Christopher Swann из UBS Wealth Management отмечает, что с июня 2014 г., когда ЕЦБ ввёл отрицательную ставку, и по настоящее время индекс ETF iShares MSCI EMU – актив, копирующий индекс компаний большой и средней капитализации стран еврозоны – опустился практически на 30%. С декабря 2014 г., когда Швейцария ввела отрицательные ставки, индекс ETF iShares MSCI Switzerland упал практически на 14%. Рынок Швеции с февраля 2015 г. – момента введения отрицательной ставки, упал на 20%. Единственный рынок, который показал прирост после введения отрицательных ставок – это Дания, где iShares MSCI Denmark Capped ETF вырос на 94% с июля 2012 г. [3].

Отрицательные ставки ведут к снижению ставок по кредитам в экономике, следовательно, создают благоприятные условия для увеличения спроса на них. В свою очередь рост кредитования должен противостоять дефляционным процессам. Однако сработает ли такой передаточный механизм на практике? Отрицательные ставки – это в том числе и сигналы, которые центральный банк посылает инвесторам и домашним хозяйствам относительно будущего развития экономики. Хотя в качестве цели отрицательных ставок ЦБ декларирует борьбу с дефляцией, инвесторы и домашние хозяйства могут воспринять данные сигналы с настороженностью. В современных условиях сигнальная задача ЦБ затрудняется ещё и в связи с тем, что уровень подготовки специалистов в организациях, которые располагают большими инвестиционными ресурсами, а именно, в банках, инвестиционных

и пенсионных фондах, страховых организациях, вряд ли ниже уровня подготовки специалистов самих центральных банков. Поэтому решения центральных банков использовать отрицательные ставки, т.е. пойти на нетрадиционный шаг, могут расцениваться ими также как констатация негативных перспектив для экономики в целом и снизить инвестиционную активность. Например, Bill Blain из фирмы Mint Partners подчёркивает, что меры монетарных властей по удешевлению денег после кризиса 2008 г. перекутили (*ha distorsionado*) мировые рынки, и инвесторы чувствуют себя беспокойно. «Инвесторы озабочены, так как единственное место, где мы наблюдаем некоторую инфляцию, так это в финансовых активах, таких как акции, недвижимость (*propiedad*) и облигации» [25].

Отрицательная ставка должна снижать привлекательность национальной валюты и, следовательно, с одной стороны, стимулировать экспорт и, с другой стороны, инфляцию за счёт удорожания импортируемых товаров. Так, после введения ЕЦБ отрицательной ставки, с июля 2014 г. по март 2015 г. курс евро к доллару снизился практически на 30%. Однако отмеченная зависимость между отрицательной ставкой и курсом валюты может нарушаться, если валюта данной страны рассматривается инвесторами в качестве безопасного убежища в условиях турбулентности финансового рынка. Поэтому после объявления о введении отрицательной ставки йены с конца января по середину февраля 2016 г. вместо падения подорожала к доллару где-то на 6%.

Отрицательные ставки центральных банков привели к выпуску гособлигаций с отрицательной доходностью, причём уже не только краткосрочных. В апреле 2015 г. Швейцария выпустила первую в истории 10-летнюю гособлигацию с доходностью минус 0,055% на сумму 232,5 млн швейцарских франков (242 млн долл.) [28]. Другой пример, Япония в феврале 2016 г. выпустила 10-летнюю облигацию со средней доходностью минус 0,024% на сумму 2,2 трлн йен (19,5 млрд долл.), причём спрос на аукционе превысил предложение в 3,2 раза [16]. Также появились уже негосударственные облигации с отрицательной доходностью. В частности, в марте 2016 г. немецкий банк Berlin Hyp AG продал трёхлетние покрытые облигации на сумму 500 млн евро (550 млн долл.) с доходностью минус 0,162%. На вторичном рынке порядка 70% немецких покрытых облигаций⁴ торгуются сейчас с отрицательной доходностью [27].

Как отмечают некоторые специалисты, «наиболее беспокоит то, что срок обращения облигаций, которые продаются с отрицательной доходностью, возрастает, а это подразумевает уменьшение надежды на восстановление экономики в короткие сроки» [24, p.48].

⁴ Покрытые облигации являются более надежными бумагами, чем непокрытые, т.к. они обеспечиваются портфелем активов, который гарантирует по ним платежи. Покрытые облигации выкупаются в рамках программы количественного смягчения ЕЦБ.

Возникает вопрос, почему инвесторы готовы держать бумаги с отрицательной доходностью? Во-первых, движущим мотивом может выступать спекулятивный элемент. Если инвестор ожидает дальнейшего уменьшения ставок (т.е. увеличения отрицательной ставки по абсолютному значению), то он получит выигрыш за счёт роста цены облигации. Иностранные инвесторы могут держать такие облигации, если ожидают понижения курса своей валюты против валюты, в которой номинированы облигации. Таким образом, иностранный инвестор рассчитывает получить выигрыш за счёт будущего обесценения национальной валюты даже при отрицательной доходности облигаций.

Во-вторых, в условиях финансовой неопределённости у консервативного инвестора практически нет альтернативных инструментов для размещения денег. Также следует принять во внимание ещё один важный момент. Как известно, существуют номинальные и реальные процентные ставки. Реальная ставка получается, если из номинальной ставки вычесть процент инфляции. Когда инфляция выше номинальной ставки, инвестор получает реальную отрицательную доходность на свои инвестиции. В экономической науке существует термин «денежная иллюзия», предложенный Дж.М. Кейнсом. Он говорит о том, что люди прежде всего обращают внимание на номинальную, а не реальную стоимость денег, которая проявляется в их покупательной способности. Однако в конечном итоге более важным ориентиром для инвестора должна выступать именно реальная, а не номинальная ставка. Если посмотреть на доходность облигаций под этим углом зрения и учесть ещё налоговые вычеты с получаемых доходов, то окажется, что реальная отрицательная доходность для консервативных инвесторов – это давно установившаяся норма. Представим ситуацию для рынка США. Для европейских стран она не должна отличаться принципиально. Как отмечают Moshe Levy, Haim Levy и Avi Edry, «отрицательные ставки – это не исключение, а норма, характеризующая рынок США. В течение 75 лет с 1926 по 2000 гг. арифметическая средняя доходность казначейских векселей США до вычета налога была 3,9 %, а средний уровень инфляции – 3,2 % (Ibbotson Associates 2001). Таким образом, не принимая во внимание налоги (т.е. полагая, что все инвесторы освобождены от налога), реальный процент, в среднем, был порядка плюс 0,7 % годовых. Если учесть налог в 25 % на процентный доход⁵, то средний реальный процент в Соединённых Штатах после вычета налога был приблизительно -0,27 %. Конечно, наивысшая ставка на доход физического лица в течение этих лет была гораздо больше 25 %; следовательно, для состоятельных инвесторов,

которые инвестировали в казначейские векселя, реальный процент после вычета налога был ещё ниже. Аналогично, при средней доходности долгосрочных корпоративных облигаций в 6 % и корпоративном налоге в 46 % реальная стоимость долга после налогообложения была близка к нулю» [20, p.97]. Таким образом, при отрицательной доходности облигаций в современных условиях и низких уровнях инфляции или дефляции принципиальная картина доходности для инвестора не изменилась. Поэтому финансово грамотного инвестора вряд ли должен сильно беспокоить тот факт, что в настоящих условиях он будет получать уже номинальную отрицательную доходность по облигациям.

В то же время, отрицательные ставки не так безобидны, как может показаться на первый взгляд. Раньше консервативный инвестор, который стремился избежать риска, размещал средства в госбумагах под ставку без риска. Поскольку в теории, и ей следовала практика, считалось, что ставки не могут быть отрицательными, он был уверен, что доходность его инвестиций не опустится ниже известного уровня с учётом его налогового режима. Предельным случаем выступал вариант нулевой ставки. Введя отрицательные ставки, центральные банки фактически сказали, что для процентной ставки больше не существует нижней границы. Таким образом, сейчас инвесторы поставлены в условия абсолютной неопределённости. Даже если они инвестируют свои средства в госбумаги до погашения под фиксированный отрицательный процент, то они уже не знают, насколько низкой окажется ставка ЦБ, когда наступит время реинвестировать средства. Это не может не создавать атмосферу нервозности на финансовых рынках и должно вести к росту волатильности цен финансовых активов. Таким образом, в новых условиях риск выступает абсолютной доминантой, от которой инвестор не может укрыться даже в госбумагах.

Облигации с отрицательной доходностью могут внести негативный эффект в деятельность ряда институтов финансового рынка, а именно, инвестиционных фондов денежного рынка, пенсионных фондов и страховых компаний, приобретающих госбумаги в целях снижения инвестиционных рисков. Так после введения отрицательной ставки Банком Японии 11 компаний, управляющих денежными фондами, прекратили принимать новые средства от инвесторов и планируют возвращать им деньги. Деньги из фондов перетекают на депозиты, по которым ещё сохраняется положительная ставка [26].

При рассмотрении вопроса отрицательных ставок возникают и другие, на первый взгляд менее значимые проблемы, однако они могут иметь прямые финансовые последствия для

⁵ В США государственные облигации освобождены от налогов штатов и местных налогов, но подлежат налогообложению на федеральном уровне.

участников экономических отношений. Например, Peter Zaman и Claude Brown замечают, следует ли отрицательную ставку рассматривать как ставку процента или как плату за хранение, уплачиваемую депонентом. Хотя это вопрос определений, но он может привести к другому налоговому режиму для данных сумм. [24, р.48].

Центральные банки пошли на эксперимент с отрицательными ставками в том числе для борьбы с дефляцией. Однако возникает вопрос, в каких условиях политика отрицательных ставок является оправданной для борьбы с дефляцией? Как пишет David Beckworth из Western Kentucky University, обычно считается, что дефляция несовместима с макроэкономической стабильностью и любое устойчивое снижение уровня цен ассоциируется с отрицательным экономическим ростом. Однако ряд последних исследований показывает, что необходимо различать злокачественную (*malign*) и доброкачественную (*benign*) дефляцию, которая возникает вследствие увеличения совокупного предложения. Дефляция, вызванная увеличением предложения – это важный момент, так как рост открытости Китая и Индии и быстрые завоевания в области технологий будут сообщать мировой экономике положительные шоки совокупного предложения. [4, р. 363-364]. Дефляция «может быть совместима с устойчивым экономическим ростом, и её не всегда следует опасаться». [4, р. 369]

Дело в том, что в период между 2003 г. и 2007 г. среднегодовой темп прироста мировой экономики составил 4,02%, что является наиболее высоким показателем за последние 30 лет. Как пишет David Beckworth, это явилось следствием либерализации экономик во многих странах, «вхождением Китая и Индии в мировую экономику, быстрыми технологическими завоеваниями и возросшей глобализацией финансовой системы... Эти позитивные шоки совокупного предложения в мировой экономике должны были выразиться в падающем уровне цен и более высоких реальных процентных ставках в развитых экономиках, начиная около 2003 г. Напротив, монетарные власти в данных экономиках, особенно Федеральная резервная система, снизили процентные ставки, чтобы препятствовать глобальным дефляционным нажимам. Некоторые обозреватели в то время задавались вопросом, не подорвут ли данные действия, хотя и имевшие положительные намерения, глобальную макроэкономическую стабильность. Они опасались... что в их попытке исключить доброкачественную (*benign*) дефляцию, монетарные власти порождали чрезмерное заимствование, нерациональный (*unsustainable*) бум в ценах активов и необоснованные стимулы для мирового совокупного спроса. Кроме того, они опасались, что возникшие в результате экономические дисбалансы...могут привести именно к тому, чего центральные банки стремились избежать в первую очередь – злокачественной (*malign*) дефляции» [4, р. 374-375]. Таким образом, «Фе-

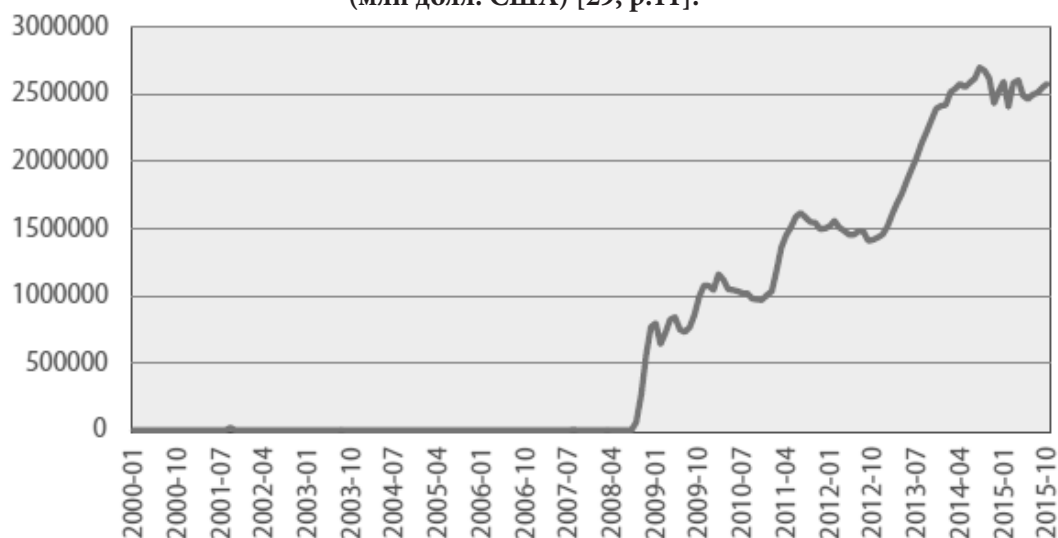
деральная резервная система создавала избыток ликвидности на мировом уровне, так как она распоряжалась основной мировой резервной валютой... Развитые экономики в определённой степени также импортировали свободную монетарную политику США, так как они должны были следить за тем, чтобы их валюты не слишком дорожали к доллару и всем валютам, привязанным к доллару» [4, р. 375-376].

Рыночная экономика развивается циклично. В течение цикла накапливаются определённые диспропорции в её развитии. В понимании современных циклов важную роль играет «перепроизводство» денег, которое не в последнюю очередь может возникать в результате стимулирующей монетарной политики. Функция кризиса состоит в разрешении накопившихся дисбалансов, в том числе уменьшении чрезмерно выросшей денежной массы. В результате кризиса происходит резкое падение стоимости финансовых активов, разорение финансовых компаний и банков. Однако мы можем констатировать, что кризис 2007-2008 гг. не выполнил данную функцию в полной мере, т.к. монетарные власти развитых стран опасались уменьшения ликвидности и наступления спада наподобие Великой депрессии 1930-х гг. Поэтому они активно спасали те банки и финансовые компании, которые по законам рынка должны были бы разориться. Например, как пишет известный американский банковский аналитик Марк Майо, «двенадцать из тринадцати крупнейших банков США разорились бы, если бы не вмешалось правительство». [18, р.13]. Государство приняло программы количественных смягчений, функция которых также состояла в том, чтобы предотвратить уменьшение ликвидности в экономике и придать устойчивость финансовым институтам. Как отмечает П. Кругман, ФРС «предоставила многочисленные кредиты банкам и другим финансовым институтам, которые, возможно, помогли избежать того, чтобы банковская паника оказалась больше, чем мы испытали на самом деле» [23, р.168-169]. В результате резко выросли резервы финансовых институтов. На рис. 1 представлена картина избыточных резервов финансовых институтов в ФРС США. В период между январем 2000 г. и августом 2008 г. избыточные резервы банков на балансе ФРС в среднем составляли 1,8 млрд долл. К ноябрю 2009 г. они достигли 1 трлн долл., а к октябрю 2015 г. выросли до 2,6 трлн долл. [29, р.11].

Безусловно, данные действия сгладили течение кризиса, позволили сохранить в тот момент устойчивость финансовой системы и социальную стабильность. Однако, как образно пишет Gerald P. O'Driscoll Jr., бывший вице-президент Federal Reserve Bank of Dallas и Citigroup, «капитализм без банкротства – это как религия без греха. Не работает» [9, р.7].

Таким образом, функция кризиса по уменьшению ликвидности не была выполнена, т.е. был

Избыточные резервы финансовых институтов на балансе ФРС США
(млн долл. США) [29, p.11].



нарушен закон функционирования рынка. Если это закон, то его неисполнение ведёт к определённому искажению экономического поля, что и выразилось в последующем в низких темпах экономического роста западных стран и дефляционных процессах. Однако в этом вопросе более важно то, что закон рыночной экономики всё равно должен проложить себе дорогу, хотя уже, возможно, и через другие каналы.

Непосредственно отрицательные ставки можно рассматривать как технический момент в политике центральных банков для стимулирования экономического роста. Однако их появлению можно дать и другое объяснение, если от цифр и количественных зависимостей подняться на более высокий уровень абстракции. Если рассматривать экономику как живой организм, который пытается восстановить свою жизнеспособность, то отрицательные ставки и отрицательную доходность по облигациям можно определить как способы, с помощью которых экономика пытается решить задачу уменьшения ликвидности, хотя по форме такие действия центральных банков, напротив, выглядят как попытка увеличить ликвидность в экономике.

Как долго в экономике развитых стран могут сохраняться отрицательные номинальные ставки, и каких значений они могут достичь? Что касается предельного уровня отрицательной ставки в обозримой перспективе, то, по словам Harriet Jackson из Canadian Economic Analysis Department Bank of Canada, «растёт общий консенсус, что эффективный нижний уровень (ЭНУ) является отрицательным. Грубые оценки предполагают, что ЭНУ может быть таким низким как порядка -2 %, хотя это довольно неопределённо, и на практике ЭНУ может быть ближе где-то к -1 %» [11, p.1].

На наш взгляд, сейчас сложно предсказывать какой-либо ориентир для ставки в среднесрочном периоде, так как центральные банки

и вместе с ними вся экономическая система находятся только в начале масштабного эксперимента с отрицательными ставками. В первую очередь можно сказать, что, прежде чем пойти на дальнейшее понижение ставки, центральные банки могут вначале расширить ареал их использования. Например, отрицательная ставка Банка Японии применяется сейчас только где-то к 10% резервов коммерческих банков. Для большей части резервов используется нулевая или слегка положительная ставка [22].

Дальнейшее понижение ставок возможно, если экономическая конъюнктура ухудшится в среднесрочной перспективе. Насколько вероятен такой сценарий? На наш взгляд, он более чем вероятен. Как известно, рыночная экономика развивается циклично, и периодически наступают экономические кризисы. По нашим оценкам очередной финансовый кризис должен наступить где-то в 2017 г. Одним из вариантов ответа центральных банков на такую ситуацию может быть дальнейшее понижение ставок до новых отрицательных минимумов.

С помощью снижения ставок центральные банки надеются стимулировать инвестиции и потребление. В то же время, в современных условиях вряд ли эту задачу можно решить только за счёт такого подхода. Как отмечает аналитик Martin Schulz из института Fujitsu в Токио, «в Японии кредит не увеличился не потому, что банки не расположены давать кредиты, а потому, что предприятия не видят перспектив для инвестиций, чтобы обращаться за кредитами. Даже с отрицательными ставками ситуация не изменится... Предприятиям не нужны деньги. Им нужны возможности для инвестирования. И этого можно добиться только с помощью структурных реформ, а не с помощью монетарной политики» [25].

Ситуация в экономике после кризиса 2007-2008 гг. толкнула центральные банки на экспе-

■ Мировая экономика

ринмент с отрицательными ставками. Ещё рано говорить о том, насколько он оказался успешным. Однако центральным банкам можно было бы посоветовать сделать ещё один шаг в вопросе

освоения новых рычагов монетарной политики. Таким новым инструментом могли бы выступить фьючерсные контракты на процентные инструменты.

Список литературы

1. Greeley B. The Great Negative Rates Experiment. The Swedes, Danes, and Swiss venture to the subzero zone [Электронный ресурс]. // Bloomberg Business Week. 22.10.2015. URL: <http://www.bloomberg.com/news/articles/2015-10-22/the-great-negative-rates-experiment> (проверено 25.04.2016).
2. Jensen C.M., Spange M. Interest rate pass-through and the demand for cash at negative interest rates. Denmark's Nationalbank. Monetary review, 2nd quarter, 2015. Pp. 1 - 12. URL: <https://www.nationalbanken.dk/en/publications/Documents/2015/06/Interest%20Rate%20Pass-through%20and%20the%20Demand%20for%20Cash%20at%20Negative%20Interest%20Rates.pdf> (проверено 25.04.2016).
3. Swann Ch. The consequences of negative interest rates // CNBC, 16.02.2016. URL: <http://www.cnbc.com/2016/02/16/the-consequences-of-negative-interest-rates-commentary.html> (проверено 25.04.2016).
4. Beckworth D. Aggregate Supply-Driven Deflation and Its Implications for Macroeconomic Stability // Cato Journal. 2008. Vol. 28. No.3. Pp. 363 - 384. URL: <http://object.cato.org/sites/cato.org/files/serials/files/cato-journal/2008/11/cj28n3-1.pdf> (проверено 25.04.2016).
5. Humphrey D. Negative Interest Rates and the Demand for Cash. // Journal of Payments Strategy & Systems. Winter 2015-16. No. 10, Pp. 280-289.
6. Nelson E. World's Negative-Yielding Bond Pile Tops \$7 Trillion: Chart. // Bloomberg Business Week, 09.02.2016. URL: <http://www.bloomberg.com/news/articles/2016-02-09/world-s-negative-yielding-bond-pile-tops-7-trillion-chart> (Winter 2015-16 25.04.2016).
7. Key ECB interest rates // European Central Bank Website. URL: <https://www.ecb.europa.eu/stats/monetary/rates/html/index.en.html> (проверено 25.04.2016).
8. Money market interest rates. // Statistical Data Warehouse. URL: <http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=100000175> (проверено 25.04.2016).
9. Gerald P. O' Driscoll Jr. The financial crisis: origins and consequences. The intercollegiate review. Fall 2009. Pp. 4 - 12. URL: <http://bibliocatalog.mgimo.ru:2222/ehost/pdfviewer/pdfviewer?vid=20&sid=0094893a-aa72-4829-8f7e-09be997afb07%40sessionmgr105&hid=109> (проверено 30.04.2016).
10. Global Economic Prospects. The Global Economy in Transition. World Bank Group. June 2015. Pp. 1 - 177.
11. Jackson H. The International Experience with Negative Policy Rates. Bank of Canada, November 2015. Pp. 1 - 18. URL: <http://www.bankofcanada.ca/wp-content/uploads/2015/11/dp2015-13.pdf> (проверено 25.04.2016).
12. Hicks J. R. "Mr. Keynes and the "Classics"; A Suggested Interpretation." // Econometrica. 1937. Vol. 5. No. 2. Pp. 147 - 159. URL: http://public.econ.duke.edu/~kdh9/Courses/Graduate%20Macro%20History/Readings-1/Hicks_Mr.%20Keynes%20and%20the%20Classics.pdf (проверено 25.04.2016).
13. Suzuki I., Suga M. Japan's Biggest Gold Retailer Says Negative Rates Boost Demand. // Bloomberg, 14.03.2016. URL: <http://www.bloomberg.com/news/articles/2016-03-14/japan-s-biggest-gold-retailer-says-negative-rates-boost-demand> (проверено 25.04.2016).
14. Randow J., Kennedy S. Negative Interest Rates. Less Than Zero. // Bloomberg, 18.03.2016. URL: <http://www.bloombergtv.com/quicktake/negative-interest-rates> (проверено 25.04.2016).
15. Franklin J. Swiss bank ABS plans negative interest rates for some depositors // Reuters News Agency, 16.10.2015. URL: <http://www.reuters.com/article/swiss-negative-interest-rates-idUSL8N12G41V20151016> (проверено 25.04.2016).
16. Buckland K., Nozawa Sh. Japan Sells 10-Year Bonds at Negative Yield For the First Time. 29.02.2016. // Bloomberg, 04.12.2013. URL: <http://www.bloomberg.com/news/articles/2016-02-29/japan-may-get-paid-to-borrow-for-10-years-as-yields-below-zero-il8451ti> (проверено: 25.04.2016).
17. McAndrews J. Negative nominal central bank policy rates: Where is the lower bound? Remarks at the University of Wisconsin. // Federal Reserve Bank of New York, 08.05.2015. URL: <https://www.newyorkfed.org/newsevents/speeches/2015/mca150508.html> (проверено: 25.04.2016).
18. Mayo M. Exilio en Wall Street. La lucha de un analista por salvar a los grandes bancos de si mismos. Madrid, Ediciones Anaya Multimedia, 2012. 191 p.
19. Linnemann Bech M., Malkhozov A. How have central banks implemented negative policy rates? BIS Quarterly Review. March 2016. Pp. 31-44. // The Bank for International Settlements. URL: http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1603e.pdf (проверено 25.04.2016).
20. Levy M., Levy H., Edry A. "A Negative Equilibrium Interest Rate." // Financial Analysts Journal. March/April 2003. Pp.97-109.

21. Olof-Ors N. Swiss alternative bank breaks negative rates taboo. // AFP, 22.11.2015. URL: <https://www.yahoo.com/news/swiss-alternative-bank-breaks-negative-rates-taboo-055303880.html?ref=gs> (проверено 25.04.2016).
22. Diggle P. Negative interest rates' positive side. // CNBC, 10.03.2016. URL: <http://www.cnbc.com/2016/03/10/negative-interest-rates-positive-side-commentary.html> (проверено 25.04.2016).
23. Krugman P. Acabad ya con esta crisis! Barcelona, 2012. 265 p.
24. Zaman P., Brown C. How Negative Interest Rates Affect Commodity Derivatives and Collateral Transactions in the European Market // U.S./INTERNATIONAL. July August, 2015. Vol. 28. No.6. Pp. 47 – 51.
25. ¿Qué es la tasa de interés negativa y por qué Japón tomó la decisión de imponerla por primera vez en su historia? // Redacción BBC Mundo. 29.01.2016. URL: http://www.bbc.com/mundo/noticias/2016/01/160129_economia_japon_tasa_interes_negativa_men (проверено 24.04.2016).
26. Fujioka T., Mayger J. The Effects of a Month of Negative Rates in Japan. Bloomberg, 14.03.2016. URL: <http://www.bloomberg.com/news/articles/2016-03-13/the-effects-of-a-month-of-negative-rates-in-japan> (проверено 25.04.2016).
27. Alloway T. Behold! The First Covered Bond to Be Sold With a Negative Yield. // Bloomberg, 08.03.2016. URL: <http://www.bloomberg.com/news/articles/2016-03-08/behold-the-first-covered-bond-to-be-sold-with-a-negative-yield> (проверено 25.04.2016).
28. UPDATE 1-Switzerland sells 10-year bonds at negative yield as deflation fears deepen. // Reuters, 08.04.2015. URL: <http://www.reuters.com/article/swiss-treasury-idUSL5N0X52TR20150408> (проверено 25.04.2016).
29. World Economic Situation and Prospects 2016. United Nations. New York, 2016. Pp. 1 - 47. URL: http://www.un.org/en/development/desa/policy/wesp/wesp_current/2016wesp_ch1_en.pdf (проверено: 29.04.2016).

Об авторе

Буренин Алексей Николаевич – д.э.н., профессор кафедры международных финансов МГИМО МИД России.
E-mail: anburenin@mail.ru.

NEGATIVE INTEREST RATES: CENTRAL BANKS INITIATED AN EXPERIMENT

A.N. Burenin

Moscow State Institute of International Relations (University); 76 Prospekt Vernadskogo, Moscow, 119454 Russia.

Abstract: *Negative interest rates appeared as a consequence of economic problems that countries with market economy came across after the crises of 2007-2008. The attempts of monetary authorities to stimulate economies with the help of quantitative easing didn't bring the desired result. That's why the central banks once again resorted to a traditional tool of their monetary policy of changing interest rates. But this time they launched an experiment, they used negative interest rates. The European Central Bank, the Swedish Riksbank, the Bank of Japan, and the National Bank of Hungary introduced negative rates in order to stimulate economic growth and fight the threat of deflation, the Danish National Bank and the Swiss National Bank tried to deter appreciation of their currencies. Negative rates of the central banks brought about negative yields of government and nongovernment securities in several countries.*

The problem acquires an aggravated form due to the fact that negative rates appeared in several European countries simultaneously at the moment when global financial markets were not in crises.

Some questions arise concerning the negative rates, for example, how low can central banks bring down the rates in the future, what is their influence on the stock markets, what is the reaction of depositors to the introduction of negative deposit rates by commercial banks, must one consider a negative rate as a rate of interest or payment to store money of the depositor, in which circumstances negative rates can be justified to fight deflation. The last question plays an important role, because recent studies find that positive economic growth is possible during deflation. If central banks don't take this nuance into consideration, they can create economic imbalances by increasing liquidity.

Negative rates are not as inoffensive as it may seem at first glance. Not far ago an investor, who tried to averse risk, was buying government securities. Their yields according to theory could not become lower than zero. By introducing negative rates, the central banks told in fact that the lower bound of the interest rate didn't exist any more. Thus, now investors find themselves in a situation of complete uncertainty, and risk becomes an absolute dominance. They can't averse it even in government securities. Such situation influences financial markets in a negative way.

■ Мировая экономика

If we go up to a higher level of abstraction and imagine an economy as a live organism, which tries to rehabilitate itself, then the negative rates can be considered as a way through which the economy tries to solve the task of reducing liquidity.

Studies show that so far the introduction of modestly negative rates have not affected the functioning of money markets much.

In anticipation of the forthcoming cyclical crisis it is possible to give advice to the central banks to make one more step in the issue of the development of new tools of monetary regulation. Such new tools could be represented by futures contracts on interest rates securities.

Key words: negative interest rates, central banks, deflation, bonds with negative yields, economic crises, interest rate futures.

References

1. Greeley Brendan. The Great Negative Rates Experiment. The Swedes, Danes, and Swiss venture to the subzero zone. *Bloomberg Business Week*, 22.10.2015. URL: <http://www.bloomberg.com/news/articles/2015-10-22/the-great-negative-rates-experiment> (Accessed 25.04.2016).
2. Moselund Jensen Carina, Spange Morten. Interest rate pass-through and the demand for cash at negative interest rates. Danmarks Nationalbank. *Monetary review*, 2 nd quarter, 2015. Pp.1-12. URL: <https://www.nationalbanken.dk/en/publications/Documents/2015/06/Interest%20Rate%20Rate%20Rate-through%20and%20the%20Demand%20for%20Cash%20at%20Negative%20Interest%20Rates.pdf> (Accessed 25.04.2016).
3. Swann Christopher. The consequences of negative interest rates. *CNBC*, 16.02.2016. URL: <http://www.cnbc.com/2016/02/16/the-consequences-of-negative-interest-rates-commentary.html> (Accessed 25.04.2016).
4. Beckworth D. Aggregate Supply-Driven Deflation and Its Implications for Macroeconomic Stability. *Cato Journal*, 2008. Vol. 28, no.3. Pp. 363 - 384. URL: <http://object.cato.org/sites/cato.org/files/serials/files/cato-journal/2008/11/cj28n3-1.pdf> (Accessed 25.04.2016).
5. Humphrey D. Negative Interest Rates and the Demand for Cash. *Journal of Payments Strategy & Systems*. No. 10, Pp. 280-289.
6. Eshe N. World's Negative-Yielding Bond Pile Tops \$7 Trillion: Chart. *Bloomberg Business Week*, 09.02.2016. URL: <http://www.bloomberg.com/news/articles/2016-02-09/world-s-negative-yielding-bond-pile-tops-7-trillion-chart> (Accessed 25.04.2016).
7. Key ECB interest rates. *European Central Bank Website*. URL: <https://www.ecb.europa.eu/stats/monetary/rates/html/index.en.html> (Accessed 25.04.2016).
8. Money market interest rates. *Statistical Data Warehouse*. URL: <http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=100000175> (Accessed 25.04.2016).
9. Gerald P. O'Driscoll Jr. The financial crisis: origins and consequences. *The intercollegiate review*. Fall 2009. Pp. 4 - 12. Available at: <http://bibliocatalog.mgimo.ru:2222/ehost/pdfviewer/pdfviewer?vid=20&sid=0094893a-aa72-4829-8f7e-09be997afb07%40sessionmgr105&hid=109> (Accessed 30.04.2016).
10. *Global Economic Prospects. The Global Economy in Transition*. World Bank Group. June 2015. Pp. 1 - 177.
11. Jackson. The International Experience with Negative Policy Rates. *Bank of Canada*. November 2015. Pp. 1 - 18. URL: <http://www.bankofcanada.ca/wp-content/uploads/2015/11/dp2015-13.pdf> (Accessed 25.04.2016).
12. Hicks J.R. "Mr. Keynes and the "Classics"; A Suggested Interpretation." *Econometrica*. 1937. Vol. 5, No. 2. Pp. 147 - 159. Available at: http://public.econ.duke.edu/~kdh9/Courses/Graduate%20Macro%20History/Readings-1/Hicks_Mr.%20Keynes%20and%20the%20Classics.pdf (Accessed 25.04.2016).
13. Suzuki I., Suga M. Japan's Biggest Gold Retailer Says Negative Rates Boost Demand. *Bloomberg*, 14.03.2016. URL: <http://www.bloomberg.com/news/articles/2016-03-14/japan-s-biggest-gold-retailer-says-negative-rates-boost-demand> (Accessed 25.04.2016).
14. Randow J., Kennedy S. Negative Interest Rates. Less Than Zero. *Bloomberg*, 18.03.2016. URL: <http://www.bloombergview.com/quicktake/negative-interest-rates> (Accessed 25.04.2016).
15. Franklin J. Swiss bank ABS plans negative interest rates for some depositors. *Reuters News Agency*, 16.10.2015. URL: <http://www.reuters.com/article/swiss-negative-interest-rates-idUSL8N12G41V20151016> (Accessed 25.04.2016).
16. Buckland K., Nozawa S. Japan Sells 10-Year Bonds at Negative Yield For the First Time. *Bloomberg*, 29.02.2016. URL: <http://www.bloomberg.com/news/articles/2016-02-29/japan-may-get-paid-to-borrow-for-10-years-as-yields-below-zero-il8451ti> (Accessed 25.04.2016).
17. McAndrews J. Negative nominal central bank policy rates: Where is the lower bound? Remarks at the University of Wisconsin. *Federal Reserve Bank of New York*, 08.05.2015. URL: <https://www.newyorkfed.org/newsevents/speeches/2015/mca150508.html> (Accessed 25.04.2016).

18. Mayo M. *Exilio en Wall Street. La lucha de un analista por salvar a los grandes bancos de si mismos*. Ediciones Anaya Multimedia, Madrid, 2012. 191 p.
19. Linnemann B.M., Malkhozov A. How have central banks implemented negative policy rates? *BIS Quarterly Review*, March 2016. Pp. 31 - 44. URL: http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1603e.pdf (Accessed 25.04.2016).
20. Levy M., Levy H., Edry A. A Negative Equilibrium Interest Rate. *Financial Analysts Journal*. March - April 2003. Pp. 97 - 109.
21. Olof-Ors N. Swiss alternative bank breaks negative rates taboo. *AFP*, 22.11.2015. URL: <https://www.yahoo.com/news/swiss-alternative-bank-breaks-negative-rates-taboo-055303880.html?ref=gs> (Accessed 25.04.2016).
22. Diggle P. Negative interest rates' positive side. *CNBC*, 10.03.2016. URL: <http://www.cnbc.com/2016/03/10/negative-interest-rates-positive-side-commentary.html> (Available at 25.04.2016).
23. Krugman P. *Acabad ya con esta crisis!* Barcelona, 2012. 265 p.
24. Zaman P., Brown C. How Negative Interest Rates Affect Commodity Derivatives and Collateral Transactions in the European Market. *U.S./INTERNATIONAL*. July/August, 2015. vol. 28, No.6. Pp. 47– 51.
25. ¿Qué es la tasa de interés negativa y por qué Japón tomó la decisión de imponerla por primera vez en su historia? *Redacción BBC Mundo*, 29.01.2016. URL: http://www.bbc.com/mundo/noticias/2016/01/160129_economia_japon_tasa_interes_negativa_men (Accessed 24.04.2016).
26. Fujioka T., Mayger J. The Effects of a Month of Negative Rates in Japan. *Bloomberg*, 14.03.2016. URL: <http://www.bloomberg.com/news/articles/2016-03-13/the-effects-of-a-month-of-negative-rates-in-japan> (Accessed 25.04.2016).
27. Alloway T. Behold! The First Covered Bond to Be Sold With a Negative Yield. *Bloomberg*, 08.03.2016. URL: <http://www.bloomberg.com/news/articles/2016-03-08/behold-the-first-covered-bond-to-be-sold-with-a-negative-yield> (Accessed 25.04.2016).
28. UPDATE 1-Switzerland sells 10-year bonds at negative yield as deflation fears deepen. *Reuters*, 08.04.2015. URL: <http://www.reuters.com/article/swiss-treasury-idUSL5N0X52TR20150408> (Accessed 25.04.2016).
29. World Economic Situation and Prospects 2016. United Nations. New York, 2016. Pp. 1 - 47. URL: http://www.un.org/en/development/desa/policy/wesp/wesp_current/2016wesp_ch1_en.pdf (Accessed 29.04.2016).

About the author

Aleksey N. Burenin – Dr. of Economics, professor, Department of International Finance, MGIMO.
E-mail: anburenin@mail.ru.