**ISSN 2311-8709 (Online)**
**ISSN 2071-4688 (Print)**

*Денежно-кредитное регулирование*

# СОВРЕМЕННАЯ ПРОЦЕНТНАЯ ПОЛИТИКА ЦЕНТРАЛЬНЫХ БАНКОВ И ФЕНОМЕН ОТРИЦАТЕЛЬНЫХ ПРОЦЕНТНЫХ СТАВОК*

**Владимир Константинович БУРЛАЧКОВ**

доктор экономических наук, профессор кафедры международных финансов,
Московский государственный институт международных отношений (университет)
Министерства иностранных дел России, Москва, Российская Федерация
vkburl@gmail.com

**История статьи:**
Принята 12.09.2016
Принята в доработанном виде 17.10.2016
Одобрена 01.12.2016

**УДК** 338.22.021.1
**JEL:** E51, E52, E58

**Аннотация**

**Предмет.** В современной экономике процентная политика является основным элементом денежно-кредитного регулирования, осуществляемого центральными банками, в том числе Банком России. Главный инструмент проведения такой политики – установление целевого значения процентной ставки. Проявление дефляционных тенденций в экономиках ведущих стран вызвало необходимость снижения процентных ставок центральных банков. Появился феномен отрицательных процентных ставок, устанавливаемых центральными банками по привлекаемым ими депозитам коммерческих банков.

**Цели.** Комплексное исследование особенностей современной процентной политики центральных банков ведущих стран в условиях эволюции денежного механизма; выявление причин возникновения феномена отрицательных процентных ставок; разработка методологических основ процентной политики в российской экономике.

**Методология.** Использовались методы логического и статистического анализа.

**Результаты.** Выявлена специфика политики процентных ставок центральных банков в условиях эволюции денежного механизма современной экономики. Раскрыты характерные особенности регулирования процентных ставок с использованием процентных коридоров. Определена современная специфика формирования процентных ставок и их влияние на масштабы кредитования и денежную ликвидность, создаваемую центральными банками. Раскрыта связь между формированием процентных ставок и левериджированностью экономики. Установлено влияние процентных ставок на дефляционные тенденции.

**Выводы.** Особенности современной процентной политики центральных банков предопределяются эволюцией денежного механизма, то есть механизма формирования денежного предложения. Создание платежных систем центральных банков значительно повысило значение такого особого элемента денежной массы, как деньги на корреспондентских счетах коммерческих банков в центральном банке (резервы). Но при таргетировании ставки по этим резервам центральные банки имеют ограниченные возможности воздействия на процентные ставки по кредитам коммерческих банков. Поэтому центральные банки не способны эффективно стимулировать расширение банковского кредитования в условиях циклической рецессии и вынуждены использовать нестандартный метод увеличения денежного предложения – количественное смягчение.

**Ключевые слова:**
денежный механизм, процентная ставка, процентный коридор, дефляция, количественное смягчение

© Издательский дом ФИНАНСЫ и КРЕДИТ, 2016

Характерными особенностями современного состояния финансово-кредитной сферы ведущих стран являются: снижение депозитных ставок центральных банков до отрицательных значений; падение реальных процентных ставок; нарастание государственного и частного долга, то есть повышение левериджированности общественного сектора и домашних хозяйств.

Процентная ставка Европейского центрального банка по однодневным депозитам коммерческих банков была установлена на уровне минус 0,1% в июне 2014 г. и снижена до минус 0,4% в марте 2016 г. Банк Японии объявил 29.01.2016 о переходе к политике «количественного и качественного монетарного смягчения с отрицательной процентной

*Автор выражает благодарность и глубокую признательность доктору экономических наук, главному научному сотруднику Института экономики РАН Сергею Анатольевичу АНДРЮШИНУ за советы и ценные замечания при работе над данной статьей.

ставкой» и установил ставку по избыточным резервам коммерческих банков на уровне минус 0,1%. Отрицательные процентные ставки также введены центральными банками Дании и Швеции.

Эти действия следует рассматривать не только как попытку стимулирования экономической активности, но и как реакцию на проявление новых тенденций формирования процентных ставок. Как отмечается в работах К. Борио (Borio) [1], Л. Рехеля и Т. Смита [2], Г. Тхвейтиса [3], в развитых странах в последнее десятилетие наблюдается устойчивое снижение доходности долгосрочных государственных облигаций, а также реальной процентной ставки монетарной политики (real policy rate), определяемой как разность между таргетируемой краткосрочной процентной ставкой центрального банка и индексом потребительской инфляции.

Новые тенденции также проявились в функционировании денежного механизма, то есть механизма формирования денежного предложения. Как отмечают аналитики Банка Англии М. Маклеу, М. Рэдиа, Р. Томас, создание денег на практике отличается от популярных, но ошибочных концепций: банки не действуют как посредники, предоставляя в кредит размещенные сберегателями депозиты, но они и не мультиплицируют деньги центрального банка при предоставлении кредитов и, соответственно, создании депозитов. Количество денег, созданных в экономике, в конечном счете зависит от монетарной политики центрального банка. В обычные времена такая политика реализуется через установление процентных ставок. Центральный банк может также влиять на количество денег через покупки активов, то есть количественное смягчение [4].

Аналитики ФРС США С. Карпентер и С. Демиральп утверждают, что недавний рост банковских резервов предопределяет необходимость переоценки связи, идущей от банковских резервов к денежным агрегатам и банковскому кредитованию. По их мнению, анализ институциональной структуры в США и эмпирические данные за период с 1990-х гг. однозначно показывают, что трансмиссионный механизм не работает через стандартную модель денежного мультипликатора от резервов к денежным агрегатам и банковским займам [5].

Современная практика создания безналичных денег означает, что в экономической системе перестал действовать классический для второй половины XX в. механизм денежного мультипликатора. Как известно, в концепции этого механизма предполагалось, что денежные агрегаты формируются на основе денежной базы, контролируемой центральным банком.

Проблемы концепции денежного мультипликатора и его влияния на процентные ставки изучались в работах У. Биндсейла [6, 7], а также З. Якаба и М. Камхофа [8]. Эмпирические доказательства создания безналичных денег при осуществлении кредитных операций и вне связей с денежной базой представлены в работах Р. Вернера [9, 10]. Особенности монетарной политики в современных условиях изучались А. Кашьяром и Дж. Стейном [11, 12], М. Фарагом, Д. Херлендом, Д. Никсоном [13], С. Боудлером и А. Рэдиа [14], Л. Кристиано и М. Эйхенбаумом [15]. Специфика количественного смягчения как нестандартного метода регулирования денежного предложения исследовалась в работах Дж. Бриджеса и Р. Томаса [16], С. Фуллвилера и Л. Урея [17], М. Маханти [18], П. Мишра и П. Монтиеля [19], Б. Фоулея и К. Нийли [20],

По нашему мнению, важно учитывать, что тенденции, наблюдаемые в настоящее время в монетарных сферах ведущих стран и выразившиеся в снижении как реальных, так и номинальных процентных ставок, складывались в течение длительного периода и были предопределены изменениями в денежном механизме современной экономики, то есть механизме формирования денежного предложения. Именно рост денежного предложения обусловил понижательную динамику процентных ставок.

Трансформация денежного механизма ведущих стран стала результатом, во-первых,

развития системы пруденциального надзора за деятельностью коммерческих банков, в частности, введения нормативов Базель I (1988 г.), а впоследствии – Базель II; во-вторых, создания платежных систем центральных банков, обеспечивающих расчеты между коммерческими банками. Эти события произошли в начале 90-х годов XX в. и привели к неожиданным последствиям.

Первое состояло в том, что в сложившихся условиях естественным ограничителем банковского кредитования оказался не приток депозитов в коммерческий банк, а базельский норматив соотношения капитала к активам. Коммерческие банки получили возможность наращивать объем кредитования независимо от динамики остатков на счетах клиентов.

Еще одним вариантом увеличения кредитования стала передача части ранее выданных кредитов специально учреждаемым компаниям (SPV – special purpose vehicle), последующая секъюритизация этих кредитов и продажа облигаций на финансовом рынке.

Последствием, вызванным появлением платежных систем центральных банков, можно назвать приобретение деньгами, обращающимися в таких системах, то есть остатками на корреспондентских счетах (резервами), особых свойств, отличающих их от денег в банковских депозитах. Оказалось, что деньги на корсчетах (резервы) не подвержены мультиплицированию и полностью контролируются центральными банками. Это связано с тем, что они формируются в закрытой системе, а списание средств с одного корсчета происходит одновременно с их зачислением на другой корсчет. В настоящее время также используется термин «ликвидность банковского сектора», означающий совокупный объем резервов коммерческих банков в центральном банке.

Как отмечают экономисты Банка Норвегии Т. Бернхардсен и А. Клостер, резервные деньги центрального банка являются единственным общепринятым средством платежа в межбанковских расчетах, и только центральный банк может создавать их. Резервные деньги центрального банка перемещаются по счетам коммерческих банков в центральном банке в закрытой системе. Коммерческие банки не могут по собственному усмотрению влиять на общее количество резервов в банковской системе [21].

Сложилась парадоксальная ситуация – коммерческие банки получили возможность создавать при осуществлении кредитных операций объем денежной массы, ограниченный лишь спросом на кредиты со стороны корпоративного сектора и домашних хозяйств. Для создания денег коммерческим банкам достаточно дебетовать счет «Кредиты предоставленные» и кредитовать счет клиента – получателя кредита. Но проблема возникает в момент, когда клиент дает банку поручение перевести деньги в другой банк. Если средств на корреспондентском счете в центральном банке не хватает, их необходимо занять на межбанковском рынке или у центрального банка.

В настоящее время данной спецификой характеризуется не только денежный механизм национальных экономик, но и механизм формирования денежной ликвидности в глобальной экономике. Обращающиеся в этой сфере мировые валюты по сложившейся еще в начале 60-х гг. XX в. традиции называют евровалютами. Основной из них является евродоллар. Как отмечает С. Фоулер, в определенном смысле можно представлять евродоллары не как фонды, а как «решения» (decisions): евродоллары создаются, когда зарубежный банкир решает взять на себя номинированное в долларах обязательство в виде депозита, несмотря на то, что ни один цент не покинет Федеральную резервную систему (США) [22].

Из этого примера следует, что зарубежный, например европейский, банк может создать долларовый депозит (то есть выдать кредит клиенту), осуществив банковскую проводку по счетам баланса. Но в случае если клиент даст поручение перевести эти средства в банк на территории США, то банк, выдавший кредит и, соответственно, создавший

долларовый депозит, должен будет привлечь соответствующую сумму с межбанковского рынка. Деньги центральных банков в настоящее время необходимы коммерческим банкам не для того, чтобы выдавать кредиты, а для того, чтобы переводить созданные ими деньги из одного банка в другой по распоряжению клиентов, получивших кредиты.

Трансформация денежного механизма, вызвавшая рост денежного предложения и, соответственно, падение процентных ставок, не могла не привести к масштабному перекредитованию корпораций и домашних хозяйств. Она предопределила формирование тенденции к резкому снижению процентных ставок. Первое, что заметили монетарные власти в изменившейся в начале 2000-х гг. ситуации, – проявление неустойчивости денежных и кредитных агрегатов. Это предопределило отказ от таргетирования денежных показателей и заставило перейти к регулированию процентных ставок. Следует отметить, что попытки управления процентными ставками ранее неоднократно предпринимались в различных странах. Однако эффективность такого регулирования была низкой и не позволяла оказывать оперативное воздействие на экономическую активность и ценовую динамику.

Переход в ведущих странах в начале 2000-х гг. к регулированию процентных ставок происходил в условиях значительных изменений их формирования. Эволюция денежного механизма привела к тому, что контролируемая центральными банками краткосрочная процентная ставка фактически превратилась в «тариф на транспортировку» денег из одного коммерческого банка в другой через их корреспондентские счета в центральном банке.

При проведении процентной политики ФРС США устанавливает таргетируемое (целевое) значение ставки по федеральным фондам. Такая процентная ставка является ежедневной (overnight), по ней банки с избыточными обязательными резервами предоставляют кредиты банкам с недостаточными обязательными резервами. Таргетируемая ФРС ставка по федеральным фондам выступает важнейшим индикатором рынка избыточных обязательных резервов. Эффективная ставка по федеральным фондам (federal funds effective rate) – это средневзвешенный курс рыночных сделок коммерческих банков с федеральными фондами, то есть сделок по кредитованию федеральными фондами.

В США помимо таргетируемой ставки по федеральным фондам используются ставка по обязательным резервам (interest on required reserves rate – IORR) и ставка по превышающим резервам (interest on excess reserves rate – IOER).

IORR выплачивается по обязательным резервам, которые американские банки обязаны держать в ФРС. IOER начисляется на сумму превышения фактических резервов (то есть средств коммерческих банков на счетах в ФРС) над объемом обязательных резервов. Использование IOER, а именно начисление процентов на превышающие (excess) резервы, является инструментом ФРС по абсорбированию избыточной ликвидности и аналогом используемого ЕЦБ привлечения излишних ресурсов в депозиты.

ЕЦБ при проведении процентной политики поддерживает коридор процентных ставок. Верхняя граница коридора – предельная ставка кредитования (marginal lending facility rate). По этой ставке ЕЦБ предоставляет ликвидность банковскому сектору в случае повышения рыночной ежедневной (overnight) процентной ставки денежного рынка.

Нижнюю границу коридора образует ежедневная ставка по депозитам (deposit facility rate). По этой ставке ЕЦБ в обычных условиях должен привлекать избыточную ликвидность в депозиты. Но в условиях политики количественного смягчения ЕЦБ установил отрицательную ставку по депозитам на уровне минус 0,4% в целях стимулирования использования коммерческими банками их резервов.

Помимо указанных ставок ЕЦБ использует основную ставку рефинансирования (main refinancing rate). Она применяется при еженедельных операциях ЕЦБ по предоставлению дополнительной ликвидности банковскому сектору.

Банк Англии при реализации процентной политики устанавливает целевое значение ежедневной (overnight) ставки. Избыточная ликвидность абсорбируется путем привлечения в депозиты Банка Англии по депозитной ставке (deposit rate). В случае нехватки ликвидности и, соответственно, повышения краткосрочной процентной ставки Банк Англии предоставляет банковской системе дополнительные резервы по кредитной ставке – lending rate. Тем самым Банк Англии обеспечивает поддержание банковской ставки (bank rate) в коридоре. Его верхняя граница – lending rate, а нижняя – deposit rate. Наиболее распространенным методом управления однодневной процентной ставкой является установление центральными банками симметричного коридора ее колебаний. Аналогичная модель используется в России с применением ключевой ставки.

При использовании процентного коридора центральные банки ведущих стран осуществляют как предложение денежной ликвидности (в случае достижения таргетируемой процентной ставкой верхней границы коридора), так и абсорбирование избыточной ликвидности путем ее привлечения в депозиты (в случае достижения таргетируемой ставкой нижней границы коридора). При реализации таких мер регулирования межбанковская процентная ставка оказывается в середине установленного коридора.

При прогнозировании движения таргетируемой процентной ставки в рамках установленного коридора центральным банкам важно учитывать изменения так называемых автономных факторов – спроса банковской системы на наличные деньги и операций государственного казначейства. Эти операции состоят в получении казначействами доходных поступлений и осуществлении расходов [6].

Первоначально процентные коридоры были введены ЕЦБ и центральными банками Австралии, Канады, Новой Зеландии [6]. Следует отметить, что из четырех перечисленных центральных банков только один – ЕЦБ – использует систему обязательного резервирования. Процентные коридоры с момента своего появления стали рассматриваться в качестве универсального инструмента регулирования денежной ликвидности, предоставляемой центральными банками. В США избыточная ликвидность банковской системы не привлекается в депозиты, но по ней выплачивается процент. Эта практика имела важное последствие – избыточные обязательные резервы превратились в разновидность безрисковых активов.

Превращение в ходе эволюции денежного механизма (1) банковских депозитов и (2) остатков средств на корреспондентских счетах (резервов) в два обособленные элемента денежной массы предопределило специфику функционирования процентных коридоров в современной экономике. Они обеспечивают регулирование процентной ставки по резервам, то есть деньгам ЦБ. Но спрос на эти деньги коммерческие банки предъявляют для перевода депозитов клиентов, то есть денег, создаваемых ими в процессе кредитования. Если спрос на резервы со стороны коммерческих банков превышает их предложение центральным банком, то последний, решая задачу удержания процентной ставки в заданном коридоре, вынужден увеличить объем создаваемых им денег (резервов). Это означает, что фактически процентный коридор является инструментом приспособления объема денег ЦБ к объему денег, создаваемых коммерческими банками. Но на практике действие такого механизма приводит к перекредитованию экономики и падению процентных ставок.

Как показал опыт, использование процентного коридора представляет существенную опасность для стран с так называемыми сырьевыми валютами, в частности, для России. В подобных странах падение мировой цены на основной экспортный товар приводит к

турбулентности на национальных валютных рынках. При развитии такой ситуации коммерческие банки переводят средства через платежную систему центробанка на валютную биржу. Причем эти средства – деньги, созданные коммерческими банками. Центральный банк, поддерживая таргетируемую процентную ставку в установленном коридоре, увеличивает объем ликвидности, то есть эмитирует резервы как особый элемент денежной массы. В данной ситуации единственным способом противодействия спекулятивной атаке против национальной валюты является такое увеличение таргетируемой ставки (в России – ключевой), которое могло бы резко снизить доходность спекулятивных валютных операций для коммерческих банков. Но, как показывает опыт, резкое повышение ключевой процентной ставки дезорганизует процесс кредитования в национальной экономике.

Особенностью процентной политики ФРС США является таргетирование ставки по федеральным фондам (federal funds rate – FFR). Необходимость привлечения федеральных фондов под процент для проведения расчетов клиентов не могла не стимулировать попытки коммерческих банков США снизить потребности в таких фондах. Для решения этой проблемы коммерческие банки с середины 90-х гг. XX в. начали использовать перевод в конце рабочего дня остатков средств клиентов с депозитных счетов на счета денежного рынка, поскольку на них не распространяются резервные требования. Еще одним направлением минимизации потребностей коммерческих банков в федеральных фондах стало использование частных расчетных палат, осуществляющих взаимозачеты (неттинг) платежей. Значительный объем клиринга между американскими банками осуществляется через частную систему CHIPS (Clearing House and Interbank Payments System), а платежная система ФРС (Fedwire) используется для окончательного урегулирования расчетов. Небольшие банки начали проводить расчеты через локальные системы. Расчеты по сделкам с ценными бумагами осуществляются через DTCC (Depositary Trust and Clearing Corp.), а также через FICC (Fixed Income Clearing Corp.). Для снижения потребностей в федеральных фондах американские банки стали активно привлекать ресурсы с рынка евродолларов и проводить операции РЕПО. Развитие таких операций имело важный эффект – в результате их проведения усилилось влияние ставки по федеральным фондам (FFR) на краткосрочные процентные ставки, формирующиеся на других рынках, в частности, на рынках евродолларов и РЕПО. Между этими рынками стали проводиться арбитражные сделки.

Из-за развития взаимозачетов потребность банковской системы США в федеральных фондах значительно снизилась, а банки стали привлекать меньше внутридневных кредитов для осуществления платежей. Но уменьшение объема резервных фондов привело к росту волатильности FFR. Причина неустойчивости этой ставки – нехватка в определенные периоды времени средств для проведения платежей.

Расширение взаимозачетов может привести к значительному снижению роли федеральных фондов в проведении монетарной политики ФРС. В связи с этим важно отметить, что ряд стран, в частности, Австралия и Канада, предприняли законодательные меры по использованию исключительно денег центральных банков для окончательного урегулирования платежей в банковской системе. По законам этих стран только деньги центральных банков обеспечивают окончательные расчеты между коммерческими банками [23].

Эволюция денежного механизма предопределила изменения в формировании процентных ставок, связанные прежде всего с особой ролью таких элементов денежной массы, как банковские депозиты и резервы (остатки на корреспондентских счетах). В современной экономике кредитование корпоративного сектора и домашних хозяйств осуществляется эндогенными (внутренними) деньгами, создаваемыми коммерческими банками. Процентные ставки, применяемые при таком кредитовании, определяются спросом на кредитные ресурсы и возможностями банков по предоставлению заемных средств,

зависящими от действующих норм пруденциального надзора и рисков кредитования конкретных классов заемщиков. Но для перевода коммерческими банками средств клиентуры, в том числе созданных в результате кредитной операции, в платежной системе центрального банка используются экзогенные (внешние) деньги, создаваемые монетарными властями при обеспечении ликвидности банковского сектора, то есть деньги на корреспондентских счетах коммерческих банков в центральном банке. Процентная ставка по кредитам в этих деньгах определяется центральными банками.

Следовательно, процентная ставка, используемая коммерческими банками при кредитовании клиентуры, – это ставка на эндогенные деньги, создаваемые коммерческими банками. Но процентная ставка, регулируемая центральным банком в границах коридора, – это ставка на экзогенные деньги, создаваемые центральными банками. Как отмечалось ранее, эта ставка – фактически тариф на перечисление денег из одного коммерческого банка в другой.

Таргетируемая центральными банками процентная ставка не оказывает непосредственного воздействия на объемы кредитования коммерческими банками реального сектора и домашних хозяйств. Но она определяет возможности коммерческих банков своевременно осуществлять переводы средств в платежной системе по распоряжению клиентов.

Ставка по резервам способна влиять на состояние финансового рынка и является в определенном смысле якорной вследствие отсутствия иных количественных ориентиров процентной политики центральных банков. В частности, эта ставка воздействует на доходность государственных облигаций.

Важно учитывать то, что деньги, аккумулируемые на депозитных счетах коммерческих банков в центральном банке при осуществлении операций по поддержке таргетируемой ставки в границах установленного коридора, – это не ресурсы, которые предоставляются коммерческими банками клиентуре при кредитовании, а деньги, обеспечивающие перевод средств из одного банка в другой в ходе проведения платежей. Поэтому невозможно стимулировать кредитную активность в экономике путем установления по депозитам в этих деньгах отрицательной процентной ставки.

В результате отмеченных изменений в денежном механизме в последнее десятилетие резко снизилось влияние процентной политики центральных банков на формирование ставок по банковским кредитам компаниям и домашним хозяйствам. Произошло падение эффективности процентной политики монетарных властей. Проблема состоит в том, что ставка по резервам, устанавливаемая центральными банками, способна оказывать ограниченное воздействие на кредитную активность коммерческих банков, определяемую в современных условиях нормативом капитал/активы. Следовательно, уменьшились возможности влияния центральных банков на совокупный спрос и ценовую динамику. Поэтому регулирование ставки по резервам (в России – ключевой ставки), широко распространенное в современной экономике, не может рассматриваться как эффективный инструмент таргетирования инфляции.

Низкий уровень процентной ставки часто называют ликвидной ловушкой (liquidity trap). Этот термин используется в кейнсианской теории спроса на деньги для характеристики особенностей ситуации, складывающейся на фазе циклической депрессии, то есть в условиях падения совокупного спроса и дефляционных тенденций. Но такая ситуация является кратковременной. Крайне низкие процентные ставки в современной мировой экономике объясняются иными причинами, а именно: изменениями в денежном механизме вследствие создания закрытых платежных систем центральных банков и введения базельского норматива достаточности собственного капитала, предопределившими увеличение денежного предложения.

Таким образом, эволюция денежного механизма привела к ситуации, при которой краткосрочная процентная ставка, таргетируемая

центральными банками, имеет ограниченное воздействие на кредитную активность коммерческих банков. Это связано с тем, что резервы, по которым устанавливается указанная ставка, используются коммерческими банками не для предоставления ссуд компаниям и домашним хозяйствам, а для перевода средств по распоряжению клиентов (получателей кредитов) в закрытой платежной системе центрального банка.

В условиях сложившегося денежного механизма использование краткосрочной процентной ставки по денежной ликвидности, обращающейся в платежной системе центральных банков, не может обеспечить эффективность монетарной политики, направленной на достижение таких целей, как поддержка экономического роста и обеспечение относительной стабильности ценовых показателей.

Приближение процентных ставок, таргетируемых денежными властями стран с развитыми рынками, к нулевым значениям и падение ставок по депозитам кредитных учреждений в центральных банках до отрицательных величин не являются случайными последствиями нестандартной монетарной политики. Они представляют закономерные результаты трансформации денежного механизма под влиянием как эволюции государственного регулирования, так и «отклика» рыночных сил на действия регуляторов. Изменения в денежном механизме состояли в особой роли резервов (остатков на корреспондентских счетах) коммерческих банков в окончательном урегулировании межбанковских расчетов в закрытой платежной системе центрального банка, а также в зависимости (с принятием базельских нормативов) кредитной активности коммерческих банков от отношения капитал/активы.

Указанные изменения вызвали увеличение денежного предложения в экономиках ведущих стран и привели к перекредитованию корпоративного сектора и домашних хозяйств. Последующие попытки оптимизации долговой нагрузки предопределили дефляционные тенденции. Но преодоление этих тенденций возможно лишь в результате относительно длительного периода делевериджинга. Кроме того, в современных условиях необходим переход в политике центральных банков от регулирования процентных ставок к комплексному управлению кредитными агрегатами.

**Список литературы**


1. *Borio C.* Revisiting three intellectual pillars of monetary policy received wisdom. URL: http://www.bis.org/speeches/sp151112.pdf.

2. *Rachel L., Smith T.* Secular drivers of the global real interest rate. *Bank of England Staff Working Paper*, 2015, no. 571. URL: http://www.centreformacroeconomics.ac.uk/Discussion-Papers/2016/CFMDP2016-05-Paper.pdf.

3. *Thwaites G.* Why are real interest rates so low? Secular stagnation and the relative price of investment goods. *Bank of England Staff Working Paper*, 2015, no. 564. URL: http://www.bankofengland.co.uk/research/Documents/workingpapers/2015/swp564.pdf.

4. *McLeay M., Radia A., Thomas R.* Money creation in the modern economy. *Bank of England Quarterly Bulletin*, 2014, Q1. URL: http://www.bankofengland.co.uk/publications/Documents/quarterlybulletin/2014/qb14q101.pdf.

5. *Carpenter S., Demiralp S.* Money, Reserves and the Transmission of Monetary Policy: Does the Money Multiplier Exist?
URL: https://www.federalreserve.gov/pubs/feds/2010/201041/201041pap.pdf.

6. *Bindseil U.* Monetary policy operations and the financial system. Oxford, Oxford University Press, 2014, 320 p.

7. *Bindseil U.* The operational target of monetary policy and the rise and fall of the reserve position doctrine. *ECB Working Paper Series*, 2004, no. 372, 44 p. URL: https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp372.pdf?45b110aa94d14117d8ed98277c4d55a4.

8. *Jakab Z., Kumhof M.* Banks are not intermediaries of loanable funds – and why this matters. URL: http://voxeu.org/article/banks-are-not-loanable-funds-intermediaries-macroeconomic-implications.

9. *Werner R.* Can banks individually create money out of nothing? – The theories and the empirical evidence. *International Review of Financial Analysis*, 2014, no. 36, pp. 1–19.

10. *Werner R.* How do banks create money, and why can other firms not do the same? An explanation for the coexistence of lending and deposit-taking. *International Review of Financial Analysis*, 2014, no. 36, pp. 71–77.

11. *Kashyap A., Stein J.* The Impact of Monetary Policy on Bank Balance Sheets. *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, 1995, no. 42, pp. 151–195.

12. *Kashyap A., Stein J.* What Do a Million Observations on Banks say About the Transmission of Monetary Policy. *American Economic Review*, 2000, vol. 90, no. 3, pp. 407–428.

13. *Farag M., Harland D., Nixon D.* Bank capital and liquidity. *Bank of England Quarterly Bulletin*, 2013, vol. 53, no. 3, pp. 201–215.

14. *Bowdler C., Radia A.* Unconventional monetary policy: the assessment. *Oxford Review of Economic Policy*, 2012, vol. 28, no. 4, pp. 603–621.

15. *Christiano L., Eichenbaum M., Evans C.* Monetary policy shocks: What have we learned and to what end? *NBER Working Paper*, 1998, no. 6400, 95 p.

16. *Bridges J., Thomas R.* The impact of QE on the UK economy – some supportive monetarist arithmetic. *Bank of England Working Paper*, 2012, no. 442, 52 p. URL: http://www.bankofengland.co.uk/research/Documents/workingpapers/2012/wp442.pdf.

17. *Fullwiler S., Wray L.* Quantitative easing and proposals for reform of monetary policy operations. *Levy Economic Institute Working Paper*, 2010, no. 645, 35 p. URL: http://www.levyinstitute.org/pubs/wp_645.pdf,

18. *Mohanty M.S.* The transmission of unconventional monetary policy to the emerging markets: An overview. *BIS Papers*, 2014, no. 78, 24 p. URL: http://www.bis.org/publ/bppdf/bispap78.htm.

19. *Mishra P., Montiel P.* How Effective is Monetary Transmission in Low-Income Countries? A Survey of the Empirical Evidence. *IMF Working Paper*, 2012, no. WP/12/143, 47 p. URL: https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2012/wp12143.pdf.

20. *Fawley B., Neely C.* Four Stories of Quantitative Easing. *Federal Reserve Bank of St-Louis Review*, 2013, no. 95(1), pp. 51–88.

21. *Bernhardsen T., Kloster A.* Misunderstood central bank reserves. *Norges Bank Economic commentaries*, 2012, no. 1. Available at: http://www.norges-bank.no/pages/87889/Economic_Commentaries_2012_1.pdf.

22. *Fowler S.* The monetary fifth column: the Eurodollar threat to financial stability and economic sovereignty. *Vanderbilt journal of transnational law*, 2014, vol. 47, pp. 825–860.

23. *Fullwiler S.* Setting interest rates in the modern money area. *Journal of Post Keynesian Economics*, 2006, vol. 28, no. 3, pp. 496–525.

**ISSN 2311-8709 (Online)**
**ISSN 2071-4688 (Print)**



# MODERN INTEREST RATE POLICY OF CENTRAL BANKS AND A PHENOMENON OF NEGATIVE INTEREST RATES

**Vladimir K. BURLACHKOV**

Moscow State Institute of International Relations (University) of the Ministry of Foreign Affairs (MGIMO University), Moscow, Russian Federation
vkburl@gmail.com

**Article history:**
Received 12 September 2016
Received in revised form
17 October 2016
Accepted 1 December 2016

**JEL classification:** E51, E52, E58

**Keywords:** interest rate policy, money mechanism, interest rate corridor, deflation, quantitative easing

**Abstract**

**Importance** Interest rate policy is the main element of monetary regulation realized by central banks. Deflationary tendencies in the leading countries necessitate a decrease in the interest rates of central banks. In these conditions, a new phenomenon emerged, i.e. negative interest rates on deposits of commercial banks with central banks.

**Objectives** The objectives of the study are to examine the specifics of modern interest rate policy of leading central banks; define reasons for negative interest rate phenomenon; elaborate methodological framework for increasing the efficiency of interest rate policy in the Russian economy.

**Methods** The research involves methods of logical and statistical analysis.

**Results** The paper describes the specifics of interest rate policy of central banks under the evolution of money mechanism in the modern economy; the profile of interest rate regulation using interest rate corridors. Furthermore, it defines the distinguishing features of interest rate formation and their influence on the scope of lending and liquidity formed by central banks; characterizes the influence of interest rates on deflationary trends.

**Conclusions** The formation of payment systems controlled by central banks significantly increased the importance of reserves of commercial banks with central bank. But when targeting the interest rates on these reserves, central banks have limited possibilities to influence interest rates applied by commercial banks for lending. Therefore, central banks are not capable to effectively stimulate bank lending under cyclic recession and have to use a non-standard method to increase money supply, namely, quantitative easing.

© Publishing house FINANCE and CREDIT, 2016

## Acknowledgments

I express my gratitude and deep appreciation to Sergei A. ANDRYUSHIN, Doctor of Economics, Chief Research Associate of the Institute of Economics of Russian Academy of Sciences, for his valuable advice and comments on the article.

## References

1. Borio C. Revisiting three intellectual pillars of monetary policy received wisdom. Available at: http://www.bis.org/speeches/sp151112.pdf.

2. Rachel L., Smith T. Secular drivers of the global real interest rate. *Bank of England Staff Working Paper*, 2015, no. 571. Available at: http://www.centreformacroeconomics.ac.uk/Discussion-Papers/2016/CFMDP2016-05-Paper.pdf.

3. Thwaites G. Why are real interest rates so low? Secular stagnation and the relative price of investment goods. *Bank of England Staff Working Paper*, 2015, no. 564. Available at: http://www.bankofengland.co.uk/research/Documents/workingpapers/2015/swp564.pdf.

4. McLeay M., Radia A., Thomas R. Money creation in the modern economy. *Bank of England Quarterly Bulletin*, 2014, Q1. Available at: http://www.bankofengland.co.uk/publications/Documents/quarterlybulletin/2014/qb14q101.pdf.

5. Carpenter S., Demiralp S. Money, Reserves and the Transmission of Monetary Policy: Does the Money Multiplier Exist? Available at: https://www.federalreserve.gov/pubs/feds/2010/201041/201041pap.pdf.

6. Bindseil U. Monetary Policy Operations and the Financial System. Oxford, Oxford University Press, 2014, 320 p.

7. Bindseil U. The operational target of monetary policy and the rise and fall of the reserve position doctrine. *ECB Working Paper Series*, 2004, no. 372, 44 p. Available at: https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp372.pdf?45b110aa94d14117d8ed98277c4d55a4.

8. Jakab Z., Kumhof M. Banks are not intermediaries of loanable funds – and why this matters. Available at: http://voxeu.org/article/banks-are-not-loanable-funds-intermediaries-macroeconomic-implications.

9. Werner R. Can banks individually create money out of nothing? – The theories and the empirical evidence. *International Review of Financial Analysis*, 2014, no. 36, pp. 1–19.

10. Werner R. How do banks create money, and why can other firms not do the same? An explanation for the coexistence of lending and deposit-taking. *International Review of Financial Analysis*, 2014, vol. 36, pp. 71–77.

11. Kashyap A., Stein J. The Impact of Monetary Policy on Bank Balance Sheets. *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, 1995, no. 42, pp. 151–195.

12. Kashyap A., Stein J. What Do a Million Observations on Banks Say about the Transmission of Monetary Policy. *American Economic Review*, 2000, vol. 90, no. 3, pp. 407–428.

13. Farag M., Harland D., Nixon D. Bank capital and liquidity. *Bank of England Quarterly Bulletin*, 2013, vol. 53, iss. 3, pp. 201–215.

14. Bowdler C., Radia A. Unconventional monetary policy: The assessment. *Oxford Review of Economic Policy*, 2012, vol. 28, no. 4, pp. 603–621.

15. Christiano L., Eichenbaum M., Evans C. Monetary policy shocks: What have we learned and to what end? *NBER Working Paper*, 1998, no. 6400, 95 p.

16. Bridges J., Thomas R. The impact of QE on the UK economy: Some supportive monetarist arithmetic. *Bank of England Working Paper*, 2012, no. 442, 52 p. Available at: http://www.bankofengland.co.uk/research/Documents/workingpapers/2012/wp442.pdf.

17. Fullwiler S., Wray L. Quantitative easing and proposals for reform of monetary policy operations. *Levy Economic Institute Working Paper*, 2010, no. 645, 35 p. Available at: http://www.levyinstitute.org/pubs/wp_645.pdf.

18. Mohanty M.S. The transmission of unconventional monetary policy to the emerging markets: An verview. *BIS Papers*, 2014, no. 78, 24 p. Available at: http://www.bis.org/publ/bppdf/bispap78.htm.

19. Mishra P., Montiel P. How Effective is Monetary Transmission in Low-Income Countries? A Survey of the Empirical Evidence. *IMF Working Paper*, 2012, no. WP/12/143, 47 p. Available at: https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2012/wp12143.pdf.

20. Fawley B., Neely C. Four Stories of Quantitative Easing. *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, 2013, no. 95(1), pp. 51–88.

21. Bernhardsen T., Kloster A. Misunderstood central bank reserves. *Norges Bank Economic Commentaries*, 2012, no. 1. Available at: http://www.norges-bank.no/pages/87889/Economic_Commentaries_2012_1.pdf.

22. Fowler S. The Monetary Fifth Column: The Eurodollar Threat to Financial Stability and Economic Sovereignty. *Vanderbilt Journal of Transnational Law*, 2014, vol. 47, pp. 825–860.

23. Fullwiler S. Setting interest rates in the modern money area. *Journal of Post Keynesian Economics*, 2006, vol. 28, no. 3, pp. 496–525.