



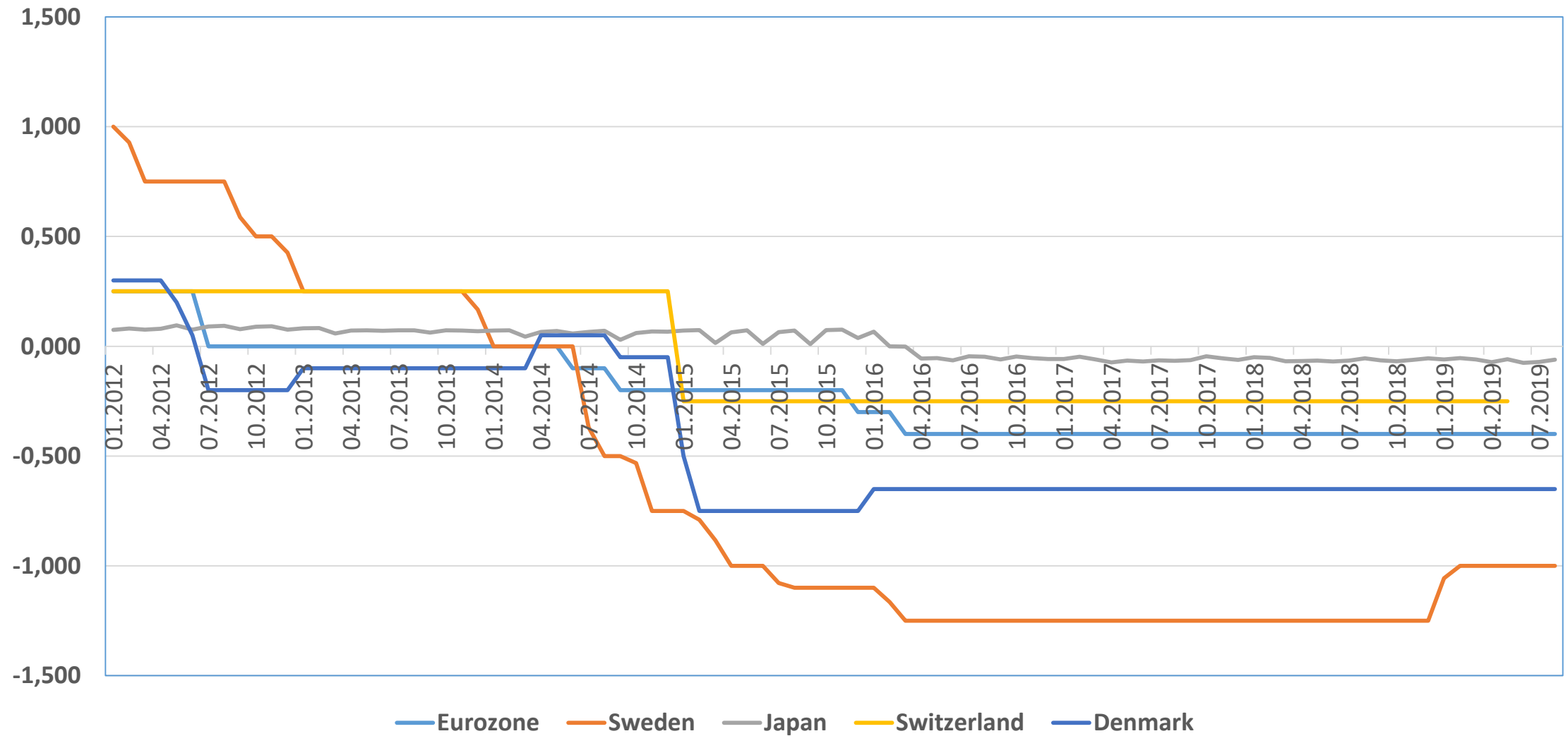
# Отрицательные ставки: мировой опыт

Олег Замулин

Центр макроэкономических исследований

- Начиная с 2012-го года, ряд центральных банков внедрили отрицательные ставки, в первую очередь:
  - Дания, 2012
  - Еврозона, 2014
  - Швейцария, 2015
  - Швеция, 2015
  - Япония, 2016
- В основном, это «штраф» на резервы коммерческих банков, которые они держат на депозитах в ЦБ
  - Основная цель: стимулировать коммерческие банки избавляться от резервов, кредитую экономику
- Пока эффективность этих мер не ясна

# Ставки ДКП в пяти странах

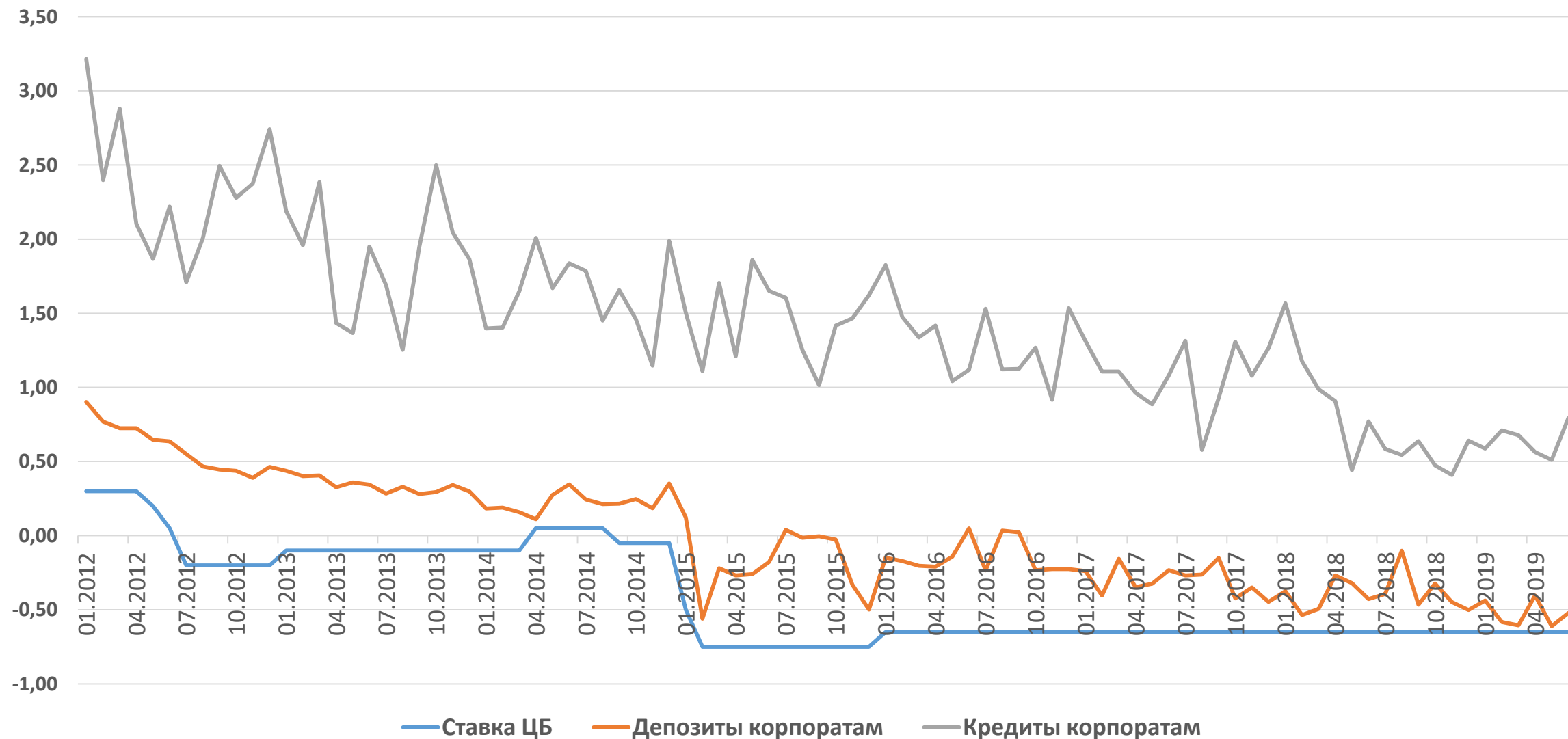


- Отрицательные ставки фактически являются налогом на банковскую систему
  - Так как система в целом не может избавиться от резервов, с которых банки вынуждены платить процент
  - Отсюда многоуровневые отрицательные ставки
- Отрицательные ставки снижают банковскую маржу
  - Ставки по вкладам не могут уйти в минус – люди просто заберут деньги из банков
  - Однако ставки по кредитам снижаются вместе со ставкой ДКП
  - Как следствие, прибыли сжимаются и банки сокращают кредитование, чтобы выполнять требования по достаточности капитала
- Рыночные ставки могут потерять чувствительность к ставке ДКП, когда она уходит в отрицательную территорию
  - В таком случае маржа не снижается, но и ДКП теряет смысл

- Все эти вопросы эмпирические, нужно смотреть на опыт стран
- Проблемы:
  - Опыт пока очень небольшой, трудно делать выводы
  - Отрицательные ставки вводились одновременно с другими нестандартными мерами: QE, TLTRO и т.п.
- Тем не менее, есть ряд эмпирических исследований (IMF 2017, Eggertson et al 2019, Altavilla et al 2019, и т.д)
- Общие результаты:
  - Ставки по депозитам редко уходят в минус
  - Ставки по кредитам реагировали сильнее
  - Обменные курсы реагировали по-разному
    - Дания – положительный пример
  - Нет большого эффекта на прибыльность банков
  - Общая эффективность политики слабее, чем при положительных ставках
    - Нажатие на поводок?

# Ставки по депозитам могут уходить в минус

Дания



- Altavilla et al (2019) смотрели на микроданные по еврозоне
  - Устойчивые банки вполне переносили отрицательные ставки на корпоративных вкладчиков
  - Фирмы также в ответ на отрицательные ставки избавлялись от наличности и увеличивали инвестиции
  - Таким образом, нулевая граница практически не имеет значения, отрицательные ставки даже усиливают трансмиссию
- Demiralp et al (2019) также изучили данные по индивидуальным европейским банкам
  - Банки с большим объемом розничных вкладов и излишней ликвидности значительно увеличили кредитование
- Eggertson et al (2019) смотрят на данные по Швеции
  - Первые два снижения ставки ниже нуля имели эффект на ставки по кредитам, следующие два – нет
  - Граница снижения есть, но она ниже нуля?

- Выводы делать рано
- С одной стороны, видно, что денежная политика продолжает работать и при отрицательных ставках
- С другой - ее эффективность снижается
  - И, скорее всего, есть предел снижения
  - Not a zero lower bound, but a below zero lower bound