

Отрицательные ставки: мировой опыт

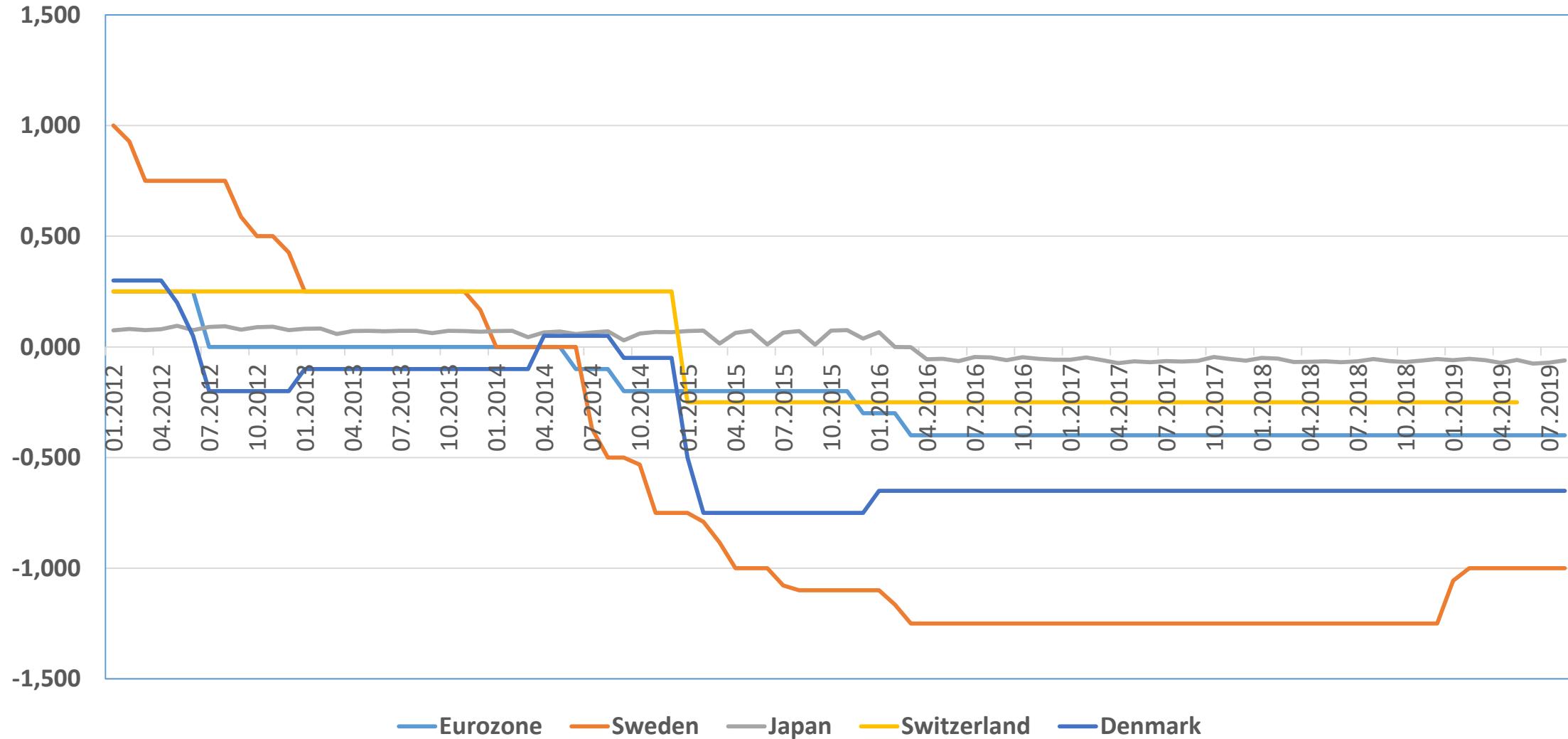
Олег Замулин

Центр макроэкономических исследований

Применение отрицательных ставок

- 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, кредитуя экономику
- Пока эффективность этих мер не ясна

Ставки ДКП в пяти странах

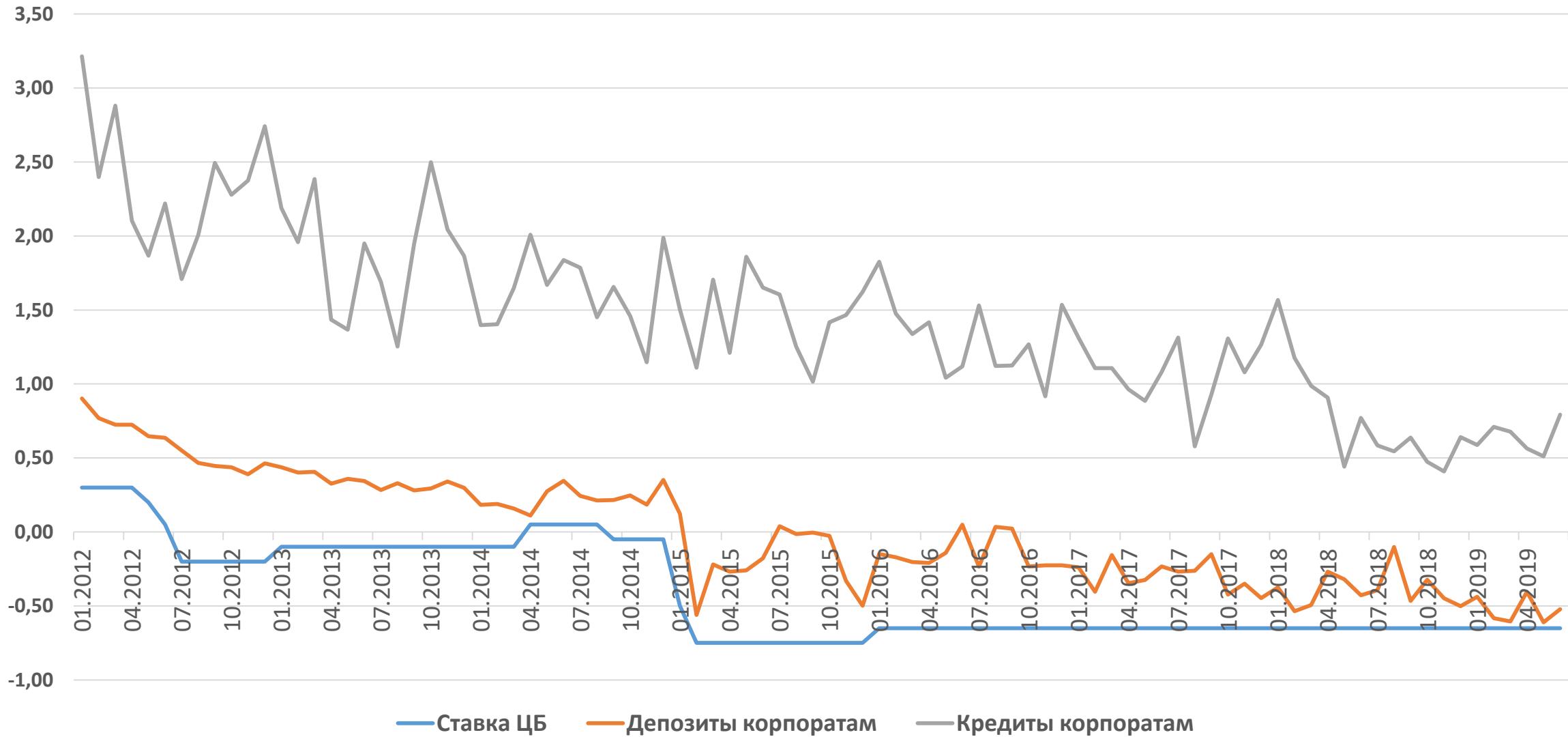


- Отрицательные ставки фактически являются налогом на банковскую систему
 - Так как система в целом не может избавиться от резервов, с которых банки вынуждены платить процент
 - Отсюда многоуровневые отрицательные ставки
- Отрицательные ставки снижают банковскую маржу
 - Ставки по вкладам не могут уйти 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

- 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
 - Не zero lower bound, а below zero lower bound