



## Снижение директивных ставок за нулевую отметку

[Джованни Дель'Ариччиа](#), [Викрам Хаксар](#), [Томмазо Манчини-Гриффоли](#)



Недавнее исследование МВФ рассматривает действенность отрицательных процентных ставок, опираясь на начальный опыт зоны евро, Дании, Швейцарии, Швеции и Японии (фото: Tuckraider/iStock by Getty Images)

3 августа 2017 года

Ноль постепенно входил в обиход в древнем мире — как на востоке, так и на западе — в качестве важнейшей точки отсчета, выше и ниже которой происходят изменения. Для древних египтян ноль представлял основу пирамид. В науке он стал точкой замерзания воды, в географии — уровнем моря, в истории — отправной точкой календарей.

В сфере денежно-кредитной политики ноль обычно рассматривался как нижняя граница для процентных ставок. В последние годы в условиях медленного восстановления экономики после кризиса 2008 года ситуация изменилась.

Некоторые центральные банки довели ставки до нуля и начали экспериментировать с политикой отрицательных процентных ставок. В большинстве случаев это делалось в целях борьбы со слишком низкой инфляцией, но некоторые центральные банки были также обеспокоены завышенным курсом валют.

## **Финансовая стабильность**

Возникли вопросы. Следует ли беспокоиться по поводу действенности отрицательных ставок и их потенциальных побочных эффектов? Будут ли такие меры политики поддерживать спрос? Будут ли они подрывать финансовую стабильность? Будет ли снижение ставок, находящихся ниже нуля, иметь иное влияние, чем когда они выше нуля? Некоторые ответы на эти вопросы предлагаются в [недавней работе](#), опирающейся на начальный опыт в зоне евро, Дании, Швейцарии, Швеции и Японии.

Наша работа опирается на [начальные обсуждения](#) в блоге МВФ, которые велись Хосе Виньялсом, бывшим директором Департамента денежно-кредитных систем и рынков капитала МВФ, и некоторыми из его коллег, и подтверждает их заключения. В частности, получены следующие выводы: механика влияния денежно-кредитной политики на экономику в случае ставок выше и ниже нуля является сходной, и до настоящего времени общее воздействие на прибыль банков и кредитную деятельность было небольшим. Но у этой политики есть ограничения.

В чем смысл рассмотрения последствий отрицательных ставок сейчас, когда начинается обсуждение нормализации процентных ставок? По двум причинам. Во-первых, накоплено достаточно опыта (в большинстве случаев за два года, а в некоторых странах за более продолжительный период), чтобы с большей вероятностью оценить эти последствия. Во-вторых, поскольку ожидается, что на своем новом нормальном уровне ставки будут в целом ниже, возможно, будет выше вероятность их нового движения за нулевую отметку, если снова потребуется либерализация денежно-кредитной политики.

## **Почему это вызывает беспокойство?**

Опасность заключается в том, что отрицательные ставки могут привести к уменьшению прибыли банков. Банки зарабатывают деньги на том, что они взимают более высокую плату с заемщиков, чем они выплачивают вкладчикам. Эта маржа может сокращаться, если ставки по депозитам снижаются не так быстро, как ставки по кредитам, или в конечном счете она может уменьшиться до нуля. В этом сценарии может возникать риск для финансовой стабильности,

поскольку снижение прибыли делает банки менее устойчивыми к потрясениям. При этом также может подрываться влияние денежно-кредитной политики на кредитную деятельность, экономический рост и стабильность цен.

Банки будут избегать установления отрицательных ставок для вкладчиков, которые имеют возможность изъять свои средства и хранить их у себя в сейфе. Хотя хранение, перемещение и страхование наличных средств связано со значительными издержками, это может быть дешевле, чем платить банку за хранение денег, если ставки опускаются намного ниже нуля. Где находится критическая точка? Никому это достоверно неизвестно. Вкладчики с более крупными кассовыми остатками и более высокими потребностями в ликвидных средствах, такие как компании, будут более терпимы к отрицательным ставкам, прежде чем переключиться на наличные средства. Таким образом банки могут переносить отрицательные ставки на некоторых вкладчиков, что они и делают.

Банки могут также поддерживать свою маржу за счет снижения ставок по кредитам в меньшей степени, чем снижаются директивные ставки. Это будет происходить автоматически, если их портфели состоят в основном из долгосрочных и имеющих фиксированные ставки кредитов и других активов. (В то же время этот более ограниченный перенос будет вести к уменьшению влияния проводимого снижения директивных ставок.) Банки, опирающиеся в большей степени на крупные депозиты и оптовое финансирование, могут оказаться в более благоприятном положении, чем те, для которых наиболее значимым источником финансирования являются розничные депозиты.

Кроме того, даже если маржа несколько уменьшается, неизбежно будет сокращаться прибыль. Банки могут поддерживать свою прибыль за счет взимания сборов и комиссионных, уменьшения отчислений в резервные фонды на возможные убытки в условиях повышения надежности заемщиков, переключения на более дешевое оптовое финансирование, сокращения издержек и начисления доходов от прироста капитала благодаря снижению директивных ставок. В дополнение к этому, более низкие ставки будут подталкивать экономический рост, а с ним и спрос на банковские услуги, что ослабит давление на маржу.

## **Начальный период**

Обзор начального опыта стран с относительно небольшими снижениями ставок в отрицательном диапазоне поддерживает этот более позитивный взгляд.

В целом, как представляется, политика показала хорошие результаты: ставки денежного рынка и доходность облигаций снизились в каждой из

рассмотренных стран. Курсы валют также несколько снизились, по крайней мере временно. Ставки по вкладам в основном оставались положительными, кроме вкладов крупных компаний. Ставки по кредитам в некоторой степени снизились, хотя и меньше, чем директивные ставки. Банки извлекали выгоды из более низкой стоимости оптового финансирования, и некоторые из них повысили свои сборы за услуги. Прибыль банков в целом демонстрировала устойчивость. Кредитная деятельность держалась.

Но некоторые банки пострадали. Как и ожидалось, отрицательные ставки негативно сказались на прибыли банков, имеющих более значительную долю финансирования за счет депозитов, мелких розничных клиентов, краткосрочные кредиты и кредиты, индексированные по директивной ставке (например, в некоторых южных странах зоны евро). В худшем положении оказались также банки, столкнувшиеся с более жесткой конкуренцией со стороны кредиторов с более низкими издержками и рынков капитала.

### **Не весь ответ**

Пока все в порядке. Политика с отрицательными ставками, как представляется, в некоторой степени способствовала улучшению ситуации в денежно-кредитной сфере внутри стран, не создав существенных побочных эффектов для прибыли банков, платежных систем или функционирования рынков.

Однако, если директивные ставки будут оставаться отрицательными в течение длительного времени или если предполагается их более существенное снижение за нулевой отметкой, это может создать риск для действенности проводимой политики и стабильности финансовой системы. Кроме того, способность вкладчиков выйти в наличные ограничивает возможности снижения ставок. Для поддержания экономического подъема принципиальное значение по-прежнему имеет использование и других инструментов денежно-кредитной поддержки в сочетании с налогово-бюджетной политикой и структурными реформами.

\*\*\*\*\*



**Джованни Дель'Ариччия** — заместитель директора в Исследовательском департаменте МВФ, где он координирует работу подразделения макрофинансовых взаимосвязей. Ранее он работал в Департаменте стран Азиатско-Тихоокеанского региона МВФ. Его исследовательские интересы распространяются на такие сферы, как банковская деятельность, макроэкономические аспекты кредита, денежно-кредитная политика, международные финансы и предъявляемые условия в сфере международного кредитования и в программах

помощи. Публикуется в крупнейших финансовых и экономических журналах. Имеет докторскую степень Массачусетского технологического института и является научным сотрудником Центра исследований экономической политики (CEPR).



**Викрам Хаксар** — начальник отдела по вопросам стран с развитой экономикой и многостороннего надзора в Департаменте по вопросам стратегии, политики и анализа МВФ. До этого он был руководителем миссий МВФ по Бразилии и Мексике, возглавляя группу, которая заключила в 2009 году договоренность с Мексикой о предоставлении ей со стороны МВФ гибкой кредитной линии на сумму 70 млрд долларов. Ранее он работал по странам Азии и Восточной Европы с формирующимся рынком и был постоянным представителем МВФ на Филиппинах. Имеет докторскую степень Корнельского университета.



**Томмазо Манчини-Гриффоли** — заместитель начальника отдела в Департаменте денежно-кредитных систем и рынков капитала МВФ, отвечающий за работу в области денежно-кредитной политики. Он занимается консультированием официальных органов стран и имеет широкий круг публикаций по вопросам, касающимся нетрадиционных мер денежно-кредитной политики, вторичных эффектов денежно-кредитной политики, режимов обменных курсов и эволюции основ денежно-кредитной политики. До начала работы в МВФ г-н Манчини-Гриффоли был старшим экономистом в Отделе исследований и денежно-кредитной политики Швейцарского национального банка, где он предоставлял правлению рекомендации по ежеквартальным решениям в области денежно-кредитной политики. В предыдущие годы г-н Манчини-Гриффоли работал в частном секторе: в «Голдман Сакс», «Бостон консалтинг групп» и технологических стартапах в Силиконовой долине. Г-н Манчини-Гриффоли имеет докторскую степень Женевского института международных отношений и развития.