

ИНСТИТУЦИОНАЛЬНЫЕ ОСОБЕННОСТИ ПОЛИТИКИ ОТРИЦАТЕЛЬНЫХ ПРОЦЕНТНЫХ СТАВОК ЕВРОПЕЙСКОГО ЦЕНТРАЛЬНОГО БАНКА

КАВИЦКАЯ ИРИНА ЛЕОНИДОВНА,

*кандидат экономических наук,
доцент департамента теоретической экономики,
Национальный исследовательский университет
«Высшая школа экономики»,
г. Москва, Россия,
e-mail: ikavitskaya@hse.ru*

В работе исследована политика отрицательных процентных ставок: рассмотрена мотивация перехода Европейского центрального банка (ЕЦБ) к политике отрицательных процентных ставок, изучен существующий на данный момент опыт применения ЕЦБ этой политики, выделены особенности действия этой политической меры на еврозону, в частности, на ее банковскую систему. Проведенное исследование позволяет сделать вывод о том, что институциональные особенности еврозоны не только дали возможность использовать ЕЦБ новую меру монетарной политики – они определили специфику реализации ЕЦБ этой меры, а также реакцию экономики еврозоны, в частности банковского сектора, на эту политику. Анализ опыта применения политики отрицательных процентных ставок ЕЦБ подтвердил предположение о том, что использование новой нестандартной меры политики (политики отрицательной процентной ставки) продолжило реализацию прежней стратегии монетарной политики ЕЦБ: использование нестандартных мер для улучшения стандартного механизма воздействия монетарной политики.

Ключевые слова: *политика отрицательных процентных ставок; институциональные особенности; монетарная политика ЕЦБ.*

INSTITUTIONAL FEATURES OF THE ECB NEGATIVE INTEREST RATE POLICY

IRINA L. KAVITSKAYA,

*Candidate of Economic Sciences (PhD),
Associate Professor of the Department theoretical economics,
National Research University Higher School of Economics,
Moscow, Russia
e-mail: ikavitskaya@hse.ru*

In this work the research of the negative interest rate policy of the ECB has been conducted. The study explores the motivation of the ECB to moving towards a policy of negative interest rates, studies of the current experience of the ECB in applying this policy, highlights the specific

features of this policy measure for the Eurozone, in particular, for its banking system. The analysis that was carried out from the work made a drawing of a number of conclusions possible. The institutional features of the Eurozone not only made it possible for the ECB to use the new measure of the monetary policy, they determined specifics of the implementation of the ECB of this measure. They also determined the response of the Eurozone economy to this policy. An analysis of the experience of applying the negative interest rate policy of the ECB confirmed the assumption that the application of a new non-standard policy measure (a negative interest rate policy) continued the implementation of the ECB's old monetary policy strategy: the use of non-standard measures for improving the standard monetary policy impact mechanism.

Keywords: *negative interest rate policy; institutional features; ECB monetary policy.*

JEL: *E44, E52, E58, G01, G11*

Введение

В июне 2014 г. Европейский центральный банк установил одну из своих ставок политики на отрицательном уровне, применив первым из крупных центральных банков новую меру нестандартной монетарной политики: политику отрицательных процентных ставок.

Новая мера нетрадиционной монетарной политики, считавшаяся раньше, с точки зрения экономической теории, неприемлемой, вызвала бурную дискуссию среди теоретиков и практиков о способах ее реализации, достоинствах и недостатках, возможных эффектах воздействия на экономику и т.д. Особенно интересны эти вопросы были в свете применения новой нестандартной меры таким банком, как ЕЦБ, в последние годы отличавшимся специфическим подходом к реализации мер нестандартной политики. В отличие от других банков, ЕЦБ, пытаясь противостоять мировому финансовому кризису 2008 г., использовал меры нестандартной политики не для прямого вливания ликвидности в экономику, как это делали, например, Банк Англии или Федеральная резервная система, а для улучшения финансирования и условий ликвидности банков, поддерживая тем самым нестандартными мерами эффективность реализации своей стандартной политики. По мнению исследователей, особый подход ЕЦБ к применению нестандартных мер монетарной политики был обусловлен спецификой институциональной среды еврозоны с финансовой структурой, основанной на банковской системе, и многострановым составом экономики (*Cour-Thimann, Winkler, 2013*).

В данной работе предпринята попытка исследовать применение ЕЦБ политики отрицательной процентной ставки и понять, является ли реализация новой меры нетрадиционной монетарной политики ЕЦБ продолжением его прежней стратегии использования нестандартных мер, определяемой институциональными особенностями еврозоны. Работа построена следующим образом: в первой части анализируется мотивация перехода ЕЦБ к политике отрицательных процентных ставок, во второй представлена практика реализации ЕЦБ политики отрицательных процентных ставок, в третьей разбираются особенности эффектов политики отрицательной процентной ставки в еврозоне. Проведенное в работе исследование позволяет сделать вывод о том, что институциональные особенности еврозоны не только стали причиной использования ЕЦБ столь необычной меры монетарной политики, они определили и специфику реализации ЕЦБ этой меры, и реакцию экономики, в частности банковского сектора, на эту политику.

Мотивация перехода Европейского центрального банка к политике отрицательных процентных ставок

Начиная с 2014 г. четыре центральных европейских банка: Национальный банк Дании (DN), Европейский центральный банк (ЕЦБ), Банк Швеции (Riksbank),

Швейцарский Национальный банк (SNB) – начали проводить политику отрицательных процентных ставок (Negative Interest Rate Policy). Данная нетрадиционная политика была реализована в рамках существующих операционных систем, но вместе с тем и цели проведения данной политики, и методы ее проведения, и результаты ее воздействия в каждой стране были различными. Банки, проводившие политику отрицательных процентных ставок, стремились использовать ее для борьбы с насущными макроэкономическими проблемами. Но поскольку каждая экономика имеет свои специфические институциональные особенности, обуславливающие актуальность решения определенных макроэкономических проблем, то и цели, которые преследовали центральные банки при проведении этой политики, были различными.

Европейский центральный банк принимал решение о применении отрицательных процентных ставок в непростой для еврозоны ситуации. Начиная с ноября 2011 г. уровень инфляции в еврозоне стал снижаться. Средний уровень инфляции, измеряемый гармонизированным индексом потребительских цен (HICP), в 2012 г. составил 2,5% (в 2011 – 2,72 %), в 2013 г. – 1,35%, а в январе 2014 г. уровень инфляции был уже 0,8%¹. Прогнозы на будущее были неутешительными. Предполагалось, что в дальнейшем снижение инфляции продолжится, несмотря на меры, предпринимаемые ЕЦБ (*Bernoth et al., 2014*).

Причина такой динамики инфляции, по мнению исследователей, крылась скорее не во внешних, а во внутренних факторах (*Ciccarelli and Osbat, 2017*). Структурные факторы, такие как демографические или технологические изменения, играли, согласно проведенным исследованиям, далеко не главную роль. Скорее такая динамика инфляции была обусловлена повторяющимися отрицательными циклическими шоками спроса и предложения. Также большую роль в поддержании инфляции на низком уровне сыграли снизившиеся краткосрочные и долгосрочные инфляционные ожидания населения (рис. 1).

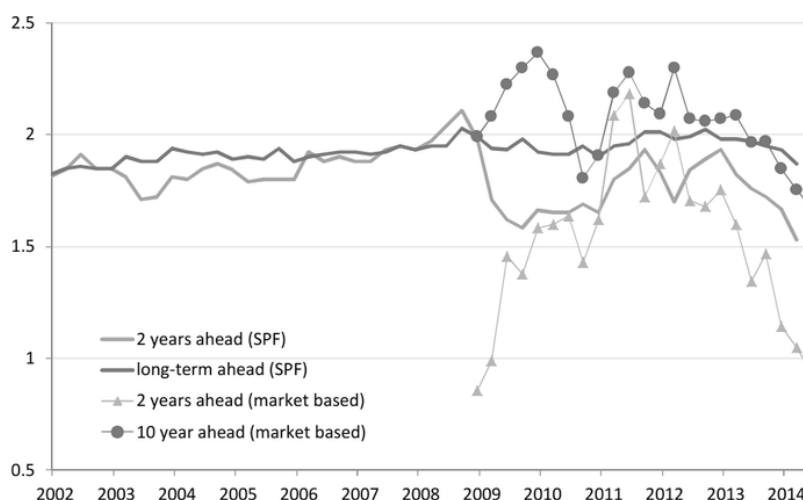


Рис 1. Инфляционные ожидания в зоне евро²

Источник: (*Claeys, 2014*).

Причем последнее было особенно критично, поскольку подпитывало механизм воспроизведения инфляции на низком уровне, препятствующий повышению уровня инфляции в экономике (*Deroose and Stevens, 2017*).

В условиях нависшей над еврозоной угрозы дефляции ЕЦБ стал применять политику отрицательных процентных ставок, пытаясь вернуть инфляционные ожидания к

¹ https://www.ecb.europa.eu/stats/macroeconomic_and_sectoral/hicp/html/index.en.html

² SPF – опрос профессиональных прогнозистов ЕЦБ.

целевому уровню инфляции, что позволило бы преодолеть период низкой инфляции. По словам Драги, ЕЦБ установил отрицательную ставку по депозитам, чтобы «поддержать твердое обоснование среднесрочных и долгосрочных инфляционных ожиданий» (*Draghi, 2014*).

Надо отметить, что не все ЦБ проводили политику отрицательных процентных ставок с целью преодоления низкой инфляции, как это делал ЕЦБ. Так, в случае Национального банка Дании (DN) и Швейцарского Национального банка (SNB) целью политики отрицательных процентных ставок являлся обменный курс, политика помогала противодействовать повышательному давлению на национальную валюту путем предотвращения притока капитала в страну.

Политика отрицательных процентных ставок ЕЦБ

Переход к политике отрицательных процентных ставок для стимулирования экономической активности в еврозоне, а следовательно, увеличения уровня инфляции, способствующего росту инфляционных ожиданий, был вынужденной, но логичной мерой для ЕЦБ. Экономика еврозоны к этому моменту находилась в ситуации «ликвидной ловушки», что не позволяло ЕЦБ применять традиционную монетарную политику для стимулирования экономики. Меры нестандартной монетарной политики, используемые ЕЦБ после начала финансового кризиса 2008 г., показали свою малую эффективность: объемы кредитования реальной экономики были невелики, резко сократилось межбанковское кредитование, произошло падение как краткосрочных, так и долгосрочных инфляционных ожиданий. К тому же, ликвидность, вливаемая в экономику ЕЦБ в ходе реализации мер нетрадиционной монетарной политики, только усугубляла ситуацию, так как она не доходила до реального сектора, а превращалась в избыточную ликвидность (*Baldo et al., 2017*).

Избыточная ликвидность – это сумма денежных средств коммерческих банков, находящихся в центральном банке, превышающая минимальный размер, определяемый нормой обязательных резервов (*Darvas and Pichler, 2018*). Обязательные резервы формируются согласно норме обязательных резервных требований, устанавливаемой ЕЦБ. По обязательным резервам ЕЦБ начисляет проценты, которые рассчитываются исходя из средневзвешенного значения ставки отсечения по основным операциям рефинансирования за период поддержания обязательных резервов. Все денежные средства коммерческих банков, находящиеся на текущих счетах в центральном банке и превышающие размер обязательных резервов, представляют собой избыточные резервы, проценты по ним не начисляются. ЕЦБ различными мерами старался ограничить размер денежных средств банков, хранимых на его счетах, вводя лимиты на избыточные резервы, заставляя банки вкладывать денежные средства сверх обязательных резервов в депозиты «овернайт» в ЕЦБ или покупать на них краткосрочные ценные бумаги ЕЦБ и т.д.

В обычные времена ЕЦБ удавалось заставить коммерческие банки отказаться от хранения значительной части денежных средств в ЕЦБ. Коммерческие банки предпочитали вкладывать эти средства на финансовом рынке, поскольку в нормальных условиях краткосрочные ставки на финансовом рынке значительно превышали ставки по депозитам «овернайт» или краткосрочным ценным бумагам ЕЦБ. Но в ситуации «ликвидной ловушки», когда ставки на межбанковском рынке стали близки к нулю, в то время как вложения в депозиты «овернайт» или краткосрочные ценные бумаги ЕЦБ по-прежнему считались безрисковыми, коммерческие банки предпочли денежные средства размещать в ЕЦБ. Данное положение усугублялось еще и тем, что после начала кризиса 2008 г. ЕЦБ изменил порядок выдачи кредитов коммерческим банкам. До начала финансового кризиса ЕЦБ оценивал потребности банковской системы в ликвидности каждую неделю и предоставлял эту сумму в виде кредитов банкам. Банки получали эти кредиты через аукционы, а затем перераспределяли их в банковской системе через систему межбанковского кредитования. После краха Леман Бразерс

(Lehman Brothers) в октябре 2008 г. в ответ на нарушения функционирования рынка межбанковского кредитования ЕЦБ перешел к системе выделения кредитов через аукционы с фиксированной ставкой и удовлетворением всех заявок при условии предоставления необходимого для этого обеспечения. Это привело к тому, что банки начали предъявлять требования к ликвидности, превышающие их реальный спрос, т.е. к еще большему увеличению избыточной ликвидности в экономике. Избыточная ликвидность, которая была практически нулевой до сентября 2008 г., в 2012-м достигла почти 1 трлн евро, но в 2013 и 2014 г. она начала сокращаться, хотя ее уровень в 2014 г. был все равно достаточно высоким, чуть менее 100 млрд евро (рис. 2).

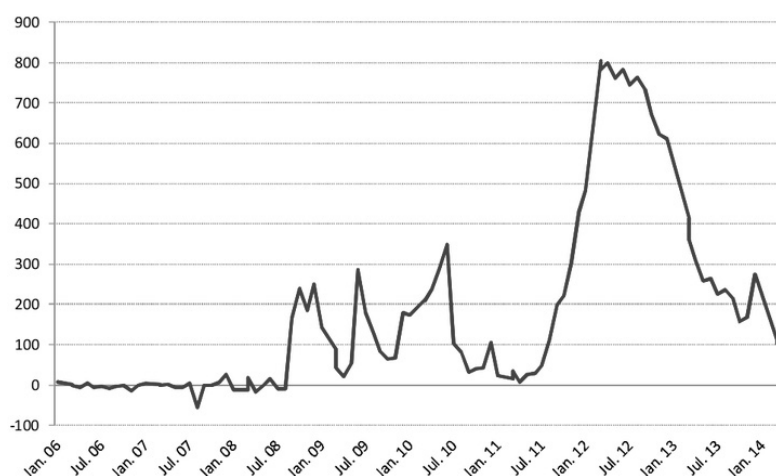


Рис. 2. Избыточная ликвидность в еврозоне, в млрд евро

Источник: ЕЦБ.

Для преодоления сложившейся ситуации ЕЦБ перешел к политике отрицательных процентных ставок. Пятого июня 2014 г. совет управляющих ЕЦБ понизил депозитную ставку «овернайт» (ставку DF) в ЕЦБ до $-0,10\%$. В дальнейшем ЕЦБ производил снижение депозитной ставки еще трижды: 4 сентября 2014 г. ставка DF была снижена до $-0,20\%$, 9 декабря 2015 г. – до $-0,30\%$, 6 марта 2016 г. – до $-0,40\%$ ³, на этом уровне она остается и в настоящий момент.

Использование ЕЦБ ставки DF для стимулирования экономической активности в еврозоне было вполне закономерно, учитывая операционную систему ЕЦБ. Дело в том, что ЕЦБ регулирует три процентных ставки, образующие коридор, в котором колеблется межбанковская процентная ставка овернайт в зоне евро (EONIA). Верхнюю границу коридора определяет предельная ставка по кредитным линиям, центр коридора задает основная ставка рефинансирования (являющаяся обычно целевым показателем), нижнюю границу коридора определяет депозитная ставка (ставка DF), под которую банки могут размещать свою избыточную ликвидность в ЕЦБ до следующего дня. Традиционно в зоне евро ставки по межбанковским кредитам были ближе к центру коридора, но, после того как ЕЦБ начал реализацию крупномасштабной программы покупки активов, увеличивая ликвидность на межбанковском рынке, краткосрочные рыночные ставки начали приближаться к нижней границе коридора, ориентируясь на депозитную ставку (ставку DF). Фактически ставка DF превратилась в основную ставку политики ЕЦБ, что и определило использование именно этой ставки ЕЦБ при проведении политики отрицательных процентных ставок для воздействия на кредитный рынок и стимулирования экономики еврозоны.

Наряду с введением отрицательной ставки по депозитам ЕЦБ принял решение, что по остаткам на текущих счетах коммерческих банков, превышающим минимальные

³ https://www.ecb.europa.eu/stats/policy_and_exchange_rates/key_ecb_interest_rates/html/index.en.html

резервные требования, т.е. по избыточным резервам, будет начисляться отрицательная ставка депозита, в отличие от нулевой ставки по текущему счету (*ЕЦБ, 2016*). Данное решение не позволило коммерческим банкам при введении отрицательной ставки по депозитам, перемещая средства между счетами, избежать отрицательной процентной ставки.

Опыт использования политики отрицательных процентных ставок центральными банками говорит о том, что обычно эта мера не является самостоятельным инструментом, она применяется в совокупности с другими мерами монетарной, а иногда и фискальной политики. Конкретные меры, дополняющие политику отрицательных процентных ставок, зависят от цели проведения политики отрицательных процентных ставок. Так, если целью политики отрицательных процентных ставок является обменный курс, то она может быть дополнена, например, установлением нижней границы валютного курса, проведением валютных интервенций, как это сделал Национальный банк Швейцарии. Так как целью политики отрицательных процентных ставок для ЕЦБ было преодоление динамики снижающейся инфляции и стимулирование экономики, то естественно, что ЕЦБ дополнил ее мерами нетрадиционной монетарной политики, призванными повысить инфляционные ожидания населения, увеличить кредиты в экономики, стимулировать рост производства. Он традиционно использовал политику заявлений (*forward guidance*), а также ввел ряд нестандартных мер количественного и кредитного смягчения. При этом ЕЦБ несколько раз корректировал эти меры в ответ на неожиданные экономические и финансовые события, которые увеличили риски снижения инфляции.

В период с июня 2014 по март 2017 г. ЕЦБ предоставил банкам серии долгосрочных займов на выгодных условиях, проведя программы целевых операций долгосрочного рефинансирования (TLTRO-I и TLTRO-II). Целевая направленность этих программ состояла в предоставлении средств коммерческим банкам для расширения кредитования банками реального сектора. Первая серия целевых операций долгосрочного рефинансирования (TLTRO-I) была объявлена в июне 2014 г. Она предполагала предоставление четырехлетних кредитов банкам по фиксированной процентной ставке 0,25%. В марте 2016 г. была объявлена вторая серия целевых операций долгосрочного рефинансирования (TLTRO-II). В рамках TLTRO-II банки могли занимать до 30% суммы имеющихся у них кредитов нефинансовым корпорациям и домохозяйствам (за исключением кредитов домохозяйствам на покупку жилья). Кроме того, банкам была предоставлена возможность погашать займы, взятые в ходе программы TLTRO-I, за счет займов TLTRO-II. Такое рефинансирование позволило коммерческим банкам, во-первых, увеличить срок финансирования; во-вторых, снизить стоимость кредита для банков, так как средняя стоимость финансирования TLTRO-I составляла около 10 базисных пунктов, в то время как банки, достигшие определенного целевого уровня кредитования реальной экономики, в рамках программы TLTRO-II вообще не платили проценты по кредиту. Программа TLTRO-II состояла из четырех раундов операций рефинансирования. В первом раунде в июне 2016 г. 514 учреждений получили финансирование в размере 399,3 млрд евро. В ходе второго раунда в сентябре 2016 г. 249 учреждений получили в общей сложности 45,3 млрд евро средств. В ходе третьего раунда в декабре 2016 г. 200 учреждений получили в общей сложности 62,2 млрд евро. В ходе четвертого раунда в марте 2017 г. ЕЦБ выдал кредитов на 233,5 млрд евро 474 банкам еврозоны (*ЕЦБ, 2017*). В рамках программы TLTRO-II банкам, достигшим определенного целевого уровня кредитования, не нужно будет платить проценты за суммы ликвидности, полученные от ЕЦБ, в то время как банки, которые значительно превосходили свои целевые показатели кредитования, получали даже проценты по своим непогашенным кредитам. По сути, такие банки, беря кредиты по отрицательной ставке, гасили меньшую сумму, чем они изначально занимали. Такая система позволяла ЕЦБ эффективно возвращать часть стоимости хранения резервов

коммерческим банкам в обмен на увеличение кредитования реальной экономики. При оптимальных обстоятельствах это «возмещение» и отрицательная ставка, начисляемая на резервные запасы, по мнению исследователей, нейтрализуют друг друга.

Вместе с политикой отрицательных процентных ставок ЕЦБ стал активно использовать и меры количественного смягчения, которые до этого он практически не применял, в отличие от ФРС или Банка Англии. Так, в январе 2015 г. ЕЦБ заявил о расширении программы приобретения активов (APP – Asset purchases program) и переходе к программе покупок в публичном секторе (PSPP). Данная программа, направленная на выкуп государственных облигаций стран еврозоны на открытом рынке, была начата в марте 2015 г. На протяжении первого года своего существования программа покупок в публичном секторе (PSPP) подвергалась существенным изменениям: был увеличен максимальный процент выкупленных облигаций у одного эмитента (он составил 33%); была снижена ставка по депозитам (-0,3%); увеличена сумма месячных вложений (около 60 млрд евро); расширен список агентов, чьи ценные бумаги допускались к покупке (с 7 до 30) (Claeys, 2016). Кроме программы покупок в публичном секторе (PSPP), ЕЦБ ввел еще три новые, расширяющие программы покупки активов (APP). С 21 ноября 2014 по 19 декабря 2018 г. в рамках APP реализовывалась программа покупки ценных бумаг с активами (ABSPP). С 20 октября 2014 по 19 декабря 2018 г. ЕЦБ проводил программу покупки покрытых облигаций З (CBPPЗ). С 8 июня 2016 по 19 декабря 2018 г. программа покупки активов была распространена также на инструменты корпоративного сектора, была внедрена программа выкупа корпоративных облигаций (CSPP – Corporate sector purchase programme). С марта 2015 по март 2016 г. ежемесячные покупки ЕЦБ в рамках APP составляли 60 млрд евро. С апреля 2016 по март 2017 г. они уже выросли до 80 млрд евро. Затем ежемесячные покупки стали уменьшаться: с апреля по декабрь 2017 г. они составили 60 млрд евро, с января по сентябрь 2018 г. они снизились 30 млрд евро, а с октября до конца 2018 г. опустились до 15 млрд евро в месяц. Причем приблизительно 80% этих покупок были произведены в рамках программы PSPP (рис. 3).

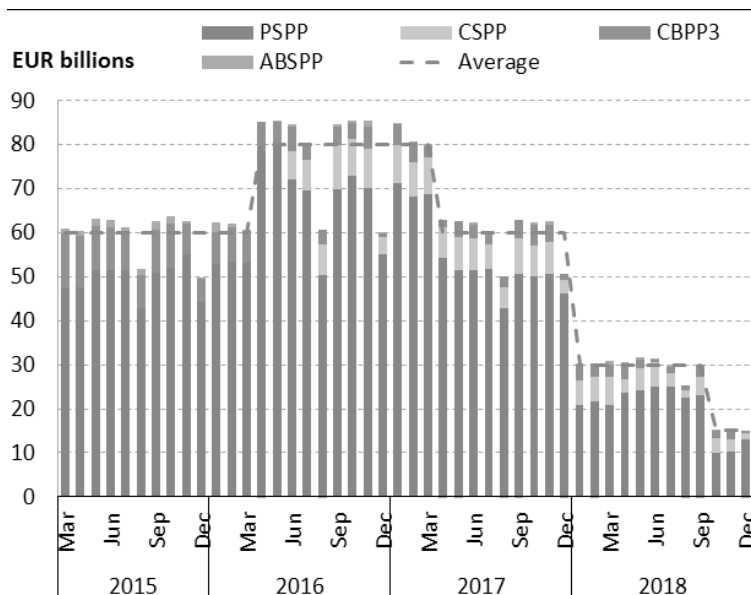


Рис 3. Покупка ЕЦБ активов в рамках APP

Источник: (ECB, 2018a).

13 декабря 2018 ЕЦБ заявил о формальном завершении программы покупки активов. К тому моменту программа APP, которая стартовала в 2015 г., оценивалась в 2,6 трлн евро (2,95 трлн долл.).

Решение ЕЦБ о закрытии программы покупки активов послужило сигналом для рынка о скором завершении политики отрицательных процентных ставок. Аналитики рынка полагают, что ЕЦБ должен отменить политику отрицательных процентных ставок к 2020 г. (*Look et al., 2018*).

Особенности воздействия политики отрицательной процентной ставки ЕЦБ

Введение политики отрицательных процентных ставок рядом ведущих европейских банков вызвало бурное обсуждение среди экономистов преимуществ и издержек этой, ранее считавшейся неприменимой с точки зрения экономической теории, меры политики. В качестве преимуществ этой политики исследователи выделяли, прежде всего, смягчение условий финансового рынка (снижение рыночных процентных ставок, рост объемов кредитования финансового сектора, расширения банками спектра потенциальных заемщиков), которое теоретически должно было привести к оживлению спроса в экономике и росту инфляционных ожиданий. С теоретической точки зрения издержки этой меры политики связывались в основном с ее воздействием на банковский сектор: уменьшением прибыльности банков, увеличением рискованности их вложений и т.д.

Переход ЕЦБ – одного из крупнейших мировых банков – к этой политике, практика ее применения в еврозоне позволили не только исследовать теоретические предположения о воздействии данной политики на экономику, но и существенно расширить понимание этого воздействия.

В ходе анализа опыта применения ЕЦБ политики отрицательных процентных ставок были проведены исследования работы некоторых каналов монетарной трансмиссии: процентного канала (*Praet, 2016; Eisenschmidt and Smets, 2018; Dell’Ariccia, 2018*); сигнального канала (*de Groot and Haas, 2018; Bernoth and Haas, 2018*); канала банковского кредитования (*Albertazzi, Nobili and Signoretti, 2017; Bräuning and Wu, 2017*); балансового канала (*de Sola and Kasongo, 2017*); портфельного канала (*Demiralp et al., 2017*). А Хейдер и другие (*Heider et al., 2018*) в ходе своего исследования сделали вывод о том, что политика отрицательных процентных ставок влияет на экономику через особый трансмиссионный канал – депозитный.

Проведенные исследования действия ряда каналов монетарной трансмиссии позволили выделить несколько особенностей действия этой меры в экономике, кредитование которой осуществляется преимущественно через банковскую систему. Особенно интересные результаты были получены при анализе процентного, балансового каналов и канала банковского кредитования.

Так, при исследовании действия трансмиссионного процентного канала было подтверждено, что по характеру воздействия на экономику, снижение ставок до отрицательных аналогично последствиям сокращения положительных ставок процента (*Praet, 2016; Dell’Ariccia, 2018*). То есть при введении политики отрицательной ставки произошло снижение краткосрочных ставок кредитного рынка, которые посредством арбитража передались широкому диапазону ставок по другим видам активов. Уменьшение рыночных ставок побудило фирмы и домашние хозяйства поменять свои решения о потреблении и инвестициях: будущие расходы были заменены текущими, что способствовало восстановлению экономики. Однако влияние отрицательной процентной ставки DF на рыночные ставки было не таким однозначным, как это предполагала теория. При введении ЕЦБ отрицательной ставки по депозитам (ставки DF) ставки по межбанковскому кредиту, краткосрочным гособлигациям, банковским депозитам нефинансовых корпораций стали отрицательными, в то время как ставки по депозитам домохозяйств в банках остались на положительном уровне (рис. 4).

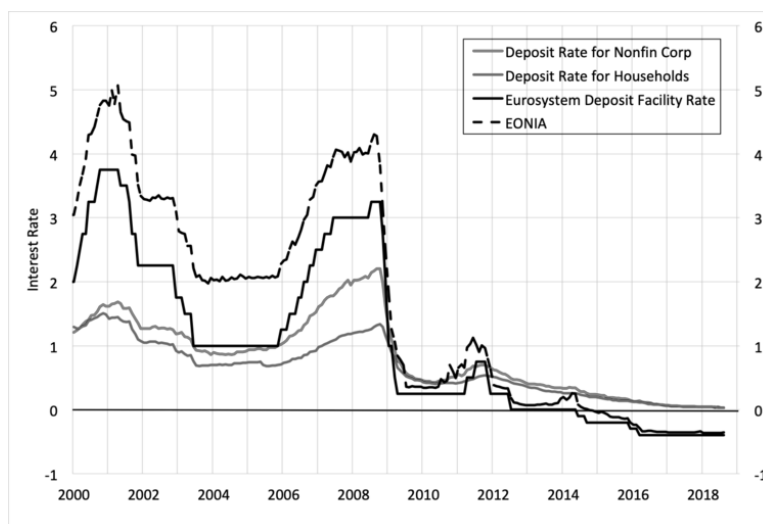


Рис. 4. Динамика процентных ставок в еврозоне

Источник: ЕЦБ.

Исследователи полагают, что банки продолжали поддерживать положительные ставки по депозитам домохозяйств, несмотря на отрицательную ставку DF, опасаясь, что домохозяйства начнут массово изымать вклады из банков, лишив их дешевого источника финансирования стабильных и долгосрочных проектов (*Drechsler et al., 2017*).

При анализе действия канала банковского кредитования при применении политики отрицательных процентных ставок были выявлены следующие особенности его функционирования: в ходе реализации этой меры расширение банковского кредитования происходит не за счет изменения условий кредитования, а за счет влияния отрицательных процентных ставок на избыточную ликвидность; препятствуя накоплению избыточной ликвидности, отрицательные ставки политики заставляют банки искать альтернативные способы размещения средств, ранее хранившихся в избыточной ликвидности, увеличивать предложения кредитов реальному сектору, предоставляя прямые кредиты фирмам и домашним хозяйствам (рис. 5). Демиралп и другие (*Demiralp et al., 2017*) на основе анализа выборки из 256 банков зоны евро, покрывающих около 70% банковских активов в еврозоне, получили вывод о том, что часть банков действительно отреагировала на отрицательные ставки предоставлением большего количества кредитов.

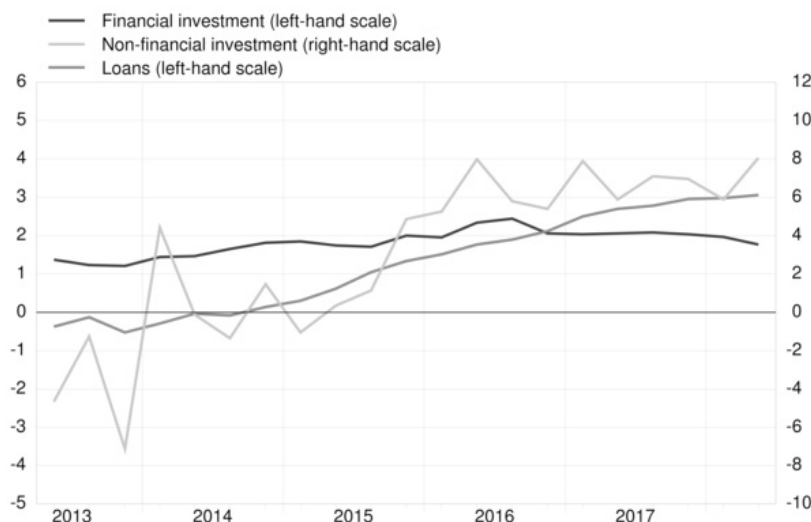


Рис. 5. Кредиты, финансовые и нефинансовые инвестиции

Источник: (ЕЦБ, 2018b).

Интересные результаты были получены при анализе балансового канала монетарной трансмиссии. Теоретически предполагалось, что введение отрицательных ставок процента должно отрицательно повлиять на доходность банков, прежде всего через снижение процентной маржи, ухудшая баланс. Но исследования практики применения политики отрицательных процентных ставок не подтвердили это теоретическое предположение. Они выявили разнонаправленный характер влияния политики отрицательных процентных ставок на доходность банков в еврозоне. Отрицательное влияние определялось тем фактом, что низкие краткосрочные процентные ставки приводят к снижению банковской маржи, так как банки для многих типов депозитов неохотно снижают ставки, особенно ниже нуля. Кроме того, низкие долгосрочные процентные ставки могут снизить чистую процентную маржу (NIM), сгладив кривую доходности (Alessandri and Nelson, 2015; Altavilla, Canova and Ciccarelli, 2016). С другой стороны, политика отрицательных процентов повышала прибыльность банков за счет увеличения количества предоставляемых кредитов. Анализ, проведенный ЕЦБ в 2016 г., показал, что, согласно оценкам регрессии на уровне отдельных банков, склонность банков переводить избыточные запасы ликвидности в кредитование существенно возросла. Темпы роста банковского кредитования увеличились с 4 почти до 5%. Произошедшее увеличение было почти на 20% больше, чем оно было бы по сравнению со сценарием без отрицательных ставок (Praet, 2016). Вместе с тем следует отметить, что увеличение объемов кредитования происходило за счет кредитования более рискованных агентов, что в будущем может отрицательно повлиять на доходность банков. В целом, проведя сравнение воздействия отрицательных процентных ставок на доходность банков в разных странах, Классенс и другие (Claessens et al., 2016) пришли к выводу, что низкие ставки повлияли на доходность банков еврозоны сильнее, чем на доходность банков Канады или США.

Некоторые исследователи отметили также наличие неоднозначной реакции доходности банков еврозоны на политику отрицательных процентных ставок. В качестве факторов, определяющих эту неоднозначную реакцию банков, де Сола и Касонго (de Sola and Kasongo, 2017) выделили долю депозитов в источниках финансирования банка, а также срок погашения и состав активов в портфеле банка. Некоторые исследователи (Arseneau, 2017; Demiralp et al., 2017; Heider et al., 2018) также считали, что бизнес-модели банка оказывают большое влияние на реакцию доходности банков на политику отрицательных процентных ставок. В более выгодном положении оказываются банки, использующие краткосрочное финансирование за счет депозитов населения для предоставления долгосрочных кредитов.

В целом практика применения политики отрицательных процентных ставок ЕЦБ говорит о том, что эта мера положительно воздействовала на экономику зоны евро, правда, с некоторыми особенностями, определяемыми тем, что банковская система является основой финансовой системы зоны евро. Также следует отметить трудности эмпирической оценки воздействия этой меры политики на экономику, поскольку эффекты ее воздействия трудно отделить от эффектов действия политик количественного, кредитного смягчения и политики объявлений, применяемых ЕЦБ одновременно с политикой отрицательных процентных ставок.

Заключение

В работе было проведено исследование мотивов перехода ЕЦБ к политике отрицательных процентных ставок, изучен существующий на данный момент опыт применения ЕЦБ этой политики, выделены особенности действия этой политической меры на еврозону, основой функционирования финансовой системы которой является банковский сектор. Проведенный анализ показал, что введение ЕЦБ отрицательной депозитной ставки «овернайт» было вынужденной мерой преодоления нависшей над Европой угрозы дефляции при существующих институциональных особенностях

функционирования финансового рынка еврозоны. Использование ЕЦБ депозитной ставки (ставки DF) для стимулирования экономической активности в еврозоне было обусловлено особенностями действия операционной системы ЕЦБ в условиях специфической реакции финансового рынка еврозоны на политику кредитного смягчения: резким увеличением избыточной ликвидности банков и стремительным падением объемов кредитования в экономике. Для получения большего эффекта воздействия политики отрицательной процентной ставки на банковскую систему, являющейся основой функционирования финансового рынка зоны евро, ЕЦБ дополнил ее расширением программы покупки активов (APP), а также и программами целевых операций долгосрочного рефинансирования (TLTRO-I и TLTRO-II). Особенности влияния политики отрицательных процентных ставок проявились в дифференцированном воздействии на рыночные процентные ставки, в разнонаправленном воздействии на банковскую систему, в неоднозначной реакции банковской доходности.

Анализ опыта проведения политики отрицательных процентных ставок ЕЦБ подтвердил предположение о том, что применение новой нестандартной меры политики (политики отрицательной процентной ставки) продолжило реализацию прежней стратегии монетарной политики ЕЦБ: использование нестандартных мер для улучшения стандартного механизма воздействия монетарной политики.

СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ

Albertazzi, U., Nobili, A., Signoretti, F. (2017) // The Bank Lending Channel of Conventional and Unconventional Monetary Policy. Banca d'Italia.

Alessandri, P., Nelson, B. (2015). Simple banking: profitability and the yield curve // *Journal of Money Credit and Banking*, 47 (1), 143–75.

Altavilla, C., Fabio, C., Matteo, C. (2016). Mending the Broken Link: Heterogeneous Bank Lending and Monetary Policy Pass-Through // CEPR Discussion Paper, DP11584.

Arseneau, D. M. (2017). How Would US Banks Fare in a Negative Interest Rate Environment? // Finance and Economics Discussion Series, 2017-030. Washington: Board of Governors of the Federal Reserve System.

Arteta, C., Kose, A., Stocker, M., Taskin, T. (2016). Negative Interest Rate Policies: Sources and Implications // World Bank Policy Research Working Paper, 7791.

Baldo, L., Hallinger, B., Helmus, C., Herrala, N. et al. (2017). The distribution of excess liquidity in the euro area // ECB Occasional Paper, 200.

Bernoth, K., Fratzscher, M., König, P. (2014). Weak Inflation and Threat of Deflation in the Euro Area: Limits of Conventional Monetary Policy // DIW Economic Bulletin, 4, 15–28.

Bernoth, K., Haas, A. (2018). Negative Interest Rates and the Signalling Channel // European Parliament, Monetary Dialogue.

Bräuning, F., Wu, B. (2017) // ECB Monetary Policy Transmission During Normal and Negative Interest Rate Periods.

Ciccarelli, M., Osbat, C. (2017). Low inflation in the euro area: Causes and consequences // ECB Occasional Paper, 181.

Claessens, S., Coleman, N. and Donnelly, M. (2016). Low-for-Long Interest Rates and Net Interest Margins of Banks in Advanced Foreign Economies // Board of Governors of the Federal Reserve System (US), 2016-04-11-1.

Claeys, G. (2014). The (not so) Unconventional Monetary Policy of the European Central Bank since 2008 // Policy Department A for the Monetary Dialogue discussions in the Economic and Monetary Affairs Committee (ECON) of the European Parliament, 09 July.

Claeys, G. (2016). The European central bank's quantitative easing programme: limits and risks // Bruegel Policy Contribution, Issue 2016/04.

Cour-Thimann, P., Winkler, B. (2013). The ECB's non-standard monetary policy measures the role of institutional factors and financial structure // ECB Working Paper Series, 1528.

Darvas, Z., Pichler, D. (2018). Excess Liquidity and Bank Lending Risks in the Euro Area // *Monetary Dialogue*, 24 September.

de Groot, O., Haas, A. (2018). The signalling channel of negative interest rates // Unpublished manuscript.

de Sola, P., Kasongo, K. (2017). The negative interest rate policy in the euro area and the supply of bank loans // *Economic Review National Bank of Belgium*, (pp. 43–61).

Dell’Ariccia, G., Rabanal, P., Sandri, D. (2018). Unconventional Monetary Policies in the Euro Area, Japan, and the United Kingdom // *Journal of Economic Perspectives*, 32 (4), 147–172.

Demiralp, S., Eisenschmidt, J., Vlassopoulos, T. (2017). Negative Interest Rates, Excess Liquidity and Bank Business Models: Banks’ Reaction to Unconventional Monetary Policy in the Euro Area // SSRN, 2941377.

Deroose, M., Stevens, A. (2017). Low inflation in the euro area: Causes and consequences // *Economic Review*.

Draghi, M. (2014). Introductory statement to the press conference // Press conference, 4 December.

Drechsler, I., Savov, A., Schnabl, P. (2018). Banking on Deposits: Maturity Transformation without Interest Rate Risk // SSRN, 2938236.

ECB (2014). ECB introduces a negative deposit facility interest rate. (https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2014/html/pr140605_3.en.html).

ECB (2015). The transmission of the ECB’s recent non-standard monetary policy measures // *Economic Bulletin*, Issue 7.

ECB (2016). Minimum reserves. (<https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/mr/html/index.en.html/index>).

ECB (2017). The targeted longer-term refinancing operations: an overview of the take-up and their impact on bank intermediation // *Economic Bulletin*, Issue 3, 42–46.

ECB (2018a). Asset purchase programmes. (<https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omt/html/index.en.html>).

ECB (2018b). Households and non-financial corporations in the euro area: second quarter of 2018. (https://www.ecb.europa.eu/press/pr/stats/ffi/html/ecb.eaefd_early2018q2.en.html).

Eisenschmidt, J. and Smets, F. (2018). Negative interest rates: Lessons from the euro area // ECB working paper.

Eser, F., Amaro, M. C., Iacobelli, S., Rubens, M. (2017). The use of the Eurosystem’s monetary policy instruments and operational framework since 2012 // *ECB Occasional Paper*, 188.

Heider, F., Saidi, F., Schepens, G. (2018). Life below zero: bank lending under negative policy rates // *ECB Working Paper*, 2173.

Hutchinson, J., Smets, F. (2017). Monetary policy in uncertain times: ECB monetary policy since June 2014 // *The Manchester School* (pp. 85–52).

Look, C., Pi, X., Saraiva, C. (2018). The ECB May End its Negative Interest-Rate Policy in 2020 // *Bloomberg*.

Praet, P. (2016). Transmission channels of monetary policy in the current environment // *Speech at the Financial Times Festival of Finance*.

REFERENCES

Albertazzi, U., Nobili, A., Signoretti, F. (2017). The Bank Lending Channel of Conventional and Unconventional Monetary Policy. *Banca d’Italia*.

Alessandri, P., Nelson, B. (2015). Simple banking: profitability and the yield curve. *Journal of Money Credit and Banking*, 47 (1), 143–75.

Altavilla, C., Fabio, C., Matteo, C. (2016). Mending the Broken Link: Heterogeneous Bank Lending and Monetary Policy Pass-Through. *CEPR Discussion Paper*, DP11584.

Arseneau, D. M. (2017). How Would US Banks Fare in a Negative Interest Rate Environment? Finance and Economics Discussion Series, 2017-030. Washington: Board of Governors of the Federal Reserve System.

Arteta, C., Kose, A., Stocker, M., Taskin, T. (2016). Negative Interest Rate Policies: Sources and Implications. World Bank Policy Research Working Paper, 7791.

Baldo, L., Hallinger, B., Helmus, C., Herrala, N. et al. (2017). The distribution of excess liquidity in the euro area. ECB Occasional Paper, 200.

Bernoth, K., Fratzscher, M., König, P. (2014). Weak Inflation and Threat of Deflation in the Euro Area: Limits of Conventional Monetary Policy. DIW Economic Bulletin, 4, 15–28.

Bernoth, K., Haas, A. (2018). Negative Interest Rates and the Signalling Channel. European Parliament, Monetary Dialogue.

Bräuning, F., Wu, B. (2017). ECB Monetary Policy Transmission During Normal and Negative Interest Rate Periods.

Ciccarelli, M., Osbat, C. (2017). Low inflation in the euro area: Causes and consequences. ECB Occasional Paper, 181.

Claessens, S., Coleman, N. and Donnelly, M. (2016). Low-for-Long Interest Rates and Net Interest Margins of Banks in Advanced Foreign Economies. Board of Governors of the Federal Reserve System (US), 2016-04-11-1.

Claeys, G. (2014). The (not so) Unconventional Monetary Policy of the European Central Bank since 2008. Policy Department A for the Monetary Dialogue discussions in the Economic and Monetary Affairs Committee (ECON) of the European Parliament, 09 July.

Claeys, G. (2016). The European central bank's quantitative easing programme: limits and risks. Bruegel Policy Contribution, Issue 2016/04.

Cour-Thimann, P., Winkler, B. (2013). The ECB's non-standard monetary policy measures the role of institutional factors and financial structure. ECB Working Paper Series, 1528.

Darvas, Z., Pichler, D. (2018). Excess Liquidity and Bank Lending Risks in the Euro Area. Monetary Dialogue, 24 September.

de Groot, O., Haas, A. (2018). The signalling channel of negative interest rates. Unpublished manuscript.

de Sola, P., Kasongo, K. (2017). The negative interest rate policy in the euro area and the supply of bank loans. Economic Review National Bank of Belgium, (pp. 43–61).

Dell'Ariccia, G., Rabanal, P., Sandri, D. (2018). Unconventional Monetary Policies in the Euro Area, Japan, and the United Kingdom. *Journal of Economic Perspectives*, 32 (4), 147–172.

Demiralp, S., Eisenschmidt, J., Vlassopoulos, T. (2017). Negative Interest Rates, Excess Liquidity and Bank Business Models: Banks' Reaction to Unconventional Monetary Policy in the Euro Area. SSRN, 2941377.

Deroose, M., Stevens, A. (2017). Low inflation in the euro area: Causes and consequences. Economic Review.

Draghi, M. (2014). Introductory statement to the press conference. Press conference, 4 December.

Drechsler, I., Savou, A., Schnabl, P. (2018). Banking on Deposits: Maturity Transformation without Interest Rate Risk. SSRN, 2938236.

ECB (2014). ECB introduces a negative deposit facility interest rate. (https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2014/html/pr140605_3.en.html).

ECB (2015). The transmission of the ECB's recent non-standard monetary policy measures. Economic Bulletin, Issue 7.

ECB (2016). Minimum reserves. (<https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/mr/html/index.en.html/index>).

ECB (2017). The targeted longer-term refinancing operations: an overview of the take-up and their impact on bank intermediation. Economic Bulletin, Issue 3, 42–46.

ECB (2018a). Asset purchase programmes. (<https://www.ecb.europa.eu/mopo/implementation/html/index.en.html>).

ECB (2018b). Households and non-financial corporations in the euro area: second quarter of 2018. (https://www.ecb.europa.eu/press/pr/stats/ffi/html/ecb.eaefd_early2018q2.en.html).

Eisenschmidt, J. and Smets, F. (2018). Negative interest rates: Lessons from the euro area. ECB working paper.

Eser, F., Amaro, M. C., Iacobelli, S., Rubens, M. (2017). The use of the Eurosystem's monetary policy instruments and operational framework since 2012. ECB Occasional Paper, 188.

Heider, F., Saidi, F., Schepens, G. (2018). Life below zero: bank lending under negative policy rates. ECB Working Paper, 2173.

Hutchinson, J., Smets, F. (2017). Monetary policy in uncertain times: ECB monetary policy since June 2014. The Manchester School (pp. 85–52).

Look, C., Pi, X., Saraiva, C. (2018). The ECB May End its Negative Interest-Rate Policy in 2020. Bloomberg.

Praet, P. (2016). Transmission channels of monetary policy in the current environment. Speech at the Financial Times Festival of Finance.