



Munich Personal RePEc Archive

Effects of negative interest rates

Danila, Marius

1 March 2016

Online at <https://mpra.ub.uni-muenchen.de/72634/>
MPRA Paper No. 72634, posted 05 Aug 2016 14:29 UTC

Implicatii ale plasarii dobanzilor in zona negativa

Abstract. Dobanzile negative, in contextul utilizarii ca instrument de politica monetara, sunt privite de catre autoritatile centrale ca o modalitate de stimulare a cresterii economice reale prin: scaderea costului de creditare, cresterea consumului, minimizarea volatilitatii etc. Insa aceasta politica are un impact negativ in anumite zone ale industriei financiare, generand volatilitate, nesiguranta si neincredere in institutii si decidenti. Profitabilitatea institutiilor bancare, volumul creditelor neperformante, gradul de adecvare a capitalului, riscul de lichiditate, probleme la nivelul fondurilor de investitii si burselor, sunt cateva problematici analizate, analiza fiind acompaniata de diverse recomandari privind minimizarea principalelor efecte adverse create de catre dobanzile negative.

Abstract. Negative interest rates, as an instrument of monetary policy, are regarded by the central authorities as a stimulant for the growth of real economy through: decrease of lending costs, increase of consumption, decrease of volatility and so on. However this policy has a negative influence within certain areas of the financial industry, and has the potential to create instead increased market volatility, uncertainty and mistrust in institutions and decision makers. Profitability of banking institutions, volume of NPLs, capital adequacy, liquidity risk, challenges for investment funds and stock exchanges are several issues analysed by this paper, together with several recommendations on tackling the most pressing effects of negative interest rates.

Keywords: European banking, European Central Bank, negative interest rates, capital adequacy, financial industry, investment funds, non performing loans, monetary policy

JEL Classification: E43, E52, E58, G15, G21, G23

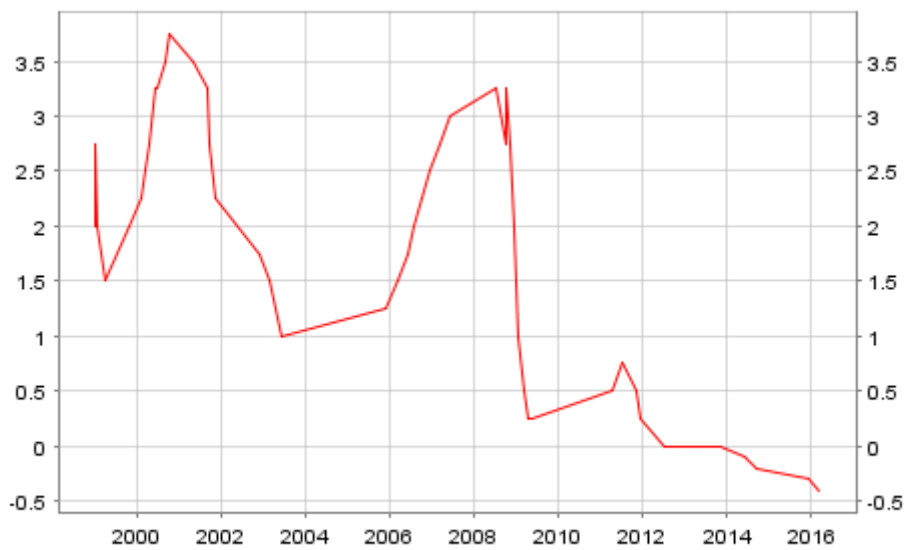
Unul din scenariile simple, de baza, pentru toti clientii bancari este legat de rolul primordial al bancilor de atragere de depozite pentru care platesc dobanda. Mai este insa general valabil acest scenariu in ziua de astazi? Este el pus in fata unor provocari si chiar pericole? Este posibil sa identificam o noua etapa in acest segment de activitate bancara si nu numai, indusa de realitatea in care mai multe banci centrale percep un anumit cost institutiilor bancare, legat de plasarea de catre bancile comerciale a excesului de lichiditate la respectivele banci centrale.

In contextul politicii monetare avand ca obiectiv principal stabilitatea preturilor si utilizarea ce catre bancile centrale a unor instrumente neconventionale care sa conduca la sprijinirea efectiva a economiei reale, se mentioneaza scopurile urmarite si anume stimularea cresterii economice prin reducerea costului creditarii, "incurajarea" plasarii lichiditatilor in economia reala versus plasarea in depozite la banca centrala, stimularea consumului gospodariilor si corporatiilor (in contextul in care ne confruntam la nivel global cu un "chronic demand deficiency syndrome"), lupta contra deflatiei si scaderea volatilitatii pietelor valutare. *Subscriu opiniilor ca acest instrument al dobanzilor negative genereaza si o serie de provocari pentru care pietele si decidentii nationali nu sunt probabil suficient de pregatite.*

Incepand din a doua jumatate a secolului XIX (Silvio Gesell, primul suporter al conceptului "taxei pe bani") subiectul dobanzilor negative s-a constituit intr-un subiect fascinant atat pentru publicul larg cat si pentru profesionisti. In general se considera ca dobanda asociata investitiilor financiare nu este niciodata negativa deoarece un astfel de scenariu ar genera o retinere, o blocare a lichiditatilor. Sa nu uitam ca orice astfel de retinere are si ea anumite costuri si riscuri – furt, distrugere, fondurile nu pot fi folosite pentru plati de valoare mare sau internationale, riscuri si costuri asociate investitiilor alternative (de exemplu aur).

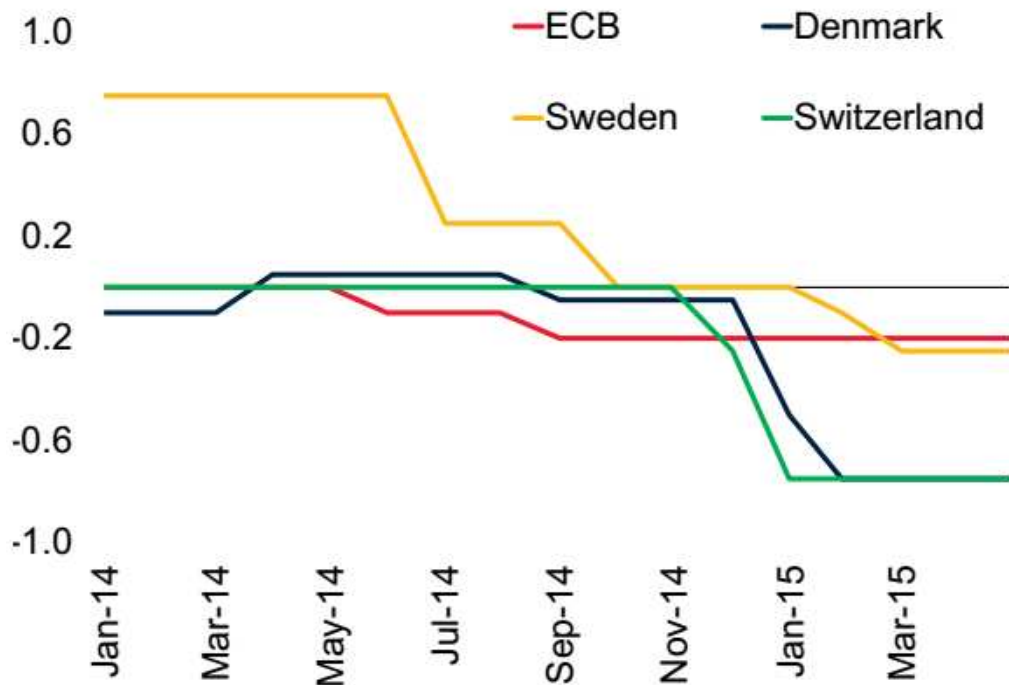
Inca din 2012 (intalnirea din 25 iunie 2012 a Money Market Contact Group) Banca Centrala Europeana (BCE) a avut o preocupare constanta cu referire la subiectul dobanzilor negative in contextul dimensionarii Deposit Facility Rate. Printr-o permanenta analiza a costurilor legate de retinerea lichiditatii de catre institutiile financiare BCE determina pragul de rentabilitate in ecuatia cost retinere / Deposit Facility Rate. Astfel, in iunie 2014 BCE a dimensionat pentru prima data Deposit Facility Rate la o valoare negativa ("to underpin the firm anchoring of medium to long-term inflation expectations" - Draghi) - vezi Fig.1, urmata la un interval de cateva luni (Februarie 2015) de catre Banca Centrala a Suediei precum si de bancile centrale din Danemarca si Elvetia – vezi Fig. 2

Fig. 1 Evolutia BCE Deposit Facility Rate 1999 - 2016



Sursa: Banca Centrala Europeana

Fig. 2 – Evolutie recenta rate de politica monetara



Sursa: Bloomberg

Asistam la un moment care ar trebui sa ne dea de gandit si care este necesara fi analizat, cu toate implicatiile lui. Recent (10 Martie 2016), Mario Draghi, Presedintele BCE, aplicand

politica de forward guidance, a reiterat clar scenariul pe care il parcurge BCE si Zona Euro si anume mentinerea pe o perioada lunga a dobanzilor joase (acum la nivel negativ), chiar foarte joase („... rates will stay low, very low, for a long period of time”). Daca la un moment dat se analizau cele doua scenarii cu privire la trendul dobanzilor si anume „Low for long” si „Back to normal” (luand in considerare efectele pozitive si negative ale fiecaruia), iata ca cel putin in ceea ce priveste BCE si Zona Euro avem o perspectiva destul de clara. Romania este interesata sa cunoasca toate aceste dezvoltari si sa ia in considerare toate implicatiile avand in vedere apartenenta noastra la UE, comerțul exterior preponderent cu UE si mai ales cu Zona Euro, structura sistemului bancar romanesc (dominat de grupuri bancare din Zona Euro).

Trendul de scadere a dobinzilor si de mentinere a lor la un nivel foarte jos, ca si atingerea nivelelor negative de dobanda se resimt in mod negativ in diverse sectoare ale pietei financiare, avand capacitatea de a genera un fenomen global de dezintermediere financiara intr-o lume ce este deja marcata de volatilitate, incertitudini si neincredere.

Un prim efect de acest gen este reprezentat de o diminuare considerabila a profitabilitatii sistemului bancar in principal prin scaderea marjelor nete de dobanda – bancile nu sunt deocamdata confortabile cu ideea de a micșora aproape de zona negativa dobanzile aferente depozitelor in contextul pericolului de a pierde cota de piata, atat in zona clientilor retail cat si a celor institutionali. Asistam insa la o clara diminuare a importantei veniturilor din dobanzi pentru majoritatea institutiilor bancare; aceste institutii sunt fortate sa diversifice gama de servicii bazate pe comisioane si fee-uri, precum si sa creasca presiunea in procesele, deja de mai multi ani in aplicare, de restructurare, reducere a costurilor si maximizare a eficientei si productivitatii. Aceasta presiune in crestere, evidentiata si de un numar mare de studii BIS, ingrijoreaza actionarii, pietele si supraveghetorii; pentru a evita pierderea increderii in banci ea trebuie administrata de catre institutiile bancare intr-un mod inteligent si rational, cu atentie sporita mai ales pe urmatoarele zone:

- *Alegerea unui nou model de business si revenirea la profitabilitate.* Atingerea acestor tinte nu trebuie acompaniata de standarde de creditare mai relaxate, cresterea dependentei de surse de finantare pe termen scurt sau cresterea expunerilor pe anumite clase de riscuri. Ne vom confrunta in mod clar cu situatii de crestere excesiva a riscurilor asumate in procesul de identificare de yield pozitiv, data fiind corelatia negativa intre nivelul dobanzilor pe piata si nivelul riscurilor asumate. Sa speram ca aceste riscuri nu vor fi transferate catre investitori sau clientii deponenti (vezi bail-in). De altfel, vorbind despre modelul de business, putem spune ca influenta dobanzilor joase si negative asupra profitabilitatii bancare difera de la banca la banca, in functie de modelul ales. Ba mai mult, studiile BCE arata ca la nivel agregat sistemul bancar din Zona Euro arata profitabilitate si pentru multe banci „important capital gains”

- Volumul *creditelor neperformante* (NPL), care la nivel national si global se afla din pacate intr-o permanenta crestere, creand un cerc vicios in procesul de crestere a profitabilitatii prin nivelul de provizionare. O mare atentie trebuie acordata in acest context calitatii procesului de evaluare / reevaluare a garantiilor, analizei de catre supraveghetori si reglementatori a solutiilor de vanzare a NPL de catre bancile comerciale, precum si calitatii generale a procesului de restructurare, inclusiv prin diminuarea cazurilor de forbearance in conditiile in care nu exista suficiente semnale privind sustenabilitatea serviciului datoriei. Concomitent, procesul de „curatare a bilanturilor bancare de credite neperformante” poate imbraca uneori exagerari in clasificarea unor clienti la aceasta categorie, netinand cont de calitatea managementului clientului, de viabilitatea afacerii (aceasta trecand de multe ori printr-o perioada de tranzitie mai dificila, necesitand deci un „bridge financing”). Actiunea exagerata a trecerii creditelor la categoria neperformante, provizioanele mari si vanzarea portofoliilor de credite neperformante la preturi derizorii (cui?) pot influenta profitabilitatea si in final baza de impozitare, cu impact asupra veniturilor bugetare la nivel national. Interesul national cere o indreptare urgenta a atentiei asupra acestui domeniu.
- *Gradul de adecvare a capitalului, testele de stress si AQR (analiza calitatii activelor)*. In contextul actual este important sa semnalam cerinta FED ca pentru stress test-ul 2016 bancile sa produca scenarii ale modelului de business plecand de la premisele dobanzilor negative (incepand cu trimestrul 2) dublate de o recesiune globala severa. Este un semnal clar ca si FED considera in mod serios aducerea si mentinerea ratelor de politica monetara in zona negativa pe o perioada mai lunga.
- *Administrarea riscului de lichiditate – Internal Liquidity Assessment Process (ILAAP)*, mai ales in contextul noutatilor aduse de Basel III in ceea ce priveste testul de lichiditate si leverage ratio. Se creeaza o necesitate clara in a mentine un nivel real pozitiv al dobanzilor la depozite dublata de eforturi in vederea diversificarii surselor de finantare. Imi exprim opinia ca reglementarile sunt bune pentru a creste rezilienta bancilor comerciale, dar toate au o limita. Vorbind de necesitatea constituirii la nivelul fiecarei banci a unor active lichide sau care pot deveni lichide imediat, ca si constituirea unor surse de funding stabile, putem identifica pericolul ca aceste cerinte sa „inghete” o mare parte din sursele atrase de banci si deci partea disponibila pentru finantarea economiei nationale sa fie diminuata. Daca adaugam la aceasta si continua aversiune la risc a bancilor, a clientilor si a statului, cum mai putem ajunge la nivelul dorit de crestere si dezvoltare economica?
- Tratarea cu maxima seriozitate a oportunitatilor de consolidare locala sau regionala prin *M&A*.

Mentinerea pe o perioada indelungata a unei situatii de dobanzi negative va produce efecte negative si in piata institutiilor financiare nebancale – in special fonduri de pensii, fonduri de investitii si companii de asigurare – cu potential de afectare a obligatiilor pe termen lung pentru astfel de institutii (in special cele ce presupun un nivel fix al venitului sau

venit minim garantat), situatie semnalata si de FMI inca din 2015. Deja ne confruntam cu deteriorarea raportului populatie activa/populatie pensionata si cu deficite in crestere in zona fondurilor de pensii sau a asigurarilor de viata. Este necesar sa diminuam riscul afectarii negative a potentialului de crestere si a cresterii insuficiente a acestor fonduri prin diminuarea cistigurilor financiare. Lipsa unei rentabilitati suficiente in ceea ce priveste piata instrumentelor monetare va forta o reorientare masiva catre alte tipuri de instrumente, cum ar fi de exemplu obligatiunile suverane, crescand insa rapid volumul cererii si bineinteles ducand la diminuarea semnificativa a yield-ului si pentru astfel de instrumente (conform unei analize Bloomberg la sfarsitul anului 2015 deja o treime din datoriile suverane din zona euro aveau randamente negative). Acest fapt poate reprezenta totusi si un aspect pozitiv prin inlesnirea accesului la piata internationala de capital a emitentilor mai ales suverani de pe pietele emergente, inclusiv Romania, contrabalansand, prin stimularea investitiilor publice, politicile curente de austeritate ce aduc efecte negative pe termen mediu si lung. Este posibil chiar sa fim martorii apropierii datoriilor suverane de notiunea de „free lunch” – o situatie insa foarte periculoasa deoarece contureaza de multe ori o imagine falsa privind sustenabilitatea datoriei suverane in cazul multor emitenti.

Fondurile axate pe instrumente de piata monetara vor fi cele mai grav afectate; in mod cert se va produce o diminuare a valorii activelor nete considerand lipsa de atractivitate pentru investitorii traditionali in astfel de vehicule.

Sa nu uitam, in ceea ce priveste piata instrumentelor financiare in care institutiile financiare nebancale investesc, si de potentiala aparitie a unor anomalii privind evaluarea investitiei prin distorsionarea discount rate-ului utilizat; pentru fondurile de pensii si companiile de asigurari scaderea semnificativa a discount rate-ului se traduce prin supraevaluarea valorii prezente a fluxurilor de obligatii.

Impactul asupra pietei bursiere de actiuni este pentru moment neclar; in mod cert anumite categorii de investitori institutionali se vor indrepta spre astfel de produse si vor crea o crestere artificiala a valorilor de piata, insa sa nu uitam ca pe multe pietele institutiile bancare reprezinta o componenta importanta a capitalizarii bursiere. Scaderea indicatorilor de profitabilitate pentru sistemul bancar va afecta negativ valoarea de piata a emitentilor bancari, imprimand direct si prin contagiune un trend descendent pietei bursiere.

Va trebui avut in vedere si adresat in mod responsabil si impactul social direct al dobanzilor negative – chiar daca unii debitori retail beneficiaza de pe urma ieftinirii creditului, in special ipotecar, sa nu uitam ca efectul primordial (negativ) va fi asupra economiilor populatiei. Depunatorii retail nu sunt in nici un caz manageri sofisticati de fonduri, vor fi intr-un fel fara aparare in fata unei astfel de situatii, direct afectati de diminuarea sau chiar disparitia veniturilor generate in procesul de economisire. Taxarea depunatorilor (dobanzi mici, de multe ori real negative si „on top of it” impozitarea dobanzilor) ca si subsidierea creditorilor nu este deloc de natura a creste calitatea vietii si va eroda masiv increderea populatiei in autoritatile financiare si guvernamentale. Consider ca

putem exersa scenariul in care sa gasim cea mai buna forma legala prin care sa impunem sistemului bancar o zona minima a dobanzilor la depozite. Trebuie sa fim realisti si cu privire spre viitor limitand efectele contraproductive ale dobanzilor joase sau negative asupra deponentilor, cu implicatii dezastruoase pe termen mediu si lung.

Sunt de parere ca este necesar sa analizam si unele scenarii (putin mai „exotice” ar spune unii) cum ar fi revizuirea modului de functionare si a modelului utilizat pentru anumite produse financiare, a cadrului legal si procedural precum si a terminologiilor, situatii de dobanzi negative in cazul contractelor de credit cu dobanda legata de anumite benchmark-uri, aparitia unor noi produse financiare cu randament de minim „0”, inovatii pe plan operational (settlement), aparitia unor noi servicii financiare (de exemplu noi tipuri de institutii care sa administreze lichiditatile ce vor parasi sistemul bancar), orientarea preponderenta catre cash a unor sectoare ale economiei, toate acestea cu scopul de a nu inhiba inovatia, dar, in acelasi timp de a diminua potentialul *impact negativ asupra stabilitatii economice si financiare.*

Vom asista si la adevarate razboaie valutare (in principal datorate faptului ca nu toate tarile isi pot deprecia moneda nationala in acelasi ritm), multe tari utilizand deja, cu mai mult sau mai putin succes, instrumentul dobanzilor negative pentru stimularea exporturilor prin deprecierea monedei nationale – vezi de exemplu cazurile Japoniei si Elvetiei.

In general participantii in pietele economic – financiare privesc situatia dobanzilor negative ca factor generator de incertitudini si volatilitati, un nou punct pe lista curenta de astfel de factori, de probleme si provocari, in aditional la evolutia pretului la hidrocarburi, viitorul economic al Chinei (unul din principalii factori de influentare a economiei mondiale, ce se confrunta la ora actuala cu o „unholy trinity”- nu poate controla eficient moneda nationala, masa monetara si fluxul de capitaluri), problemele bancilor europene, diversele riscuri geopolitice, strategiile FED (la ora actuala divergente fata de cele ale BCE) si situatia economiei SUA. Exista multe voci care sustin ca bancile centrale subestimeaza in aplicarea dobanzilor negative si chiar a dobanzilor joase „for long”, riscurile economice, distorsioneaza preturile diverselor clase de active (inlocuirea regulilor de piata in formarea preturilor cu decizii de natura monetara) si creaza instabilitate economica si financiara, mergand pana la compararea unor astfel de politici cu „arme de distrugere in masa” (Deutsche Bank).

In mod cert aducerea dobanzilor la un nivel negativ si mentinerea unei astfel de situatii este doar o solutie partiala la provocarile unei cresteri economice scazute, ratelor ridicate de somaj si a procesului deflationist avand in vedere atat efectele negative ale unei astfel de politici precum si transmisia ei, dupa multi specialisti, se pare limitata in economia reala – marea majoritate a institutiilor bancare inca nu au crescut volumul creditarii catre economie, ci din contra, continua procesul de deleveraging. Este absolut necesar ca o astfel de politica sa fie acompaniata de intense reforme structurale si fiscale adresate imbunatatirii mediului de afaceri si social pentru a-si atinge macar partial menirea originala si a evita aparitia unor dezechilibre micro si macroeconomice. Pietele financiare si autoritatile nu trebuie sa-si

creeze o fixatie privind politica monetara; focusul trebuie sa fie pe economia reala in vederea crearii premiselor efective, eficiente si sustenabile de crestere economica si dezvoltare.

Stadiul actual parcurs de economia Romaniei, necesitatile ei curente si viitoare, indicatorii fundamentali impun o politica si o strategie pe termen mediu si lung in legatura cu dobanzile si finantarile, fara irosirea resurselor financiare interne; din contra trebuie depuse eforturi in vederea *atingerii unei spirale virtuose a relatiei efort - efect in procesul de utilizare a lor*. Mesajele recente ale politicii de forward guidance a BNR incearca sa ne ancoreze asteptarile in privinta dobanzii de politica monetara si a culoarului acesteia catre un trend, se pare, divergent fata de politica BCE. Urmarim cu interes deciziile urmatoare de politica monetara a BNR si mai ales efectivitatea transmisiei acesteia in economia reala. In acelasi timp imi exprim convingerea ca avem totusi puterea si dorinta de decizie pentru implementarea acelu mult dorit mix de politici (monetara, structurala si fiscala) ale carui rezultate sa se resimta cit mai curand si sustenabil la nivelul INDIVIDULUI.