TEP o gospodarce
informacja prasowa

Warszawa, 30 marca 2020 r.

Kilka uwag na temat stóp procentowych w czasach zarazy

Ostatnia obniżka stóp procentowych NBP w dobie zbliżającego się kryzysu gospodarczego to krok zbędny a być może nawet fałszywy. Komentarze członków RPP wskazujące na słuszność cięcia o 50 bp i budujące oczekiwania na kolejne obniżki dowodzi, że RPP niezbyt uważnie obserwuje rzeczywistość gospodarczą a zbyt mocno polega na anachronicznych podręcznikach do makroekonomii z XX wieku.

Problem, który przed nami się pojawia polega na spowolnieniu obiegu gospodarczego, przerwaniu łańcuchów logistycznych, spowolnieniu obiegu pieniądza i zaburzeniach płynności finansowej. Dotyczy to przede wszystkim sektora przedsiębiorstw, tzw. sfery realnej i usług.

Nadciągający problem nie polega na niedostosowaniu popytu i podaży na pieniądz i na zbyt wysokim koszcie kredytu. Obecny problem nie dotyczy zbyt niskich przychodów przedsiębiorców i zbyt wysokich kosztów finansowych. Ten problem jest brutalny: brak płynności, brak przychodów, brak kredytu.

Płynność traci się tylko raz. W związku z tym cena płynności jest ogromna. To jest obecny problem gospodarczy.

Autorzy podręczników do ekonomii nie dyskutują problemu zatrzymania obiegu gospodarczego lub zarządzania gospodarką w stanie wojny (bowiem sytuacja obecna w wielu aspektach stan taki przypomina).

Obniżenie stóp procentowych zmniejsza oprocentowanie części kredytów (nie wszystkie kredyty są indeksowane do WIBOR lub są skorelowane ze stopami NBP). W liczbach można ten efekt oszacować na około 5 mld PLN w skali roku. Jest to zmniejszenie kosztów przedsiębiorców i jednocześnie zmniejszenie przychodów banków. Obniżenie oprocentowania kredytów nie zwiększa zapotrzebowania na płynność i kredyt, bo to zapotrzebowanie i tak jest teraz bardzo duże. Cena kredytu w takich warunkach nie jest istotna. Część przedsiębiorców znajduje się teraz zapewne w takiej sytuacji, że zapłaciliby za utrzymanie płynności w ciągu najbliższego roku 5 -10 proc., a nawet 20 proc. (!). Pytanie jest bardziej trywialne – kto może udzielić kredytu, gdy przedsiębiorca nie ma przychodów, bo rozporządzeniem zawieszono możliwość prowadzenia przez niego działalności? Bank, który dysponuje pieniędzmi powierzonymi przez klientów ma w takim przypadku bardzo ograniczone pole działania. Nie może przecież zapomnieć o ochronie deponentów. Nie może udzielić kredytowania podmiotom, które nie zwrócą środków powierzonych przez oszczędzających. Gra idzie o przetrwanie i przedsiębiorstw i banków.

W przestrzeni publicznej oraz w wypowiedziach członków RPP brak zupełnie odniesienia do depozytów składanych w bankach. W ostatnich 10 latach żyjemy w wyjątkowo niskim otoczeniu stóp procentowych. W tych warunkach niskie oprocentowanie depozytów terminowych spowodowało przesunięcie oszczędności ludności w kierunku rachunków bieżących. Obniżenie stóp NBP prowadzi do obniżenia oprocentowania depozytów. Ponad 60 proc. pasywów banków w Polsce stanowią już rachunki bieżące oprocentowane bardzo nisko (rzędu 0,0-0,5 proc.). Obniżenie przez NBP referencyjnej stopy procentowej o 50bp nie przełoży się w całości na spadek oprocentowania depozytów. To oznacza, że oszczędzający w bankach uzyskają przychód pomniejszony o 5 mld PLN lub mniej (w skali roku). Oprocentowanie ich oszczędności spadnie praktycznie do zera. Pojawi się pytanie, po co oszczędzać przy tak niskich przychodach odsetkowych. W tych warunkach w zasadzie należy już zapomnieć o tym, co w teorii ekonomii nazywane jest preferencją płynności. W coraz większym stopniu jesteśmy świadkami zaniku depozytów terminowych - w warunkach niskich stóp procentowych, poniżej 1 proc., kogo obchodzi, że otrzyma oprocentowanie depozytu większe np. o 0,2 pp, jeżeli złoży ten depozyt na pół roku. Obniżka stóp ma dewastujący wpływ na strukturę terminową naszych oszczędności, jak również pasywów banków.

Obniżenie stóp procentowych przez NBP powinno przesunąć krzywe rentowności w dół, to z kolei powinno podnieść wycenę aktywów denominowanych w PLN. Ale ten efekt to tylko teoria. Pozyskanie finansowania czy to przez Skarb Państwa, czy przez przedsiębiorstwa przez emisję obligacji, będzie w nowych warunkach gospodarczych trudne, a to oznacza, że nie będzie tanio. Realne krzywe rentowności wzrosną. Dlaczego bowiem ci co posiadają wolne środki mają akceptować w obecnych warunkach niskie oprocentowanie.

W warunkach bardzo dużej niepewności gospodarczej i zachowania stóp procentowych w strefie euro bez zmian nie dziwmy się, że polski złoty staje się walutą jeszcze mniej atrakcyjną i wątłą.

W czasach zarazy operacje banków centralnych na stopach procentowych są nieskuteczne, a wręcz mogą być niebezpieczne. Odwracają uwagę od spraw istotnych. Zmiana oprocentowania kredytu nie tylko o 50 bp bazowych, ale nawet o 5 pp może nie mieć żadnego znaczenia, jeśli przedsiębiorstwa z powodu braku dostępu do pieniądza i zatorów płatniczych będą bankrutować. Istotne jest uruchomienie mechanizmów podtrzymujących płynność. Jednocześnie takie działania nie powinny zwiększać kosztów banków, jak również ich ryzyka, bo żaden system bankowy na świecie takiego ryzyka i kosztów nie przetrwa. Konieczne jest uruchomienie gwarancji państwa dla przedsiębiorców zapewniających ciągłość pozyskania finansowania w bankach. Gwarancje takie powinny być nie tylko na 60-80 proc. wartości kredytu, ale na 100 proc. W Polsce nie był przeprowadzony program QE lub LTRO, w związku z tym wydaje się, że najskuteczniejszym mechanizmem będzie dystrybucja gwarancji przez Bank Gospodarstwa Krajowego, który od kilku lat ten mechanizm obsługuje. Wiemy, że to działa. Jednocześnie w celu uwolnienia płynności Ministerstwo Finansów powinno przemyśleć rewizję dotychczasowych mechanizmów poboru podatków, które skutecznie zabrały płynność przedsiębiorcom na rzecz Skarbu Państwa. Operacje NBP na stopach procentowych wyrażone w PLN dają efekt mizerny względem prawdziwych potrzeb, tylko niepotrzebnie odwracają uwagę od prawdziwych problemów i generują wiele niepożądanych skutków ubocznych.

Moja opinia bazuje na wielu latach doświadczeń i pracy na rynku finansowym oraz wieloletnich pracach badawczych nad funkcjonowaniem rynku stóp procentowych. Nie jest wykluczone, że baza informacyjna i decyzyjna NBP jest wsparta jakimiś solidnymi argumentami, które rzeczywiście uzasadniają obniżkę stóp procentowych. Warto, aby takie argumenty zostały poddane szerszej dyskusji.

Kontakt do autora:
Tomasz Mironczuk
Prezes Instytutu Rynku Finansowego,
Były prezes Banku Gospodarstwa Krajowego i Banku Polskiej Spółdzielczości
email: tomasz.mironczuk@irf.org.pl
tel. +48 609 270 315

Towarzystwo Ekonomistów Polskich (TEP) krzewi wiedzę ekonomiczną i wyjaśnia zjawiska gospodarcze współczesnego świata, propagując poszanowanie własności prywatnej, wolną konkurencję oraz wolność gospodarczą, jako warunki rozwoju Polski. Zrzesza praktyków biznesu i teoretyków różnych dziedzin nauk ekonomicznych.