

# Czy bank centralny kontroluje stopy procentowe?

Autor: **Przemysław Rapka**

Świat finansów jest potwornie skomplikowany. Żeby go w pełni dobrze zrozumieć, trzeba poświęcić na to wiele lat. W finansach wykorzystuje się całe masy wskaźników — P/E, CAPE, P/BV, wskaźnik płynności bieżącej itp. — oraz instrumentów, jak futures, opcje, akcje, swapy, MBS i inne. Skomplikowana jest również infrastruktura finansowa, która składa się z banków komercyjnych i inwestycyjnych, funduszy rynku pieniężnego, emerytalnego i innych; obejmuje również giełdy, które same są firmami organizującymi obrót aktywami finansowymi, rozmaite instytucje rozliczeniowe czy rejestrujące prawa własności do instrumentów finansowych. W końcu jest jeszcze bank centralny, który prowadzi politykę monetarną, starając się realizować swoje cele — wspieranie zatrudnienia, utrzymywanie inflacji na stabilnym poziomie dwóch procent, czy jeszcze inny.

W tym tekście chciałem powiedzieć kilka słów na temat banków centralnych i tego, jak wpływają na rynek. Funkcjonowanie banku centralnego i jego operacje mogą być dosyć trudne do zrozumienia, ponieważ nie mamy dostępu do całego procesu decyzyjnego banku centralnego. Same operacje również są skomplikowane, ponieważ bank centralny wpływa na gospodarkę pośrednio, zawierając transakcje z konkretnymi podmiotami finansowymi.

Dlatego nie jest łatwo zrozumieć politykę monetarną i to, jak konkretnie wpływa ona na gospodarkę. Spróbuję tutaj krótko wyjaśnić kilka najważniejszych spraw, które pomagają zrozumieć wpływ polityki monetarnej na gospodarkę.

Jeszcze tylko zwrócę uwagę, że nie omawiam tutaj szczegółów operacji poszczególnych banków centralnych. W tym celu trzeba zapoznać się z dokumentacją zapewnianą na stronach poszczególnych banków centralnych. Jednak pewne ogólne zasady są wspólne dla banków centralnych, które na podobnej zasadzie wpływają na rynkowe stopy procentowe.

**No nie do końca kontrola**

Niezwykle często mówi się o tym, że bank centralny wpływa na gospodarkę, *kontrolując* stopy procentowe; co więcej, kontrola stóp procentowych jest podstawowym narzędziem banku centralnego, za pomocą którego wpływa na aktywność gospodarczą. Ale takie ujęcie sprawy jest nie do końca poprawne.

Określenie „kontrola stóp procentowych” może wywoływać wrażenie, że banki centralne ustalają stopy procentowe tak, jak centralny planista ustala ceny w gospodarce — tak, jak planista powie, że nie można sprzedawać chleba po cenie innej, niż 3 zł, tak bank centralny ustala, że nie można pożyczać pieniędzy na inny procent, niż ustalony. Ale to nie jest prawda. Lepiej jest powiedzieć, że bank centralny *wpływa* na rynkowe stopy procentowe, a nie kontroluje je. Jest tak, ponieważ rynkowe stopy procentowe fluktuują w jakimś zakresie, nawet gdy bank centralny nie zmienia swoich własnych stóp procentowych.

No właśnie, jednak bank centralny ustala jakieś stopy procentowe — jakie? I dlaczego mają one mieć jakiegokolwiek znaczenie, skoro nie są to rynkowe stopy procentowe?

Owszem, bank centralny nie ustala wysokości rynkowych stóp procentowych, ale to nie znaczy, że nie ma na nie wpływu. Bank centralny ustala wysokość własnych stóp procentowych, które są stopami oprocentowania wykorzystywanego w transakcjach, jakie bank centralny zawiera z podmiotami finansowymi. Bank centralny zawiera różnorakie transakcje z podmiotami, a każda transakcja odbywa się po innej stopie procentowej.

Banki komercyjne (i inne instytucje finansowe) pozyskują finansowanie na rynku — pożyczają od innych podmiotów finansowych lub niefinansowych środki pieniężne, by regulować swoje zobowiązania na bieżąco i zarobić dzięki arbitrażowi na stopach lub z jakiegokolwiek innego powodu. Ale oczywiście inne podmioty rynkowe będą domagały się wynagrodzenia za to, że na jakiś czas rozstaną się ze swoimi środkami finansowymi — czyli będą domagały się właśnie procentu.

Sposób wpływu banku centralnego na rynek można podsumować w taki sposób — bank centralny oferuje alternatywne, tańsze źródło finansowania i zarabiania. Banki centralne ustalają najróżniejsze stopy procentowe: Narodowy Bank Polski ustala kilka stóp, w tym stopę depozytową (oprocentowanie depozytów złożonych w banku centralnym), referencyjną (wyznaczająca rentowność bonów pieniężnych emitowanych przez NBP) czy lombardową (oprocentowanie kredytu udzielonego pod zastaw papierów wartościowych). Inne banki centralne ustalają swoje stopy procentowe — Bank Anglii również ustala

stopę depozytową i to jest najważniejsza stopa procentowa tego banku, a Bank Szwecji przede wszystkim wykorzystuje stopę repo, czyli oprocentowania transakcji zabezpieczonych papierami wartościowymi.

Tak więc bank centralny *kontroluje* tylko swoje stopy procentowe<sup>1</sup>, ale na rynkowe oddziałuje już jedynie pośrednio. Należy wspomnieć, że te stopy procentowe banku centralnego, to stopy *krótkoterminowe*, czyli oprocentowanie krótkoterminowych transakcji — na przykład transakcji typu *overnight* (rodzaj transakcji jednodniowych) lub transakcji siedmiodniowych. Podstawowe stopy procentowe banku centralnego wpływają przede wszystkim na *krótkoterminowe rynkowe stopy procentowe*, ponieważ same są alternatywą wobec właśnie tych stóp.

Banki komercyjne mogą zwrócić się do banku centralnego i zawrzeć z nim jakąś transakcję. Na przykład bank komercyjny zamiast szukać pieniędzy na rynku, może zwrócić się do banku centralnego i pożyczyć pieniądze, udzielając pod zastaw papiery wartościowe. Dzięki temu banki komercyjne nie muszą pożyczać pieniędzy na rynku od innych podmiotów finansowych — jeśli oferowane oprocentowanie na rynku nie zadowala banku, który chce pożyczyć pieniądze, wtedy może zwrócić się do banku centralnego i od niego pożyczyć w ramach transakcji.

Banki mogą również zarabiać na transakcjach z bankiem centralnym. Zamiast pożyczać na zbyt niski procent na rynku innym podmiotom finansowym, mogą pożyczyć pieniądze bankowi centralnemu. Mogą to zrobić, na przykład składając pieniądze na rachunku w banku centralnym, które następnie są oprocentowane zgodnie ze stopą oprocentowania depozytów. Bank może też np. zainwestować w bony pieniężne, emitowane przez bank centralny i w ten sposób zarobić bezpieczny procent bez ryzyka.

Banki komercyjne zawsze mają alternatywę wobec finansowania się na rynku w postaci transakcji z bankiem centralnym. Dlatego rynkowe stopy procentowe dostosowują się do stóp procentowych banku centralnego — banki komercyjne mogą pozyskać w banku centralnym tańsze finansowanie niż na rynku, gdy bank centralny obniża swoje stopy. Z tego powodu prywatne podmioty finansowe muszą obniżyć swoje stopy procentowe, ponieważ muszą konkurować z bankiem centralnym. W taki sposób obniżenie stóp procentowych

---

<sup>1</sup> W języku angielskim czasami stopy banku centralnego określa się mianem *policy rates*, zamiast *interest rates* — właśnie dla odróżnienia tych dwóch rodzajów stóp procentowych.

przekłada się na niższe koszty finansowania się banków komercyjnych i pozostałych podmiotów finansowych.

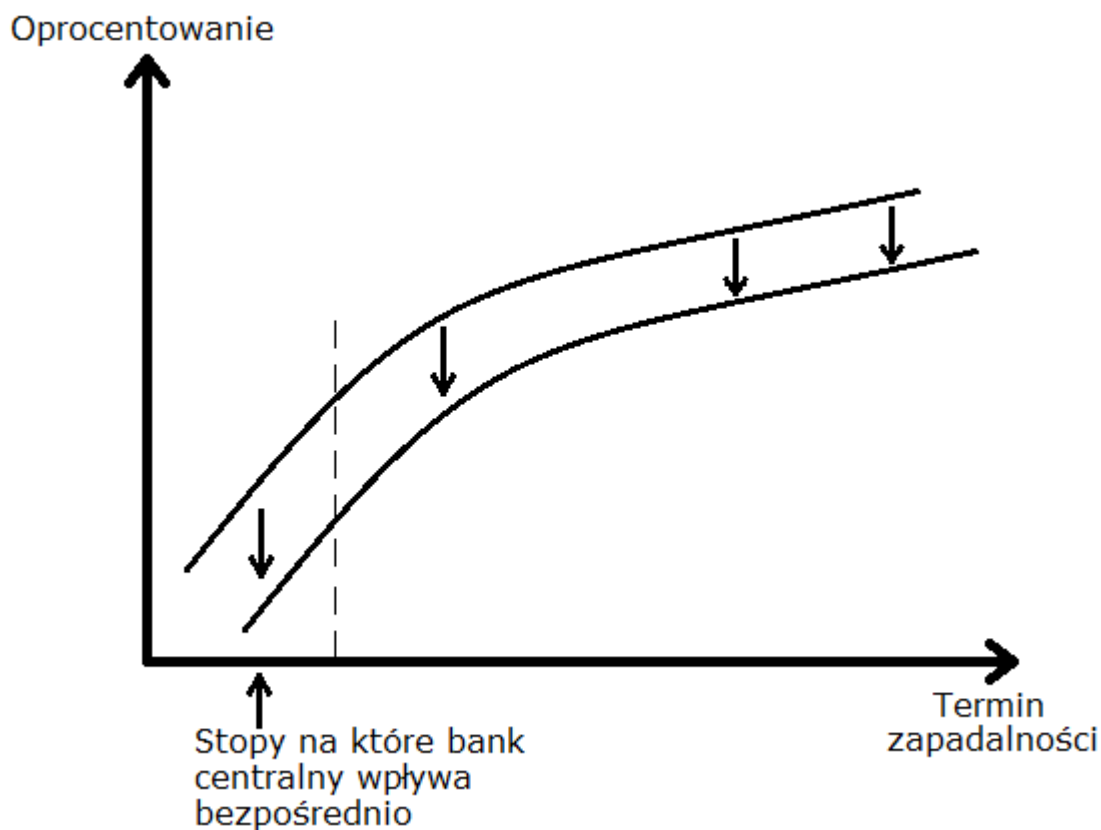
### **A oprocentowanie kredytu?**

Niższe stopy procentowe banku centralnego przekładają się również na niższe oprocentowanie kredytu dla sektora prywatnego. Banki komercyjne i podmioty finansowe konkurują nie tylko o finansowanie, ale również o klientów. Dysponując tańszym finansowaniem po obniżce stóp procentowych przez bank centralny, banki mogą udzielać tańszego kredytu firmom z sektora realnego.

Mamy tutaj do czynienia ze standardowym mechanizmem konkurencji — mając możliwość, firmy oferują niższą cenę, jeśli tylko dzięki temu zajmą lepszą pozycję rynkową i więcej zarobią. W ten sposób podmioty finansowe dostosowują swoje oprocentowanie do zmian stóp procentowych banków centralnych. Te, które tego nie zrobią, tracą klientów na rzecz innych banków i instytucji finansowych, które obniżyły swoje stopy procentowe. Dlatego spada oprocentowanie kredytów dla firm sektora realnego.

Z powodu konkurencji spada również oprocentowanie obligacji. Jeśli osoby skłonne zakupić obligacje firm żądają zbyt wysokiego procentu, to wtedy firmy idą do banków po kredyt. Kredyt bankowy i obligacje są substytucyjnymi źródłami finansowania działalności gospodarczej, dlatego też obniżenie stóp procentowych przez banki centralne wpływa nie tylko na wysokość oprocentowania kredytu bankowego. W ramach procesu konkurencji podmioty finansowe angażują się w arbitraż, sprzedając niżej oprocentowane instrumenty finansowe oraz pożyczając pieniądze na niższy procent, a następnie inwestują w instrumenty o wyższym oprocentowaniu.

Ten arbitraż obniża nie tylko krótkoterminowe rynkowe stopy procentowe, ale również długoterminowe stopy procentowe. Jest tak, bo firmy wykorzystują arbitraż i pozyskują finansowanie krótkookresowe o niższym procentowaniu, by następnie udzielić pożyczki na dłuższy termin i po wyższym oprocentowaniu. Skutkuje to obniżeniem się całej *krzywej dochodowości*, czyli krzywej, która przedstawia wysokość oprocentowania instrumentów dłużnych o różnych terminach zapadalności (okresach spłaty).



Wykres: obniżenie się krzywej dochodowości dzięki arbitrażowi

Tak jak arbitraż obniża stopy procentowe, tak również może je podwyższać. Gdy jest możliwość zarobić wyższy procent, wtedy inwestorzy zaczynają inwestować właśnie w te instrumenty finansowe — sprzedają instrumenty niżej oprocentowane i inwestują w te wyżej oprocentowane. To prowadzi do wzrostu rynkowych stóp procentowych, ponieważ wzrost. Przykład: oprocentowanie obligacji 30-letnich nagle wzrosło z 5% do 10%, a oprocentowanie obligacji rocznych wynosiło 2%, trzyletnich 2,5%, pięcioletnich 3% itp.; na skutek arbitrażu oprocentowanie wszystkich obligacji, w tym 30-letnich, których oprocentowanie ostatecznie wzrosło powyżej 5%, ale nie do 10%. Wyprzedaż dużej ilości aktywów po znacznych przecenach przez instytucje finansowe prowadzi do podniesienia stóp procentowych w całej gospodarce.

Powtarzając — bank centralny nie ustala na drodze nakazów, jakie mają być stopy procentowe w gospodarce<sup>2</sup>. Przede wszystkim oferuje on możliwość

<sup>2</sup> Chociaż nie jest to do końca prawda — według kodeksu cywilnego odsetki maksymalne nie mogą wynieść więcej niż dwukrotność stopy referencyjnej +3,5%. Pomijam jednak ten aspekt, gdyż komplikuje to wyjaśnienie podstaw funkcjonowania banku centralnego. Można jednak powiedzieć krótko, że ustalana jest pewna cena maksymalna dla oprocentowania. Jednak dla klarowności podstawowego opisu funkcjonowania banku centralnego pomijam ten wątek.

pozyskania finansowania lub osiągnięcia niskiego, ale pozbawionego ryzyka zarobku. To z kolei wpływa na decyzje pozostałych podmiotów finansowych, które dzięki tańszemu finansowaniu mogą obniżyć procent, którego samego się domagają, gdy komuś innemu udzielają kredytu. Mechanizm konkurencji przenosi oddziaływania stóp procentowych banku centralnego na cały system finansowy; podmioty finansowe dzięki tańszemu finansowaniu oferują tańsze pożyczki i kredyty oraz angażują się w arbitraż, obniżając oprocentowanie wszystkich instrumentów w gospodarce.

### **Komunikaty – drugi sposób kontroli stóp procentowych**

Oprócz ustalania własnych stóp procentowych bank centralny ma jeszcze inne sposoby wpływania na stopy procentowe. Jest to komunikacja z rynkiem — czyli deklarowanie lub sugerowanie przez bankierów centralnych, co bank centralny będzie robił w przyszłości — oraz skup aktywów. Te dwie metody pozwalają oddziaływać już nie tylko na krótkoterminowe, ale również długoterminowe stopy procentowe.

Komunikacja jest nieco innym sposobem oddziaływania na rynek niż kontrola stóp procentowych. Polega ona na tym, że bank centralny nie podejmuje konkretnych działań — czyli nie obniża lub nie podnosi swoich stóp procentowych, ale informuje o tym, co bankierzy centralni sądzą o bieżącej sytuacji gospodarczej i jakie posunięcia rozważają w przyszłości. Dzięki tym komunikatom wpływają na *oczekiwania* podmiotów gospodarczych, a w ten sposób na sytuację gospodarczą.

Ponownie spójrzmy na stopy procentowe. Bank centralny może wpływać na długoterminowe stopy procentowe, deklarując, że chce utrzymać stopy procentowe na niskim poziomie i *deklaruje*, że podejmie niezbędne działania, aby te stopy procentowe utrzymać na niskim poziomie w najbliższych latach, jeśli tylko stopy procentowe na rynku zaczną rosnać. Co to oznacza dla rynku?

To w zasadzie tylko deklaracja. Bank centralny nie podjął jeszcze żadnych nowych działań. Jedynie zadeklarował, że jak będzie trzeba, to podejmie odpowiednie działania. Jeśli tylko rynek uzna te deklaracje za wiarygodne, wtedy dostosowuje swoje postępowanie, a *wraz z tym wysokość stóp procentowych*, do celów banku centralnego. Jest tak, bo jeśli sektor prywatny wierzy bankowi centralnemu, że faktycznie utrzyma stopy procentowe na niskim poziomie w dłuższym okresie, wtedy długoterminowe stopy procentowe również spadną. W uproszczeniu, podmioty sektora prywatnego myślą sobie tak: „Po co mam

finansować się po wyższym oprocentowaniu pożyczką o dłuższym terminie, skoro bank centralny zadba o to, by stopy procentowe były niskie przez dłuższy czas? Jeśli tylko długoterminowe stopy będą znacząco wyższe, to lepiej dla mnie będzie finansować się w większym stopniu długiem krótkoterminowym, którego oprocentowanie i tak nie zmieni się znacząco w dłuższym terminie". W ten sposób bank centralny również wpływa na stopy procentowe — komunikowaniem rynku o tym, co sądzi o sytuacji na rynku i co chce zrobić.

### **Luzowanie ilościowe — tworzenie popytu przez bank centralny**

Trzeci powszechny sposób wpływania na stopy procentowe przez bank centralny to prowadzenie operacji luzowania ilościowego. Luzowanie ilościowe w uproszczeniu polega na zakupie aktywów przez bank centralny<sup>3</sup>. Programy luzowania ilościowego zostały głównie wprowadzone po to, by ratować instytucje finansowe i powstrzymać stopy procentowe przed wzrostem. W trakcie kryzysu z 2008 roku instytucje finansowe miały na swoich bilansach całą masę długu, którego wierzyciele nie byli w stanie spłacić w całości. Z tego powodu wartość tego długu spadała i instytucje musiałyby go sprzedać na rynku po takiej cenie, by potencjalny zysk kompensował prawdopodobieństwo straty.

Banki centralne postanowiły skupić te „toksyczne” aktywa od instytucji finansowych w ramach operacji luzowania ilościowego. Na skutek operacji luzowania ilościowego dochodzi do zmiany w bilansach banków komercyjnych — aktywa finansowe (akcje, obligacje i inne zakupowane papiery wartościowe) zostają zamienione na rezerwy banku centralnego. Tak więc na skutek tej operacji nie zmienia się wielkość bilansów instytucji finansowych.

To, co przede wszystkim robią te operacje, to generowanie dodatkowego popytu na aktywa skupowane przez bank centralny. Bank centralny jest gotów skupić aktywa finansowe, oferując szczodre ceny. W ten sposób instytucje finansowe zawierające transakcje z bankiem centralnym, zamiast sprzedawać aktywa finansowe po niższej cenie na rynku, mogą sprzedać po wyższej cenie bankowi centralnemu.

Co więcej, za pomocą operacji luzowania ilościowego bank centralny może wpływać bezpośrednio nie tylko na krótkoterminowe stopy procentowe, ale również długoterminowe. Dlatego, że bank centralny może skupować długoterminowe instrumenty dłużne i inne. Dodatkowy popyt wpływa na

---

<sup>3</sup> Te operacje często są terminowe, czyli banki centralne po upływie jakiegoś czasu odsprzedają zakupione aktywa na rynku. Jednak banki centralne często decydowały się albo nie odsprzedawać części aktywów, albo ponownie zakupić te aktywa.

oprocentowanie tych instrumentów dłużnych, spychając ich oprocentowanie w dół, a bank centralny może to wykorzystać, by wpływać precyzyjniej na kształt krzywej dochodowości.

W jaki sposób to wpływa na rynkowe stopy procentowe? Gdyby nie operacje luzowania ilościowego, to aktywa, które instytucja finansowa sprzedaje bankowi centralnemu, zostałyby sprzedane na rynku, oferując odpowiednio wysoki zysk, co wywierałoby presję wzrostową na stopy procentowe w gospodarce. Przez to, że bank centralny skupił te aktywa, nie będą one zaniżały rynkowych stóp procentowych, ponieważ nie będą wyprzedawane po znacznych przecenach.

Banki centralne kontruja to zarówno obniżaniem swoich stóp procentowych, jak również skupem aktywów w ramach operacji luzowania ilościowego, oferując przy tym lepsze ceny. Generują w ten sposób dodatkowy popyt na aktywa finansowe i wywierają presję spadkową na stopy procentowe w gospodarce.

### **Stopy procentowe, akcje i ryzyko**

Można jeszcze szybko wspomnieć o wpływie obniżania stóp procentowych przez banki centralna na akcje i ekspozycję na ryzyko. Oczywiście obniżenie stóp procentowych prowadzi do wzrostu cen akcji; ale mniej oczywistym skutkiem obniżenia stóp jest wzrost ekspozycji na ryzyko, gdy stopy procentowe są obniżane do bardzo niskich poziomów. Obniżając swoje stopy procentowe, bank centralny obniża nie tylko całkowitą wysokość poszczególnych stóp procentowych, ale również ich poszczególne składniki (przypomnę krótko, że całkowita stopa rynkowa zależy w teorii finansów od stopy wolnej od ryzyka, stopy inflacji oraz premii za ryzyko<sup>4</sup>).

Powszechnie uważa się, że akcje są na ogół ryzykowniejszymi instrumentami niż obligacje. Jest tak, ponieważ nie wszystkie akcje płacą dywidendy oraz ponieważ ceny akcji nie zależą wyłącznie od dywidendy, a wielu innych czynników. Wielu inwestorów inwestuje w akcje, licząc na zyski kapitałowe (wynikające ze wzrostu cen akcji).

Ceny obligacji zależą przede wszystkim od oprocentowania i ryzyka niewypłacalności emitenta. Natomiast cena akcji zależy również od innych

---

<sup>4</sup> W ostatnich latach rynkowa stopa procentowa niższa od inflacji jest stosunkowo powszechnym zjawiskiem, co może według niektórych stanowić problem dla zależności między stopą inflacji a stopą procentową. To jest jednak inny, trudny temat, którego tutaj nie będę poruszał.



czynników, jak sytuacji danego sektora czy wyników konkretnej spółki — spółka może być stabilna, ale nie oferować oszałamiających zysków. Ponieważ obecnie ważną częścią zysków z akcji są zyski kapitałowe, to spadek ceny akcji zagraża inwestorowi. Z tego powodu — w dużym skrócie — akcje są bardziej ryzykowne od obligacji.

Jednak mogąc pozyskać tańsze finansowanie dzięki aktywności banku centralnego, podmioty finansowe mogą zaangażować się na większą skalę w ryzykowniejsze inwestycje, które oferują większą stopę zwrotu. Dlatego też obniżenie stóp procentowych zachęca podmioty rynkowe do większego zaangażowania się w ryzykowniejsze instrumenty, jak właśnie akcje. A mocniejsze zaangażowanie się w akcje prowadzi do wyższych cen akcji.

Obniżenie rynkowych stóp procentowych sprawia również, że lewar (pożyczanie pieniędzy w celu ich inwestowania) jest tańszy, dzięki czemu inwestorzy mogą dodatkowo zwiększyć swoją ekspozycję na ryzyko, ale również zwiększyć swoje potencjalne zyski — to jest dodatkowy czynnik pchający w górę rynek akcji.

Jednak obniżanie stóp procentowych w jeszcze inny sposób wpływa na ekspozycje na ryzyko. Obniżanie stóp procentowych prowadzi do tego, że spada stopa wolna od ryzyka, jaką zarabiają podmioty finansowe. Z tego powodu w pogoni za wyższą stopą zwrotu podmioty finansowe zaczynają inaczej inwestować pieniądze, a konkretnie — w bardziej ryzykowne instrumenty. Zbytne obniżenie stóp procentowych sprawia, że dochód odsetkowy od kredytów i obligacji spada. Na skutek tego podmioty finansowe zaczynają udzielać kredytów bardziej ryzykownym podmiotom, jak również inwestować w bardziej ryzykowne obligacje oraz akcje.

Tak więc bank centralny pośrednio wpływa nie tylko na stopy procentowe, ale również na poszczególne elementy konkretnej rynkowej stopy procentowej, przez co odpowiednio mocna obniżka stóp procentowych prowadzi do wzrostu ekspozycji na ryzyko podmiotów finansowych.

## **Podsumowanie**

Krótko podsumowując: bank centralny nie kontroluje dosłownie stóp procentowych. Wykorzystuje on zestaw narzędzi, by wpływać na decyzje podmiotów finansowych dotyczące tego, jak wysokiego procentu same będą żądać. Ponieważ bank centralny sam oferuje możliwość pozyskania u niego finansowania oraz może generować popyt na aktywa finansowe, pcha on proces

konkurencyjny w pożądaną przez siebie stronę, aby osiągnąć rezultat, który go interesuje.

Dlatego, jeśli chce się dokładnie zrozumieć i przeanalizować, jaki będzie skutek przyszłych działań banku centralnego, trzeba spojrzeć, co dokładnie będzie on robił i w jaki sposób jego działania wpłyną na decyzje podmiotów finansowych, ceny aktywów oraz stopy procentowe.