

Ujemne stopy procentowe Europejskiego Banku Centralnego

Autor: **Mateusz Benedyk**

Od 11 czerwca 2014 roku Europejski Bank Centralny stosuje ujemne (-0,1%) oprocentowanie wobec środków zgromadzonych przez banki komercyjne na depozycie (*deposit facility* – DF) w EBC. Wydawać by się mogło, że dokonała się wielka rewolucja i strefa euro znalazła się poza obszarem działania preferencji czasowej wymuszającej dodatnie oprocentowanie. Takie mniemanie jest jednak błędne z kilku powodów: EBC dalej pożycza pieniądze po dodatniej stopie procentowej, ujemne oprocentowanie DF banki mogą łatwo ominąć, a sam mechanizm ujemnego oprocentowania DF to raczej niewielki napiwek dla europejskich rządów, a nie silny bodziec do zwiększania akcji kredytowej przez banki.

W świecie bankowych literek

Europejski Bank Centralny przeprowadza różne operacje, które często określane są zgrabnymi akronimami. W przypadku EBC najważniejsze takie operacje to: DF, MRO, LTRO, MLF. DF to mechanizm polegający na zbieraniu przez EBC środków od banków komercyjnych na bardzo krótkie depozyty. Zwykle nagrodą za wpłacenie środków na depozyt było dodatnie oprocentowanie. Od lipca 2012 r. EBC przestał płacić za środki zebrane na DF, a od miesiąca karze wręcz swoich wierzycieli, zabierając im 0,1% w skali roku od zdeponowanych środków.

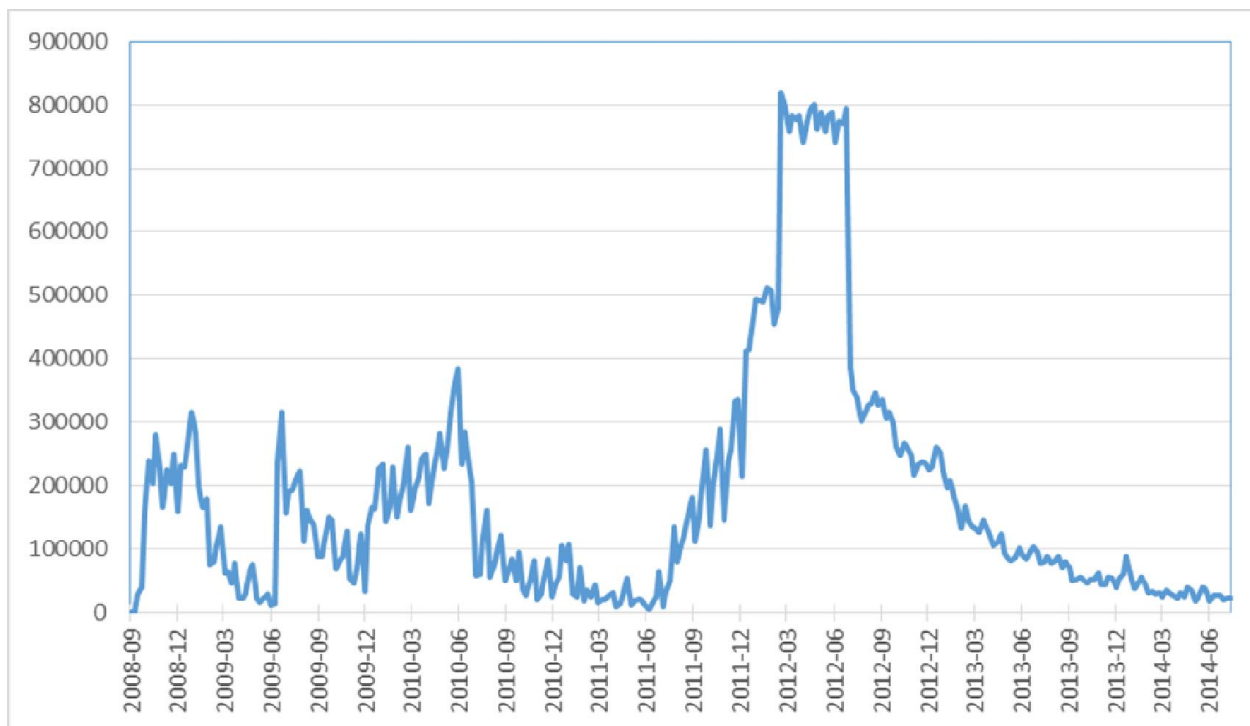
Znacznie ważniejsza od działalności depozytowej banków centralnych jest ich aktywność w zakresie pożyczek. MRO, LTRO, MLF to właśnie różne operacje, które można zaliczyć do pożyczkowych. Najprościej wyjaśnić, czym jest MLF (*marginal lending facility*), które polega na pożyczaniu środków tym bankom komercyjnym, które nie spełniają wymogów rezerwy obowiązkowej (oprocentowanie MLF to obecnie 0,4%). MRO i LTRO (*main refinancing operation; long term refinancing operation*) są nieco bardziej skomplikowane. W skrócie,

polegają na zakupie przez EBC papierów wartościowych od banków komercyjnych z jednoczesnym wymogiem odkupienia papieru przez bank komercyjny po nieco wyższej cenie za np. 7 lub 90 dni. Różnica między ceną kupna a ceną sprzedaży jest determinowana przez wysokość stopy MRO (obecnie 0,15%).

Widzimy zatem, że EBC ciągle pożycza środki bankom komercyjnym po dodatnim oprocentowaniu. Daleko więc jeszcze do rewolucyjnego świata, w którym bank centralny pożyczalby bankom komercyjnym pieniądze po np. -1%, a te banki z kolei pożyczalby swoim klientom po np. -0,5%. Ani EBC, ani banki komercyjne nie chcą na razie dopłacać do swoich pożyczek.

I tak nikt tego nie używa

Kiedy rozmawiamy o ewentualnym znaczeniu ujemnej stopy procentowej na depozyty, to musimy wziąć pod uwagę jeszcze inny bardzo ważny czynnik — obecnie [europejskie banki praktycznie nie korzystają z tego instrumentu](#). Odkąd EBC przestał płacić za składanie środków na DF suma zgromadzonych tam rezerw spadła z 800 mld euro w lipcu 2012 r. do 21 miliardów euro w lipcu 2014 r. Dokładną dynamikę tego procesu przedstawia wykres 1.



Wykres 1. Ilość środków zdeponowanych przez banki komercyjne w ramach Deposit Facility w Europejskim Banku Centralnym (w mln euro) w latach 2008-2014.

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Europejskiego Banku Centralnego.

Co się stało z pieniędzmi zgromadzonymi na depozytach? Zostały złożone na rachunkach bieżących banków w EBC. Banki komercyjne mają bowiem do wyboru trzymać wszystkie swoje rezerwy na rachunku bieżącym lub część z nich zdeponować w ramach DF. Jako że trzymanie pieniędzy na zwykłym rachunku nie wiąże się z żadnymi opłatami, to jest to obecnie opcja bardziej atrakcyjna dla banków niż DF.

Cui bono?

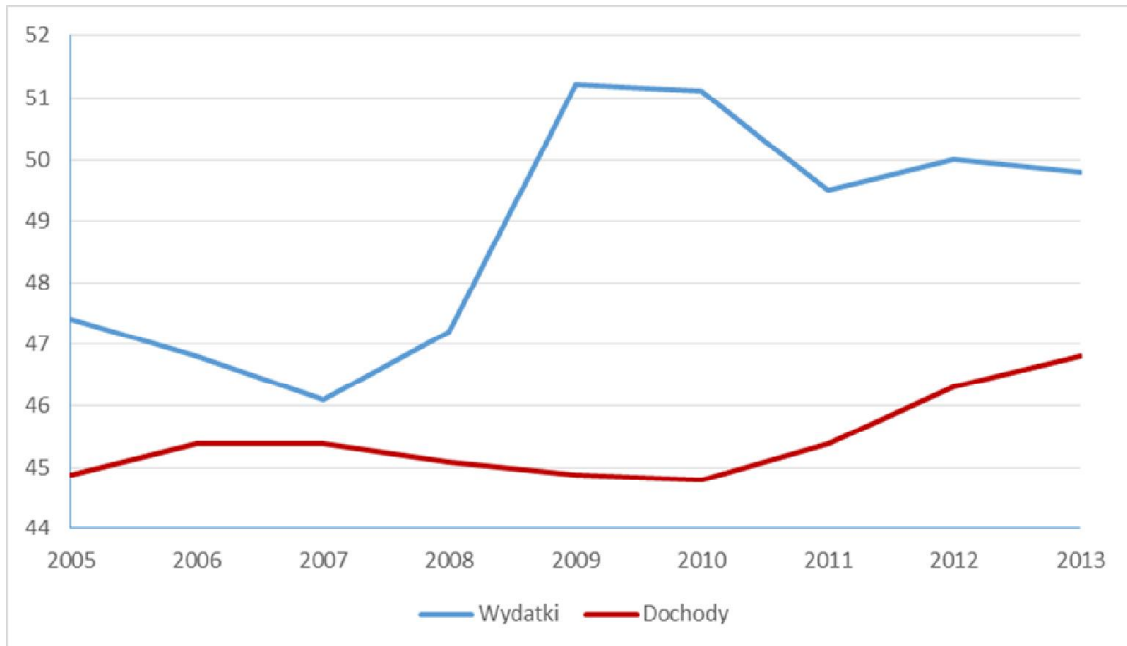
Jakie będą zatem skutki wprowadzenia ujemnych stóp procentowych na DF przez EBC? Najprawdopodobniej skończy się na tym, że rządy państw strefy euro dostaną drobny zasiłek od EBC kosztem banków, które nie przerzucą swoich środków z depozytów na rachunki bieżące. Drobny procent pobierany od depozytów powiększy bowiem zyski Europejskiego Banku Centralnego, który jest rozdzielany pomiędzy państwa należące do strefy euro. Skoro banki trzymają

obecnie 21 mld euro w ramach DF, to łatwo policzyć, że opłaty banków z tego tytułu wyniosą około 21 mln euro w ciągu roku (przy założeniu, że kwota depozytów się nie zmieni). I tyle właśnie trafi do rządów. W skali europejskich finansów publicznych to kwota niewielka, co najwyżej drobny napiwek.

Kwota tego rzędu nie będzie też zapewne silnym bodźcem dla banków do przeprowadzenia wzmożonej akcji kredytowej¹. Regulatorzy sektorów bankowych regularnie stawiają bankom coraz większe wymagania co do tzw. [regulacji kapitałowych](#). Zmusza to banki do pozbywania się ze swoich bilansów kredytów i do zwiększania kapitałów własnych. Przykładowo pożyczki dla firm spoza sektora finansowego w strefie euro [zmniejszyły się w czerwcu 2014 r.](#) o 2,3% rok do roku. [Wedle szacunków European Banking Authority](#) w 2014 r. banki sprzedadzą kredyty warte 80 mld euro w tym roku, by zmniejszyć swoje bilanse (w 2013 r. sprzedały kredyty warte 64 mld euro). Jednocześnie EBA informuje, że banki między lipcem 2013 r. a majem 2014 r. pozyskały 45 mld euro nowego kapitału.

Oprócz nowego zestawu regulacji warto zapewne wspomnieć w tym kontekście o tym, że banki mogą mieć spore problemy ze znalezieniem firm, którym warto by było pożyczać nowe środki. Taka sytuacja nie powinna dziwić, jeśli przeanalizujemy kształt polityki fiskalnej w państwach strefy euro. Jak widzimy na wykresie 2., poziom wydatków publicznych jest znacznie wyższy niż przed kryzysem, a deficyty finansów publicznych próbuje się załatać głównie poprzez zwiększanie obciążeń fiskalnych. Zwiększona redystrybucja dochodów może skutkować jedynie obniżeniem wydajności systemu gospodarczego, co od kilku lat widzimy w wielu państwach strefy euro i co musi źle odbić się na kondycji finansowej firm i gospodarstw domowych.

¹ Można by wręcz zauważyć, że ujemne oprocentowanie depozytów zmniejsza ilość rezerw w systemie bankowym i tym samym ogranicza hipotetyczne granice ekspansji kredytowej (zmniejszając licznik przy próbach kalkulacji mnożnika kreacji pieniądza), co w tym sensie jest środkiem deflacyjnym.



Wykres 2. Wydatki publiczne i dochody państw strefy euro w latach 2005-2013 jako procent PKB.

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Eurostatu.

Co, jeśli nie kredyt?

Na trafność takiej diagnozy może wskazywać także malejące od dwóch lat zadłużenie banków komercyjnych w EBC. [W połowie 2012 r. EBC](#) pożyczał bankom 1,2-1,3 bln euro. Obecnie jest to nieco powyżej 0,5 bln euro. Wydaje się, że obecnie banki mają na tyle silne bodźce, by nie zwiększać akcji kredytowej, iż nie zmienia tego prawie darmowy pieniądz z EBC. Dlatego też ostatnie działania instytucji zarządzanej przez Mario Draghiego (a zwłaszcza omawiane tu negatywne stopy procentowe) raczej nie spowodują w tym zakresie żadnego przełomu. Paradoksalnie może to pomóc gospodarce strefy euro. Brak dostępu do taniego kredytu może wymusić restrukturyzację struktury produkcji do takiego kształtu, który będzie bardziej odpowiadał preferencjom konsumentów niż struktura produkcji oparta na rosnącym długu względem banków napędzanych przez tanie finansowanie z banku centralnego. Możliwe, że skutki tego procesu widzimy już obecnie, bo po blisko trzech latach bardzo powolnego wzrostu podaży pieniądza w strefie euro widzimy wreszcie oznaki rozwoju gospodarczego.