

## Polityka pieniężna w USA i strefie euro – porównanie

Autorzy: **Gunther Schnabl, Thomas Stratmann**

Źródło: [mises.org](http://mises.org)

Tłumaczenie: **Daniel Góra**

Od wybuchu światowego kryzysu finansowego minęło już 10 lat, lecz banki w strefie euro wciąż nie wróciły do formy. Indeks Euro Stoxx Financials jest tylko 40 proc. powyżej swojego dołka z marca 2009 r. — znacznie poniżej poziomu sprzed wybuchu kryzysu (zob. wykres 1.). Zupełnie odmiennie prezentuje się amerykański indeks S&P Financials, który wzrósł o 320 proc. Tak różne wyniki europejskich i amerykańskich instytucji finansowych mogą wynikać z różnych terapii kryzysowych w obszarach polityki pieniężnej i regulacyjnej, jakie zastosowały Europejski Bank Centralny (EBC) i amerykański System Rezerwy Federalnej (Fed).

Wykres 1. Kursy akcji instytucji finansowych w USA i strefie euro.



Źródło: Thompson Reuters Datastream.

Fed obniżał swoją kluczową stopę procentową szybciej niż EBC (zob. wykres 2.), a także szybciej powiększał sumę bilansową poprzez luzowanie ilościowe (zob. wykres 3.). Już w grudniu 2008 r. Fed ściął swoją benchmarkową

stopę do rekordowo niskiego poziomu 0,25 proc. Aktywa skupowane przez Fed obejmowały ryzykowne sekurytyzowane kredyty hipoteczne, co pomogło zapobiec krachowi finansowemu podczas kryzysu. Również Departament Skarbu USA kupił warte łącznie ponad 400 mld dolarów sekurytyzowane kredyty hipoteczne i akcje banków w ramach trwającego w latach 2009–2012 programu TARP (*Troubled Asset Relief Program*). W ten oto sposób amerykańskie banki zostały przymusowo dokapitalizowane. Ceny aktywów finansowych oraz ceny nieruchomości wróciły do swoich przedkryzysowych poziomów dzięki polityce monetarnej Fedu, a bilanse banków uległy stabilizacji.

W przeciwieństwie do Fedu, EBC mniej zdecydowanie obniżał kluczowe stopy procentowe w kierunku zera<sup>1</sup>. Główna stopa refinansowa EBC znalazła się na granicy zera dopiero w 2015 r. (zob. wykres 2.), chociaż już od 2012 r. trwał w Europie kryzys zadłużeniowy, który został uruchomiony przez upadające banki w krajach południa strefy euro i rosnący dług publiczny w Irlandii. EBC rozpoczął skup aktywów w ramach bezwarunkowych operacji otwartego rynku dopiero w marcu 2015 r., po tym, jak zaczęło powoli wygasać pierwsze powiększenie sumy bilansowej EBC przeprowadzone za pomocą ukierunkowanych dłuższych operacji refinansujących (*targeted long-term financing operations*)<sup>2</sup>. 80 proc. spośród aktywów o wartości 2,6 bln euro zakupionych ostatnio (od 2015 r. — przyp. tłum.) przez EBC przypadało na obligacje rządowe (w przypadku Fedu było to 47

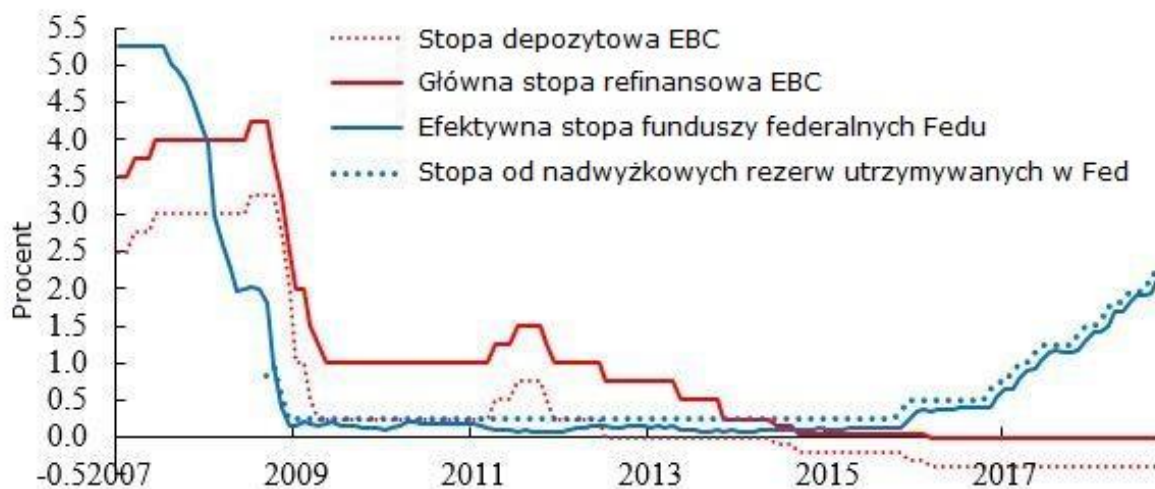
---

<sup>1</sup> Więcej o stopach procentowych i polityce EBC: M. Benedyk, *Polityka pieniężna Europejskiego Banku Centralnego 1999-2013*, <https://mises.pl/blog/2014/10/21/polityka-pieniezna-europejskiego-banku-centralnego-1999-2013> [dostęp: 15.03.2019] i M. Benedyk, *Luzowanie ilościowe Europejskiego Banku Centralnego*, 2015, <https://mises.pl/blog/2015/02/03/benedyk-luzowanie-ilosciowe-europejskiego-banku-centralnego/> [dostęp: 15.03.2019] (przyp. tłum.).

<sup>2</sup> Wydaje się, że chodzi tutaj nie o TLTRO (*targeted longer-term refinancing operations*), których pierwszą serię uruchomiono w 2014 r., a raczej o wcześniejsze dwie edycje trzyletnich „zwykłych” LTRO uruchomionych na przełomie 2011 i 2012 r. z terminem zapadalności w 2015 r. Efekty uruchomienia i wygaśnięcia tych programów w postaci wzrostu i spadku sumy bilansowej EBC w latach 2012–2015 widać dobrze na wykresie 3. Różnica pomiędzy LTRO a TLTRO wyrażająca się w przymiotniku *targeted* polega na tym, że celem TLTRO jest zwiększenie przez banki kredytu dla przedsiębiorstw i konsumentów, podczas gdy na LTRO skorzystał głównie sektor finansów publicznych (przyp. tłum.).

proc.), co sprawia, że luzowanie ilościowe w wykonaniu EBC wygląda bardziej na program ratunkowy dla zadłużonych państw niż dla banków.

Wykres 2. Kluczowe stopy procentowe Fedu i EBC.



Źródła: EBC, Federal Reserve Bank of St. Louis.

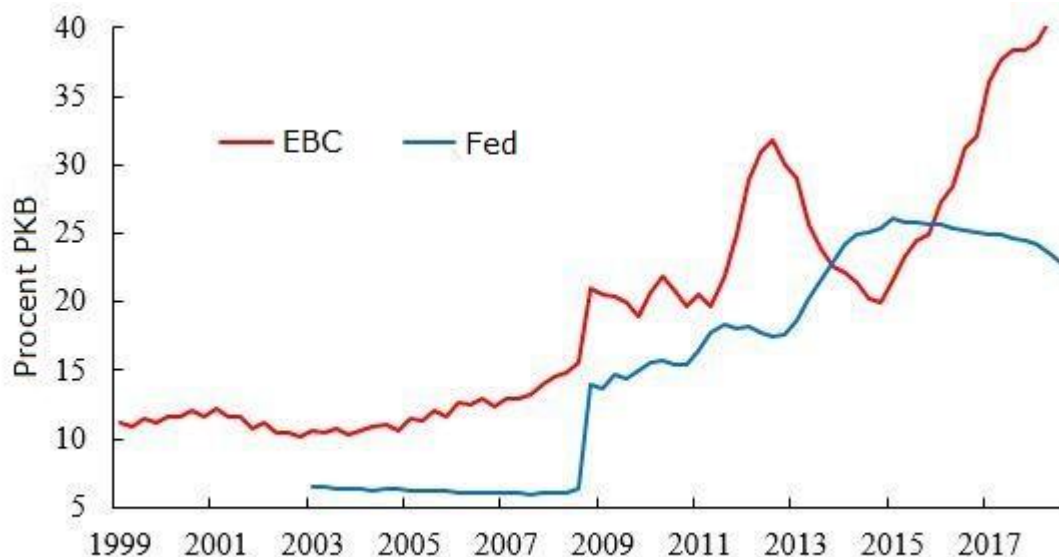
Duże zakupy aktywów dokonywane przez Fed i EBC w ramach programów luzowania ilościowego sprawiły, że banki komercyjne utrzymują ogromne rezerwy w bankach centralnych. Fed zdecydował w 2008 r., że będzie płacił bankom odsetki od nadwyżkowych rezerw. Stopa oprocentowania tych rezerw wzrosła w ostatnich latach do 2,4 proc., przez co Fed przetransferował tym kanałem 95 mld dolarów do amerykańskich banków. Natomiast EBC od 2014 r. utrzymuje ujemną stopę oprocentowania depozytów przyjmowanych od banków komercyjnych (obecnie wynosi ona -0,4 proc.), czyli pobiera odsetki od nadwyżkowych rezerw i z tego powodu na przykład niemieckie banki zapłaciły EBC 20 mld euro.

Fed zakończył swoją ultraluzną politykę monetarną wcześniej niż EBC<sup>3</sup>. Od końca 2015 r. powoli podwyższa efektywną stopę funduszy federalnych, która obecnie wynosi 2,3 proc. (zob. wykres 2.). Wzrosły również długoterminowe stopy procentowe, gdyż Fed od 2016 r. stopniowo redukuje swoją sumę bilansową. W ten sposób uwolnił amerykańskie instytucje finansowe od ciężaru

<sup>3</sup> Zob. A. Sieroń, *Przebudzenie Fedu*, 2015, <https://mises.pl/blog/2015/12/30/sieron-przebudzenie-fedu/> [dostęp: 16.03.2019] (przyp. tłum.).

ciągle malejących marż odsetkowych. Na przykład marża odsetkowa netto J.P. Morgan wzrosła w 2018 r. do poziomu 2,38 proc. z 1,98 proc. w 2017 r.

Wykres 3. Sumy bilansowe Fedu i EBC jako procent PKB USA i strefy euro.



Źródła: EBC, Federal Reserve Bank of St. Louis.

W przeciwieństwie do Fedu, EBC nie zasygnalizował podwyżek kluczowych stóp procentowych czy redukcji olbrzymiego zaangażowania w obligacje rządowe. W rezultacie marża odsetkowa na przykład niemieckich banków spadła z około 3,0 proc. w marcu 2009 r. do obecnego poziomu 1,8 proc. Różnica pomiędzy rentownością 10-letnich niemieckich obligacji rządowych a oprocentowaniem depozytów overnight spadła w tym samym okresie z 2,8 do 0,7 punktów procentowych. Wartościowo marża odsetkowa netto niemieckich banków spadła z 66 mld euro w 2008 r. do 28 mld euro w 2018 r. Biorąc pod uwagę, że kluczowe stopy procentowe EBC pozostają na niskich poziomach, oczekuje się, że marża odsetkowa netto banków strefy euro będzie dalej się zmniejszać.

Z kolei na froncie regulacyjnym Bazylea III podniosła wymogi kapitałowe w USA i Europie. Na obu kontynentach podjęto dodatkowe kroki w celu uregulowania działalności instytucji finansowych. W USA ustawa Dodd-Franka zacieśniła wymagania regulacyjne, podczas gdy reguła Volckera ograniczyła bankom możliwość przeprowadzania bardzo opłacalnych dla nich transakcji na własny rachunek. Amerykański nadzór finansowy od 2008 r. zamknął 541 niewypłacalnych banków. Jednak ostatnio wymagania w zakresie

sprawozdawczości dla prawie wszystkich (z wyjątkiem największych) amerykańskich instytucji finansowych zostały ponownie rozluźnione. Transakcje na własny rachunek są wciąż pośrednio możliwe do przeprowadzania dla wielkich instytucji w ramach ich działalności w zakresie kreowania rynku.

W strefie euro od 2014 r. Jednolity Mechanizm Nadzorczy monitoruje 130 największych instytucji finansowych. Banki strefy euro wpłacą do 2023 r. 60 mld euro na fundusz ratowania banków<sup>4</sup>. Unia Europejska nałożyła też restrykcje na transakcje na własny rachunek, przez co banki poważnie ograniczyły zaangażowanie w papiery wartościowe. Częste stress testy przeprowadzane przez EBC są ciężarem dla banków strefy euro, lecz niewiele pomagają w identyfikacji ryzyka, o czym świadczą przypadki takich instytucji, jak Dexia, BBVA/Garanti, Carige czy Banca Monte dei Paschi.

Słabe banki w krajach strefy euro przetrwały, bo są utrzymywane przy życiu dzięki wsparciu z budżetów krajowych lub dzięki skomplikowanej sieci instytucji pomocowych takich jak EFSF, ANFA, EFSM czy ESM. Skup aktywów oraz system rozliczeń TARGET2<sup>5</sup> okazały się czymś na kształt systemu bezwarunkowych pożyczek, o czym świadczy to, że poprzez TARGET2 około biliona euro zostało przekazane niedomagającym bankom z krajów południa Europy przy stopniowym obniżaniu wymogów dotyczących zabezpieczenia tych pożyczek. W rezultacie od 2008 r. w całej strefie euro upadły tylko 52 banki, jak można dowiedzieć się z listy „[Failed Bank Tracker](#)”.

Kurczące się marże odsetkowe i wysokie koszty regulacyjne skłaniają wiele małych banków do fuzji, przez co na przykład w Niemczech liczba banków spadła o 12 proc. od 2008 r. Upadające banki są przejmowane przez (wciąż) bardziej solidnych konkurentów, co dzieje się zazwyczaj przy pomocy polityków. Skala złych kredytów w strefie euro jest szacowana na pomiędzy 650 mld a 1 bln euro. W 2018 r., według oficjalnych danych, udział kredytów zagrożonych wyniósł 45

---

<sup>4</sup> Jednolity fundusz restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji (Single Resolution Fund) — fundusz tworzony w latach 2016–2023 ze składek banków i niektórych firm inwestycyjnych. Fundusz ma docelowo być zdolny do pokrycia co najmniej 1 proc. wartości depozytów gwarantowanych instytucji kredytowych (przyp. tłum.).

<sup>5</sup> Więcej o systemie TARGET2: P. Bagus, *Bailout w Eurosystemie — czyli jak kreatywnie nie splanować swoich rachunków*, tłum. J.F. Wróbel, 2012, <https://mises.pl/blog/2012/12/05/bagus-bailout-w-eurosystemie-czyli-jak-kreatywnie-nie-splanac-swoich-rachunkow/> [dostęp: 15.03.2019] (przyp. tłum.).

proc. w Grecji, 12 proc. w Portugalii i 10 proc. we Włoszech (w USA było to 1,3 proc.). W rzeczywistości te udziały mogą być większe. Zwłaszcza w południowej części strefy euro rośnie liczba banków utrzymywanych na powierzchni dzięki wsparciu banków centralnych.

Coraz bardziej zwiększająca się różnica w poziomach stóp procentowych i odmienne wyniki zastosowania środków stabilizujących wywołały duże przepływy kapitałowe ze strefy euro do Stanów Zjednoczonych. Nierozwiązane kryzysy finansowe i zadłużeniowe, przedłużony przez EBC okres polityki niskich stóp procentowych oraz unijny nacisk na programy oszczędnościowe przyczyniły się to ogromnych odpływów kapitału ze strefy euro (około dwóch bilionów euro od 2012 r.) W rezultacie doszło do dalszej destabilizacji europejskich banków i przedsiębiorstw. Inaczej ma się sytuacja w USA, gdzie rosnące stopy procentowe i udana stabilizacja sfery finansowej przeprowadzona przez Fed przyciągnęły dużą część tych przepływów kapitału do USA, co wzmocniło tam jakość portfela kredytowego.

Wynik jest taki, że polityka monetarna EBC i nadzór finansowy pozostawiły banki strefy euro nieprzygotowane na nadchodzące spowolnienie gospodarcze. Niedługo EBC będzie zdolny do stabilizacji banków tylko poprzez jeszcze większy skup papierów wartościowych i bezwarunkowe dostarczanie kredytu. Będzie to oznaczało stopniową zombifikację, która nie zapowiada niczego dobrego dla gospodarczej i politycznej stabilności Europy.