

Co dalej zrobi NBP?

Autor: **Przemysław Rapka**

- **Sektor bankowy ma problem ze stabilnością, co wynika ze spadku rentowności i wzrostu ryzyka niespłacania kredytów.**
- **Rośnie zadłużenie sektora publicznego i zapowiadany jest wzrost aktywności rządu w gospodarce.**
- **Działania rządu w dużej mierze wyznaczają kierunek polityki monetarnej. Obecnie NBP prowadzi luźną politykę monetarną i to się nie zmieni w bliższej przyszłości. Prawdopodobnie NBP wręcz jeszcze poluzuje politykę monetarną.**

Co większe problemy monetarne

NBP opublikował właśnie czerwcowy raport poświęcony stabilności sektora finansowego w Polsce. Ten kilkudziesięciostronicowy raport omawia bieżącą sytuację i problemy sektora finansowego oraz zawiera odpowiednie rekomendacje NBP. Opierając się na tym raporcie, można dojść do wniosku, że sytuacja polskiego sektora finansowego — w tym bankowego — jest problematyczna. Przede wszystkim z powodu kryzysu wywołanego koronawirusem niektóre ryzyka stały się znacznie poważniejsze, w tym ryzyko niespłacania kredytów przez dotychczasowych kredytobiorców.

Ponadto podobnie jak inne banki centralne również NBP postanowił włączyć się do walki z koronawirusem. Z kolei rządy państw postanowiły same zapewniać dopłaty do pensji, zwiększyć zasiłki dla bezrobotnych oraz zapewniać płynność firmom. Z tego powodu na świecie ogromnie wzrosło zadłużenie publiczne. Tego rodzaju działań podjął się również nasz rząd. Oczywiście bank centralny bierze pod uwagę ten wzrost zadłużenia, formułując swoje plany dalszych działań. Obecnie bank centralny — prowadząc swoją politykę — musi brać pod uwagę ogromne zadłużenie państwa.

Jak bank centralny może zachować się w przyszłości, biorąc pod uwagę aktualne problemy gospodarcze?

Podstawowe problemy sektora finansowego

Obecnie problemy mają przede wszystkim banki. NBP w swoim raporcie podaje, że może nam grozić sytuacja nadmiernego ograniczenia dostępności kredytu (*credit crunch*). Będzie to oznaczać ograniczenie dostępu do finansowania dla firm i ciężko będzie zapełnić tę lukę. Ta kiepska sytuacja wynika z jednej strony ze spadku rentowności banków, a z drugiej z nieprzewidzianego wzrostu ryzyka niespłacania kredytów, co jest następstwem koronawirusa.

Jednym z czynników, który pogorszył sytuację banków, jest obniżka stóp procentowych przez NBP. Ta obniżka stóp praktycznie do zera znacznie przyczyniła się do spadku rentowności banków. [Maciej Rudke](#) na łamach portalu [pieniądze.rp.pl](#) podaje, że zyski netto banków mogą na skutek tej obniżki zmniejszyć się o 4 miliardy złotych. Wycena banków w Polsce spadła znacząco w marcu, a po spadku nie nastąpiła znacząca korekta. Stało się to prawdopodobnie dlatego, że NBP mocno obniżył stopy procentowe [wbrew oczekiwaniom rynku](#).

Obniżenie stóp procentowych przy tak niskich poziomach nie zapewnia natychmiastowo tańszego kredytu. Co prawda spada oprocentowanie wielu kredytów już udzielonych (w Polsce popularne są kredyty o zmiennym oprocentowaniu), jednak banki muszą dbać o swoją osłabioną przez obniżkę stóp rentowność. Dlatego będą narzucać większą marżę przy udzielaniu nowych kredytów (głównie hipotecznych), więc nowi kredytobiorcy będą mieli droższy kredyt. Działanie NBP raczej spowodowało „redystrybucję oprocentowania”: osoby już zadłużone mają niższe oprocentowanie, za to osoby otrzymujące nowy kredyt hipoteczny muszą płacić więcej za udzielenie kredytu. Co więcej, wzrósł wymagany wkład własny i opłaty w bankach za usługi. Możemy spodziewać się, że dynamika zadłużenia sektora prywatnego, nawet jeśli wzrośnie, to nieznacznie (biorąc pod uwagę [obecną sytuację](#)), i sektor prywatny będzie miał ograniczony dostęp do finansowania.

Co więcej, jak podaje NBP w swoim [raporcie](#) (s. 9), jeszcze „[p]rzed wybuchem pandemii niektóre banki znajdowały się w trudnej sytuacji finansowej i nie dysponowały odpowiednimi nadwyżkami kapitałowymi. Ewentualne problemy pojedynczych instytucji monetarnych mogą negatywnie wpłynąć na wynik finansowy pozostałych banków w związku z koniecznością poniesienia kosztów uzupełnienia funduszy gwarantowania depozytów lub przymusowej restrukturyzacji. Skala szoku sprawia, że prawdopodobieństwo takiego scenariusza wzrasta”.

Jak widać, sytuacja sektora bankowego jest daleka od idealnej. Spadająca rentowność — która wynika w dużej mierze z wcześniejszej polityki monetarnej

banków centralnych, w tym NBP — utrudniła przygotowanie się do ewentualnego szoku i istnieją zagrożenia systemowe wynikające z kiepskiej sytuacji niektórych banków. Sytuację tę pogarsza również podatek bankowy.

Sektor publiczny a banki

W trakcie epidemii państwo rozpoczynało kolejne programy pomocowe, tak zwane tarcze antykryzysowe. Jednym z ich skutków był wzrost zadłużenia sektora publicznego. Według [obecnych analiz ministerstwa finansów](#) deficyt budżetu centralnego na koniec roku wyniesie 100 miliardów złotych.

Jednak wzrosło nie tylko zadłużenie budżetu państwa. Jednym z podmiotów realizujących program tarczy antykryzysowej jest Polski Fundusz Rozwoju (PFR), który [wyemitował obligacje o wartości 62 miliardów złotych](#). Należy również zdawać sobie sprawę ze wzrostu zadłużenia sektora ubezpieczeń społecznych oraz funduszy celowych, które również będzie brane pod uwagę przez NBP przy ustalaniu przyszłej polityki monetarnej.

Rząd planuje również zwiększyć swoją aktywność w gospodarce, co minister Emilewicz podsumowała stwierdzeniem, że [rząd przechodzi od tarczy do miecza](#). Obecnie planowane jest wsparcie samorządów za pomocą odpowiedniego funduszu, który zapewni 6 miliardów złotych na inwestycje samorządów. Prawdopodobnie rząd niedługo ogłosi kolejne programy inwestycyjne.

W finansowaniu długu publicznego i inwestycji państwowych wezmą udział banki. Z jednej strony będą pośrednikami między budżetem i PFR a bankiem centralnym. Będą odkupować wyemitowane obligacje, by następnie odsprzedawać je NBP. Część ewentualnie zatrzymają na swoich bilansach, ponieważ obligacje budżetowe są uprzywilejowane, gdyż nie są one objęte podatkiem bankowym oraz traktowane przychylniej przez regulacje sektora bankowego, czyli postrzegane jako mniej ryzykowny instrument. Rosnące zadłużenie, w monetyzacji którego będą brać udział banki komercyjne, oraz rosnące inwestycje w dług publiczny banków spowodują wzrost zależności między sektorem bankowym a publicznym, jak [wskazuje NBP w swoim raporcie o stabilności na s. 9](#).

Co może zrobić NBP?

Przed NBP stoją teraz dwa problemy: 1) rosnące zadłużenie sektora publicznego; 2) stabilność sektora bankowego wynikająca ze spadku rentowności i wzrostu ryzyka niespłacania kredytów.

Zadłużenie publiczne prędko nie spadnie, a najprawdopodobniej będzie rosło. Obecny etatystyczny rząd jest bardzo pozytywnie nastawiony do koncepcji państwa odgrywającego przewodnią rolę w gospodarce. Sygnalizowana jest również możliwość [podniesienia konstytucyjnego progu zadłużenia](#). Problem długu publicznego będzie narastał. Problem ten będzie też o tyle większy dla NBP, o ile większa część długu będzie musiała być rolowana lub będzie oprocentowana na zmiennej stopie procentowej.

Sektor bankowy z kolei potrzebuje albo podniesienia stóp procentowych, albo innej formy wsparcia ze strony rządu, jeśli ma się poprawić jego rentowność oraz stabilność. Jednak podniesienie stóp w celu ratowania sektora bankowego będzie pogarszać warunki sektorowi publicznemu, który obecnie znacząco zwiększa swoje zadłużenie.

NBP nie ma w takiej sytuacji szerokiego pola do popisu. Nie jest w stanie podnieść stóp procentowych znacząco (o ile w ogóle), jeśli nie chce pogorszyć sytuacji finansów publicznych — a biorąc pod uwagę bliską współpracę z rządem w ostatnich miesiącach, możemy domyślać się, że NBP tego nie chce. Tak więc ewentualne podniesienie stóp będzie raczej symboliczne niż znaczące.

Dwa najbardziej realne scenariusze obecnie, to albo ustanowienie „nowej normy”, którą to będzie obecna polityka zerowych stóp i stosunkowo łagodne luzowanie ilościowe, albo dalsze luzowanie ilościowe.

W przyszłości — i to niedalekiej — prawdopodobnie rząd podniesie podatki lub opłaty. Jeśli uda się zwiększyć przychody publiczne, to NBP nie będzie musiał dalej luzować polityki. Jednak jeśli to się nie powiedzie, to możliwe jest dalsze luzowanie. Luzowanie to jednak będzie miało charakter raczej korzystania z niestandardowych instrumentów polityki fiskalnej, by dalsza obniżka stóp nie szkodziła bezpośrednio rentowności banków. Nawet naczelny gołąb RPP prof. Eryk Łon zauważa, że negatywne stopy procentowe mogą mieć negatywne skutki, a na niewielką szansę wykorzystania ujemnych stóp wskazuje pani prof. Ancyparowicz. Samą podwyżkę stóp będzie jednak hamował wzrost zadłużenia oraz stopniowy wzrost bilansu NBP.

Jeśli chodzi o instrumenty niestandardowe, to bank centralny — oprócz powiększenia programu skupu obligacji skarbowych i PFR — ma jeszcze kilka możliwości, z których nie skorzystał. Być może zacznie skupować dług samorządów, czy to w formie obligacji, czy skupując aktywa sektora bankowego. Możliwy jest skup różnorodnych aktywów, jak akcje, przez NBP — zwolennikami tego pomysłu są wspomniani prof. Łon czy prof. Żyżyński. Luzowanie ilościowe

w formie skupu aktywów podmiotów prywatnych jest również możliwe z tego powodu, że banki mogą teraz być mniej skłonne do udzielania kredytu, a jednocześnie wzrosnie zapotrzebowanie na pieniądź przez sektor publiczny. Sektor prywatny może zostać wypchnięty z rynku pożyczkowego. Skup takich aktywów jak akcje może być próbą rozwiązania problemu z dostępem sektora prywatnego do finansowania.

Według [portalu bankier.pl](http://portalu.bankier.pl) na łamach periodyku „Bezpieczny Bank” jakiś czas temu prof. Łukasz Hardt przedstawił także swoją propozycję przeprowadzania operacji repo po stopie niższej od referencyjnej.

Co dalej?

NBP nie ma szerokiego pola do popisu, jeśli chodzi o zacieśnianie polityki monetarnej. Nie może znacząco podnieść stóp procentowych i wraz z upływem czasu i wzrostem zadłużenia sektora publicznego ma coraz mniejszą możliwość podnoszenia stóp. Równie ciężkie będzie wycofanie się z polityki luzowania ilościowego, czego przykładem są wcześniejsze próby wycofania się z luzowania ilościowego innych państw. NBP prawdopodobnie przez dłuższy czas utrzyma stopy procentowe na obecnym poziomie i będzie prowadził politykę luzowania ilościowego o charakterze podobnym do obecnego. Normalizacja polityki monetarnej nie nastąpi prędko, a ewentualne działania w tym kierunku raczej będą miały charakter symboliczny.

Będzie to miało negatywny wpływ na przyszłą aktywność sektora prywatnego, który będzie miał ograniczony dostęp do finansowania z powodu osłabionej rentowności banków i ich zaangażowania w procedury monetyzacji długu publicznego. Znaczną część kredytu przejmie najprawdopodobniej sektor publiczny.

Oczywiście trudno jest przewidywać przyszłe działania NBP, ale warto jest chociaż spróbować wskazać pewne możliwe ścieżki dalszego rozwoju toku spraw. Prawdopodobnie jednak NBP nie podejmie prób zacieśniania polityki monetarnej. Bardzo możliwe, że obecne połączenie stóp bliskich zera i łagodne luzowanie będą nową długoterminową normą (nową formą konserwatywnej polityki monetarnej, zwłaszcza w porównaniu do szaleńczej polityki głównych banków centralnych), albo NBP będzie stopniowo luzować politykę monetarną.