

Ryzyka polityki ujemnych stóp procentowych

Jarosław Klepacki*

Streszczenie: Szeroko rozumiana globalizacja w zestawieniu z działaniami pokryzysowymi z lat 2008–2009 realizowanymi przez instytucje finansowe zaowocowała wykreowaniem procesów, które do niedawna w literaturze przedmiotu identyfikowane były w sposób marginalny. Jednym z nich jest realizowana przez banki centralne polityka ujemnych stóp procentowych. Dzisiaj nauka na nowo podejmuje próbę analizy tego zjawiska. Analizy, która dokonana powinna być równoległe z opisywaniem potencjalnych skutków oraz towarzyszących im ryzyk.

Słowa kluczowe: ryzyko, ujemne stopy procentowe, rynek kapitałowy, bank centralny, gospodarka

Wprowadzenie

Katalog szeroko rozumianych ryzyk w teorii ekonomii najprawdopodobniej nigdy nie zostanie ostatecznie zamknięty. Dotyczy to nie tylko powszechnie opisywanych w literaturze przedmiotu głównych ryzyk finansowych, ale również towarzyszących im coraz liczniejszych ryzyk pobocznych. Zewnętrzne otoczenie makroekonomiczne, jakie ukształtowało się po załamaniu na rynkach kapitałowych w latach 2008–2009, wykazując ponadprzeciętną zmienność i relatywnie niską przewidywalność, doprowadziło do konieczności nowego spojrzenia na procesy zachodzące w gospodarce i mechanizmy nimi sterujące. Jednym z takich na nowo odkrytych mechanizmów-narzędzi w ramach polityki kreowania kosztu pieniądza i stymulowania gospodarki jest koncepcja ujemnych stóp procentowych. To niekonwencjonalne i kontrowersyjne narzędzie po 2009 roku znalazło szerokie zastosowanie w globalnej gospodarce.

Celem artykułu jest scharakteryzowanie i przeanalizowanie roli i znaczenia polityki ujemnych stóp procentowych w kreowaniu zmian w gospodarce realnej. Jest to również próba dookreślenia ryzyk związanych ze stosowaniem tego narzędzia w dobie globalizacji i centralizacji procesów gospodarczych oraz instytucji nadzoru finansowego. Jest to też swoista diagnoza mapy potencjalnych zagrożeń nowych rozwiązań dla bezpieczeństwa systemu finansowego.

* dr Jarosław Klepacki, Społeczna Akademia Nauk, Oddział w Warszawie, Katedra Zrządzenia Bezpieczeństwem Ekonomicznym, Instytut Ekonomiczny, e-mail: jaroslawklepacki@poczta.onet.pl.

1. Identyfikacja zjawiska ujemnych stóp procentowych

W ujęciu ogólnym, w świecie pieniądza kredytowego, stopa procentowa jest kluczowym instrumentem banku centralnego, jest to też główny środek jego wpływu na gospodarkę realną. Zgodnie z hipotezą Fishera (1896) zakłada się, że realna stopa procentowa jest niezależna od środków pieniężnych, w szczególności od nominalnej stopy procentowej i oczekiwanej stopy inflacji. Pojęcie „nominalne oprocentowanie” odnosi się do rzeczywistej (bieżącej) stopy oprocentowania, termin „realna stopa procentowa” odnosi się do kwoty pieniężnej, której siła nabywcza rośnie z upływem czasu (Samuelson, Nordhaus 2005; Beksiak 2001). Innymi słowy, zgodnie z tą teorią przyjąć można, że wzrostowi inflacji o 1% towarzyszy wzrost stopy procentowej także o 1%. W kategoriach źródeł przyjęto zasadę nawiązującą bezpośrednio do klasycznej teorii stopy procentowej Hume’a z roku 1752 oraz Fishera z roku 1930, że wysokość stopy procentowej określona jest przez popyt na kapitał i podaż kapitału (sytuacja równowagi, pełne zatrudnienie) (Dimand 2013, s. 284–304). Popyt na kapitał jest wynikiem zamiarów inwestycyjnych przedsiębiorców, podaż kapitału natomiast wynika ze skłonności gospodarstw domowych do oszczędzania.

Zgodnie z ogólną zasadą przyjmowało się, że w ujęciu realnym stopy procentowe mogą być ujemne, ponieważ inflacja jest identyfikowana jako mechanizm stymulowania kategorii realnych. Przykładowo, niczym niezwykłym jest realne ujemne oprocentowanie lokat bankowych, które najczęściej ma miejsce w okresach wysokiej inflacji, kiedy wzrost ich oprocentowania nie nadąża za postępującą inflacją (Gostomski 2015). Niedopuszczalne było jednak, aby jako regułę przyjmować możliwość kreowania ujemnych stóp procentowych w ujęciu nominalnym (Polański 2010). Również popularyzowana do 2009 roku teoria polityki monetarnej wskazuje, że stopy procentowe mogą osiągnąć minimalny poziom równy 0%.

Rzeczywistość przyniosła jednak modyfikację tych teorii. Historycznie rzecz ujmując, najbardziej spektakularny przykład ujemnych stóp procentowych (były one stosowane względem nierezydentów) znany jest z doświadczeń Szwajcarii w latach 1977–1978 (Kowalewski 2014). Najwięcej doświadczenia we wprowadzeniu ujemnych stóp procentowych ma najstarszy bank centralny na świecie, czyli szwedzki Riksbank, który wprowadził je już w lipcu 2009 roku. Zważywszy, że miało to charakter jednostkowy, to przełożenie tej decyzji na rynek było minimalne, a przez naukę traktowane było jako wyjątek od reguły. Rozszerzające się znaczenie i wpływy banków centralnych na realną gospodarkę oraz konieczność przeciwdziałania postępującej stagnacji po kryzysie finansowym z lat 2008–2009 spowodowały, że obecnie (stan na 27 kwietnia 2016 roku) już cztery banki centralne stosują szeroko zakrojoną politykę ujemnych stóp procentowych. Do Szwedzkiego Banku Narodowego dołączyły Narodowy Bank Danii, Bank Japonii oraz Szwajcarski Bank Narodowy (patrz: tab. 1 i rysunki). Informacje płynące z Europejskiego Banku Centralnego (4 czerwca 2014 roku EBC po raz pierwszy wprowadził ujemną stopę procentową dla depozytów banków) pozwalają na przyjęcie założenia, że w najbliższym czasie i ten bank może

zdecydować się na wprowadzenie ujemnej stopy referencyjnej (obecnie jest ona na poziomie 0%) (Gordon, Hamilton 2016). W Niemczech od grudnia 2014 roku ujemne odsetki stosuje drugi największy bank krajowy Commerzbank w odniesieniu do krótkoterminowych lokat o wartości wyższej niż 10 mln euro, należących do dużych koncernów i inwestorów instytucjonalnych, takich jak towarzystwa ubezpieczeniowe i fundusze inwestycyjne. Ujemne oprocentowanie w wysokości 0,25% od depozytów klientów korporacyjnych wprowadził też Skatbank, który jest spółką internetową małego banku spółdzielczego w Turynii (Gostomski 2015).

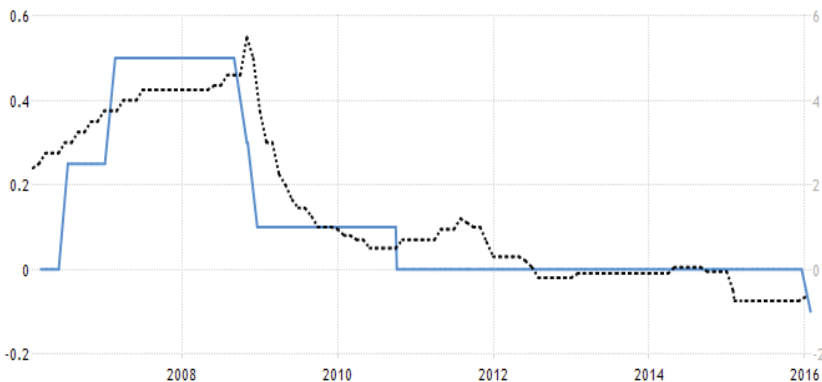
Pomimo historycznej anomalii ujemnych stóp nominalnych, większość ekonomistów jest skłonnych stosować tradycyjną analizę kontinuum cen, zachowań i efektów ekonomicznych. Stanowisko takie w obecnej szybko ewoluującej rzeczywistości makroekonomicznej jest co najmniej dyskusyjne. Nie powinno więc dziwić, że – szczególnie wśród praktyków – spotyka się z silną krytyką. Erik Nielsen, główny ekonomista UniCreditu, większościowego udziałowca Banku Pekao w kwietniu 2016 roku stwierdził, że polityka ujemnych stóp procentowych to fatalny, nienaturalny pomysł. Według niego stopy procentowe po prostu nie mogą być ujemne (Siemionczyk 2016).

Tabela 1

Główna stopa procentowa (referencyjna) w wybranych bankach centralnych (%)

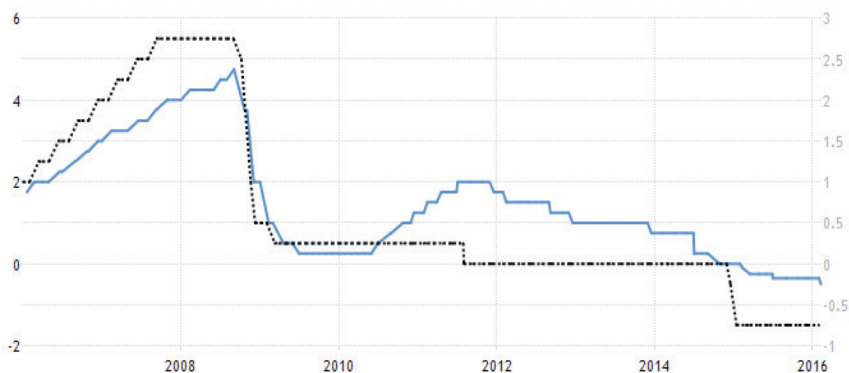
	Bank Japonii	Szwajcarski Bank Narodowy	Szwedzki Bank Narodowy	Narodowy Bank Danii
Stopa procentowa	-0,1	-0,75	-0,5	-0,65

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Trading Economics.



Rysunek 1. Stopa procentowa: Japonia (linia ciągła, skala lewa) vs Dania (linia przerywana, skala prawa) – 10 lat

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Trading Economics.



Rysunek 2. Stopa procentowa: Szwecja (linia ciągła, skala lewa) vs Szwajcaria (linia przerywana, skala prawa) – 10 lat

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Trading Economics.

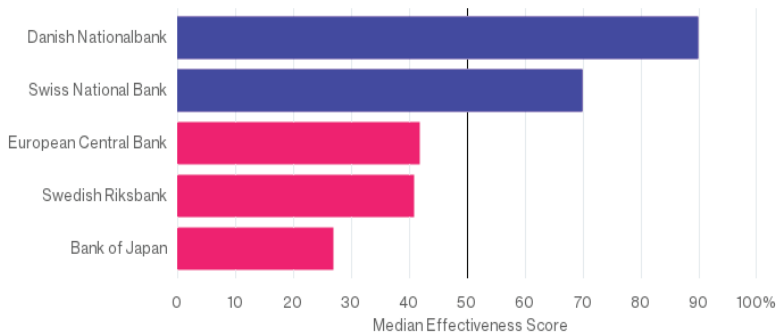
2. Wpływ ujemnych stóp procentowych na gospodarkę realną

Analiza wpływu mechanizmu ujemnych stóp procentowych na gospodarkę poprzedzona powinna być diagnozą powodów zastosowania na masową skalę tak niekonwencjonalnych rozwiązań. W literaturze przedmiotu dominują poglądy, że wchodzenie przez banki centralne coraz głębiej w ujemne stopy uzasadniane jest tym, że instrument ten będzie w stanie w sposób efektywny:

- stymulować politykę walutową w celu zniechęcenia cudzoziemców do inwestowania, co w konsekwencji powinno powstrzymać aprecjację walut krajowych (np. korony szwedzkiej czy franka szwajcarskiego),
- zachęcać banki do bardziej intensywnego pożyczania pieniędzy sektorowi prywatnemu, co w ostateczności ma pobudzić inflację i wzrost gospodarczy,
- uzyskać tak zwany rynkowy efekt *forward guidance*, czyli próbę przekonania uczestników rynków, że banki centralne są zdeterminowane i zrobią wszystko, aby walczyć z deflacją i stymulować koniunkturę; chodzi tutaj o zbudowanie takiego wizerunku głównie w obszarze rynków kapitałowych, czyli tam, gdzie mamy do czynienia z dużym strumieniem kapitału, który potrafi się szybko przemieszczać,
- wpływać na rynek papierów dłużnych, gdzie wskutek rekordowo niskich rentowności staje się możliwe rekordowo tanie finansowanie potrzeb pożyczkowych państwa.

Mechanizm ujemnych stóp procentowych z pewnością ma charakter niekonwencjonalny, tym bardziej jeśli przyjąć tezę, że wkrótce może być zastosowany przez Europejski Bank Centralny. Będziemy mieli wówczas do czynienia z implementacją tego mechanizmu do struktur globalnej gospodarki (co byłoby ewenementem na skalę światową), gdzie potencjalne skutki – zarówno te długo-, jak i krótkoterminowe – mogą być trudne do przewidzenia.

Agencja Bloomberg w lutym 2016 roku przeprowadziła ankietowe badanie wśród 63 ekonomistów. Zostali oni zapytani o skuteczność polityki banków centralnych w Japonii, Szwajcarii, Szwecji, Danii i strefy euro – czyli tych banków centralnych, które prowadzą obecnie politykę ujemnych stóp procentowych (w strefie euro obowiązuje ujemna stopa depozytowa). Podstawowe pytanie brzmiało: Czy polityka ujemnych stóp procentowych sprawdziła się w pięciu analizowanych gospodarkach? Wyniki badania wskazują, że ujemne stopy procentowe lepiej sprawdzają się w małych, otwartych gospodarkach (Tartar 2016).



Rysunek 3. Odsetek ekonomistów pozytywnie oceniających politykę ujemnych stóp procentowych

Źródło: Tartar (2016).

Spośród ankietowanych 90% uznało, że ujemne stopy procentowe sprawdziły się w Danii. Szwajcarski SNB dostał pozytywną ocenę od 70% ekonomistów. W przypadku obu krajów mamy do czynienia z niedużymi i otwartymi gospodarkami, które wykorzystują ujemne stopy procentowe w celu zarządzania kursem waluty. Pozostałe banki centralne nie dostały pozytywnej oceny w badaniu.

Statystyki publikowanych na przestrzeni ostatnich kilku lat danych makroekonomicznych (wskaźnika PKB, siły waluty krajowej, inflacji) analizowanych gospodarek wydają się potwierdzać wyniki ankiety. Warto jednak podkreślić, że obecnie realizowana polityka ujemnych stóp procentowych nie zawiera się jedynie w pojedynczym zredukowaniu kosztu pieniądza. Większość banków, które zaangażowały się w to narzędzie na przestrzeni ostatnich lat, decydowało się na kilkukrotne cięcia głównej stopy procentowej (Bank Japonii jest ostatnim bankiem centralnym, który jak na razie zdecydował się wprowadzić ujemne stopy, dokonał tego w kwietniu 2016 roku). Jest to zatem postępujący proces, a nie pojedyncze zdarzenie, którego skutki byłby relatywnie łatwe do przewidzenia. Z punktu widzenia skutków przyjęć należy też, że obecnie oceniane są jedynie te o charakterze krótkoterminowym. Masowość zjawiska (nieobserwowana nigdy wcześniej) i jego długofalowość uniemożliwiają pełną identyfikację i wpływ na gospodarkę realną w ujęciu długoterminowym. Ponad wszelką wątpliwość to właśnie długoterminowy horyzont jest kluczowym punktem odniesienia.

3. Identyfikacja ryzyk polityki ujemnych stóp procentowych

Potencjalne ryzyka polityki ujemnych stóp procentowych diagnozowane powinny być w ramach zbioru otwartego ze względu na:

- niską lub bardzo niską przewidywalność skutków tego zjawiska,
- zróżnicowany termin materializacji ryzyk (krótko-, średnio- oraz długoterminowe),
- brak odniesienia historycznego (porównywalnego ciągu wydarzeń) w ujęciu liniowym,
- zaawansowany efekt globalizacji i towarzyszące mu zjawiska centralizacji i zarażania,
- możliwość pojawiania się nowych ryzyk pobocznych.

Obecnie (stan na kwiecień 2016) polityka ujemnych stóp procentowych bezpośrednio dotyka jedynie duże instytucje finansowe (banki). Tylko one muszą płacić za przetrzymywanie swoich środków na rachunkach depozytowych banku centralnego. Z uwagi na coraz głębsze wchodzenie w politykę ujemnych stóp procentowych nie można jednak wykluczyć, że w bliżej nieokreślonej przyszłości dotknąć to może szerszy krąg podmiotów, w tym i osoby fizyczne. Możemy zatem mówić (na razie czysto hipotetycznie), że również oszczędności osób prywatnych w skrajnym scenariuszu polityki ujemnych stóp procentowych mogą być oprocentowane według ujemnej stopy procentowej. Tego typu ryzyko, mimo iż obecnie bardzo mało prawdopodobne, automatycznie rodzi kolejne: ryzyko destabilizacji sektora bankowego. Jeżeli bowiem jakikolwiek bank zacząłby pobierać opłaty od lokat bankowych, klienci przenieśliby swoje oszczędności do innego banku, a w najgorszym wypadku zażądałoby ich wypłaty w gotówce i trzymali je w domu. W literaturze przedmiotu ryzyko to określane jest mianem pułapki płynności (Gruszecki 2004, s. 181–184). Po raz pierwszy została ona opisana przez Keynesa w *Ogólnej teorii zatrudnienia, procentu i pieniądza* z 1936 roku. Wynika ona bezpośrednio z teorii preferencji płynności – skłonności do utrzymywania oszczędności w postaci najbardziej płynnej, czyli w gotówce.

Z punktu widzenia zaawansowania stosowanej obecnie przez banki centralne polityki ujemnych stóp procentowych brać należy pod uwagę kolejne istotne ryzyko: utratę kontroli przez bank nad polityką monetarną. Ryzyko to jest konsekwencją wprowadzenia tak zwanych nadmiernie niskich stóp procentowych. W obecnym otoczeniu makroekonomicznym trudno jednak doprecyzować i zweryfikować, co miałyby to konkretnie oznaczać. Każda gospodarka, a szczególnie te mniejsze – lokalne, w których obecnie polityka ujemnych stóp procentowych jest popularna, mają inną specyfikację i trudno o jakieś szersze uogólnienia. Warto jednak podkreślić, że pułapce deflacyjnej mogą towarzyszyć liczne negatywne zjawiska. Ilość tak zwanych ryzyk pobocznych potencjalnie może być w związku z tym praktycznie nieograniczona.

Polityka ujemnych stóp procentowych rodzi również ryzyko destabilizacji kursów walut. Banki centralne, silnie obniżając stopy procentowe, koncentrują się na próbie skutecznego pobudzenia gospodarki i ograniczenia deflacji, często zapominając o obowiązku

– konieczności stabilizacji w wycenie krajowej waluty. Innymi słowy, brak możliwości interwencyjnej podwyżki stóp procentowych w celu umocnienia krajowej waluty sprzyja destabilizacji w jej wycenie oraz ryzyku niekontrolowanej deprecjacji (szczególnie w sytuacji, kiedy jednocześnie obserwujemy negatywne ryzyko polityczne – przykład: Polska z okresu styczeń–maj 2016).

Niekonwencjonalność polityki ujemnych stóp procentowych powodująca, że poziom stóp procentowych wykracza poza zdroworozsądkowe progi rozsądnego i zrównoważonego postrzegania i rozwoju, determinują ryzyko przynajmniej czasowej modyfikacji zasady funkcjonowania niektórych rynków (walutowy, rynek długu). Może pojawić się konieczność wypracowania zmiany modeli wyceny dla rynków walutowych, przekształceń założeń dotyczących korelacji między różnymi klasami aktywów. Zaburzone mogą zostać klasyczne mechanizmy reakcji i działań uczestników rynku. Pojawić się może ryzyko bąbli spekulacyjnych na rynkach aktywów finansowych i nieruchomościach. Towarzyszyć temu mogą ryzyka zaburzeń w funkcjonowaniu instytucji finansowych i szerzej – całego systemu bankowego z racji niedopasowania do tak skrajnych i długotrwałych poziomów stóp procentowych.

Zaawansowany efekt globalizacji w zestawieniu z działaniami lokalnych krajów europejskich i Europejskiego Banku Centralnego powoduje, że możemy mówić również o ryzyku nieskuteczności polityki ujemnych stóp procentowych w pobudzaniu gospodarki. Efekt materializacji tego rodzaju ryzyka doskonale widoczny jest na przykładzie gospodarki europejskiej, która po załamaniu w 2009 roku nie może wejść na ścieżkę trwałego ożywienia. Twarde dane makroekonomiczne (PKB, inflacja, produkcja przemysłowa) jednoznacznie wskazują, że wprowadzane do tej pory programy LTRO (*Long Term Refinancing Operation*) realizowane równoległe z polityką obniżania stóp procentowych nie są wystarczająco efektywne. Ryzyku temu towarzyszy zjawisko tak zwanej importowanej deflacji. Prawdopodobieństwo materializacji tego typu ryzyka szczególnie widoczne jest w lokalnych małych gospodarkach, które są silnie powiązane z gospodarką europejską, nie będąc jednocześnie w unii walutowej (np. Szwajcaria).

Uwagi końcowe

Polityka ujemnych stóp procentowych jest nowym instrumentem dla banków centralnych i zapewne minie jeszcze trochę czasu i odbędzie się kilka – mniej lub bardziej udanych – prób implementacji tego narzędzia, zanim ostatecznie wypracowana zostanie najbardziej efektywna forma oraz procedura wprowadzania ujemnego oprocentowania. Obecnie trudno jest prognozować, jak mocno banki centralne są w stanie zredukować koszt pieniądza i gdzie znajduje się punkt graniczny. Literatura przedmiotu nie dostarcza obecnie wystarczająco dużo twardych danych, aby przyjąć, że zjawisko to jest bezpieczne, a skutki jego prognozowane.

Zidentyfikowane i wskazane powyżej ryzyka z pewnością nie wyczerpują tematu. Zagadnienie to wymaga dalszej analizy i większej otwartości ze strony ekonomistów przy ocenie, jak globalny system gospodarczy i finansowy może działać teraz, kiedy około jedna

trzecia długu publicznego globalnej gospodarki europejskiej jest notowana na negatywnych rentownościach nominalnych.

Literatura

- Beksiak J. (2001). *Ekonomia*. Warszawa: Wydawnictwo Naukowe PWN.
- Dimand R.W. (2013). David Hume and Irving Fisher on the quantity theory of money in the long run and the short run. *The European Journal of the History of Economic Thought*, 20 (2).
- Gordon P., Hamilton S. (2016). *Draghi Says ECB Critics Risk Provoking Need for More Action*. Bloomberg. Pobrano z: <http://www.bloomberg.com/news/articles/2016-04-21/draghi-says-ecb-ready-to-act-again-if-warranted-to-revive-prices> (27.04.2016).
- Gostomski E. (2015). Konsekwencje stosowania w strefie euro ujemnych stóp procentowych. *Bank Spółdzielczy*, 1 (578).
- Gruszecki T. (2004). *Teoria pieniądza i polityka pieniężna. Rys historyczny i praktyka gospodarcza*. Kraków: Oficyna Ekonomiczna.
- Kowalewski P. (2014). *Ujemne stopy procentowe to nic nowego*. Obserwatorfinansowy.pl. Pobrano z: <http://www.obserwatorfinansowy.pl/tematyka/bankowosc/ujemne-stopy-procentowe-to-nic-nowego> (27.04.2016).
- Polański Z. (2010). *Stopa procentowa*. Materiały z wykładów. Pobrano z: akson.sgh.waw.pl/.../Wyklad%204_PolitykaPieniezna_2010_stacjonarne (27.04.2016).
- Samuelson P.A., Nordhaus W.D. (2005). *Ekonomia*. Tom 2. Warszawa: Wydawnictwo Naukowe PWN.
- Siemionczyk G. (2016). *Nielsen: Polityka ujemnych stóp procentowych to fatalny, nienaturalny pomysł*. Rp.pl. Pobrano z: <http://www.rp.pl/Banki/303259902-Nielsen-Polityka-ujemnych-stop-procentowych-to-fatalny-nienaturalny-pomysl.html#ap-1> (27.04.2016).
- Solarz J.K. (2014). Zarządzanie ryzykiem systemowym. Przyczynę do międzynarodowej ekonomii politycznej finansów. Finansowe i ekonomiczne uwarunkowania funkcjonowania podmiotów gospodarczych. *Przedsiębiorczość i Zarządzanie, XV* (8/3).
- Szpunar P.J. (2012). Rola polityki makroostrożnościowej w zapobieganiu kryzysom finansowym. *Materiały i studia NBP*, 278.
- Tartar A. (2016). *Here's What Economists Think About Negative Policy Rates*. Bloomberg. Pobrano z: <http://www.bloomberg.com/news/articles/2016-02-19/here-s-what-economists-think-about-negative-policy-rates> (27.04.2016).
- Trading Economics. *Polska – stopa procentowa*. Pobrano z : <http://pl.tradingeconomics.com/poland/interest-rate> (27.04.2016).

RISKS OF THE POLICY OF NEGATIVE INTEREST RATES

Abstract: Widely understood globalization in comparison with those of actions after the crisis from the years 2008–2009 implemented by financial institutions resulted in the artist creating processes that until recently in the literature were identified as marginal. One of them is implemented by the central banks policy of negative interest rates. Today, learning a new attempt to analyze this phenomenon. Analysis, which should be done in parallel with describing the potential impacts and associated risks.

Keywords: risk of negative interest rates, capital market, the central bank, economy

Cytowanie

- Klepacki J. (2016). Ryzyka polityki ujemnych stóp procentowych. *Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia*, 4 (82/1), 721–728. DOI: 10.18276/frfu.2016.4.82/1-60.