

15 marca 2020

Obniżka stóp w wątpliwym lekarstwem na wirusa?

- Wypowiedzi członków RPP, w tym głos A.Głapińskiego wyraźnie zapowiadają obniżkę stóp procentowych, której celem ma być wsparcie gospodarki w obliczu szoku, którym jest pandemia koronawirusa. W naszej ocenie, wyjątkowe warunki w których obecnie funkcjonuje gospodarka, jak również charakterystyka krajowego sektora bankowego oznaczają, że obniżka stóp nie tylko nie pomoże gospodarce, ale może spowodować wymierne szkody. W naszej ocenie istnieje szereg innych działań, których zastosowanie przez NBP przyniosłoby szybsze i lepsze efekty.

W piątek NBP opublikował [wypowiedź](#) A.Głapińskiego dla PAP, w której **zapowiada on złożenie wniosku o obniżkę stóp procentowych**. Może do tego dojść już w najbliższy wtorek, gdy RPP zbierze się na jednodniowym posiedzeniu. Z [wypowiedzi członków Rady](#) zebranych przez PAP wynika, że **wniosek może zyskać niezbędne poparcie** (C.Kochalski, R.Sura, E.Łon i J.Żyżyński tego nie wykluczili, a w sytuacji 5:5 głos Prezesa NBP ma charakter przeważający; przeciwko obniżce wypowiedzieli się E.Gatnar, Ł.Hardt, J.Kropiwnicki oraz K.Zubelewicz). Poniżej przedstawiamy syntetyczną, **subiektywną** analizę celowości i skuteczności takiej decyzji ze strony Rady w warunkach epidemii koronawirusa.

Skuteczność polityki pieniężnej w ogóle i polityki stóp procentowych w szczególności mierzona jest zazwyczaj co najmniej w średnim okresie. Dopiero wtedy widać efekty przechodzenia impulsu monetarnego przez kanały transmisji (zarówno tradycyjne, tzw. neoklasyczne, tj. konsumpcji, inwestycji i kursu walutowego, jak i przez nowy, szeroko pojęty kanał kredytowy). **W przypadku próby przeciwdziałania gospodarczym reperkusjom epidemii koronawirusa skutki działań muszą być jednak widoczne tu i teraz**, dlatego zaczynamy od analizy krótkoterminowych efektów coraz bardziej prawdopodobnej decyzji Rady o obniżce stóp.

Zgodnie z wypowiedzią Prezesa Głapińskiego celem obniżki jest zmniejszenie obciążeń wynikających z istniejących zobowiązań tak by wesprzeć budżety firm i gospodarstw domowych oraz obniżenie kosztów obsługi długu publicznego. **Przy obecnych uwarunkowaniach instytucjonalnych naszym zdaniem obniżka stóp może nie przynieść pożądanego skutku.**

W normalnych warunkach obniżka stóp przyniosłaby zmniejszenie oprocentowania kredytów złotych (przedsiębiorstwa niefinansowe miały ich w styczniu 260,2 mld PLN, a gospodarstwa domowe 624,6 mld PLN). Wypowiedzi A.Dudy, KNF i ZBP sugerują, że kredytobiorcy otrzymają wsparcie w postaci wakacji kredytowych na okres nawet do 6 miesięcy. To rozwiązanie w dużo większej skali redukuje bieżące zobowiązania finansowe kredytobiorców dezaktualizując pierwszą ze wskazanych przez A.Głapińskiego przesłanek za obniżką stóp.

W obliczu wakacji kredytowych obniżka stóp nie będzie miała wymiernego wpływu na ograniczenie kosztów obsługi kredytu, ale doprowadzi do zmniejszenia oprocentowania depozytów złotych, w pierwszej kolejności bieżących (159,6 mld PLN w przypadku przedsiębiorstw i 540,3 mld PLN od gospodarstw domowych), a później także terminowych, po ich odnowieniu (kolejne 84,6 mld PLN od

Główny Ekonomista

Piotr Bujak
piotr.bujak@pkobp.pl
tel. 22 521 80 84

Zespół Analiz Makroekonomicznych
analizy.makro@pkobp.pl

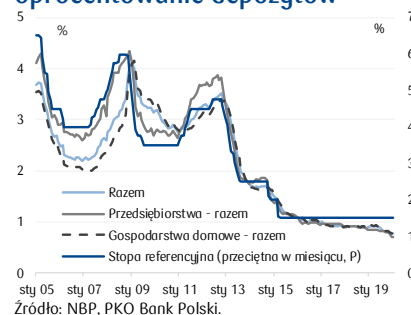
Marta Petka-Zagajewska
Kierownik Zespołu
marta.petka-zagajewska@pkobp.pl
tel. 22 521 67 97

Marcin Czaplicki
Ekonomista
marcin.czaplicki@pkobp.pl
tel. 22 521 54 50

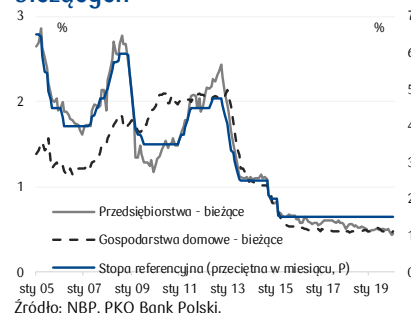
Urszula Kryńska
Ekonomistka
urszula.krynska@pkobp.pl
tel. 22 521 51 32

Michał Rot
Ekonomista
michal.rot@pkobp.pl
tel. 22 580 34 22

Stopa referencyjna NBP vs oprocentowanie depozytów



Stopa referencyjna NBP vs oprocentowanie depozytów bieżących





przedsiębiorstw i 272,7 mld PLN od gospodarstw domowych). O ile w przypadku gospodarstw domowych skutek obniżek byłby mniej odczuwalny (efektywną granicą jest 0%, a duży odsetek depozytów bieżących już obecnie nie jest oprocentowany), o tyle w przypadku przedsiębiorstw skutki obniżki stóp ujawniłyby się stosunkowo szybko (niektóre banki już żądają, aby im płać ujemne oprocentowanie od depozytów korporacyjnych). [Badanie NBP z 2018](#) (s. 42) wskazuje, że banki szybko i efektywnie przekładają spadek stóp na wypłacane przedsiębiorcom odsetki.

Powyższe sugeruje, że przy założeniu wakacji kredytowych, w krótkim (i najbardziej newralgicznym okresie epidemii) obniżka stóp odcieńczy podmioty gospodarcze od części dochodów odsetkowych (przy założeniu transmisji podobnej do tej z czasu ostatnich obniżek stóp z 2014/2015 obniżka stóp o 25pb mogłoby ograniczyć miesięczne przychody odsetkowe przedsiębiorstw o ok. 11 mln PLN, a gospodarstw domowych o ok. 35 mln PLN, po odjęciu tzw. podatku Belki). W średnim okresie (po 6 miesiącach) sytuacja mogłaby wyglądać inaczej – niższe koszty odsetkowe mogą zacząć przeważać nad obniżonymi przychodami z depozytów (tu z uwagi na potencjalnie słabszego złotego wyjątkiem mogą być kredytobiorcy walutowi).

Sytuacja epidemiczna zmienia sposób, w jaki należy patrzeć na tradycyjne (neoklasyczne) kanały transmisji polityki pieniężnej. Obniżka stóp poprzez kanał majątkowy i substytucji międzyokresowej wspiera konsumpcję prywatną, ale w czasie epidemii nie przełoży się na wzrost konsumpcji bo ludzie przebywają w domach (np. na kwarantannie), a niepewność dotycząca przyszłości sięga zenitu. Podobnie firmy nie zwiększą wydatków inwestycyjnych, bo w czasie epidemii koncentrują się na utrzymaniu płynności i ciągłości działania, a nawet gdyby chciały inwestować to nie ma gdzie kupić dóbr inwestycyjnych, ani komu ich zainstalować. Prawdopodobna deprecjacja kursu walutowego idąca za obniżką stóp w czasie epidemii nie pomoże eksporterom, jeżeli zamykane są granice państw a kluczowe polskie rynki zbytu także walczą ze skutkami koronawirusa. Niższe stopy mogą natomiast zaszkodzić bankom (oraz wspomnianym wcześniej kredytobiorcom walutowym), które w obliczu epidemii (np. ze względu na wzrost ryzyka kredytowego) i tak mogą się znaleźć w trudnej sytuacji.

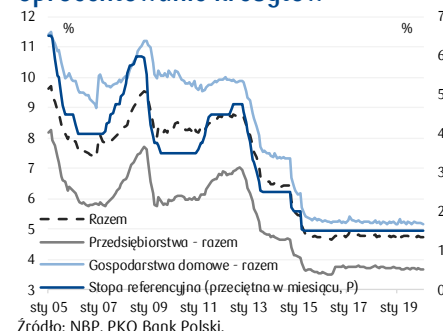
Obniżka stóp może istotnie zakłócić działanie kanału kredytowego, którego funkcjonowanie w obliczu epidemii jest i tak co najmniej utrudnione. Co więcej, poprzez pogorszenie stabilności finansowej sektora bankowego może ona pozbawić gospodarkę dźwigni, która pozwoliłaby na szybsze ożywienie, gdy pandemia przemienie.

Udzielając kredytu banki patrzą się na szereg zależności, które można sprowadzić do trzech ogólnych kategorii: 1) przychodów z tytułu udzielenia kredytu, 2) kosztów udzielenia kredytu, w tym 2a) wiarygodności kredytobiorcy oraz 3) zdolności banku do udzielenia kredytu rozumianej jako dysponowanie wolnymi funduszami własnymi i posiadanie odpowiednio wysokiej rentowności.

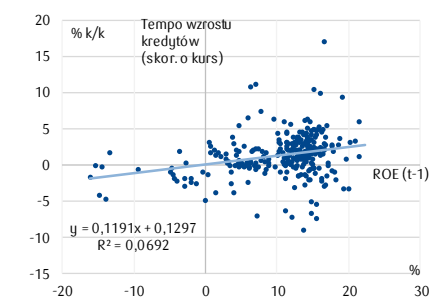
Obniżka stóp zmniejsza przychody odsetkowe. Co więcej z uwagi na dominację zmiennej stopy procentowej w strukturze kredytów obniżka stóp wpływa nie tylko na „nową produkcję”, ale zmniejsza także przychód z ich starego wolumenu, pogarszając rentowność banków.

Z drugiej strony, obniżka stóp powinna zredukować koszt finansowania kredytu

Stopa referencyjna NBP vs oprocentowanie kredytów

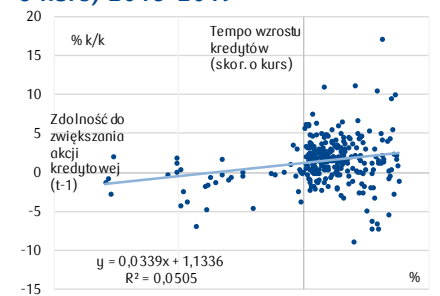


Rentowność wybranych banków komercyjnych vs tempo wzrostu ich wolumenu kredytów ogółem (skor. o kurs) 2013-2019



Źródło: Skonsolidowane kwartalne sprawozdania 11 największych giełdowych banków komercyjnych, M.Czaplicki, Friends or foes? Bank profitability, capital, and monetary policy in Poland, Mimeo, marzec 2020.

Zdolność do zwiększania akcji kredytowej* wybranych banków komercyjnych vs tempo wzrostu ich wolumenu kredytów ogółem (skor. o kurs) 2013-2019



Źródło: Skonsolidowane kwartalne sprawozdania 11 największych giełdowych banków komercyjnych, M.Czaplicki, Friends or foes? Bank profitability, capital, and monetary policy in Poland, Mimeo, marzec 2020.*Ile kredytów bank może udzielić przy danym wolnym buforze kapitałowym (CAR-TCReq) i niezminionej strukturze aktywów; jako odsetek bieżącego wolumenu kredytów.



przez bank, jednak jego spadek nie zrównoważy malejącego przychodu odsetkowego (nawet w normalnych czasach). Wynika to z już obecnie niskiego oprocentowania depozytów (bliskość 0%). Większy udział stałego oprocentowania przy lokatach terminowych oraz duży odsetek depozytów bieżących (często nieoprocentowanych) powodują, że elastyczność oprocentowania depozytów jest w Polsce mniejsza niż dla kredytów. Warto też dodać, że ze względu na wysokie wymogi kapitałowe ok. 10% każdego kredytu banki muszą finansować z funduszy własnych (niezależne od stóp). Dodatkowo od każdego nowego kredytu (który powiększa aktywa) bank musi odprowadzać podatek bankowy – to także jest kosztem dla banków.

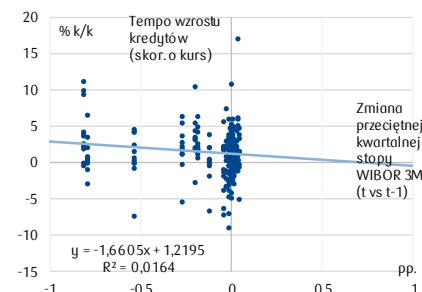
Skoro koszt kredytu nie spada tak szybko jak generowany przez niego przychód dla banku, maleje marża odsetkowa. Część ekonomistów twierdzi, że w takiej sytuacji banki zwiększają wolumen kredytów, aby przez wzrost ilości nadrobić spadek jednostkowej marży. To twierdzenie stanowi podbudowę kanału kredytowego, ale nie jest ono w pełni prawdziwe we wszystkich warunkach, tym bardziej w okresie pandemii.

Dzieje się tak dlatego, że banki, aby zwiększyć akcję kredytową, muszą dysponować wolnymi funduszami własnymi (kapitały) tak, aby po wzroście aktywów nadal spełniać wymogi regulacyjne. Co więcej, ponieważ polskie banki nowe kapitały budują głównie poprzez zatrzymane zyski, to rentowność jest dla nich podstawową determinantą tego, ile nowych kredytów będą mogły udzielić (a nie na odwrót). Według danych na koniec 3q19 różnica między współczynnikiem adekwatności kapitałowej sektora, a wymogiem regulacyjnym wynosiła nieco ponad 3pp. Jeżeli banki chciałyby wykorzystać tę nadwyżkę, to (przy zachowaniu stałej struktury aktywów) mogłyby udzielić jeszcze ponad 200 mld PLN kredytów. Banki utrzymują jednak dobrowolny bufor, bo spodziewają się wzrostu wymogów w przyszłości (od 2015 wymogi kapitałowe wzrosły z 8% aktywów ważonych ryzykiem o kolejne 2,5% bufora zabezpieczającego, 3% bufora ryzyka systemowego, buforów innych instytucji o znaczeniu systemowym oraz domiary na ryzyko walutowe (nie wspominając o „buforach dywidendowych” czy „stress-testowych”), a w perspektywie jest jeszcze wymóg MREL).

W obliczu pandemii i towarzyszącego jej szoku popytowo-podażowego dla gospodarki adekwatność kapitałowa i rentowność sektora (a za tym także jego stabilność) mogą być istotnie ograniczone. Rentowność ograniczą rosnące odpisy na nieobsługiwane kredyty. Negatywnym szokiem będzie także marcowa cykliczna edycja stress testów pod MSSF9, które, uwzględniając jako bazowy scenariusz wywołane pandemią hamowanie gospodarki pociągnie za sobą wysokie odpisy pod przyszłe ryzyko kredytowe). Te banki, które stosują zaawansowane metody pomiaru ryzyka kredytowego będą zaś musiały podnieść wagi ryzyka portfela kredytowego. Prawdopodobne osłabienie kursu walutowego podniesie wartość (w PLN) kredytów walutowych i odkładany na nie wymóg. Powyższe samo z siebie istotnie ograniczy przestrzeń do luzowania akcji kredytowej. Obniżka stóp nie pomoże, ale doleje oliwy do ognia w sytuacji gdy celem nadrzędnym jest utrzymanie dostępu do kredytu.

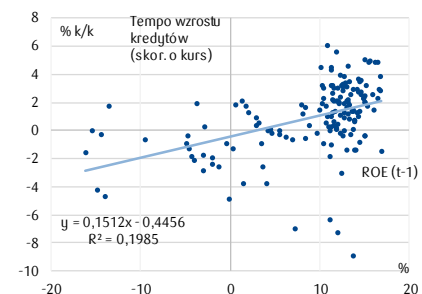
Wpływ obniżki stopy NBP na rentowność odbywa się przez kilka kanałów: 1) główny (ok. 60-70%) to omówiony wcześniej spadek marży odsetkowej netto; 2) wzrost wyceny papierów wartościowych; 3) następujący w normalnych warunkach spadek odpisów na nieobsługiwane kredyty oraz 4) przychody prowizyjne.

Kwartałna zmiana WIBOR 3m (pp) vs tempo wzrostu ich wolumenu kredytów ogółem (skor. o kurs) 2013-2019



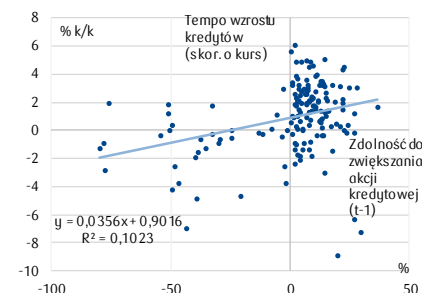
Źródło: Reuters Datastream, Skonsolidowane kwartałne sprawozdania 11 największych giełdowych banków komercyjnych, M.Czaplicki, Friends or foes? Bank profitability, capital, and monetary policy in Poland, Mimeo, marzec 2020.

Rentowność wybranych banków komercyjnych vs tempo wzrostu ich wolumenu kredytów ogółem (skor. o kurs) 2016-2019



Źródło: Skonsolidowane kwartałne sprawozdania 11 największych giełdowych banków komercyjnych, M.Czaplicki, Friends or foes? Bank profitability, capital, and monetary policy in Poland, Mimeo, marzec 2020.

Zdolność do zwiększania akcji kredytowej* wybranych banków komercyjnych vs tempo wzrostu ich wolumenu kredytów ogółem (skor. o kurs) 2016-2019



Źródło: Skonsolidowane kwartałne sprawozdania 11 największych giełdowych banków komercyjnych, M.Czaplicki, Friends or foes? Bank profitability, capital, and monetary policy in Poland, Mimeo, marzec 2020.*Ile kredytów bank może udzielić przy danym wolnym buforze kapitałowym (CAR-TCReq) i niezmięnionej strukturze aktywów; jako odsetek bieżącego wolumenu kredytów.



Obniżki stóp zazwyczaj przekładają się na wzrost wyceny papierów wartościowych ze stałym kuponem (stałą stopą procentową). Wpływ powyższego na rentowność jest jednorazowy (materializuje się w kwartale, w którym dochodzi do obniżki) i jest mniejszy niż się wydaje ze względu na ok. 68,5% udział w portfelu sektora papierów wycenianych jako dostępne do sprzedaży, w przypadku których różnica z wyceny trafia bezpośrednio do kapitałów, a nie do rachunku zysków i strat.

Niższe stopy to niższe płatności odsetkowe dla kredytobiorców, co ułatwia obsługę zadłużenia i obniża odpisy banków na nieobsługiwane zobowiązania. Obecnie ten kanał nie zadziała ze względu na wakacje kredytowe i gwałtowne pogorszenie sytuacji gospodarczej, które podnosi ryzyko kredytowe i odpisy.

Ostatni element to **przychody prowizyjne, które w scenariuszu niższych stóp powinny wzrosnąć.** W obliczu pandemii pociągającej za sobą niższą aktywność (m.in. transakcyjną) przedsiębiorców i gospodarstw domowych ten wzrost stoi pod znakiem zapytania.

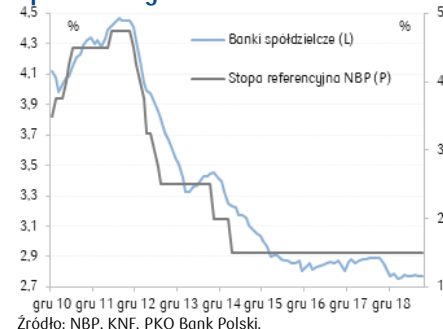
Powyższe argumenty pokazują, że obniżka stóp nie tylko nie wzmocni akcji kredytowej ani w okresie pandemii, ani w następującym po niej ożywieniu, ale może wręcz (poprzez destabilizację sektora, a w szczególności najmniejszych banków, w przypadku których marża odsetkowa to jeszcze ważniejsza składowa dochodów i które nie mają siły rynkowej, żeby ją łatwo podnieść) dodatkowo osłabioną gospodarkę.

Co w takim razie mógłby zrobić Narodowy Bank Polski? Przykładu dostarcza EBC, który złagodził wymogi kapitałowe i umożliwił bankom wykorzystanie buforów kapitałowych i płynnościowych (to rola KSF(M), którego przewodniczącym jest Prezes NBP). Jednocześnie wprowadził program preferencyjnie oprocentowanych pożyczek TLTRO nakierowanych na kredytowanie sektora MŚP. Alternatywą mógłby być program *funding for growth* podobny do tego wprowadzonego na Węgrzech w 2013.

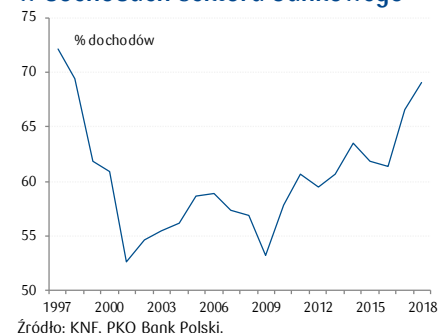
Główne działania powinny być jednak skoncentrowane poza bankiem centralnym i mogą obejmować:

- Zawieszenie przestrzegania wymogów umownych (tzw. kowenantów);
- Uelastycznienie dokonywania odpisów;
- Zawieszenie MSSF9 lub uwolnienie rezerw z tytułu odpisów;
- Wakacje kredytowe dla kredytobiorców przy redukcji negatywnego wpływu ograniczonych przychodów banków;
- Obniżenie wymogów kapitałowych: 1) uwolnienie bufora systemowego, 2) zwolnienie z buforów OSII, 3) ograniczenie negatywnych konsekwencji niewypełniania bufora zabezpieczającego, na przykład pod warunkiem wykorzystania środków na kredytowanie MŚP;
- Obniżenie wag ryzyka aktywów poprzez gwarancje rządowe (lub BGK) dla kredytów;
- Oddalenie w czasie wprowadzenia i okresów przejściowych dla wymogu MREL;
- Zawieszenie poboru podatku od dochodów kapitałowych (co wsparłoby deponentów i posiadaczy obligacji);
- Obniżenie podatku bankowego lub zmiana jego definicji przy uwzględnieniu poziomu aktywów na koniec 2019.

Stopa NBP vs marża banków spółdzielczych



Udział marży odsetkowej w dochodach sektora bankowego





Departament Analiz Ekonomicznych

PKO Bank Polski SA
ul. Puławska 15, 02-515 Warszawa
t: (22) 521 80 84
f: (22) 521 88 87
email: DAE@pkobp.pl

Główny Ekonomista, Dyrektor Departamentu

Piotr Bujak

piotr.bujak@pkobp.pl

(22) 521 80 84

Zespół Analiz Makroekonomicznych

analizy.makro@pkobp.pl

(22) 521 67 97

Marta Petka-Zagajewska

marta.petka-zagajewska@pkobp.pl

(22) 521 67 97

dr Marcin Czaplicki, CFA

marcin.czaplicki@pkobp.pl

(22) 521 54 50

Urszula Kryńska

urszula.krynska@pkobp.pl

(22) 521 51 32

dr Michał Rot

michal.rot@pkobp.pl

(22) 580 34 22

Zespół Analiz Sektorowych

analizy.sektorowe@pkobp.pl

(22) 521 81 22

dr Agnieszka Grabowiecka-Łaszek

agnieszka.grabowiecka-laszek@pkobp.pl

(22) 521 81 22

dr Mariusz Dziwulski

mariusz.dziwulski@pkobp.pl

(22) 521 81 88

Michał Koleśnikow

michal.kolesnikow@pkobp.pl

(22) 521 81 23

Piotr Krzysztofik

piotr.krzysztofik@pkobp.pl

(22) 521 81 25

Wojciech Matysiak

wojciech.matysiak@pkobp.pl

(22) 521 51 80

Katarzyna Piętka-Kosińska

katarzyna.pietka-kosinska@pkobp.pl

(22) 521 65 15

Filip Romanowski

filip.romanowski@pkobp.pl

(22) 521 87 39

Anna Senderowicz

anna.senderowicz@pkobp.pl

(22) 521 81 24

Zespół Analiz Nieruchomości

Marcin Morawiecki

marcin.morawiecki@pkobp.pl

(22) 521 72 24

Materiał zatwierdził(a): Marta Petka-Zagajewska

Informacje i zastrzeżenia:

Niniejszy materiał („Materiał”) ma charakter wyłącznie informacyjny oraz nie stanowi oferty w rozumieniu ustawy - Kodeks cywilny, ani rekomendacji do zawarcia transakcji kupna, sprzedaży lub innego rodzaju przeniesienia któregośkolwiek instrumentu finansowego. Bank dołożył wszelkich racjonalnych i niezbędnych starań, aby informacje zamieszczone w Materiale były rzetelne oraz oparte na wiarygodnych źródłach.

Informacje zawarte w Materiale nie mogą być traktowane jako propozycja nabycia którychkolwiek instrumentów finansowych, usługa doradztwa inwestycyjnego lub podatkowego ani jako forma świadczenia pomocy prawnej. Prognozy oraz dane zawarte w Materiale nie stanowią zapewnienia uzyskania określonych wyników jakichkolwiek transakcji finansowych ani przyszłych cen którychkolwiek instrumentów finansowych.

Materiał nie stanowi badania inwestycyjnego ani publikacji handlowej w rozumieniu Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565 z dnia 25 kwietnia 2016 r. uzupełniającego dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez firmy inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tej dyrektywy.

Bank i jego spółki (podmioty) zależne oraz pracownicy tych podmiotów mogą być zainteresowani zawarciem lub być stroną transakcji finansowych, w tym zawartych na instrumentach finansowych, których wynik jest uzależniony od czynników (danych i informacji) wymienionych w Materiałach. Powszechna Kasa Oszczędności Bank Polski Spółka Akcyjna z siedzibą w Warszawie, ul. Puławska 15, 02-515 Warszawa, wpisana do rejestru przedsiębiorców prowadzonego przez Sąd Rejonowy dla m. st. Warszawy, XIII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego numer KRS 0000026438, NIP: 525-000-77-38, REGON: 016298263; kapitał zakładowy (kapitał wpłacony) 1 250 000 000 zł.