



Przed nami słabszy rozwój i wyższa inflacja

Artykuł ukazał się w Wall Street Journal Polska, 05.02.2008 r.

Andrzej Rzońca

Nowy 2008 rok na giełdach papierów wartościowych zaczął się fatalnie i to właściwie wszędzie. Znacząco spadły indeksy w Nowym Jorku, w Tokio i Londynie. Indeks WIG giełdy w Warszawie obniżył się o kilkanaście procent.

Skąd wzięły się te spadki?

Bezpośrednią przyczyną wyprzedaży było gwałtowne pogorszenie się sytuacji na rynku tzw. subprime loans w Stanach Zjednoczonych, czyli rynku kredytów hipotecznych dla osób o niskiej zdolności kredytowej. Problemy z tymi kredytami musiały się pojawić, bo udzielano ich wedle bardzo łagodnych kryteriów i na bardzo korzystnych warunkach. Osoby, które je otrzymywały, nazywano żartobliwie „ninja” (skrót od angielskich słów „no income, no job or assets”). Wielkość kredytów sięgała 100 proc. wartości transakcji. Przez okres 2-3 lat banki gwarantowały kredytobiorcom stałe niskie oprocentowanie. Banki nie przejmowały się ryzykiem, bo sprzedawały je na rynku finansowym. Tak im się przynajmniej wydawało. Co więcej, na samej sprzedaży ryzyka także zarabiała np. pobierając opłaty za dystrybucję papierów wartościowych zabezpieczanych przychodami z kredytów hipotecznych, które emitowały zakładane przez banki specjalne spółki SPV lub SIV.

W rzeczywistości, ryzyko w dużym stopniu nadal obciążało banki. Po pierwsze, to one w dużym stopniu były właścicielem kapitału tych spółek i najgorzej zabezpieczonych części emitowanych przez nie papierów wartościowych. Oznaczało to, że w przypadku zmaterializowania się ryzyka, przed którym banki chciały się zabezpieczyć, ich roszczenia wobec spółek będą zaspokajane w ostatniej kolejności. Po drugie, banki udzielały spółkom gwarancji kredytowych na wypadek trudności ze spłatą zobowiązań.

Kiedy bańka na amerykańskim rynku nieruchomości pękła i najbardziej renomowane banki popadły w kłopoty finansowe, wywołując jednocześnie gwałtowną wyprzedaż akcji na giełdach całego świata, zaczęło się poszukiwanie winnych. Najczęściej za obecne zawirowania obwinia się innowacje finansowe. Nie zwraca się uwagi, że ci, którzy od dawna bardzo aktywnie w nie inwestowali, nie ponieśli jak dotąd dużych strat lub nawet zarobili (fundusze hedgingowe, a z banków np. Goldman Sachs), a zawirowania boleśnie dotknęły tych, którzy mocno zaangażowali się w nie

stosunkowo niedawno (np. Citibank). Innowacje łatwo się obwinia, bo mało kto się na nich zna. W końcu nawet nadzorcy sektora finansowego nie potrafili w porę ocenić ryzyka, jakie może wiązać się z nieumiejętnym korzystaniem z innowacji. To, czego się nie zna, często wywołuje obawy.

W potoku nawoływań do zaostrzenia regulacji ograniczających swobodę inwestowania przez instytucje finansowe gubi się prawdziwą przyczynę obecnych zawirowań. Odpowiedzialne za nie są zbyt głębokie obniżki stóp procentowych w reakcji na pęknięcie bańki dotcomów w 2000 roku i zbyt długie ich utrzymywanie na niskim poziomie w latach późniejszych w obawie przed deflacją.

Aby sobie uświadomić, że takie właśnie jest źródło obecnych zaburzeń, wystarczy powiązać kilka prostych faktów. Dlaczego rosły ceny nieruchomości? Bo ludzie, w tym także ci, którzy mieli niewielkie dochody, masowo się zapożyczali, aby je kupić. Dlaczego się zapożyczali? Bo stopy procentowe były na tak niskim poziomie, że spłata odsetek od kredytów stanowiła niewielkie obciążenie ich dochodów. Dlaczego banki masowo udzielały kredytów hipotecznych, a papiery wartościowe zabezpieczone przychodami z tych kredytów cieszyły się powodzeniem? Bo rosnące ceny nieruchomości oznaczały wzrost wartości zabezpieczenia kredytów. Jakie były inne skutki obniżki stóp? Skokowo zwiększyły się również wydatki inne niż na zakup nieruchomości, bo łatwo można było je sfinansować bądź to kredytem, bądź to środkami ze spieniężenia części majątku, którego wzrost wyceny – związany ze spadkiem stóp – pozwalał ludziom jednocześnie optymistycznie patrzeć w przyszłość. Co stało się, gdy skokowo zwiększyły się wydatki? Wzrósł import oraz pojawiła się presja na wzrost cen, bo nie da się zdolności wytwórczych gospodarki zwiększyć równie szybko jak wydatków. Jak zmienił się kurs dolara i jakie były tego skutki? Dolar osłabł, bo wraz ze wzrostem zadłużenia Stanów Zjednoczonych za granicą na pokrycie luki między importem a eksportem zmniejszyła się skłonność inwestorów do lokowania kolejnych porcji swoich oszczędności w dolary. Słabnący dolar dodatkowo podsycał inflację, bo podbił ceny dóbr importowanych. Co zrobił Fed, kiedy iluzję deflacji zastąpiła szybko rosnąca inflacja? Długo się ociągał, ale musiał w końcu podnieść stopy procentowe – z 1 proc. w 2003 roku do 5,25 proc. w połowie 2007 roku, bo inaczej nie zahamowałby wzrostu wydatków, a tym samym narastania inflacji, która obecnie przekracza 4 proc. w skali roku i jest najwyższa od 17 lat. Co

stało się z dochodami ludzi? Zostały, z jednej strony, nadszarpnięte przez rosnącą inflację, a z drugiej strony, znacznie obciążone spłatą odsetek od kredytów hipotecznych. Jak zareagowały na to ceny nieruchomości? Spadły, bo zmniejszyła się liczba chętnych do dalszych zakupów, a wzrosła – tych, którzy chcieli lub musieli się ich pozbyć. Jak zmienił się popyt na papiery wartościowe zabezpieczone przychodami z kredytów hipotecznych? Wysechł, bo zabezpieczenie okazało się iluzoryczne. Ot i całe wyjaśnienie obecnych problemów.

Jak powinna wyglądać kuracja?

Od diagnozy zależy kuracja. Identyfikacja rzeczywistej przyczyny obecnych zawirowań jest tym ważniejsza, że wiele osób domaga się, aby Fed zaaplikował amerykańskiej gospodarce to samo lekarstwo, które doprowadziło do bieżących kłopotów, a Fed zdaje się realizować te żądania. Aby uspokoić rynki po pierwszej fali złych informacji z rynku subprime, Fed 17 sierpnia 2007 roku obniżył stopę dyskontową o 0,25 pkt proc. Jednak na niewiele się to zdało. Już 18 września musiał ponownie ciąć stopy – tym razem o 0,5 pkt proc. Ale sytuacja uspokoiła się tylko do połowy października. Rewizja w dół ratingów obligacji zabezpieczonych przychodami z kredytów hipotecznych między 8 a 19 października doprowadziła do kolejnej fali wyprzedaży akcji na giełdach. Redukcja stóp o kolejne 0,25 proc. 31 października nie zrobiła większego wrażenia na uczestnikach rynków finansowych – wszyscy się jej spodziewali. 22 stycznia br. Fed na dodatkowym posiedzeniu FOMC obciął stopy o 0,75 pkt proc. Pojedyncza obniżka nie miała takiej skali od 23 lat. Mimo to, już dzień później jeden z banków inwestycyjnych opublikował raport, w którym postulował dalsze redukcje stóp, aż do poziomu 1 proc. Niemal od razu pojawiły się oczekiwania, że już 30 stycznia – na planowym posiedzeniu FOMC – Fed obniży stopy o kolejne 0,5 pkt proc.

Szybko obniżając stopy procentowe, Fed zdaje się chcieć zapobiec nie tyle załamaniu systemu finansowego co wejściu amerykańskiej gospodarki w recesję. Rzeczywiście, pogłębiający się spadek cen akcji może – obok spadku cen nieruchomości – stanowić dla Amerykanów bodziec do powstrzymania się od części wydatków. Tyle tylko, że taki scenariusz, przy inflacji przekraczającej 4 proc., nie powinien bardzo martwić

banku centralnego. Poza tym, obniżki stóp wcale nie muszą na dłużej zatrzymać wyprzedaż akcji na giełdzie.

Po pierwsze, fakt, iż nikt – poza rządami z krajów azjatyckich – nie chce inwestować w mające kłopoty instytucje finansowe, wskazuje, że wycena firm i to nawet tych, których akcje zostały najbardziej przecenione, może być nadal zawyżona. Krótki, liczony w dniach, termin, w jakim niektóre z tych instytucji musiały znaleźć inwestora, aby zachować płynność, sugeruje, że starają się one ukrywać skalę poniesionych strat tak długo, jak to tylko możliwe i jeszcze możemy zostać zaskoczeni przez ich ogrom (już teraz są one przez niektórych szacowane na 300-500 mld dolarów).

Po drugie, aby znacząco podnieść wycenę akcji, realne stopy procentowe musiałyby utrzymywać się na niskim poziomie przez długi czas. Jeśli jednak nadal będzie narastać presja inflacyjna, to stopy drastycznie wzrosną. Poza tym, trwale niskie realne stopy procentowe są możliwe tylko przy trwale niskim wzroście gospodarczym. W dłuższym horyzoncie stopy muszą być wyższe od dynamiki rozwoju; przy stopie procentowej niższej od tempa wzrostu gospodarki dochody dłużnika rosłyby szybciej niż dług, mimo ciągłego dopisywania odsetek do długu; innymi słowy, większe wydatki dziś nie oznaczałyby mniejszych wydatków w przyszłości; w takich warunkach, prawie każdy próbowałby zaciągać długi, a niemal nikt nie chciałby oszczędzać. Wolny wzrost gospodarczy oznacza z kolei niską dynamikę zysków firm. W warunkach trwale niskiej dynamiki zysków, wzrost wyceny akcji byłby co najmniej wątpliwy.

Po trzecie, jeśli obecna wyprzedaż jest spowodowana nadmiernym pesymizmem inwestorów, głęboka redukcja stóp wcale nie musi doprowadzić do poprawy ich nastrojów. Mogą uznać, że bank centralny, mający lepszy dostęp do danych i znacznie szersze możliwości ich przetwarzania, ocenia sytuację jako naprawdę złą. Jeżeli inwestorzy rzeczywiście mają takie podejrzania, to nawet pozornie mało istotna negatywna informacja może doprowadzić do kolejnej fali wyprzedaży.

Chcąc zapobiec recesji, Fed naraża Stany Zjednoczone na dużo większe niebezpieczeństwo. Jeżeli Amerykanie nie zaczną mniej wydawać, to trudno

oczekiwać, że zostanie zahamowane narastanie inflacji w tym kraju. USA mogą znaleźć się w sytuacji, przez którą już przechodziły – pod koniec lat siedemdziesiątych. Aby przywrócić stabilność cen, jeszcze raz będą musiały przejść przez okres wysokich realnych stóp procentowych i kosztów z tym związanych w postaci stopy bezrobocia podbitej na kilka dobrych lat. Co więcej, tym razem koszty te mogą być nawet większe niż w przeszłości, bo wysoka inflacja w Stanach Zjednoczonych może istotnie przyspieszyć odwrót od dolara jako waluty, w której jest prowadzona duża część rozliczeń międzynarodowych i są utrzymywane rezerwy dewizowe. Ale nawet jeśli nie ziści się ten scenariusz, uniknięcie recesji może okazać się bardzo kosztowne.

Niski poziom stóp tym razem raczej nie doprowadzi do powstania bańki spekulacyjnej – ze względu na wzrost niechęci inwestorów do ryzyka. Może natomiast zapoczątkować długi okres powolnego wzrostu gospodarki amerykańskiej. Obniżki stóp procentowych oznaczają, że banki ponownie zyskują tanie finansowanie aktywów. Nie będą musiały wiele robić, aby oczyścić swoje bilanse z projektów, które dzisiaj wydają się nietrafione. Wystarczy, że poczekają, aż niskie stopy procentowe przywrócą im zyskowność. Dodatkowo mogą je w swoich bilansach „rozwodnić” inwestycjami, które są obciążone niewielkim ryzykiem, ale dają też niewielkie zyski. Tymczasem, to projekty nowatorskie, które są ryzykowne, ale potrafią przynieść duże zyski, są siłą napędzającą wzrost gospodarki, bo to one niosą za sobą postęp techniczny i to one umożliwiają znaczące zwiększenie zasobu kapitału w gospodarce. Jednak te projekty zostaną odcięte od finansowania – banki, zniechęcone do podejmowania ryzyka, nie będą musiały w nie inwestować, aby zapewnić sobie dobrą kondycję finansową. Możliwość bezpiecznego zarabiania dostarczy im chociażby rząd. Potrzeby pożyczkowe rządu federalnego przekraczają 3 proc. PKB, a prezydent Bush zamierza zwiększyć je o kolejne 1 proc. PKB. Co zaskakujące, prezes zarządu Fed Ben Bernanke zajął wobec planów zwiększenia deficytu przyjazną neutralność, a szef Międzynarodowego Funduszu Walutowego Dominique Strauss-Kahn je poparł, choć instytucja, którą kieruje, jeszcze na jesieni wzywała rząd USA do redukcji deficytu. Polityka niskich stóp procentowych i wysokiego deficytu budżetu jest niepokojąco podobna do tej, którą w reakcji na pęknięcie bańki na rynku nieruchomości na początku lat dziewięćdziesiątych z fatalnymi skutkami zastosowano w Japonii. Przy wszystkich różnicach między

gospodarkami tych krajów, tego podobieństwa nie powinno się lekceważyć.

Fakt, że Rezerwa Federalna powinien zachować daleko idącą ostrożność przy obniżaniu stóp procentowych nie oznacza, że miałyby beczynnie przypatrywać się zawirowaniom na rynkach finansowych. Brak reakcji banków centralnych na te zawirowania mogłyby doprowadzić do załamania systemu finansowego. Ile kosztuje takie załamanie, świat przekonał się w latach 30-tych XX wieku. Aby mu zapobiec, „wystarczy” odpowiednio zasilać banki komercyjne w płynność. W ostatnich miesiącach banki centralne pokazały, że potrafią to robić nawet w nadzwyczajnie trudnych okolicznościach.

Kiedy SPV i SIV zaczęły mieć problemy z obsługą wyemitowanych obligacji i ze sprzedażą kolejnych, sięgnęły po gwarancje kredytowe banków komercyjnych. Aby się z nich wywiązać, banki musiały same zacząć pożyczać środki od innych banków. Niepewność odnośnie stopnia, w jakim poszczególne banki mogły zostać dotknięte przez kryzys na rynku subprime, spowodowała, że nagle trudno było znaleźć chętnych do udzielania pożyczek. Brak wiedzy, gdzie dokładnie tkwi ryzyko związane z subprime loans, który najpierw powodował, że mało kto obawiał się w nie inwestować, doprowadził do sytuacji, w której wszyscy zaczęli się ich bać. Stopy procentowe na rynku międzybankowym znalazły się znacząco powyżej stóp procentowych banków centralnych. Zwiększenie częstotliwości operacji otwartego rynku, poszerzenie gamy papierów wartościowych, mogących stanowić zabezpieczenie w transakcjach z bankiem centralnym oraz prowadzenie wspólnych akcji przez EBC, Fed, Bank Anglii, Bank Japonii, Bank Rezerwy Australii, Bank Kanady i Narodowy Banku Szwajcarii zasilila banki komercyjne na tyle dużą sumą płynnych środków, że stopy procentowe na rynku międzybankowym powróciły do poziomu zbliżonego do stóp procentowych banków centralnych.

Co to wszystko oznacza dla Polski?

Zawirowania na światowych rynkach finansowych nie powinny wepchnąć naszej gospodarki w poważne kłopoty.

Po pierwsze, polskie banki nie inwestowały w instrumenty finansowe powiązane z

subprime loans. Także inwestorzy strategiczni największych polskich banków – za jednym wyjątkiem – nie ponieśli dotkliwych strat na tym rynku. Co więcej, nawet gdyby je ponieśli, niewiele by nam groziło. Polskie banki udzielają pożyczek swoim zagranicznym właścicielom oraz same zaciągają u nich pożyczki, ale skala tych operacji jest niewielka w porównaniu do sumy bilansowej banków. Po drugie, nawet gdyby doszło do załamania cen na polskim rynku nieruchomości, to banki nie musiałyby tego boleśnie odczuć. Póki co, ludzie nie mają większych problemów ze spłatą kredytów hipotecznych – podobnie zresztą jak i innych kredytów. Należności zagrożone banków od gospodarstw domowych spadają w ujęciu rocznym od marca 2004 roku – z jednomiesięczną przerwą w lipcu 2005 roku.

Tak więc nawet gdyby uznać politykę pieniężną prowadzoną obecnie przez FED za właściwą reakcję na pęknięcie bańki na rynku nieruchomości, nie należałoby się na tej polityce wzorować w naszym kraju, bo jest nieadekwatna do naszej sytuacji – i to nie tylko dlatego, że stabilność naszego sektora finansowego jest niezagrażona.

Jesteśmy małą otwartą gospodarką, nie mającą żadnego wpływu na to, co się dzieje w gospodarce światowej, ale mocno uzależnioną od jej stanu. Powinniśmy się przygotować na jego spodziewane pogorszenie. Wedle ostatnich prognoz tempo wzrostu PKB w br. wyniesie 2 proc. w strefie euro (wcześniej przewidywano, że będzie to 2,2 proc.), 1,7 proc. w Niemczech (wobec wcześniejszych prognoz na poziomie 2 proc.) i 5-5,5 proc. w Europie Środkowo-Wschodniej (zamiast 6,1 proc.). Może się jednak okazać, że pogorszenie koniunktury u naszych partnerów handlowych będzie wyraźniejsze. Byłoby najłagodniej mówiąc nierozsądne, abyśmy weszli w fazę globalnego spowolnienia z rozbuchanym popytem krajowym. Nie byłby on w stanie zapobiec spowolnieniu wzrostu gospodarczego u nas. Doprowadziłby natomiast do gwałtownego zwiększenia luki między importem a eksportem, na który polityka makroekonomiczna musiałaby reagować.

Do spowolnienia wzrostu gospodarczego w naszym kraju może doprowadzić także sytuacja na rynku pracy. Tak szybko jak obecnie jednostkowe koszty pracy rosły ostatni raz w IV kwartale 2000 roku. W następnym roku doszło do spowolnienia gospodarczego. Co gorsza, nic nie wskazuje, aby presja na wzrost wynagrodzeń miała w nadchodzących kwartałach osłabnąć. Z badań NBP wynika, że odsetek firm które

zamierzają podnieść wynagrodzenia w I kwartale br. jest o ponad jedną trzecią wyższy niż przed rokiem. Szybko rosnące płace to nie jedyne zmartwienie przedsiębiorstw. Zwiększają się także inne koszty. Odsetek firm skarżących się na wysokie ceny surowców jest najwyższy od 1999 roku. Stale podbijane koszty muszą w końcu doprowadzić do ograniczenia zysków przedsiębiorstw. Kiedy do tego dojdzie, będziemy u progu spowolnienia. Mniejsze zyski oznaczają bowiem mniejszą zdolność i skłonność firm do inwestowania, a inwestycje (szeroko pojęte, tj. obejmujące także środki lokowane w zapasy) są tą składową PKB, która w zasadniczym stopniu odpowiada za cykliczne wahania jego dynamiki. W USA do spadku zysków przedsiębiorstw doszło dopiero w III kwartale 2007 roku. Wyniósł on zaledwie 2,5 proc., a przez 20 poprzednich kwartałów roczna dynamika wyniku finansowego była dwucyfrowa.

Jednak jak dotąd wyraźnego spowolnienia wzrostu gospodarczego jeszcze nie ma. Rośnie natomiast ryzyko uruchomienia spirali kosztowo-cenowej. W IV kwartale istotnie zwiększył się odsetek firm, które planują podnieść ceny w reakcji na wzrost kosztów. Zwiększyła się również przeciętna wielkość planowanych przez nie podwyżek cen. W takiej sytuacji zwlekanie z dalszym podnoszeniem stóp procentowych byłoby niebezpieczne – tym bardziej, iż bank centralny nie ma co liczyć, że w ograniczaniu presji inflacyjnej wyręczy go rząd, znajdujący się pod presją coraz większej liczby grup zawodowych domagających się podwyżek płac. Im później zaczną się ograniczać inflację, tym mocniej, ostatecznie, będą musiały wzrosnąć stopy, a to przyspieszy lub pogłębi spowolnienie wzrostu gospodarczego.