



Decyzje Fed i rządu USA mogą nie zatrzymać kryzysu

Artykuł ukazał się w Wall Street Journal Polska, 4 kwietnia 2008 r.

Piotr Ciżkowicz, Andrzej Rzońca

Stany Zjednoczone wpadły w recesję. Formalnie jeszcze jej nie ma - za recesję zwyczajowo uznaje się okres co najmniej dwóch kwartałów spadku PKB, zaś w III kwartale ubiegłego roku PKB zwiększył się jeszcze o 4,9 proc, a w IV kwartale - o 0,6 proc. - ale wszyscy czują jej nadejście. Kłopoty USA mogą się przenieść na wiele innych krajów. Po pierwsze kraj ten wytwarza prawie piątą część dóbr na świecie, a kupuje jeszcze więcej. Po drugie źródłem kłopotów amerykańskiej gospodarki są zawirowania w sektorze, który ma kluczowe znaczenie dla rozwoju i należy do najbardziej zglobalizowanych. Po trzecie odpowiedź Rezerwy Federalnej na kłopoty amerykańskiej gospodarki rodzi negatywne skutki, które już są odczuwane na całym świecie.

Od bąbla do recesji

Problemy zaczęły się od rynku finansowego. Sprawą najważniejszą na tym rynku jest brak zaufania. Instytucje finansowe nie są skłonne pożyczać sobie nawzajem pieniędzy, gdyż nie wiedzą, kto w największym stopniu zostanie dotknięty przez kryzys na rynku nieruchomości. Ujawnione do tej pory straty na rynku kredytów hipotecznych wynoszą 200 mld dol., ale według najnowszych szacunków mogą sięgnąć nawet 600 mld. Jak poważne mogą być skutki tych ukrytych strat, pokazało ujawnienie problemów finansowych banku inwestycyjnego Bearn Stearns zakończone spektakularnym spadkiem cen jego akcji i ratunkowym przejęciem przez JPMorgan przy wsparciu Fed. Brak zaufania między głównymi graczami prowadzi do ograniczenia płynności rynku: instytucje finansowe, zamiast pożyczać pieniądze, wolą lokować je w bezpieczne obligacje rządowe, pchając ich ceny w górę, mimo iż już obecnie są one bardzo wysokie. Skutkiem jest ich niska rentowność. W przypadku amerykańskich 10-latek kształtuje się ona na poziomie 3,33 (19 marca). Tak niska była ona jedynie przez kilka dni w czerwcu 2003 r., gdy główna stopa Fed kształtowała się na poziomie 1,25 proc. (obecnie jest to 2,25 proc). Ograniczona płynność powoduje z kolei, że redukcjom stóp przez Fed i spadkowi rentowności obligacji rządowych nie towarzyszy obniżanie się oprocentowania kredytów udzielanych gospodarstwom domowym i firmom. Różnice między oprocentowaniem kredytów hipotecznych i rentownością obligacji emitowanych przez przedsiębiorstwa a rentownością obligacji rządowych kształtują się obecnie na bardzo wysokim poziomie.

Co więcej, duża niepewność odnośnie przyszłej kondycji gospodarki skłania banki do zaostrzenia warunków udzielania kredytów, w tym zwiększenia poziomu zabezpieczenia wymaganego od kredytobiorców. Z najnowszych badań przeprowadzonych wśród osób odpowiedzialnych za politykę kredytową w największych bankach komercyjnych w Stanach Zjednoczonych wynika, że w ponad 80 proc. przypadków banki zaostrzyły już warunki przyznawania kredytu i przewidują ich dalsze zaostrzenie w przyszłości. Brak wyraźnej reakcji oprocentowania kredytów na działania Fed nasila problemy finansowe wśród tych gospodarstw domowych, które potrafiły regularnie spłacać kredyty hipoteczne wyłącznie przy niskim poziomie stóp procentowych, a to właśnie ich problemy leżą u podstaw obecnego kryzysu. Co gorsza, recesja w gospodarce amerykańskiej zwiększy liczbę gospodarstw domowych o dochodach niewystarczających do spłaty zobowiązań. To samo stanie się ze zobowiązaniami firm. Przypadki ich niewypłacalności były w ostatnich dwóch latach rzadsze ponad 6-krotnie niż przeciętnie w przeszłości i aż 18 - 25-krotnie niż w okresach recesji. W rezultacie nasila się zawirowania na rynkach finansowych i sama recesja. Pogłębiona w ten

sposób niepewność będzie z jednej strony zniechęcała gospodarstwa domowe i przedsiębiorstwa do wydatków, a z drugiej strony doprowadzi do dalszego zaostrzania warunków przyznawania nowych kredytów przez instytucje finansowe. Tym samym te gospodarstwa domowe i przedsiębiorstwa, których dochody zostaną uszczuplone na skutek recesji, nie będą mogły ich uzupełnić środkami z kredytów, co dodatkowo zawęzi możliwości finansowania przez nie konsumpcji i inwestycji.

Od recesji do inflacji

Cykl obniżek stóp procentowych zapoczątkowany we wrześniu 2007 r. ma w zamierzeniu Fed przerwać spiralę od zawirowań na rynkach finansowych przez recesję do nasilenia się zawirowań itd. Zaaplikowane lekarstwo jak do tej pory nie przyniosło jednak oczekiwanych skutków. Może natomiast w niedalekiej przyszłości spowodować nowe problemy, których Fed zdaje się nie doceniać. Nie chcemy powiedzieć, że strategia Fed nie ma uzasadnienia. Jednak pisano o niej już na tyle dużo, że nie ma sensu ponownie jej przytaczać. Zamiast tego przedstawiamy ryzyka powodowane przez lekarstwo zastosowane przez Fed, o których według nas dyskutuje się zbyt mało. Przede wszystkim przyczynia się ono do podbicia oczekiwań inflacyjnych. O tym, jak bardzo nasiliły się obawy rynku o wzrost inflacji, świadczy wzrost cen i w efekcie spadek rentowności obligacji zabezpieczonych przed inflacją (TIPS - treasury inflation protected securities). Zapotrzebowanie na nie zwiększyło się do tego stopnia, że ich rentowność obniżyła się do najniższego poziomu w historii. Skala tego spadku była jeszcze większa niż w przypadku zwykłych obligacji. Różnica między rentownościami obu rodzajów obligacji zwiększyła się o 0,3 pkt proc. Zwykle zmiany tej różnicy dobrze odzwierciedlają zmiany w poziomie oczekiwanej inflacji. Tym razem można jednak przypuszczać, że wartość informacyjną tego wskaźnika ograniczyło zapotrzebowanie uczestników rynków finansowych na inwestycje uchodzące za bezpieczne. Znalazło ono odzwierciedlenie w zakupach po wysokich cenach obligacji niezabezpieczonych przed inflacją mimo ryzyka jej wzrostu. Jak duże jest to ryzyko, może wskazywać to, że rentowność obligacji zabezpieczonych przed inflacją, których okres zapadalności przypada za 3 do 5 lat, stała się ujemna.

Nabywcy tych obligacji nigdy nie dokonaliby takiego zakupu, gdyby nie byli przekonani, że w takim horyzoncie inflacja będzie na tyle wysoka, że nawet niepełne zabezpieczenie przed nią inwestowanych kapitałów będzie chroniło ich realną wartość lepiej niż poleganie na determinacji banku centralnego w walce z inflacją.

Inflacja w Stanach Zjednoczonych już teraz wynosi 4 proc. Rezerwa Federalna zdaje się wyznawać pogląd, że tak wysoki jej poziom jest wynikiem przejściowego wzrostu cen surowców - niezależnego od działań banku centralnego. Rzeczywiście ceny wielu surowców są na rekordowo wysokim poziomie: w połowie marca ropą naftową handlowano po 113 dolarów za baryłkę, zaś notowania złota przekroczyły 1000 dol. za uncję. Ale wysoka dynamika tych cen nie musi być ani przejściowa, ani niezależna od działań Fed.

To nie musi być przejściowe

Wzrost cen surowców jest oczywiście w części wynikiem przypadkowych wydarzeń, np. wzrost cen żywności - susza w krajach Europy Południowo-Wschodniej. Można wskazać co najmniej dwie przyczyny ich wzrostu niemające charakteru odwracalnych - ze swej natury - wstrząsów. Po pierwsze są one ciągnięte w górę przez silny wzrost zapotrzebowania na surowce w takich krajach jak Chiny, w

których z jednej strony ze względu na wciąż niskie koszty wytwarzania jest lokowana coraz większa część produkcji przemysłowej, a z drugiej strony szybko rosną dochody gospodarstw domowych i zyski przedsiębiorstw, a w efekcie możliwości dokonywania zakupów. Zmiana tej sytuacji nie jest najbardziej prawdopodobnym scenariuszem. Po drugie wysoka wycena surowców jest też w części efektem malejącej skłonności inwestorów do lokowania kapitału w dolarze lub nieruchomościach, które były do tej pory traktowane jako jedno z zabezpieczeń w czasach zwiększonej niepewności i obaw przed kryzysem. Teraz tę rolę przejęły ostatnio surowce. Dlaczego wzrost cen surowców może nie być niezależny od polityki Fed? Po pierwsze niskie stopy procentowe w USA napędzają popyt w krajach, w których najszybciej zwiększa się zapotrzebowanie na surowce. Dzieje się tak dlatego, że kraje te starają się utrzymać kurs własnej waluty w stałej relacji do dolara. Taka polityka nie pozwala im na radykalne podniesienie stóp procentowych, niezbędne do zahamowania szybkiego wzrostu popytu w sytuacji, w której Rezerwa Federalna je obniża. Różnica w poziomie stóp procentowych przyciąga bowiem kapitał chcący na niej zarobić. Ten napływ wywiera z kolei presję na umocnienie walut tych krajów wobec dolara, czemu starają się one zapobiec. Zresztą obawy przed umacnianiem się krajowej waluty (które mogłyby zahamować wzrost popytu, bo zredukowałyby opłacalność eksportu i podnosiły cenową konkurencyjność importu) opóźniają podwyżki stóp nie tylko na wielu rynkach wschodzących, ale i w krajach wysoko rozwiniętych. Europejski Bank Centralny nie zatrzymałby zapewne serii podwyżek stóp procentowych na czerwcu ubiegłego roku i nie przypatrywałby się beczynnemu rosnącej inflacji (w marcu sięgnęła ona 3,3 proc., tj. poziomu niewidzianego tam od 1993 r.), gdyby kurs dolara względem euro nie spadał. Po drugie prowadzona przez amerykańskiego regulatora polityka niskich stóp procentowych powoduje erozję siły nabywczej dolara, ale nie ma wpływu ani na ilość ropy nabywanej przez inwestorów, ani na wagę kupionego przez nich złota. Sztywna podaż surowców przy rosnącym zapotrzebowaniu na nie skutkuje wzrostem ich cen znacznie szybszym niż cen innych dóbr. Inwestowanie w nie zabezpiecza więc przed inflacją, a to skłania kolejnych inwestorów do lokowania w nie kapitałów, co dodatkowo podbija ich ceny. Im łagodniejszy przebieg będzie miała obecna recesja w Stanach Zjednoczonych, tym większe ryzyko, że polityka Fed doprowadzi do utrwalenia wysokiej inflacji.

Recesja z inflacją w tle

Stany Zjednoczone doświadczyłyby kolejnej recesji nie tylko w okresie ponownego sprowadzania inflacji do niskiego poziomu, ale już znacznie wcześniej - w momencie w którym wierzyciele przestaliby się godzić na kurczenie się ich kapitałów na skutek inflacji. Nawet gdyby wzrosło jedynie nominalne oprocentowanie kredytów, zaś realne - tj. pomniejszone o inflację - nie zmieniłoby się, a nawet spadło, wielu dłużników, w tym szczególnie ci, którzy zaciągnęli kredyty na długi czas, mogłoby popaść w kłopoty. Dlaczego? Otóż wraz ze wzrostem nominalnych stóp procentowych zwiększa się realna wartość rat kredytu regulowanych na początku cyklu spłat. Rośnie ciężar płatności odsetkowych, które przy każdym poziomie stóp stanowią tym większy odsetek raty kredytu, im dłuższy jest okres jego spłaty. Wzrost nominalnych stóp procentowych podążający za rosnącą inflacją powoduje, że coraz większą część tych płatności stanowi zabezpieczenie wierzycieli przed utratą realnej wartości pożyczonych środków, którą w rzeczywistości należałoby uznać nie za odsetki, ale za wcześniejszą spłatę kapitału.

Gdyby nominalne stopy procentowe wzrosły z 2,25 do 4,5 proc, tj. do poziomu, na którym znajdowały się jeszcze na początku grudnia ubiegłego roku, skutek tego dla spłacających kredyty zaciągnięte np. na 30 lat byłby podobny jak skrócenie okresu spłaty o jedną trzecią. Wraz z kłopotami dłużników w problemy popadłyby instytucje finansowe - tyle że jeszcze większe niż teraz. Ich sytuację dodatkowo komplikowałyby poczynione w ostatnim okresie zakupy po wysokich cenach obligacji rządowych. Gdyby rentowność tych obligacji wzrosła chociażby do poziomu średniej dla okresu od połowy lat 90. do teraz, to straty z tytułu spadku ich cen mogłyby przekroczyć 400 mld dol. Gdyby natomiast ich rentowność powróciła do poziomu średniej z ostatnich 40 lat, wtedy straty te mogłyby sięgnąć nawet 700 mld dol. Trzeba jednak podkreślić, że po pierwsze straty te dotknęłyby nie tylko instytucje finansowe, a rozłożyłyby się na wszystkich nabywców amerykańskich obligacji rządowych, w tym na banki centralne innych krajów lokujące w nie część rezerw dewizowych. Po drugie w odróżnieniu od strat wywołanych załamaniem na rynku kredytów hipotecznych byłyby to jedynie straty papierowe, które zmateriałizowałyby się jedynie w przypadku, gdyby posiadacze obligacji zdecydowali się je sprzedać natychmiast po spadku ich cen.

Głównym skutkiem tego spadku cen byłoby więc zmniejszenie płynności na rynku wtórnym obligacji i w rezultacie usztywnienie struktury aktywów instytucji finansowych. Zmniejszenie płynności nastąpiłoby jednak nie dlatego, że nikt nie chciałby nabywać obligacji po niskich cenach (tak jak nikt nie chce teraz kupić papierów wartościowych powiązanych z dochodami z kredytów hipotecznych dla osób o niskiej zdolności kredytowej), ale dlatego, że mało kto decydowałby się na ich sprzedaż po takich cenach. Niemożność szybkiego odzyskania bez dużych strat środków zainwestowanych w obligacje zwiększałaby ryzyko utraty płynności przez instytucje finansowe i zawęzałaby ich możliwości angażowania się w finansowanie nowych projektów realizowanych przez przedsiębiorstwa i gospodarstwa domowe. Tak więc z jednej strony wzrosłaby, jeżeli nie sama skala zaburzeń, to na pewno podatność na nie rynku finansowego, a z drugiej strony skurczyłby się zakres pośrednictwa finansowego, i to nawet jeśli nie doszłoby do poważnych zaburzeń. Od recesji do długiej stagnacji Polityka Fed może przynieść fatalne skutki nie tylko w przypadku łagodnego przebiegu obecnej recesji, ale również wtedy, gdyby okazał się on ostry. Ostra recesja ostudziłaby presję inflacyjną.

Niskie stopy procentowe mogłyby ją potem przekształcić w długotrwałą stagnację. Za wzrost produktywności pracy i kapitału, główną siłą napędzającą rozwój, odpowiada w danym okresie stosunkowo niewielka (i zmieniająca się) liczba sektorów. W przypadku przemysłu przetwórczego - czego było to od 12 proc. branż w latach 1975 - 1980 do 48 proc. w latach 1980 - 1985. Z kolei skala tego wzrostu zależy od liczby sektorów, w których produktywność się obniża lub inaczej mówiąc, praca i kapitał są wykorzystywane w mniej oszczędny sposób niż w przeszłości. Np. gdyby w latach 1973 - 1979 w żadnej z branż przemysłu przetwórczego w USA nie nastąpił spadek produktywności, to wkład jej wzrostu do dynamiki produkcji tego przemysłu nie wyniósłby minus 0,9 proc, a plus 0,5 proc. i byłby tylko nieznacznie niższy niż w innych okresach. Niskie stopy procentowe z jednej strony osłabiłyby bodźce instytucji finansowych do oszczędnego działania. Tymczasem sektor finansowy należał w ostatnich latach do napędzających wzrost produktywności w gospodarce amerykańskiej. Przy stopach procentowych bliskich zera instytucje te nie musiałyby szybko inwestować powierzonych im środków, aby osiągać zyski.

Te w ostateczności mogłyby im przynieść nawet same tylko pobieranie opłat za prowadzenie rachunków. Z drugiej strony, jak pokazują doświadczenia Japonii z

lat 90., niskie stopy procentowe mogłyby opóźnić restrukturyzację nieefektywnych dłużników. Mogliby oni przez długi czas funkcjonować bez żadnych zmian, zasilani dodatkowymi porcjami taniego pieniądza. Bodźce do szybkiego przeprowadzenia restrukturyzacji aktywów byłyby dodatkowo ograniczane przez deficyt w finansach publicznych. Potrzeby pożyczkowe budżetu dawałyby instytucjom finansowym możliwość bezpiecznego inwestowania środków pożyczonych na rynku w obligacje skarbowe. Skarbowe papiery wartościowe mogłyby z kolei stanowić zastaw pod kolejne pożyczki na rynku. W ten sposób instytucje finansowe zyskałyby możliwość poprawy jakości aktywów bez wymuszania na dłużnikach podniesienia efektywności. Jednak taka poprawa jakości aktywów trwałaby tylko tak długo, jak długo gospodarka byłaby pogrążona w stagnacji, bo wraz z ewentualnym podniesieniem stóp procentowych towarzyszącym przyspieszeniu wzrostu gospodarki na nowo ujawniłyby się problemy z regulowaniem zobowiązań przez nieefektywnych dłużników, zaś większy udział obligacji w aktywach instytucji finansowych oznaczałby dodatkowe straty z tytułu spadku ich cen, gdyby instytucje te próbowały podtrzymać swoją płynność środkami z ich sprzedaży. Gospodarka mogłaby wpaść w pułapkę trwale niskich stóp i trwale powolnego wzrostu gospodarki.