

Globalny kryzys długu

Autor: Marius Gustavson

Źródło: mises.org

Tłumaczenie: Marcin Pasikowski

Gdy wszyscy dotknięci kryzysem skupili się na tym, czy w 2010 r. zacznie się trwałe odbicie w gospodarce, na horyzoncie właśnie pojawia się fala kryzysu zadłużenia zagranicznego. Nie powinno to stanowić zaskoczenia.

Jak wykazały [badania historyczne](#) przeprowadzone przez ekonomistki [Carmen Reinhart](#) z Uniwersytetu Maryland oraz [Kenneth Rogoff](#) z Uniwersytetu Harvard, zazwyczaj po kryzysach finansowych mamy do czynienia z kryzysami długów rządowych. Przyczyną tego jest przesuwanie długów prywatnych do bilansów państwowych poprzez ratowanie bankrutów i zakupy toksycznych długów. Problem długu państwowego pogłębia się więc, w miarę jak gospodarcza stagnacja prowadzi z jednej strony do zwiększenia wydatków na zasiłki dla bezrobotnych oraz na stymulację gospodarki, a z drugiej strony do spadku przychodów z podatków.

Ten trend historyczny znajduje potwierdzenie nie tylko w amerykańskich doświadczeniach skutków kryzysu finansowego, ale także w Europie i Azji. Obecny przebieg zdarzeń boleśnie nam uświadamia koszty prowadzenia keynesowskiej polityki fiskalnej, w tym ogromnych pakietów pomocowych dla gospodarki, oraz jasno pokazuje, w jaki sposób krótkoterminowe rozwiązania stają się długoterminowymi problemami. Keynesowska długa perspektywa nadejdzie znacznie szybciej niż oczekują tego ekonomiści głównego nurtu.

Jak do tej pory kryzys zadłużenia międzynarodowego — tj. cała seria kryzysów budżetowych na całym świecie, które spowodowały nawoływanie do restrukturyzacji długów publicznych oraz potencjalnych bankructw całych gospodarek — najsilniej dał o sobie znać na peryferiach światowej gospodarki, a także na obrzeżach Unii Europejskiej. Znalazł się on na pierwszym planie wydarzeń w Grecji.

CNBC ostatnio opublikowała [dziesięć największych emitentów długu rządowego, których bankructwa są najbardziej prawdopodobne](#), czyli krajów, których dług zagraniczny odznacza się najwyższym ryzykiem. Na czele tej listy, co zapewne nikogo nie zdziwi, jest Wenezuela pod rządami Hugo Chaveza. Poniżej na liście znajdują się (poczynając od najbardziej zagrożonego bankructwem kraju), Ukraina,

Argentyna (gdzie rząd Kirchnera niedawno poczynił [ruch przeciwko swemu własnemu bankowi centralnemu](#), i jest na szybkiej drodze ku [trzeciemu kryzysowi budżetowemu](#) w ciągu dwóch dekad), Pakistan, Łotwa, Dubaj, Islandia, Litwa, [Kalifornia](#) (która ma alarmujące dziewiętnastoprocentowe prawdopodobieństwo bankructwa według tego rankingu), oraz oczywiście Grecja, która była w centrum zainteresowania mediów przez kilka ostatnich tygodni.

Pachnie bekonem

[Grecki kryzys zadłużenia](#) sprawił, że wielu obserwatorów uwierzyło, że istnieje niebezpieczeństwo rozprzestrzenienia się tych zawirowań na inne kraje grupy PIGS (ang. świnie — niewybredny akronim pochodzący od angielskich nazw tych państw — przyp. tłum.) — Portugalii, Włoch, Grecji i Hiszpanii — a także na obszary północno-zachodnie. Jak niedawno [komentowali](#) Ian Bremmer i Nouriel Roubini w „Wall Street Journal”:

Obecny kryzys w Grecji jest co prawda najgorszym przypadkiem w UE. Niemniej wszystkie kraje PIGS mogą pochwalić się zadłużeniem publicznym już przekraczającym sto procent PKB lub niedługo mającym osiągnąć tę wartość. Pomimo tego, że akronim PIGS został najwyraźniej użyty po raz pierwszy wśród angielskich bankierów, nad Wielką Brytanią, Irlandią oraz Islandią także unosi się zapach bekonu.

Jak do tej pory dwa najbardziej dotknięte kryzysem zadłużenia kraje PIGS — Grecja i Hiszpania, winę przypisują tajemniczym spiskowcom zagranicznym, a nie własnym błędom w zarządzaniu makroekonomicznym. Grecki premier, George Papandreu, wyraził pogląd, że kryzys jest „atakem na strefę euro, przeprowadzonym w imię pewnych innych interesów, politycznych bądź finansowych”, podczas gdy rząd hiszpański, jak się dowiadujemy, zlecił śledztwo rzekomej „zmowy” pomiędzy inwestorami amerykańskimi i mediami w celu uderzenia w hiszpańską gospodarkę — polityka ta została nazwana ["europejskim kryzysem pomysłów"](#) w ostatnim komentarzu „Wall Street Journal”.

Państwa bałtyckie również boleśnie odczuły kryzys finansowy i globalne spowolnienie, ponieważ gwałtowny napływ „gorącego pieniądza” w latach boomu — spowodowany głównie przez niskie stopy procentowe w strefie euro — stworzył

ogromny potencjał wystąpienia kryzysu walutowego i rosnącego długu w tych niedawno tak gwałtownie rozwijających się krajach.

Niemniej w długim terminie także kilka dużych gospodarek może znaleźć się w budżetowych tarapatach. Dwa kraje w samym oku finansowego cyklonu, Stany Zjednoczone i Wielka Brytania z pewnością nie są na nie odporne. Według [niedawno opublikowanego raportu](#) Global Sovereign Credit Risk Report sytuacja znacznie się pogorszyła. Pogorszenie można zauważyć obserwując rynek ubezpieczeń rządowych obligacji CDS (credit default swaps). Raport ten podaje, że zarówno Stany Zjednoczone jak i Wielka Brytania „były pośród najgorzej ocenianych podstawowych dłużników CDS” w czwartym kwartale 2009 r., oraz że „niepokój wzbudzały wzrost wskaźnika długu do PKB w Wielkiej Brytanii i USA, odpowiednio o 97% i 75%”.

Pogarszanie się sytuacji brytyjskiego budżetu wywołało debatę polityczną na temat gwałtownej potrzeby konsolidacji finansów publicznych. Grupa dwudziestu ekonomistów, z udziałem Kennetha Rogoffa, opublikowała [list](#) w „Sunday Times”, ostrzegający że w obliczu „braku wiarygodnego planu istnieje ryzyko, że utrata zaufania w angielską politykę gospodarczą przyczyni się do wyższych długoterminowych stóp procentowych i/lub niestabilności waluty, co może zaszkodzić ożywieniu gospodarczemu”.

W odpowiedzi na argumenty Rogoffa i sygnatariuszy tego listu, inna grupa ekonomistów, włączając w to znanego biografę Keynesa, Lorda Skidelsky'ego oraz amerykańskich ekonomistów Brada DeLonga i Josepha Stiglitz, opublikowała [list](#) w „Financial Times”. Popierają oni decyzję brytyjskiego ministra finansów, Alistaira Darlinga (Partia Pracy), by [opóźnić cięcia wydatków do 2011 r.](#) List ten przekonuje, że „najważniejszym priorytetem musi być przywrócenie wzrostu”.

Jednak zbyt późne zaciskanie polityki fiskalnej przez rząd może znacznie pogorszyć stan rzeczy. Pożyczanie publicznych pieniędzy, niezbędne do sfinansowania deficytu niespotykanego dotychczas w czasie pokoju wyprze prywatne inwestycje, czyniąc ożywienie gospodarcze znacznie trudniejszym i jeszcze bardziej osłabiając sytuację finansów państwa. To z kolei wytworzy presję na bank centralny, by „ułatwić” zaciąganie pożyczek publicznych (np. emisję bonów skarbowych), drukując więcej pieniędzy. Właśnie dlatego wartość funta spada.

Przewidując dalszą deprecjację funta, inwestujący w dług brytyjski, będą oczekiwać jeszcze większych zwrotów, windując koszty długoterminowego finansowania i tym samym utrudniając obsługę zadłużenia przy rosnących odsetkach.

Innymi słowy, jest to recepta na finansowy kataklizm, o ile w najbliższej przyszłości nie zostaną powzięte drastyczne środki.

Dla Ameryki perspektywy także nie są obiecujące, [kosztowne pomysły Obamy](#) doprowadziły do rekordowego deficytu 1,6 biliona dolarów i propozycji budżetu na rok 2011, który wciągnie dług amerykański na poziom 77% PKB. Według ocen MFW, stosunek długu do PKB w Stanach Zjednoczonych i Wielkiej Brytanii może osiągnąć 100% do 2014 r.

Ta niekontrolowana spirala długu, zagraża ratingowi obligacji USA, ustalaniem przez takie agencje ratingowe, jak Standard and Poor's, Fitch i Moody's. Ostatnia z nich ostatnio wydała [ostrzeżenie](#), że rating kredytowy Stanów Zjednoczonych może zostać obniżony z obecnego AAA:

O ile nie zostaną powzięte środki w celu zredukowania deficytu budżetowego lub gospodarka nie zacznie odbijać się szybciej, niż się tego oczekuje, całokształt finansów federalnych przedstawionych w przewidywaniach na kolejną dekadę sprawi, że rating AAA długu rządowego znajdzie się pod znakiem zapytania.

Spełnienie obydwóch warunków— zwiększenie dyscypliny budżetowej i silniejszy niż oczekiwany wzrost — nie wydaje się jednak być [prawdopodobne](#). Nawet ostatnio zadeklarowany przez Obamę zamiar zamrożenia nieszczywnych wydatków na trzy lata, miałby miejsce dopiero po kolejnym [festiwalu wydatków](#), a ponadto i tak niewiele by pomógł w obliczu ciągłego, coraz trudniejszego do zatrzymania, wzrostu zobowiązań oraz wydatków wojskowych.

Co do prognozowania wzrostu, Reinhart i Rogoff ostrzegają: historia pokazuje, że [duży dług publiczny zazwyczaj idzie w parze z niewielkim wzrostem](#). Prognozy Obamy co do wzrostu są najprawdopodobniej zbyt optymistyczne, głównie z powodu fałszywego odbicia od dna opartego na krótkoterminowych rozwiązaniach budżetowych, które w żaden sposób nie wychodzą naprzeciw prawdziwym problemom gospodarki, potrzebującej strukturalnego dostosowania do pokryzysowej rzeczywistości.

Błędne koło

Rosnący wciąż dług publiczny z jednej strony, a z drugiej niższy od oczekiwanego wzrost gospodarczy, mogą prowadzić do błędnego koła, w którym

inwestorzy będą coraz bardziej niechętni lokowaniu swych pieniędzy w obligacje Stanów Zjednoczonych – do tej pory uznawanych za „bezpieczną przystań” gospodarki globalnej. To wywindowałoby oprocentowanie obligacji, tworząc jeszcze większy nacisk fiskalny, jako że koszt obsługi zadłużenia byłby wyższy. To z kolei jeszcze bardziej zniechęciłoby inwestorów do kupowania obligacji itd.

Jak do tej pory, dzięki złym wieściom z Europy rząd USA miał możliwość swobodnego zwiększania swego zadłużenia. Jak [wyjaśnia](#) historyk gospodarczy Niall Ferguson: „Im gorszy obrót spraw w strefie Euro, tym dolar bardziej zwyżkuje, ponieważ nerwowi inwestorzy lokują swą gotówkę w <bezpiecznej przystani> długu amerykańskiego rządu”. To samo działo się podczas wielkiej paniki jesienią 2008 r., kiedy to inwestorzy rzucili się ku dolarowi, czyli amerykańskim papierom wartościowym właśnie dlatego, że tradycyjnie uważa się je za „bezpieczną przystań” na czasy gorszej koniunktury w innych krajach rozwiniętych.

Finansowanie rosnącego długu narodowego było oczywiście także możliwe dzięki „hojności” chińskiego rządu, który zainwestował ciężkie pieniądze w papiery dłużne rządu USA podczas ostatniej dekady, finansując w ten sposób w dużej mierze roczne deficyty niezbędne do pokrycia rosnących kosztów opieki zdrowotnej oraz dwóch wojen zagranicznych, nie mówiąc już o eksplozji długu publicznego podczas pierwszego roku rządów Obamy. Jednak Chińczycy coraz mniej chętnie lokują swe dochody z nadwyżek eksportowych w amerykańskim długu. Nie tylko dywersyfikują swe portfolio zagranicznych obligacji, redukując w ten sposób zakupy długu USA, ale nawet rozpoczęli sprzedaż pewnej ilości obligacji.

W ostatnim miesiącu departament skarbu [ogłosił](#), że „popyt zagraniczny na obligacje skarbowe USA spadł w rekordowym tempie w grudniu, z powodu chińskich porządków w swym portfelu obligacji”. Co więcej, to „przesunięcie popytu jest spowodowane wycofywaniem się krajów ze strategii <ucieczki do bezpieczeństwa>, którą stosowały podczas najgorszych chwil globalnego kryzysu gospodarczego, może oznaczać, że USA będą musiały płacić więcej za obsługę swego długu”.

Ponury scenariusz kryzysu długu dotyczącego największe gospodarki powinien być traktowany poważnie. Co więcej, może on wydarzyć się szybciej, niż większość ludzi oczekuje, jeśli rządy krajów nadmiernie zadłużonych, takich jak USA, nie doprowadzą swych finansów wewnętrznych do porządku. Ferguson ostatnio ostrzegł, że [„Kryzys grecki zmierza ku Ameryce”](#), dodając, że sytuacja finansowa Stanów Zjednoczonych jest nie do utrzymania w dłuższym okresie.

Balansowanie nad przepaścią

Powyższa historia pokazuje, jak ryzykowne były programy „awaryjne” wprowadzone przez USA i inne kraje uprzemysłowione, jeśli chodzi o osiągnięcie stałego, trwałego ożywienia gospodarczego. W warunkach rosnącego długu o wzrost gospodarczy jest trudniej. Monetarne i fiskalne interwencje na niespotykanym dotąd poziomie w czasach pokoju, muszą także zostać wycofane poprzez monetarne i fiskalne strategie odwrotu. Jak na razie zaproponowane strategie odwrotu w Stanach Zjednoczonych — prognoza budżetu Obamy i zapowiedziane przez Bernanke [środki służące odwrotowi](#) — nawet w niewielkiej części nie rozwiążą ogromnych, nadchodzących problemów.

Strategie odwrotu wiążą się z kilkoma zagrożeniami. Jednym z nich jest to, że jeśli zostaną wprowadzone zbyt wcześnie, mogą spowodować kolejny kryzys, jeśli zbyt późno — mogą prowadzić do niemożliwego do obsługi obciążenia długiem, kryzysów fiskalnych i powolnego wzrostu. To jest właśnie ryzykowna sytuacja, w której stawia się gospodarkę, wspierając ją krótkoterminowymi środkami przez rząd. Oczekiwania gospodarcze stają się nierozzerwalnie związane z działaniami rządu. Prowadzi to do sytuacji bez wyjścia, gdzie jakakolwiek interwencja rządu wzmaga natychmiast prawdopodobieństwo kryzysu.

Dyrektor zarządzający Międzynarodowego Funduszu Walutowego [Dominique Strauss-Kahn](#), powiedział ostatnio na Światowym Forum Ekonomicznym w Davos, w Szwajcarii: „Jeśli wykonamy odwrót zbyt późno (...) będzie to zmarnowanie zasobów, to jest zła polityka, to zwiększanie długu publicznego, powinniśmy tego unikać (...), ale jeśli wykonamy odwrót zbyt wcześnie, wtedy ryzyko jest znacznie większe”, może to bowiem prowadzić do recesji „podwójnego dołka”.

Strauss-Khan jest czołowym adwokatem ogromnych zastrzyków fiskalnych, wprowadzając tę ideę na Światowym Forum Ekonomicznym dwa lata temu. Ostatnie wypadki jednak jasno pokazały, że, cytując Nialla Fergusona: „[nie ma czegoś takiego, jak Keynesowski darmowy obiad](#)”. W tym świetle rezultaty rządowej pomocy są znacznie bardziej skromne niż oczekiwano, a „eksplozja długu publicznego spowodowała wypuszczenie obligacji, których termin wykupu zapada dużo wcześniej niż przewidywano”.

Innymi słowy, dzień zapłaty już nadszedł, przynajmniej dla krajów PIGS, a dla USA i Wielkiej Brytanii zbliża się z każdym dniem.

Z drugiej strony, jeśli władze potęg gospodarczych zdecydują się zacieśniać politykę fiskalną i monetarną, może to prowadzić do kolejnej fali kryzysu i podwójnego

dołka. Decydenci polityczni wykorzystali już większość narzędzi poza monetyzacją długu publicznego przy pomocy pras drukarskich banku centralnego. Ta droga to proste pójście w ślady takich krajów, jak Argentyna czy Niemcy Weimarskie. Takiego rozwoju wypadków powinno się unikać za wszelką cenę.

Fałszywe odbicie

Większość środków zainicjowanych w odpowiedzi na kryzys, takich jak tworzenie przez FED dolnych granic dla cen nieruchomości poprzez wykup papierów wartościowych o wartości 1,25 biliona dolarów, zabezpieczonych kredytami hipotecznymi (tj. papiery dłużne Fannie Mae i Freddie Mac), w najlepszym wypadku tylko opóźniły nieuniknione korekty. Program ten zakończy się w marcu tego roku, a inne zostały już zakończone lub są w fazie zakończenia. Jednak kilku obserwatorów rynku podejrzewa, że FED rozszerzy swój program wsparcia rynku hipotecznego wraz z pierwszymi oznakami problemów, a Obama postara się przepchnąć nowe pakiety pomocowe. Te działania tylko jeszcze bardziej odłożyłyby w czasie przystosowanie się gospodarki, przedłużając gospodarcze problemy kraju.

Michael Pomerleano podczas wizyty w Instytucie Azjatyckiego Banku Rozwoju, opowiadał się za pozwoleniem rynkom na dokonanie samokorekty, [mówiąc](#), że „nacionalizacja prywatnego zadłużenia wstrzykuje znaczną nieefektywność w system gospodarczy, hamując schumpeterowski proces twórczej destrukcji, który jest niezbędny w gospodarce rynkowej głównie dla utrzymania sektora prywatnego”.

To wszystko już skądś znamy. W roku 1990 rząd japoński socjalizował prywatne straty poprzez masowy transfer prywatnego długu do bilansu zadłużenia publicznego. Stało się to na początku japońskiej bańki na giełdach — kolejnego boomu napędzanego falą łatwych pieniędzy z centralnego banku — i doprowadziło do dekady powolnego wzrostu i braku restrukturyzacji gospodarki. To czy gospodarka amerykańska „[idzie japońską drogą](#)” wciąż pozostaje pytaniem otwartym, niemniej staje się to coraz bardziej prawdopodobne, gdyż fałszywe środki zaradcze odwołają bolesny proces jej dostosowywania się. Christopher Wood w „Wall Street Journal” poczynił następującą obserwację:

Podczas gdy rząd Stanów Zjednoczonych interweniuje, powstrzymując rynki przed oczyszczeniem się, dzisiejsza gospodarka USA przypomina pod wieloma aspektami gospodarkę japońską dekady lat dziewięćdziesiątych. Ultraluźna polityka monetarna i niski popyt na

kredyt, w połączeniu z wysokim bezrobociem i delewarowaniem się konsumentów może doprowadzić do dłuższego zastoju.

Jak pokazuje ponury przykład Japonii, rosnący poziom długu (spowodowany sztucznym zasilaniem pieniądzem i powolnym wzrostem) oraz polityka darowania długów (socjalizacja strat prywatnych) nie są receptą na sukces gospodarczy.

Marius Gustavson jest naukowcem fundacji Reason. Bada kwestie gospodarcze, w tym politykę monetarną, ostatni kryzys finansowy i jego następstwa. Pracuje także dla norweskiego zespołu ekspertów Civita, gdzie opublikował raport książkowy na temat powodów finansowego upadku. Aktualnie Gustawson pisze książkę na temat globalnej recesji i pracuje nad „Sound Money Project”, zorganizowany przez Atlas Economic Research Foundation.