

Choroba europejskich oczu

Autor: **Mateusz Machaj**

Déjà vu

Osoby odpowiedzialne za redagowanie komunikatów europejskich władz i instytucji mają ostatnio teoretycznie sporo do roboty. „Sporo”, ponieważ co chwilę pojawiają się oficjalne ważne notyfikacje z ich strony, a „teoretycznie”, ponieważ właściwie są to takie same komunikaty



już od kilkunastu miesięcy. W zasadzie praca odpowiadających za komunikację ze społeczeństwem ogranicza się do korzystania ze skrótów klawiszowych: ctrl + c i ctrl + v. Kiedy wybucha kryzys, instytucje obarczają nim wredne agencje ratingowe, które są udręką. Kłopoty nie znikają, więc trzeba uderzyć w niedobrych shortsellerów, chcących zarabiać na spadkach. To też nie pomaga, należy zatem zrobić spotkanie i ogłosić plan pomocowy. Tak było w przypadku Grecji; teraz problemy dotyczą Portugalii i Włoch, które małym krajem nie są. W towarzystwie zagrożonych znajduje się jeszcze Irlandia, w przypadku której stopy procentowe na emitowany dług znacząco wzrosły.

Spiskowe teorie przedostają się na salony, gdy José Manuel Barroso wyraża zdziwienie, że agencje ratingowe są jakoś mało „europejskie”. Włoski regulator rynku wprowadza ograniczenia na krótką sprzedaż, a Europejski Bank Centralny szykuje się do druku kolejnych pieniędzy na pomoc upadającym instytucjom. Brzmi znajomo? Owszem, z tym samym mieliśmy do czynienia rok temu.

Spójrzmy chociażby na niedawny komunikat Europejskiego Banku Centralnego dotyczący przypadku portugalskiego:

Rada Prezesów Europejskiego Banku Centralnego (EBC) podjęła decyzję o zawieszeniu stosowania minimalnego progu

ratingowego w przypadku wymagania zabezpieczeń dla celów operacji kredytowych Eurosystemu, dotyczących rynkowych instrumentów dłużnych wyemitowanych lub gwarantowanych przez rząd portugalski. Zawieszenie to zostanie utrzymane aż do odwołania.

Inaczej mówiąc, Europejski Bank Centralny ogłasza, że przestaje brać pod uwagę to, że portugalski dług zaczyna być traktowany jak toksyczne aktywo. Zamierza je traktować jako dobre zabezpieczenie i udzielać pod jego zastaw pożyczek z nowo wykreowanych pieniędzy.

Zwróćmy też uwagę, jak radykalnie różnie bywają traktowane agencje ratingowe. W trakcie kryzysu oskarża się je, że nazbyt optymistycznie oceniały zdolności kredytowe, a następnie ma się pretensje dotyczące ich rzekomej „szujowatości” (używając słów Piotra Kuczyńskiego), tego, że obniżają rating dla rządów, które zaczynają mieć kłopoty ze spłatą długu. Dalej EBC uzasadnia swoje łagodne podejście do instrumentów portugalskich, pokładając głęboką wiarę w rządzących i ich pomysły:

Portugalski rząd zatwierdził gospodarczy i finansowy program dostosowawczy, który został wynegocjowany z Komisją Europejską we współpracy z EBC i Międzynarodowym Funduszem Walutowym. Rada Prezesów oceniła program i uznała go za właściwy. Te pozytywne oceny i silne zaangażowanie rządu portugalskiego do pełnego wdrożenia programu, także z punktu widzenia zarządzania ryzykiem, są podstawą do niniejszego ogłoszenia o zawieszeniu.

Zawieszenie dotyczy wszystkich zaległych i nowych rynkowych instrumentów dłużnych wyemitowanych lub gwarantowanych przez rząd Portugalii.

EBC chciałby uspokoić rynki, domaga się od społeczeństwa zaufania i odrobiny pozytywnego myślenia.

A teraz cofnijmy się w czasie do maja 2010 r. i przyjrzyjmy się ówczesnemu komunikatowi w sprawie instrumentów dłużnych rządu greckiego:

Rada Prezesów Europejskiego Banku Centralnego (EBC) podjęła decyzję o zawieszeniu stosowania minimalnego progu ratingowego w przypadku wymagania zabezpieczeń dla celów operacji kredytowych Eurosystemu, dotyczących rynkowych instrumentów dłużnych wyemitowanych lub gwarantowanych przez rząd grecki. Zawieszenie to zostanie utrzymane aż do odwołania.

Grecki rząd zatwierdził gospodarczy i finansowy program dostosowawczy, który został wynegocjowany z Komisją Europejską we współpracy z EBC i Międzynarodowym Funduszem Walutowym. Rada Prezesów oceniła program i uznała go za właściwy. Te pozytywne oceny i silne zaangażowanie rządu greckiego do pełnego wdrożenia programu, także z punktu widzenia zarządzania ryzykiem, są podstawą do niniejszego ogłoszenia o zawieszeniu.

Zawieszenie dotyczy wszystkich zaległych i nowych rynkowych instrumentów dłużnych wyemitowanych lub gwarantowanych przez rząd Grecji.

To nie żart ani żaden podstęp. Komunikat jest praktycznie taki sam, w odpowiednich miejscach zmieniono tylko „Grecję” na „Portugalię”. EBC porzuca stosowanie sensownych ratingów na portugalski dług publiczny, tak samo jak uczynił to w przypadku długu greckiego. Co więcej, stosuje dokładnie takie samo uzasadnienie — proszę się nie martwić, mamy pouzgadniane plany z Międzynarodowym Funduszem Walutowym i Komisją Europejską. Jak się skończyły „reformy” greckie sprzed roku, wszyscy widzieliśmy. Gdybym miał prognozować przyszłość na podstawie nieodległej przeszłości i zaskakującej powtarzalności zachowania władz europejskich, przewidywałbym, że EBC wkrótce zacznie skupować bezpośrednio obligacje Portugalii i drukować pieniądze na pokrycie ich deficytu; tak jak to się stało w przypadku Grecji. Następne w kolejce do EBC będą Włochy. Wiadomo, że sytuacja jest naprawdę poważna, skoro zauważają to nawet przedstawiciele władz — na przykład minister finansów Holandii stwierdził, że nie wyklucza możliwości ogłoszenia bankructwa Grecji.

Prawdziwe źródło problemu

Tak jak w przypadku kryzysu amerykańskiego zawiodły władze amerykańskie, tak władze europejskie nie rozpoznały źródła zaistniałych problemów w Europie. Kłopoty USA wynikały ze złego otoczenia instytucjonalnego, błędnej struktury bankowej i niskich stóp procentowych. W momencie pojawienia się kryzysu to złe otoczenie i strukturę utrwalono, a stopy jeszcze bardziej obniżono. Skutek był oczywisty — problemy trwają dalej, a Stany walczą z wysokim bezrobociem i zadłużeniem.

Podobne kłopoty europejskie wynikały z tego, że po utworzeniu strefy euro zaczęto drukować pieniądź dla wszystkich krajów w tej strefie. Zamiast wprowadzić wspólną walutę, która byłaby zabezpieczona rzadkim towarem bez możliwości kreacji, utrwalono błędne schematy kreowania pustego pieniądza. Mniej odpowiedzialne państwa mogły sobie pozwolić na rozrzutność kosztem pozostałych krajów i zadłużać się po niskich stopach. Dlaczego tak się działo? Ponieważ Europejski Bank Centralny akceptuje obligacje strefy euro jako zabezpieczenie dla udzielanych przez siebie pożyczek.

Dzisiejsza maszyna króla Midasa działa tak: rząd nie może drukować pieniędzy bezpośrednio, więc musi korzystać z pomocy banku centralnego. Ten w zasadzie też nie może drukować bezpośrednio dla rządu, konieczne jest zatem skorzystanie z pośrednika — banków komercyjnych. Wobec tego rząd emituje obligacje na pokrycie deficytu. Obligacje są kupowane przez prywatne banki, które potem używają ich do otrzymania wydrukowanych pieniędzy od banku centralnego. Rząd nie martwi się specjalnie długiem, ponieważ na jego pokrycie wyemituje kolejny dług. Banki komercyjne chętnie go kupią, znowu bowiem użyją go jako zabezpieczenia w banku centralnym. W ten sposób są tworzone nowe pieniądze, które z jednej strony ułatwiają rządowi tanie zadłużanie się (dzięki czemu nie trzeba się martwić ogólnym zadłużeniem, a „tylko” odsetkami), a z drugiej dają monopol kredytowy bankom komercyjnym do korzystania z kreacji pieniądza.

W przypadku jednego kraju z suwerenną polityką fiskalną i niezależnym bankiem centralnym taki mechanizm redystrybucji jest trwały, a zagrożeniem dla niego jest ucieczka zagranicznych inwestorów od krajowej waluty (dlatego Japonia, zadłużając się na ponad 200% PKB, ale u swoich obywateli, nie ma

takich kłopotów jak Grecja). Inaczej się dzieje w przypadku gdy krajowej waluty nie ma, a kraj z suwerenną polityką fiskalną jest wpuszczony do drukarskiego klubu. Wtedy pojawia się zjawisko tragedii wspólnego pastwiska, zjawisko [tragedii euro](#). Maszyna króla Midasa dopóty obciąża nie tylko obywateli danego kraju na rzecz rządu, lecz także obywateli innych krajów, dopóki bank centralny jest gotów brać udział w tym procederze (pod tym względem dla Grecji byłoby lepiej, gdyby nie miała drachmy, lecz europejską walutę, ale bez instytucjonalnego wejścia do strefy euro).

Prawdy o fatalnej kondycji finansów publicznych nie da się jednak zatajać w nieskończoność. Pytanie kluczowe brzmi, jak długo EBC jest w stanie pozwalać na ciągłą redystrybucję na rzecz słabych krajów (by nie dopuścić do upadku projektu wspólnej waluty). W momencie gdy rynek zaczął coraz bardziej dyskontować śmieciowe papiery rządowe (na przykład greckie w stosunku do niemieckich), EBC postanowił traktować te obligacje specjalnie i zniósł rolę ich ratingu w swoich operacjach otwartego rynku (w których EBC udziela pożyczek prywatnym bankom pod zastaw długu publicznego różnych państw). Gdy to nie pomogło, postanowił drukować pieniądze i kupować bezpośrednio grecki dług. Wygląda na to, że redystrybucja w najbliższym czasie nie ustanie.

Skutki takiej polityki można niezwykle łatwo przewidzieć. W trakcie kryzysu rząd grecki zaczął gwarantować transakcje na rynku międzybankowym. Jak powtarza się ludziom, kryzys bankowy to podobno koniec świata i powrót do mieszkania w szałasach (tak jak w Islandii). Wobec tego banki greckie same zaczęły sobie emitować papiery wartościowe. W ten sposób wyemitowały dla siebie nawzajem całkowicie puste papiery na kilkadziesiąt miliardów euro. W normalnych warunkach uznano by je zapewne za śmieci, ale ponieważ grecki rynek międzybankowy otrzymał gwarancje rządowe, banki mogły użyć tych śmieci jako „zabezpieczenia” pożyczek otrzymywanych dodatkowo przez EBC. W ten sposób EBC zaangażował się na wszystkich frontach w dotowanie błędnych inwestycji. Stwarza to bodziec nie tylko do tego, by nie unikać takiego inwestowania, ale wprost skłania do dalszego nieodpowiedzialnego postępowania. Po co prywatny bank ma czyścić swoje księgi, skoro EBC dumnie weźmie na siebie straty? Opłaca się wręcz wymyślać kolejne instrumenty, które pozwolą na podrzucanie finansowych odpadów.

Wykupywanie błędnych inwestycji nie sprawia, że stają się one dobrymi inwestycjami. Sprawia, że następuje proces redystrybucji i ktoś zaczyna przerzucać straty na innych. Ta prosta lekcja ekonomii nie zostanie przesłonięta przez zagmatwane operacje finansowe i wiarę w to, że problemy same znikną. EBC wystawił się na ryzyko i pogorszył jakość przyjmowanych przez siebie aktywów greckich. Nie inaczej jest w przypadku programów pomocowych i nadzwyczajnych operacji płynnościowych dla Irlandii i Portugalii. Wszystko wskazuje na to, że EBC będzie dalej brnął w dotowanie bankrutów — na przekór rynkom, na przekór agencjom ratingowym i na przekór shortsellerom.

Prawdziwe źródło problemu tkwi w tym, że rządy zadłużają się, a banki centralne im na to pozwalają.