

Obniżenie ratingu USA to tylko punkt w trendzie

Rozmowa przeprowadzona w niedzielę, 7 sierpnia 2011 r., przez jeden z portali finansowych z Mateuszem Machajem, głównym ekonomistą Instytutu Misesa

Czy informacja o obniżeniu ratingu USA przez agencje ratingową Standard & Poor's będzie tak fundamentalnie istotna dla gospodarki Stanów

Zjednoczonych, jak przedstawiają to – głównie amerykańskie – media?

Mateusz Machaj: Sadzę, że niektóre przekazy medialne na ten temat są przesadzone. Rating może mieć wpływ na dwie rzeczy. Po pierwsze – na to, jaka jest ogólna percepcja danego rządu, to jest, jak bardzo bezpieczne jest pożyczanie mu pieniędzy. Wiadomo, że jeśli rating danego kraju zostaje obniżony, to jest to sygnał dla uczestników rynku, że pożyczanie pieniędzy temu rządowi może być ryzykowniejsze. Jednakże spadek ratingu z AAA do AA+ wcale nie musi być sygnałem, że należy natychmiast pozbyć się części obligacji tego kraju (gdyby taka wyprzedaż nastąpiła, to stopy zwrotu na obligacje by wzrosły, a tymczasem stopy zwrotu na obligacje amerykańskie spadły). Po drugie, co zdecydowanie ważniejsze, rating ma znaczenie w rozliczeniach na rynku finansowym. W transakcjach kredytowych amerykańskie obligacje odgrywają bardzo ważną rolę. Są używane jako zabezpieczenia takich transakcji, dlatego że mają – miały – najwyższy rating. Teraz, gdy rating został obniżony, pojawia się pytanie, czy te podmioty będą mogły używać amerykańskich obligacji jako bardzo bezpiecznego zastawu. To z kolei zależy od masy różnych uregulowań prawnych. Teoretycznie amerykański bank centralny mógłby stwierdzić teraz, że skoro rating został obniżony, to banki posiadające amerykańskie obligacje muszą się dodatkowo zabezpieczyć (ze względu na podniesione ryzyko). Jednakże Fed



Evan Wondolowski
www.theartofe.com

wydał natychmiastowy komunikat, że obniżenie ratingu nie wpłynie na amerykański nadzór bankowy i że obligacje dalej będą traktowane jako superbezpieczne. Podobne głosy płyną też z Azji — np. z Korei Południowej.

Mimo zapewnień Fed, wszyscy czują już chyba, że obligacje amerykańskie nie są tak bezpieczne, jak kiedyś?

Przez dziesiątki lat były postrzegane jako najbezpieczniejsze, ponieważ poza epizodem w latach trzydziestych, rząd amerykański zawsze spłacał nominalne zobowiązania. Ale trzeba przyznać, że od czasu początku kryzysu niemieckie obligacje są postrzegane jako bezpieczniejsze od amerykańskich. Chociaż cały czas te amerykańskie stanowią największą część rynku długu publicznego i są bardzo, bardzo płynne.

Już w dwie godziny po komunikacje agencji S&P amerykańskie media podały, że przez obniżenie ratingu koszty obsługi amerykańskiego długu publicznego wzrosną do 75-100 miliardów dolarów rocznie. Czy tak się stanie?

Teoretycznie jest to możliwe, gdy obligacje stanieją, a stopy zwrotu na tych obligacjach wzrosną. Przykładowo, jeśli, założmy, oprocentowanie obligacji wynosiło 2,5 procenta, to z powodu zwiększonego ryzyka popyt na obligacje amerykańskie może się zmniejszyć, a przez to spadną ich ceny i wzrosną stopy zwrotu, na przykład do 3%. Przy rolowaniu długu rząd musiałby ponieść koszt większy o te 0,5%. Wszystko to nie może jednak zostać spowodowane samym obniżeniem ratingu — zawsze inwestorzy muszą podjąć decyzję o zmniejszeniu popytu na obligacje amerykańskie. W przeciwnym wypadku nie ma powodu, by stopy zwrotu wzrosły. Japonia nie ma najwyższego ratingu, a stopy zwrotu z jej obligacji są bardzo niskie. Choć jest to specyficzny przykład, bo zadłużenie Japonii to przede wszystkim zadłużenie wewnętrzne. Podczas gdy dług publiczny wynosi ponad 200% PKB, to całkowite zadłużenie zagraniczne Japonii (włącznie z prywatnym) wynosi 45% PKB. Całkowite zadłużenie zagraniczne (z prywatnym) USA stanowi blisko 100% PKB.

Właśnie, obligacje amerykańskie w większym stopniu funkcjonują na rynkach międzynarodowych. Jaki jest teraz najgorszy scenariusz?

Gdyby teraz na przykład Ludowy Bank Chin podjął decyzję, że nie chce trzymać rezerw w tych aktywach, to mogłoby mieć decydujące znaczenie. Chiny są właścicielem prawie 10 procent długu publicznego USA. Już sam komunikat o chęci wyprzedazy obligacji byłby destabilizujący dla dolara i dolarowych obligacji. Mogłoby to wprowadzić USA na „grecką” ścieżkę (do której i tak zmierzają).

Ten najgorszy scenariusz może się spełnić?

Raczej nie (a gdyby tak było, to z pewnością uruchomiono by jakiś międzynarodowy program pomocowy dla dolara). W interesie merkantylistycznych Chin jest zachować *status quo*. Radykalne załamanie finansów publicznych w Stanach odbiłoby się na wartości dolara. Takie osłabianie dolara nie leży w interesie Chin, ponieważ jest to gospodarka zorientowana na dotowanie eksportu (między innymi mocnym dolarem i słabością krajowej waluty). Na pewno taka decyzja nie zapadnie ze względu na obniżony rating. Dlatego decyzję S&P należy traktować jako punkt pewnego trendu w kłopotach amerykańskich finansów publicznych. Kolejny sygnał o tym, że nie jest dobrze.

Inwestorzy ufają Ameryce?

Tak, ponieważ póki co Ameryka to najważniejsze centrum finansowe. Inwestorzy zaczęliby się pozbywać aktywów amerykańskich, gdyby stracili wiarę w to, że USA będzie w stanie sprostać swoim zobowiązaniom. Na ten moment jeszcze trochę poczekamy, choć niewątpliwie się do niego zbliżamy. Aczkolwiek wolniej niż moglibyśmy sądzić. Powtarzam, że sama zmiana ratingu nie musi oznaczać, iż inwestorzy szybko zaczną wyprzedawać obligacje amerykańskie. Proszę zresztą przyjrzeć się przykładowi Grecji. Inwestorzy zauważyli kłopoty greckich finansów publicznych, zanim doszło do znaczącego obniżenia ich ratingów. Agencje tutaj niejako były spóźnione w stosunku do inwestorów. Jedno z drugim nie jest sztywno powiązane.

Rząd amerykański polemizuje z S&P. Twierdzi, że w analizach agencji nastąpiła pomyłka o 2 biliony dolarów i że w związku z tym decyzja agencji o obniżeniu ratingu zapadła na podstawie błędnych przesłanek...

Podobno S&P przyjęli nie do końca poprawny rok bazowy. Standard and Poor's twierdzi, że ta różnica i tak nie ma znaczenia dla ich decyzji i nawet przy wersji

Departamentu Skarbu decyzja byłaby taka sama, ponieważ długookresowo finanse publiczne nie idą w dobrym kierunku. Musimy również sobie zdać sprawę z tego, że mniej lub bardziej wszyscy opierają się na jakichś projekcjach tego, jak będzie wyglądał budżet przez najbliższe 10 lat i jak będzie wyglądał wzrost gospodarczy. A tutaj wskazane byłoby bardzo ograniczone zaufanie do danych rządowych (z których też korzysta S&P). W natłoku medialnych informacji mało kto pamięta, że kiedy uruchamiano programy pomocowe w USA obiecywano, że dzięki nim bezrobocie spadnie do 6,5%, gdy wejdziemy w trzeci kwartał 2011. Tymczasem okazało się, że te projekcje (jak również same programy) to kolejna spektakularna porażka rządu w wychodzeniu z Wielkiej Recesji. Jedyne, co mogą na to odpowiedzieć gorący orędownicy programów rządowych, to „za mało się zadłużamy, za mało drukujemy pieniędzy, rząd musi wydawać więcej pieniędzy, żeby było lepiej”. To ich uniwersalna odpowiedź na wszystko.

S&P swoją decyzją próbuje wyrzucić presję na rządzie, by przeprowadził reformę finansów publicznych i pohamował swoje programy pomocowe. Starał się to robić już poprzednimi komunikatami. I proszę pamiętać, że w tych „mainstreamowych” sporach o dług nie mówi się o różnych cichych programach pomocowych, które prowadzi amerykański bank centralny i wystawia amerykańskiego podatnika na jeszcze większe ryzyko niż sądzimy. Nie mówiąc już o innych obietnicach rządu, z których będzie musiał się wycofać (takich jak programy emerytalne i socjalne).

A gdyby oprócz S&P rating obniżyła za jakiś czas np. agencja Fitch, która także wielokrotnie ostrzegała amerykański rząd?

Byłby to kolejny punkt w trendzie. Następny podmiot wydałby sygnał ostrzegawczy. Gdyby Warren Buffet wyszedł z chorągiewką i powiedział: „Stany mogą zbankrutować”, to czy to coś zmienia w amerykańskiej gospodarce? (nota bene zrobił coś przeciwnego). Wszystko zależy od posiadaczy instrumentów finansowych. Kryzysowa sytuacja, z którą dziś mamy do czynienia, trwa od 2007-08 roku. Aktywa z błędnymi inwestycjami zostały przejęte przez bank centralny, a banki dostały w zamian za to obligacje rządowe (o mniejszym stopniu ryzyka). Jednocześnie rozpoczęto rozdmuchane programy fiskalne, zwiększające deficyt i zadłużenie. W wyniku tych zmian sektor publiczny przejął na siebie zobowiązania sektora prywatnego. Pamiętajmy jednak, że wbrew makroekonomicznym woalkom i wierze w zbawczą moc centralizmu

gospodarczego rząd nie jest w stanie likwidować strat. Może tylko je redystrybuować — z jednego podmiotu na inny — a oprócz tych transferów powodować kolejne problemy. Ogromne straty sektora aktywów prywatnych są dziś w finansach publicznych. Sektor prywatny zamiast być zorientowanym na akumulację kapitału i zwiększanie produkcji, jest zorientowany na otrzymywanie pomocy transferowej. Zatrudnienie zasobów przestaje być dla gospodarki produktywnie i staje się biurokratyczne. W trakcie tego zamieszania agencje zaczynają kwestionować, czy rząd będzie w stanie spłacić dług, skoro ten wzrósł o kilkadziesiąt procent.

A perspektywy wzrostu gospodarczego nie wydają się optymistyczne. To, co obecnie robią amerykańskie władze, Departament Skarbu i Fed, druk pieniądza i zwiększanie wydatków budżetowych, było już wypróbowane kilkanaście lat temu w Japonii. I nie przyniosło pozytywnych rezultatów. Na wiele lata wprowadziło gospodarkę japońską na ścieżkę pełzającej recesji z pseudoożywieniami, mniej więcej takiej, którą obserwujemy od drugiej połowy 2007 roku. Niektórzy uparcie wierzą w to, że wielokrotnie zawodzący lek być może kiedyś w końcu zadziała inaczej niż dotychczas.

Myśli pan, że w związku z ratingiem, wzrośnie oprocentowanie kredytów hipotecznych, kart kredytowych? Że zmieni to jakoś oblicze popytu gospodarki wewnętrznej?

Zależy, jak na zmianę ratingu zareaguje nadzór bankowy i inwestorzy zagraniczni. Nadzór najpewniej ten sygnał zignoruje. Czy inwestorzy zaczną wycofywać kapitał z USA i doświadczymy z tego powodu kolejnych spadków dolara? Nie spodziewam się w najbliższym czasie jakichś radykalnych zmian. A jeśli by tak nastąpiło, to Bernanke zapewne znowu rozpocząłby kolejne obniżki już praktycznie zerowych stóp procentowych [W komunikacie z 9 sierpnia Fed zapowiedział, że niskie stopy zostaną utrzymane do połowy 2013 r.]. Jak będzie trzeba, to na salony wejdą nawet utopiści „kredytu społecznego”, którzy wierzą w to, że problemy świata wynikają z tego, że istnieje dodatnie oprocentowanie kredytów (choć i już teraz niektórzy z tych utopistów chwalą amerykański bank centralny za dojście do zerowych stóp). Jeśli władze się rozpędzą, to może nawet wprowadzą nominalne ujemne oprocentowanie, które wymyślali myśliciele „ekonomicznego podziemia”.

Trwająca od kilku dni panika na amerykańskiej giełdzie wzmocni reakcję na obniżenie ratingu?

Niekoniecznie. Podmioty uciekały z giełdy jeszcze przed informacją o zmianie ratingu. Teraz, gdy rating USA spadł z AAA do AA+, czy inwestorzy będą uciekać z giełdy jeszcze bardziej? Pewnie będą, ale czy na skutek tego? Trzeba zapytać ludzi, którzy mają obligacje i akcje. Takie sprawy nigdy nie mają automatycznego przełożenia na inwestorskie decyzje. A czy od poniedziałku czeka nas Panika przez duże „P”? Być może. Nawet jak bym wiedział, to bym nie powiedział, tylko na tym zarobił.