

Portugalia – dlaczego i jak powinna zbankrutować?

Autor: **Maciej Bitner**

Odwlekanie bankructwa Portugalii wcale nie służy temu krajowi. Oto, jak na podstawie doświadczenia krajów rozwijających się mogłaby wyglądać renegotjacja zadłużenia drugiego potencjalnego bankruta ze strefy euro.

Bankructwo nie do uniknięcia

Portugalski dług wyniósł na koniec 2011 r. około 110% PKB, przy deficycie na poziomie bliskim 6% PKB. Sytuacja jest jednak poważniejsza, niż się wydaje — deficyt udało się obniżyć z 9,8% PKB w 2010 r. głównie dzięki przejęciu przez rząd aktywów funduszy emerytalnych. Istnieją więc poważne wątpliwości, czy wobec ubiegłorocznej recesji, która w tym roku jeszcze się pogłębi (prognozuje się spadek PKB przekraczający 3%), uda się obniżyć deficyt do 3% PKB w 2013 r., tak jak planuje to rząd.

Rentowność dziesięcioletnich obligacji portugalskich wynosi obecnie 12,5%. Na tej podstawie trudno jest jednoznacznie policzyć oczekiwane przez rynek prawdopodobieństwo bankructwa tego kraju, jednak na pewno jest ono bardzo wysokie — co najmniej 80–90%. Zakładając redukcję kuponów i nominału dziesięcioletnich obligacji o połowę, inwestorzy wciąż zarobiliby na portugalskim długu 3% w skali roku, czyli ciągle o jeden punkt procentowy więcej niż na obligacjach niemieckich.

Fakt ten pokazuje, że bankructwo Portugalii nie jest z punktu widzenia rynku zaledwie alternatywnym scenariuszem, lecz najbardziej prawdopodobną wersją wydarzeń. W tym kontekście trudno nie zadać sobie pytania: skoro i tak bankructwo jest praktycznie pewne, to czy warto je dalej opóźniać?



Dlaczego opóźnienie bankructwa szkodzi?

Sytuacja, w której wszyscy wiedzą, że kraj zbankrutuje, ale nie wiadomo, kiedy do tego dojdzie i jak ten proces będzie przebiegał, jest bardzo niekorzystna. Po pierwsze, szkodliwa jest konsolidacja fiskalna zmierzająca do obsługiwania zbyt wysokiego długu jak na możliwości danego kraju. Części podwyżek podatków i związanego z nimi spadku aktywności gospodarczej można byłoby uniknąć, przeprowadzając proces bankructwa.

Po drugie, niepewność polityczna związana z oczekiwanym bankructwem powoduje wstrzymanie inwestycji — zarówno krajowych, jak i zagranicznych. Krajowe banki boją się udzielać kredytów w obawie o swoją sytuację płynnościową (ludzie przenoszą depozyty za granicę) oraz ze względu na ryzyko wybuchu kryzysu bankowego w wyniku bankructwa rządu. Zagraniczni inwestorzy z kolei obawiają się wyjścia ze strefy euro oraz dewaluacji narodowej waluty, a także zablokowania możliwości transferu kapitału za granicę.

Po trzecie, przeciąganie bankructwa wzmaga niepewność polityczną. Duży nacisk zagranicy na reformy i spłatę długu może wywołać silną kontrreakcję portugalskiego społeczeństwa, które czuje się pozbawione podmiotowości i zmuszane do pracy na rzecz zagranicznych wierzycieli. Z każdym dniem rośnie szansa, że w końcu do władzy dojdzie populistyczny polityk, który kategorycznie zażąda umorzenia długów, zgłaszając przy tym wiele innych, znacznie bardziej niebezpiecznych pomysłów.

Jak wygląda bankructwo państwa?

Bankructwa państw, zwłaszcza tych mniej rozwiniętych, zdarzają się bardzo często — średnio raz, dwa razy do roku. Ekonomiści specjalizujący się w tej dziedzinie wypracowali już nawet metodę postępowania w takich sytuacjach — optymalną zarówno z punktu widzenia dłużników, jak i wierzycieli. Co należy zatem robić, gdy nie ma innego wyjścia niż bankructwo?

1. Wierzyciel powinien wstrzymać obsługę bieżących płatności, by ulżyć dłużnikowi. Ten z kolei musi ciąć wydatki, unikając jednocześnie podwyżek podatków — tak, by jak najszybciej zrównoważyć budżet. Dłużnik powinien dążyć do uzyskania nadwyżki pierwotnej, czyli sytuacji, w której dochody pokrywają wszystkie wydatki z wyjątkiem odsetek.

2. Wierzyciele powinni uznać nowy dług za uprzywilejowany w stosunku do starego. Na czas potrzebny do powrotu na rynek oraz w celu utrzymania płynności potrzebne jest krótkoterminowe finansowanie. Dobrze byłoby, aby wierzyciele zrozumieli to i zgodzili się na ustąpienie nowym dłużnikom. Nowy dług powinien jednak mieścić się w niewielkim, z góry ustalonym limicie.

3. Strony powinny tak negocjować obniżenie poziomu starego długu, by można było w perspektywie kilku lat wznowić jego obsługę i żeby był on już w bezpiecznej wysokości. W przypadku Portugalii za granicę bezpieczeństwa można by przyjąć 60% PKB, zgodnie z zapisami Traktatu z Maastricht. Właściwie wartość ta powinna być jeszcze niższa, ale wierzycieli i tak trudno byłoby przekonać do przyjęcia straty w wysokości połowy swoich aktywów — zwłaszcza, że ponad 25% długu Portugalii jest w posiadaniu EBC oraz rządów krajów strefy euro.

4. Bardzo ważne jest, by warunki spłaty zredukowanego długu nie doprowadziły do kolejnego bankructwa. Dobrze więc tak je ustalić, by w czasie słabszej koniunktury Portugalia płaciła mniejsze odsetki, które z kolei rosłyby wraz z przyśpieszeniem tempa wzrostu gospodarczego. Takie rozwiązanie jest lepsze od płacenia stałych odsetek niezależnie od okoliczności. W razie bowiem kolejnego globalnego kryzysu kraj o zszarganej bankructwem reputacji natychmiast byłby podejrzewany o to, że znowu zawiesi obsługę długu. Prowadziłoby to do nerwowych reakcji rynków nawet wtedy, kiedy fundamentalna sytuacja danego kraju nie byłaby zła.

Powyższy plan ma jedną wadę: trudno zmusić wierzycieli do zaakceptowania strat. Gdy w latach 80. bankrutowały kraje Ameryki Łacińskiej, ich wierzycielami były przede wszystkim banki, z którymi dało się negocjować twarzą w twarz. Portugalskie obligacje posiada zaś obecnie setki tysięcy osób i instytucji na całym świecie. Jak uzyskać zgodę choćby większości z nich na przyjęty plan?

Do tego celu służą umowy z klauzulą wspólnego działania (*collective action clause*), którą od 1 stycznia 2013 r. zawierać będzie każdy rządowy papier wartościowy emitowany przez kraje strefy euro. Grecja wprowadziła taką klauzulę, od razu obejmując nią również swój stary dług — i to samo powinna zrobić Portugalia. Wprawdzie takie posunięcie łamie zasadę *lex retro non agit*, jednak państwo, które nie jest w stanie dotrzymać zobowiązań, i tak narusza

przyjęte zasady. Z tej sytuacji trzeba jakoś wybrnąć, dbając o to, by precedens się nie powtórzył. Szybkie i transparentne bankructwo wydaje się najlepszym rozwiązaniem.