

## Kogo kusi tani pieniądz

Autor: **Maciej Bitner**

Choć w dzisiejszych czasach nie jest tak łatwo o kredyt, jak jeszcze kilka lat temu, niektórzy mogą pożyczać naprawdę tanio. Rządy USA, Wielkiej Brytanii, Japonii i Niemiec są w stanie wyemitować obligacje na 20–30 lat, płacąc nie więcej niż 2,5 proc. rocznie, czyli mniej niż oczekiwana w przyszłości inflacja. Rekordzistą jest kraj Kwitnącej Wiśni, który nawet 30-letnie pożyczki może zaciągać, płacąc odsetki nieprzekraczające 2 proc. Może dobrze byłoby, gdyby rządy czołowych gospodarek świata zwiększyły jeszcze nieco swoje zadłużenie, finansując w ten sposób prorozwojowe inwestycje?

Rzucanie takich pomysłów w chwili, gdy kryzys na rynku długu europejskiego trwa w najlepsze, nie wygląda na nic więcej niż intelektualną prowokację. Jednak w ostatnich tygodniach powtórzyły go dwie osoby cieszące się w kręgach ekonomiczno-finansowych sporym autorytetem. Alan Blinder, profesor ekonomii w Princeton i były wiceszef Fedu, przekonywał na łamach „The Wall Street Journal”, że „Przy rekordowo niskich stopach procentowych, nie trzeba być geniuszem, by znaleźć publiczne projekty infrastrukturalne mające wyraźnie dodatnie NPV. Pożyczanie w celu sfinansowania takich inwestycji przyspieszyłoby długookresowy wzrost gospodarczy, a nie go spowolniło. Nie mogę, na miłość Boską zrozumieć, dlaczego nie robimy tego więcej”.

Na łamach „Washington Post” wtórował mu Lawrence Summers, były rektor Uniwersytetu Harvarda i do czerwca 2011 r. szef doradców ekonomicznych Obamy: „Byłoby zdumiewającą rzeczą, gdyby nie istniało wiele publicznych projektów inwestycyjnych dających realną stopę zwrotu powyżej zera. (...) Logika sugeruje, że kraje uważane za bezpieczne przystanie, które mogą pożyczać na długi termin bardzo tanio, powinny robić wszystko, by wykorzystać tę możliwość. Jest to pogląd, który powinien być podzielany przez tych, którzy przerażeni są czającym się kryzysem na rynku długu, ponieważ im większa nasza troska o możliwości pożyczania w przyszłości, tym mocniej powinniśmy opowiadać się za pożyczaniem dzisiaj”.

Blinder i Summers wbrew pozorom przy założeniach, które czynią, mają rację. Gdyby dzięki pożyczkom rządowym (nie ma mowy tu o żadnych keynesowskich efektach!) oprocentowanym realnie na zero, przyszły PKB rósł szybciej (realnie, nie nominalnie!), to należałoby zrobić tak, jak oni mówią. Niestety, to, co wydaje im się dziecinną igraszką, wcale nie jest proste — rządowi wcale nie jest łatwo inwestować tak, by uzyskać więcej niż włożyły.

Po pierwsze, trzeba zauważyć, że mowa jest wyłącznie o projektach bez ryzyka. Wiadomo, że można znaleźć inwestycje przynoszące realnie 2 proc. (jak polskie obligacje) czy nawet 6 proc. (jak historycznie w długim terminie amerykański rynek akcji). Niestety, fundamentalna zasada finansów korporacji mówi, że „koszt kapitału zależy od samego projektu inwestycyjnego, a nie od źródła jego finansowania”. Innymi słowy bezpieczna firma farmaceutyczna nie może inwestować w produkcję tabletek, a przynajmniej nie wolno jej tego robić, posługując się kosztem kapitału, którym posługiwała się przy ocenie rentowności projektów związanych z lekami. Jeśli koniecznie chce konkurować z Apple’em, powinna sprawdzić, jakiej stopy zwrotu akcjonariusze oczekują od producenta iPadów, nie farmaceutyków. To, że producent leków może tanio pożyczyć na swoje ekstrawaganckie pomysły, wynika wyłącznie z tego, że banki hojnie dadzą pieniądze, mając na względzie rękojmię, którą stanowi wciąż zyskowna produkcja medykamentów.

Dokładnie tak samo jest z finansami państwa. To, że dzięki zastosowaniu przymusu władza prawie zawsze jest w stanie zebrać od obywateli tyle, ile jest winna swoim wierzycielom, powoduje, że państwa mogą pożyczać taniej niż większość przedsiębiorstw. Nie znaczy to jednak, że mają niższy koszt kapitału. Gdyby rządy na przykład zechciały pożyczać od obywateli pieniądze, w celu ulokowania ich na rynku akcji, to nie przyniosłoby to nic ponad narażenie budżetu na ryzyko inwestycyjne, do czego ani państwa nie są powołane, ani ku czemu nie mają kompetencji. Oczekiwana stopa zwrotu z takiego przedsięwzięcia byłaby w najlepszym razie równa zero.

Rząd powinien zajmować się wyłącznie inwestycjami bez ryzyka lub takimi, których przedsiębiorcy nie są w stanie przeprowadzić, a które dają szansę na przyniesienie społeczeństwu korzyści. W mało rozwiniętych krajach łatwo znaleźć takie przedsięwzięcia choćby w infrastrukturze czy w nauce. Niestety, oczywiste możliwości z czasem się wyczerpują i pozostaje tylko budować setki kilometrów dróg i kolei, które mimo szczerych chęci są warte mniej niż przeznaczone na nie środki.

To prawda, że banki i przedsiębiorstwa, zwłaszcza na Zachodzie, wstrzymują się z inwestycjami. Nie czynią tego jednak bez powodu — w niestabilnej sytuacji, przy czyhających zagrożeniach trudno jest znaleźć sektorowi prywatnemu dobre projekty inwestycyjne, dlatego też taką popularnością cieszą się różnego rodzaju bezpieczne przystanie, pozwalające przetrwać trudne czasy. Niesamowite jest jednak to, że ci sami ludzie, którzy dostrzegają ten stan, uważają jednocześnie, iż tak łatwo jest odkryć znakomite projekty inwestycyjne władzom publicznym. Lepiej, by posłuchali Warrena Buffetta, który powiedział kiedyś „Działać należy wtedy, gdy pojawiają się możliwości. Miałem momenty w życiu, kiedy wprost roło się w mojej głowie od pomysłów, były też czasy długiej posuchy. Gdy w przyszłym tygodniu wpadnie mi do głowy świetny pomysł, zrealizuję go. Jeśli nie, nie zrobię absolutnie nic”.