

## Koronawirus - zapalnik bomby długu?

Autor: **Przemysław Rapka**

- Epidemia jest nie tylko osobnym problemem gospodarczym, ale i początkiem pękania kolejnych baniek.
- Od poprzedniego kryzysu nagromadziło się mnóstwo problemów związanych z lawinowym wzrostem zadłużenia sektora publicznego i prywatnego.
- Gwałtowne działania Rezerwy Federalnej Stanów Zjednoczonych ([Fedu](#)) mają na celu utrzymanie niskiego oprocentowania obligacji i długu hipotecznego.
- Potencjalne konsekwencje dla gospodarki realnej są na tyle poważne, że Fed może znacznie poszerzyć ostatnio ogłoszony program luzowania ilościowego.

Od czasu obrócenia się [krzywej dochodowości](#) świat zastanawiał się, co będzie zapalnikiem bomby kryzysu. Jako faworytów typowano konflikt zbrojny, zaostrenie sytuacji w Hong Kongu czy upadek któregoś z wielkich banków w złej sytuacji. Teraz już wiemy, że tym zapalnikiem jest zaraza. I chociaż obecna pandemia to trudne do przecenienia zagrożenie i problem dla światowej gospodarki — negatywny szok podaży spowodowany zatrzymaniem łańcuchów dostaw — to nie jest to jedyny problem. Problemów gospodarczych od czasów 2008 roku nagromadziło się bardzo dużo i wisiały nad światową gospodarką niczym nieuniknione fatum, które teraz zaczyna stawać się rzeczywistością. Widać to chociażby po sytuacjach na giełdach, które odnotowują znaczne spadki.

Główne problemy, które narastały wraz z czasem i kolejnymi transzami luzowania ilościowego to przede wszystkim [zombifikacja gospodarki](#), wszędobylska bańka (*everything bubble*) i uzależnienie budżetów państw od długów. Ostatnio do tego dochodzą problemy na rynku repo, który wskazuje na problemy z płynnością. Ten ostatni problem zdaje się wskazywać, że kryzys był tuż-tuż. Jednak bank centralny Stanów Zjednoczonych potrzebował pretekstu do podjęcia bardziej drastycznych działań. Nie mógł jednak ich podjąć, jeśli rynek się ich nie spodziewał i nie było żadnej sytuacji wyjątkowej.

Fed zareagował niezwykle gwałtownie, obniżając dwiema decyzjami stopy procentowe do zera i uruchamiając kolejny program QE (*quantitative easing* – [luzowanie ilościowe](#)) Jaki jest jednak tego powód? Czy była to chęć walki z epidemią — wydarzeniem spychającym rynki w dół? Przecież epidemia nie jest kryzysem finansowym, zdarzeniem tłumaczonym przez teorię cykli koniunkturalnych. Standardowe działania banku centralnego, podejmowane w celu walki z kryzysem finansowym, czyli dodruk pieniądza i skup aktywów nie pomoże na zerwane łańcuchy produkcji i spadek aktywności wynikający ze strachu przed rozprzestrzenianiem się choroby. Dlatego też to nie walka z zarazą jest celem radykalnych działań Fedu... Co w takim razie chce osiągnąć Fed? Chce ratować rynki i system finansowy.

### **Odpowiedź Fedu**

W odpowiedzi na wybuch pandemii koronawirusa Fed postanowił na początku marca ponownie obniżyć stopy procentowe. Swoją decyzją jednak zaskoczył rynek, gdyż obniżył stopę o 0,5 punktu procentowego, a tak dużej obniżki nie było od dawna. W niedzielę Fed [postanowił obniżyć stopę procentową do zera i rozpocząć kolejny program QE](#). Dlaczego Fed zdecydował się na takie posunięcie?

Z pewnością jednym z powodów jest próba podtrzymania trendu wzrostowego giełdy, co jest już od dłuższego czasu ważną kwestią dla bankierów centralnych, w tym tych z Fedu. Dodatkowo ta decyzja o zastosowaniu stosunkowo radykalnego środka mogła być podjęta pod wpływem nacisków Donalda Trumpa — rozpoczęcie kryzysu w trakcie trwania obecnej kadencji z pewnością zmniejszy jego szansę na zwycięstwo w tegorocznych wyborach prezydenckich. Inną bardzo prawdopodobną przyczyną jest rynek obligacji. Pęknięcie bańki na rynku obligacji będzie wiązało się z problemami fiskalnymi rządu Stanów Zjednoczonych.

Te niespodziewane i relatywnie duże cięcia stóp procentowych, zwłaszcza to ostatnie, mogą być próbą podążania za rynkiem, który od 2018 roku akceptował coraz niższe oprocentowanie długu publicznego (zob. wykres 1). Z drugiej strony Fed być może obawiał się też problemów na rynku obligacji, przez co postanowił podjąć działania wyprzedzające — chociaż mógł swoim działaniem przestraszyć rynki finansowe. Już od jakiegoś czasu na wykresach widać istne szaleństwo, gdy w krótkim okresie zmieniają się znacznie ceny również bezpiecznych aktywów. Wygląda na to, że tym razem ponowne napędzenie

wzrostów na giełdach będzie bardzo trudne, co widać po tym, że pomimo gwałtownego cięcia stopy procentowej indeksy nie przestały spadać.

Wykres 1: Trend spadkowy oprocentowania długu publicznego USA



Źródło: <https://fred.stlouisfed.org/>

Póki co Fed zdecydował się na uruchomienie programu luzowania ilościowego o wartości 700 miliardów dolarów. Niewykluczone, że jeśli nie uda się powstrzymać wzrostu stóp procentowych, to program zostanie poszerzony.

## Dług publiczny

Z rynkiem obligacji Stanów Zjednoczonych wiąże się kilka problemów: dług publiczny, zadłużenie spółek energetycznych, dług firm i dług hipoteczny.

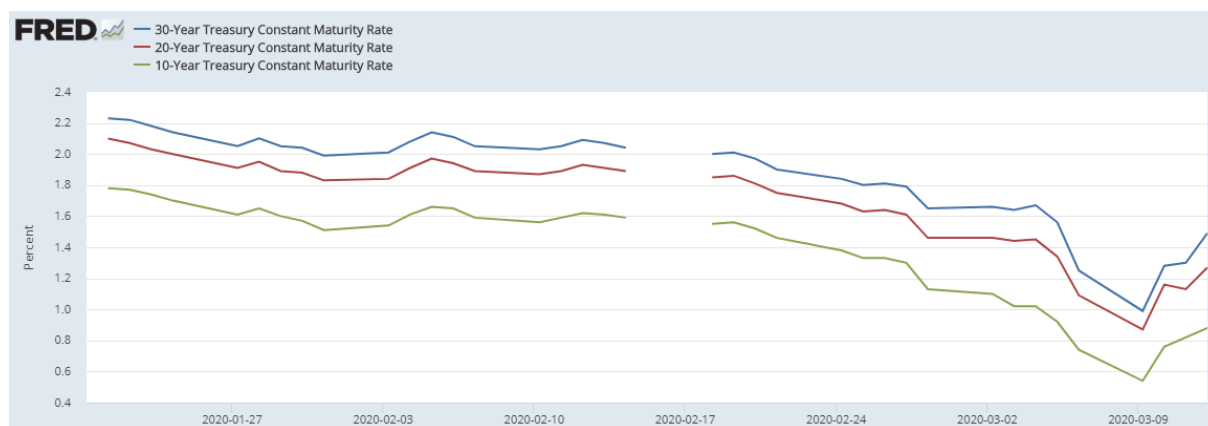
Rynek obligacji jest bardzo ważny dla rządu Stanów Zjednoczonych, gdyż państwo amerykańskie jest obecnie niesamowicie zadłużone ([23,47 bilionów dolarów](#)<sup>1</sup> przy PKB wynoszącym 21,43 bilionów dolarów w 2019 roku) i zadłuża się coraz bardziej. Według prognoz [CBO](#) (Congressional Budget Office) w raporcie ze stycznia tego roku dług publiczny w rękach ludności wzrośnie do 31,4 bilionów dolarów w 2030 roku, co będzie stanowić 98% PKB (a dług ogółem do 36,2 biliona dolarów). Same odsetki netto płacone od długu wzrosną z 376 miliardów dolarów (1,8% PKB) w 2019 roku do 819 miliardów dolarów (2,6% PKB) w 2030 roku, zakładając, że oprocentowanie długu publicznego najpierw spadnie, wynosząc w latach 2021-2022 średnio 2,3%, by następnie wzrastać stopniowo do poziomu 2,8% w 2030 roku.

Obecnie możliwe jest, że oprocentowanie obligacji wzrośnie powyżej poziomu prognozowanego przez CBO — być może znacznie. Jak wspomniałem wcześniej, w 2018 roku oprocentowanie długu publicznego Stanów

<sup>1</sup> W momencie sprawdzania (16.03.2020).

Zjednoczonych zaczęło spadać. Spadek ten przyspieszył w lutym tego roku – prawdopodobnie dlatego, że inwestorzy rzucili się na obligacje amerykańskie, które są uważane za bezpieczną przystań. Szczególnie ostry spadek oprocentowania, jak widać, miał miejsce od 4 do 9 marca, akurat po obniżce stóp procentowych przez Fed. Później jednak oprocentowanie tych obligacji zaczęło gwałtownie rosnąć (wykres 2), co łącznie z innymi problemami na rynkach mogło skłonić Fed do drastycznych cięć i rozpoczęcia kolejnego programu QE. Może to być też powodem skupu obligacji przez Fed w przyszłości.

Wykres 2: Znaczny spadek i odbicie zwrotu z długu publicznego Stanów Zjednoczonych w marcu



Źródło: <https://fred.stlouisfed.org/>

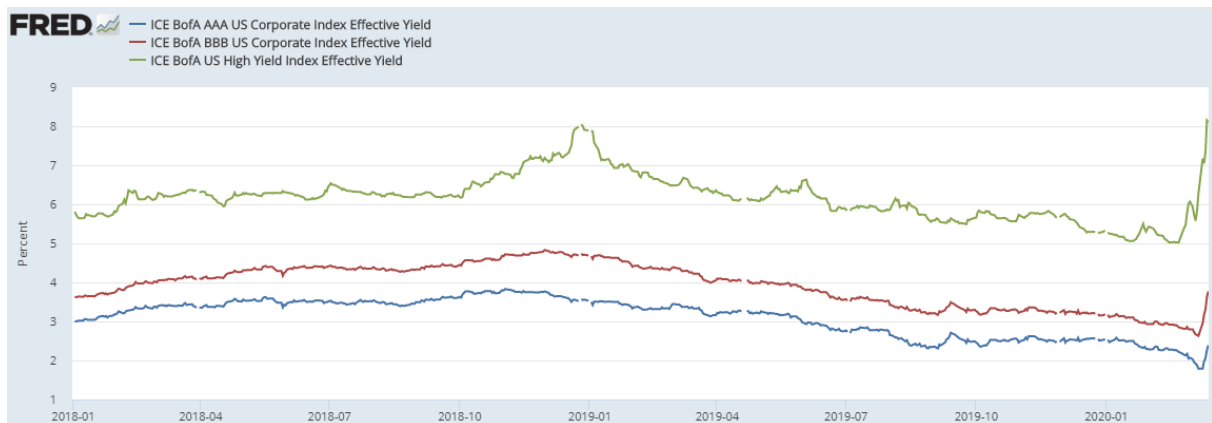
Mamy do czynienia z zagrożeniem wzrostu stóp procentowych na rynku obligacji, przez co trudniej będzie Stanom Zjednoczonym rolować dług – nowy dług zaciągany na spłatę starego będzie wyżej oprocentowany. Wzrosną również odsetki od długu o zmiennym oprocentowaniu, co dodatkowo pogłębi problem długu publicznego.

### **Korporacje i firmy zombie**

Podobny trend jak na rynku obligacji rządowych, można zauważyć na rynku obligacji korporacyjnych, zarówno wyższej, jak i niższej jakości (wykres 3). Inwestorzy od jakiegoś czasu chętnie inwestowali nie tylko w dług wyższej jakości, ale również ten o niższej. Jednak ostatnio zwrot z tych obligacji zaczął gwałtownie rosnąć. Stanowi to zagrożenie dla korporacji, podobnie, jak wzrost stóp zwrotu z obligacji państwowych stanowi problem dla rządu. Również zyski korporacji nie rosą od 2012 roku (wykres 5), ale zadłużenie już tak (wykres 4).

Stanowi to zagrożenie dla ich funkcjonowania, ponieważ z czasem urosnie część zadłużenia, którego firmy nie będą w stanie spłacić.

Wykres 3: Indeksy zwrotu z obligacji wysokiej (linia niebieska), niższej (linia czerwona) i śmiecowej (linia zielona) jakości



Źródło: <https://fred.stlouisfed.org/>

Wykres 4: Zadłużenie firm niefinansowych



Źródło: <https://fred.stlouisfed.org/>

Wykres 5: Zyski firm po opodatkowaniu



Źródło: <https://fred.stlouisfed.org/>

Obecnie świat, w tym i Stany Zjednoczone, zmaga się z plagą firm zombie. Są to firmy, które mają problem spłacić swoje zadłużenie i są podtrzymywane przy życiu przez:

- banki komercyjne, które chcąc uniknąć spadku wartości swoich inwestycji decydują się dotować firmy, które powinny przejść restrukturyzację lub upaść;
- banki centralne, które dostarczają tani pieniądz, który umożliwia tańsze zadłużanie się firmom w kiepskiej sytuacji — także poprzez rynki obligacji.

W 2018 roku 12% firm notowanych na światowych giełdach stanowiły firmy zombie<sup>2</sup>. Z pewnością w Stanach Zjednoczonych ta liczba jest niemała. Ilość firm zombie na świecie pokazuje skalę globalnych problemów gospodarczych spowodowanych polityką taniego pieniądza.

Te firmy zombie stanowią zagmatwany problem, ponieważ z jednej strony wpływają negatywnie na produktywność gospodarki, przyczyniając się do stagnacji i powinny być upaść jakiś czas temu<sup>3</sup>. Z drugiej strony upadek tych firm w Stanach Zjednoczonych oznacza bezrobocie, a jeśli zaczną spadać ceny ich obligacji, to zjawisko to może rozlać się na pozostałe rynki obligacji i przynieść straty inwestorom. Zjawisko podtrzymanie przy życiu firm zombie poprzez utrzymywanie niskich stóp procentowych wiąże się z pewnością z ich aktualnym obniżeniem przez Fed.

### **Problem z ropą i nieruchomościami**

Kolejnymi problemami dla gospodarki Stanów Zjednoczonych — a więc i gospodarki światowej — są długi hipoteczne i ceny ropy.

Wybuch epidemii spowodował spadek aktywności gospodarczej w Chinach, a następnie na całym świecie. Nietrudno się domyślić, że wraz ze spadkiem aktywności gospodarczej spada popyt na surowce energetyczne — nie potrzebujemy zużywać tyle energii co wcześniej, skoro zmniejszamy skalę aktywności gospodarczej. Spadek cen ropy wywołany niższą aktywnością gospodarczą został pogłębiony dodatkowo wojną cenową między Rosją a Arabią Saudyjską (wykres 6). Arabia Saudyjska postanowiła zwiększyć maksymalnie produkcję ropy, ponieważ [Rosja nie chciała się porozumieć z OPEC w sprawie](#)

---

<sup>2</sup> Banerjee Ryan, Hofmann Boris, *The rise of zombie firms: causes and consequences*, BIS Quarterly Review, sierpień 2018, s. 67-78.

<sup>3</sup> McGowan Müge Adalet, Andrews Dan, Millot Valentine, *The Walking Dead? Zombie Firms and Productivity Performance in OECD Countries*, OECD Economic Department Working Papers no. 1372.

[ograniczenia wydobycia ropy](#), co miałyby na celu ograniczenie spadków cen. Na tym ruchu tracą również Stany Zjednoczone.

Wykres 6: cena ropy WTI w dolarach

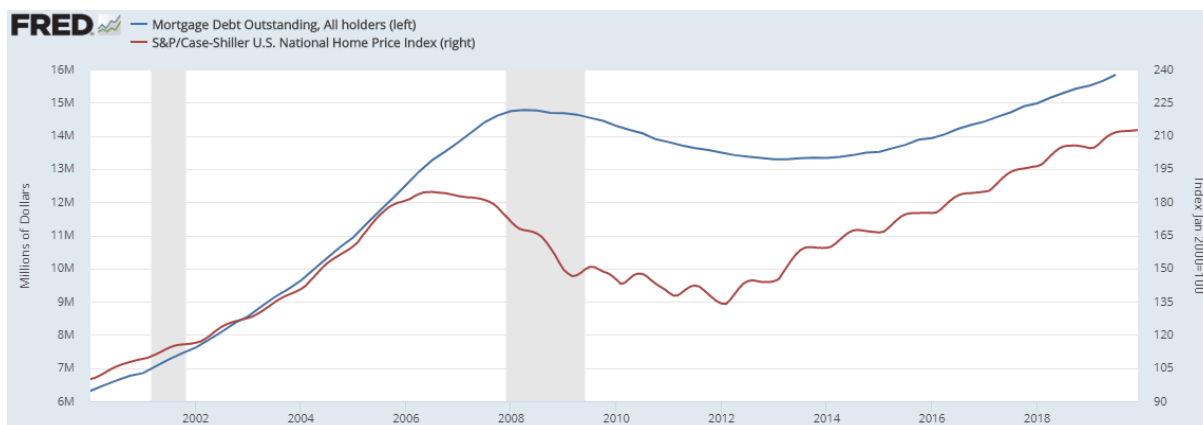


Źródło: bankier.pl

Obecnie ropa z łupków stanowi [63% całkowitego wydobycia](#) w USA. Jednocześnie koszt produkcji jednej baryłki jest wysoki — [cena wydobycia potrafi wynosić od 40 do 90 dolarów](#), w zależności od lokalizacji. Jest to poważny problem dla firm zajmujących się wydobyciem ropy z łupków. Firmy będą ponosić straty, co jest tym bardziej bolesne, ponieważ spółki zajmujące się wydobyciem ropy z łupków [mają wysoki poziom zadłużenia](#). Jest to zagrożenie dla inwestorów (w tym banków), jak i dla pozycji Stanów Zjednoczonych, które są [największym producentem ropy](#), właśnie dzięki wydobyciu z łupków. Oznacza to ogromne dopłaty do wydobycia ropy.

Ponownie może wydarzyć się scenariusz znany z poprzedniego kryzysu, związany z gigantycznym długiem hipotecznym. Po kryzysie z 2008 roku Fed podjął działania mające na celu podtrzymanie cen nieruchomości. Obecnie wielkość długu hipotecznego oraz ceny nieruchomości w Stanach Zjednoczonych są rekordowo wysokie, przewyższając poziomy z początku poprzedniego kryzysu (wykres 7).

Wykres 7: Wielkość zaciągniętego kredytu hipotecznego (niebieska linia) i indeks cen nieruchomości S&P/Case-Shiller (czerwona linia).



Źródło: <https://fred.stlouisfed.org/>

W gospodarce narasta obecnie niepewność i ryzyko. Ludzie boją się wychodzić z domów i ograniczają wydatki, aby zabezpieczyć się na przyszłość. Jest bardzo prawdopodobne, że już niedługo zaczną rosnąć bezrobocie i spadać liczba kupowanych nieruchomości — zarówno nowych, jak i na rynku wtórnym. Bezrobocie skutkuje problemami ze spłatami kredytów zaciągniętych na kupno nieruchomości, a mniejsza liczba chętnych na zakup sprawi, że ceny mieszkań zaczną spadać. Inwestorzy (w tym banki) będą mieli problemy podobne jak te z 2008 roku, lecz na większą skalę — część długu nie zostanie spłacona. Nieruchomości nie będą dobrym zabezpieczeniem, ponieważ ich wartość również spadnie. Tę niewesołą sytuację na rynku nieruchomości dodatkowo potęgują już wcześniej wspomniane problemy z firmami zombie, które upadając powiększają rzeszę bezrobotnych, w ten sposób zwiększając ilość niespłacanych kredytów.

### **Jasełka dopiero się zaczną**

Bank centralny Stanów Zjednoczonych swoje radykalne decyzje o poluzowaniu polityki pieniężnej podjął niedawno i teraz pozostaje nam patrzeć na rozwój sytuacji. Jest to jednak dopiero początek kryzysu, a środki podjęte w walce z epidemią oraz spadek aktywności gospodarczej w bliższym czasie mogą ulec zaostrzeniu<sup>4</sup>. Prawdopodobnie to nie było ostatnie słowo Fedu. Należy spodziewać się dalszego zwiększania wartości programu QE, a także być może wprowadzania dodatkowych niestandardowych narzędzi polityki monetarnej.

<sup>4</sup> Biorąc pod uwagę rosnącą liczbę zarażonych we Francji i Hiszpanii.