

## Skutki kryzysu: recesja czy tylko spowolnienie?

Włodzimierz Wąsowski

Obecny kryzys gospodarczy jest przedmiotem licznych opracowań i wypowiedzi w mediach. Publikacje na ogół są zbieżne jeśli chodzi o ukazanie przyczyn kryzysu. Zgodność opinii kończy się jednak, gdy zaczynają się rozważania o dalszym rozwoju wypadków: czy skutkiem wydarzeń ostatnich lat będzie tylko spowolnienie wzrostu gospodarczego, czy też nastąpi druga fala kryzysu? Na dziś jest to dylemat nie do rozstrzygnięcia. Przeważają jednak głosy wyrażające obawę przed realizacją czarnego scenariusza. Nie przychylając się do żadnej z tych opinii, chciałbym zwrócić uwagę na kilka istotnych aspektów jeśli chodzi o przyczyny i podejmowane działania związane z obecnym stanem kryzysowym w gospodarce światowej.

Wszystkie kryzysy ostatnich lat, pomimo że rozpoczęły się na różnych rynkach, zawsze miały wpływ na globalną gospodarkę. Kryzys azjatycki rozpoczął się od nadmiernego zadłużenia firm, napływu krótkoterminowego kapitału spekulacyjnego, a sam kryzys doprowadził do gwałtownego spadku popytu na surowce.

Kryzys w USA w 2008 r. rozpoczął się od upadku banku Lehman Brothers. Tam wszystko zaczęło się od rynku finansowania nieruchomości – kredytów hipotecznych i związanych z nimi instrumentów finansowych, a kryzys szybko przeniósł się na rynek międzybankowy. Banki przestały pożyczać wolne środki pieniężne, co spowodowało zamrożenie rynku międzybankowego. Nieufność na rynkach finansowych spowodowała przeniesienie się kryzysu do gospodarki realnej, odcinając wielkie korporacje od kredytu, a to było przyczyną spadku obrotów w handlu światowym.

Przyczyny obecnego kryzysu są jednak zupełnie inne.

### Ciężar zadłużenia

Obecny kryzys jest kryzysem związanym z zadłużeniem publicznym, a więc błędną polityką rządów niezdolnych do wprowadzenia oszczędności. Banki mają w swych portfelach obligacje rządowe, które okazują się niespła-

calne. Przy czym wzrost globalnego zadłużenia stał się problemem nie tylko rządów, ale także osób prywatnych. Skala zadłużenia jest taka, że nie da się go spłacić. Skutkiem długu jest niski popyt i spadające ceny aktywów. Przewidywany niski wzrost popytu oznacza mniejszą skłonność do inwestowania i niechęć banków do ponoszenia ryzyka kredytowego.

Detonatorem obecnego kryzysu światowego stał się kryzys grecki, spowodowany nadmiernym zadłużeniem państwa, tak dużym, że krajowi grozi upadłość. Grecja właściwie już zbankrutowała, gdyż ciężar zadłużenia dawno przekroczył masę krytyczną. Do niedawna jednak tylko nieliczni mówili to wprost.

Wkrótce potem okazało się, że problemy z zadłużeniem mają także inne kraje peryferyjne UE, jak Portugalia, Irlandia, Hiszpania, a obecnie również Włochy. To zakłócenie równowagi jest groźne dla wszystkich gospodarek. Zadłużenie w tych krajach budowano latami decyzjami o charakterze politycznym, co doprowadziło do wprowadzenia nadmiernych przywilejów płacowo socjalnych. Poparcie wyborców zdobywano subwencjami, bonusami, zasiłkami, dodatkowymi dniami wolnymi od pracy, a nawet igrzyskami olimpijskimi. W tym miejscu można by przytoczyć wygłoszoną w innych warunkach historycznych wypowiedź Stefana Kisielewskiego: *To nie kryzys, to rezultat.*

Najgorszy scenariusz przewiduje, że dojdzie do recesji<sup>48</sup> tak w USA, jak i w Europie Zachodniej. Natychmiast odbije się to na gospodarkach pozostałych krajów europejskich.

Polityka UE nie rozwiązuje niestety problemu niskiej konkurencyjności gospodarek krajów peryferyjnych. W efekcie globalizacji na rynki wewnętrzne tych krajów weszła zagraniczna konkurencja i zniszczyła tradycyjne gospodarki lokalne. Miejsca pracy, zrównoważony budżet, nadwyżki w handlu zagranicznym tworzone są przede wszystkim dzięki produkcji przemysłowej, a nie usługom. Wspólna waluta ułatwia ten proces. Prężne, innowacyjne, konkurencyjne gospodarki krajów takich jak Niemcy czy Francja, dzięki wspólnej walucie i jednolitemu rynkowi oraz zbudowaniu sprawnych kanałów dystrybucji, szybko uzyskują duże nadwyżki w handlu zagranicznym i marginalizują wytwórczość lokalną.

Głównym beneficjentem globalizacji i wspólnej waluty są Niemcy. Nadwyżki uzyskiwane przez ten kraj muszą być oczywiście gdzieś lokowane – najczęściej w dłużne papiery wartościowe krajów, w których wzrost płać rozszedł się z produktywnością. Zadłużaniu się sprzyja niska stopa procentowa, będąca skutkiem polityki prowadzonej przez EBC. Nie wydaje się, żeby tak głębokie przyczyny kryzysu mogły być zneutralizowane przez doraźne programy przyjmowane przez poszczególne rządy. Konieczny jest cały pakiet rozwiązań.

Doświadczenie wskazuje, że wszelkie tego rodzaju ingerencje w mechanizmy rynkowe są nieskuteczne w długim terminie. W takiej sytuacji banki centralne mogą zdecydować się na dodrukowanie pieniędzy dla zapobieżenia katastrofie gospodarczej – pomimo skutku, jakim

jest wzrost inflacji. Podatek inflacyjny może uratować europejską gospodarkę, ale zapłacą go wszyscy. Wołanie oburzonych w protestach „my nie zapłacimy za wasz kryzys” to wyraz emocji, a nie racjonalnego myślenia, i nie ma w przypadku inflacji znaczenia.

### Na przeczekanie...

Postępujący kryzys, który przenosi się na kolejne rynki finansowe, powoduje spadek zaufania. Tak więc banki, których płynność związana jest z dostępnością pieniądza na rynku pieniężnym, muszą zredukować akcję kredytową. Z kolei spadek dostępności kredytu przy jednocześnie dużym popycie na tenże kredyt ze strony klientów detalicznych i podmiotów – powoduje zagrożenie recesją. Dlatego że wstrzymane zostają inwestycje i rozwój gospodarki, spada poziom zatrudnienia, a więc i konsumpcja. Oddłużanie gospodarstw domowych, firm, i wreszcie rządów, to kolejny czynnik spowolnienia. Kryzys, w istocie swej finansowy, przenosi się więc do gospodarki realnej.

Kryzys finansowy ma daleko idące skutki dla rynków kapitałowych: inwestorzy uciekają z giełd, notowane są znaczne spadki cen akcji. Wyprzedaj jest reakcją na spowolnienie gospodarcze i obawę o nawrót recesji, czyli zapaści gospodarki realnej. Do tego dochodzi obawa o niewypłacalność danego kraju. Wydaje się jednak, że obawy o niewypłacalność Grecji czy Portugalii w obliczu recesji schodzą na dalszy plan.

Deklaracje przywódców UE i szefów rządów nie uspokajają rynków. Na przykład sierpniowy szczyt Merkel-Sarkozy był bez znaczenia dla stabilności rynków finansowych. Przywódcy ci, jak się wydaje, są tylko biernymi świadkami rozgrywających się wydarzeń. Ostatnio jednak uzgodniono plan rekapitalizacji banków, a środki na ten cel będą pochodziły z trzech źródeł: Europejskiego Instrumentu Stabilizacji Finansowej, budżetów cen-

<sup>48</sup> Recesja definiowana jest jako zjawisko makroekonomiczne polegające na znacznym zahamowaniu tempa wzrostu gospodarczego, mogące spowodować spadek produktu krajowego brutto (PKB). Przyjmuje się, że oznacza to spadek PKB przez co najmniej dwa kolejne kwartały.

tralnych i rynków. Skala strat, jakie miałyby ponieść unijne banki na inwestycjach w greckie obligacje, wynosić ma 50%.

W takiej sytuacji jedyną dobrą taktyką dla inwestorów jest czekanie. Liczne przykłady z rynku kapitałowego wskazują, że po silnej przecenie powinien powrócić wzrost, tymczasem jednak następuje kolejna fala wyprzedaży. Polska giełda reaguje z opóźnieniem na trendy światowe. Jak na razie, skutki spowolnienia słabo oddziałują na polską gospodarkę realną. Z uwagi na duży popyt wewnętrzny, rosnącą konsumpcję i nieduży udział eksportu, nie doświadcza ona dotkliwie skutków kryzysu. Dodatkowo gospodarka wspierana jest przez dotacje unijne, a eksport do najważniejszego partnera gospodarczego – Niemiec – nie maleje. Niemcy są na tle innych krajów w relatywnie dobrej sytuacji gospodarczej. Słaba waluta sprzyja eksportowi. Ale tak może być do czasu.

Deficyt finansów publicznych w Polsce jest duży i stanowi zagrożenie a prognozy wzrostu gospodarczego przedstawiane przez polskie władze są redukowane przez Europejski Bank Odbudowy i Rozwoju. Natomiast jeżeli kryzys trwać będzie dłużej, to wobec konieczności ograniczenia deficytów budżetowych, absorpcja środków unijnych przez Polskę może być ograniczona. Na razie strategia biernego obserwatora sytuacji okazała się skuteczna, ale realne działania mające na celu poprawę stanu finansów publicznych są konieczne. Agencje ratingowe grożą Polsce, że jeśli rząd nie zacznie działać, to obniżą perspektywę ratingu. Podają w wątpliwość plan obniżenia deficytu finansów publicznych.

Skrajny pesymizm w ocenie polskiej gospodarki wydaje się nieuzasadniony. Nie możemy mówić o nadmiernym zadłużeniu sektora prywatnego, a sektor finansowy jest stabilny. Ale inwestorzy zagraniczni wcale nie dostrzegają, że jesteśmy jedną z najbardziej stabilnych go-

spodarek Europy<sup>49</sup>. Rentowność obligacji polskich jest prawie dwukrotnie większa niż np. czeskich. Koszty obsługi długu są coraz większe. Deficyt na rachunku obrotów bieżących jest duży i równoważony przez inwestycje portfelowe. Ryzyko kursowe, wynikające z osłabienia kursu złotego, w sytuacji wycofania się z giełdy czy z rynku rządowych papierów dłużnych inwestorów jest więc duże (udział inwestorów zagranicznych w obrocie giełdowym wynosi prawie 50%). Nie jesteśmy więc wcale bezpieczną przystanią.

### Casus Grecji

Detonatorek kryzysu, jak wspomniano, była Grecja. Krytycznym momentem było dla tego kraju przyjęcie programu oszczędnościowego – jako warunku uzyskania pomocy zagranicznej. Alternatywą był chaos i paraliż gospodarczy. Przyjęty przez Grecję program reform przewiduje drastyczne oszczędności. Pakiet zakłada wprowadzenie nowych podatków, cięcia wydatków – w tym zamrożenie pensji urzędników, wydłużenie wieku emerytalnego i szybką prywatyzację.

Skutkiem realizacji tego programu są napięcia społeczne i możliwość recesji. Rządy wielu krajów, nie tylko Grecji, boją się realizowania takich programów, bo naciskając na oszczędności wydatków narażają się wyborcom. Rząd Grecji zdał sobie jednak sprawę, że bez pomocy MFW i UE nigdy nie sfinansuje deficytu. Odrębny problem to prywatyzacja. Przy pospiesznym jej przeprowadzeniu wpływy mogą być niewystarczające, a więc plany prywatyzacji niewykonalne. Jest jednak kolejny problem: w teorii, prywatyzacja służy restrukturyzacji gospodarki, nie ma zaś pomysłu na pobudzenie tejże gospodarki. O ile kryzys ma charakter strukturalny, to pomoc finansowa nie wystarczy, a tak jest w przypadku Grecji. Na-

<sup>49</sup> Tomasz Józwiak, *Na lasce zagranicy*, Forbes nr 2/2011.

wet po planowanej redukcji długu, będzie on nadal tak duży, że nawet przy niskim koszcie obsługi zadłużenia i tak będzie niemożliwy do spłacenia. Grecja nie odzyska więc zdolności do spłacania swoich zobowiązań.

Widać więc, że problem grecki to nie trudności z płynnością, ale niewypłacalność. Brak płynności to tylko widoczny znak niewypłacalności. Stąd rozciągnięcie w czasie pomocy finansowej nie przyniesie rezultatu – nie oddali groźby uznania kraju za niewypłacalny. Tym bardziej, że przeprowadzanie reform w Grecji, ściąganie podatków, idzie z oporami. Walka z szarą sferą, czyli życiem kosztem innych, jest trudna. Pogłębiająca się recesja generuje coraz mniej dochodów fiskalnych. Na dodatek Grecy wycofują depozyty z banków i obawiając się powrotu do waluty krajowej wywożą kapitał z kraju.

Wzrost gospodarczy jest niezbędny nie tylko dla Grecji, ale także dla innych krajów południa Europy – i nie wystarczy tu tylko wzrost wpływów z turystyki. Tym bardziej, że koniecznością jest nie tylko redukcja długu publicznego, ale także rozwiązanie problemu bezrobocia – tak istotny dla polityków w okresie wyborczym. A dla rozwiązania problemu bezrobocia konieczne są inwestycje zewnętrzne. Problem w tym, że w krajach z rozdętą biurokracją, korupcją, strajkami, niewielu chce inwestować.

Państwo generalnie może obniżyć wydatki i podwyższyć podatki by się oddłużyć. Ale w demokratycznym państwie istnieje polityczna i socjalna granica dla takich działań. Poskromienie związków zawodowych w dysfunkcyjnym państwie nie jest możliwe. Deficyt budżetowy finansuje się więc długiem, aż do momentu, gdy inwestorzy przestają być skłonni do pożyczania. Argumentuje się też, że ci którzy skłonni byli pożyczać pieniądze pomimo widocznych słabości i stanu gospodarki greckiej – która m.in. wskutek wysokich kosztów

plac i niskiej wydajności straciła konkurencyjność – powinni ponieść tego konsekwencje.

Bez kontrolowanej redukcji długu, Grecji grozi chaos i bankructwo. Zauważmy, że dla ukrycia faktycznego bankructwa używa się określeń takich jak restrukturyzacja długu, czy rolowanie. Teraz próbuje się przekonać opinię publiczną, że redukcja zadłużenia to najmniejsze zło. Scenariusz negatywnych zdarzeń, jaki może wystąpić, przedstawia się następująco<sup>50</sup>:

1. W bankach posiadających greckie obligacje wystąpi wycofywanie depozytów przez zaniepokojonych klientów. Poszukiwanie nowych kapitałów dla utrzymania rentowności przez te banki nie da rezultatów. W ślad za tym rynki wycofują pieniądze.
2. Wycofywanie depozytów może wywołać objawy paniki i wtedy dla powstrzymania tego procesu może dojść do znacjonalizowania niektórych banków i znalezienia formuły dla zawieszenia wypłat.
3. W bankach posiadających zadłużenie musiałaby nastąpić jego restrukturyzacja w postaci redukcji zadłużenia. Pomoc państwa jest wtedy nieunikniona.
4. Kłopoty banków przeniosłyby się na tych, którzy wyemitowali instrumenty zabezpieczające przed niewypłacalnością. Rozliczenie tych transakcji mogłoby nie wystąpić.
5. Nastąpiłby spadek zaufania w systemie finansowym – jak w przypadku poprzedniego kryzysu – co zamrozi przepływ funduszy. Stopy procentowe wzrosną wobec percepcji ryzyka.
6. Jeżeli Grecji uda się uwolnić od części długu, to nastąpi rozszerzenie się kryzysu na dalsze kraje. Europejski Fundusz Stabilności Finansowej okaże się za mały dla ratowania kolejnych gospodarek w obliczu kryzysu.
7. EBC może być zagrożony niewypłacalnością i może w takim przypadku ratować się drukiem pieniądza.

<sup>50</sup> Por. Marek Wierciszewski, *Grecja otworzy*, Puls Biznesu z 28.06.2011r.

8. Pomoc dla Grecji, jak i jej brak, może oznaczać kryzys polityczny w niektórych krajach, a z pewnością w Niemczech.
9. Nastroje konsumentów w związku z kryzysem ulegną pogorszeniu, co spowoduje większe oszczędności i mniejsze wydatki, a więc recesję. Przedsiębiorcy w obawie o przyszłość ograniczają zatrudnienie, zmniejszają koszty, tną inwestycje.
10. Brak zaufania przenosi się do banków, pojawia się możliwość bankructw banków.
11. Spadek cen akcji obniża możliwości inwestycji we wzrost gospodarczy.
12. Kłopoty gospodarcze mogą wzmocnić tendencje protekcyjnistyczne.

Wyjście ze sfery euro i przeprowadzenie znacznej dewaluacji wydaje się być alternatywą dla niekontrolowanego bankructwa. Restauracja własnej waluty i jej płynny kurs poprawiłby konkurencyjność własnego eksportu i pojawienie się impulsu wzrostu – pod warunkiem, że istnieją wolne zdolności produkcyjne. Własna waluta może być emitowana prawie bez ograniczeń, ceną nadmiernej emisji pieniądza jest inflacja. Trzeba jednak pamiętać, że wyjście Grecji ze strefy euro może uruchomić efekt domina.

Duże kraje Unii praktycznie bezkarnie przekraczają progi deficytu budżetowego, małe zaś fałszują statystyki. Grecja jest przykładem fałszowania gospodarczych statystyk, by sprostać kryteriom unijnym. We współpracy z bankami amerykańskimi sprawiła, że jej dług „wyparował” ze statystyk. Dzięki transakcjom swap, można było skutecznie obniżyć poziom zadłużenia i deficytu budżetowego – pozwalała na to metodologia Eurostatu. Obecnie mówi się w związku z tymi zdarzeniami: są kłamstwa, wielkie kłamstwa i greckie statystyki. Prostem zabiegiem było pożyczanie w walucie, które nie redukuje co prawda zadłużenia wewnętrznego, ale pozwala tak przedstawić zobowiązania, że rating kredytowy idzie w górę i można dalej zaciągać długi. Takim zabiegiem jest też restrykturyzacja długu przez jego rolowanie w

drodze wydłużania okresu zapadalności obligacji.

Wydaje się, że problemy Grecji, niefrasobliwość jej polityków, znane były od dawna. Niemniej przywódcom światowej gospodarki, szefom rządów – zgodnie z doktryną politycznej poprawności – trudno było powiedzieć o tym wprost. Czekano więc aż do momentu, gdy niewygodnych faktów nie dało się dłużej skrywać. Obecnie jednak próby narzucenia dyscypliny finansów publicznych powodują opór społeczny. Nie da się jednak żyć długo na niezłym poziomie zaciągając kolejne pożyczki. Grecy zapewne uchwalą reformy – tak jak życzą sobie tego pozostałe kraje eurolandu, ale kto te reformy wprowadzi w życie?

### Dwuznaczna rola agencji ratingowych

Działalność agencji ratingowych od dawna budziła zastrzeżenia. Kwestionuje się ich monopolistyczną pozycję<sup>51</sup> i brak odpowiedzialności za formułowane opinie, opóźnioną reakcję na zmiany rynkowe. Premier Włoch Silvio Berlusconi stwierdził wręcz, że obecnie decyzje agencji ratingowych są motywowane nie realiami, lecz spekulacjami medialnymi, i są inspirowane politycznie.

Lista spektakularnych pomyłek jest długa. Na przykład Agencja Moody's przed bankructwem Enronu dawała mu dobre oceny, zachęcając pośrednio do zakupu jego akcji. Z kolei bank Lehman Brothers aż do upadku miał ocenę ratingową A.

Wielka trójka agencji ratingowych nie przewidziała także pęknięcia bańki dotcomów, kryzysu w Azji, a nawet problemów z zadłużeniem w strefie euro. Obecnie agencje tłumaczą się matactwami statystycznymi – kreatywną księgowością w przypadku Grecji, ale w przypadku Portugalii, jak się wydaje, oszustwa nie było.

<sup>51</sup> Agencje S&P, Moody's i Fitch opanowały od 85 do 95 % rynku.

Dziś agencje ratingowe trzęsą rządami, które faktycznie ich potęgę zbudowały – wymuszając oceny dla emitowanych instrumentów finansowych. Wielu inwestorów ma obowiązek inwestowania tylko w papiery z najwyższym ratingiem, np. AAA. Duża część emitentów dobrowolnie poddaje się ocenie agencji, by pokazać transparentność inwestycji, zapewnić komfort i bezpieczeństwo inwestorom. Z kolei niekorzystne ratingi spychają kraj w stronę bankructwa. Dlatego rządy w sytuacji obniżania ratingu krytykują działalność agencji. Podważa się ich uczciwość i profesjonalizm. Niewątpliwie są one niezależne od bieżącej polityki, ale kwestionuje się ich niezależność w sytuacji, gdy np. są wynagradzane przez emitentów (problem ten dotyczy też m.in. audytorów). Często jest stwierdzenie, że agencje jako takie mają zdolność do kreowania ryzyka systemowego.

Z kryzysu amerykańskiego 2007/2008 agencje wyszły obronną ręką. Nie wydaje się natomiast, by tak się stało teraz. Amerykańska Komisja Papierów Wartościowych (SEC) zażądała ujawnienia metodologii i procedur postępowania w przypadku pomyłek<sup>52</sup>. Po decyzji o degradacji długu USA cios może im zadać zmontowanie konkurencji – do czego zmierzają państwa europejskie. Jednak bariera wejścia na rynek agencji ratingowych – w postaci uznania uczestników rynku – jest jednak wysoka. Nowa agencja może być podejrzewana o działanie na zamówienie potrzeb politycznych. A zachowanie niezależności agencji jest podstawowym warunkiem ich wiarygodności.

Agencje ratingowe powstały w następstwie autentycznego zapotrzebowania na prawdziwe i klarowne informacje o sytuacji dłużnika. Od oceny zależy cena długu, czyli koszt pokrywany przez dłużnika. Produkt agencji, dzięki przekazywaniu syntetycznej wiedzy w postaci

symboliki literowo-cyfrowej, wpasował się w potrzeby wierzycieli. Nie należy jednak zapominać, że jest to tylko opinia wystawiana na koszt emitenta i powinna być jedną z wielu ocen przy podejmowaniu decyzji o inwestowaniu i akceptacji ryzyka. Jakość oceny ratingowej zależy od stosowanej metodologii, kompetencji i doświadczenia analityków, posiadanych przez nich baz danych, a nawet skali działalności agencji. Jest to opinia o przyszłości, a do oceny przyszłości doskonałych modeli nie ma. Modele są zasilane w zasadniczym stopniu danymi statystycznymi.

Agencje są tylko jednym z uczestników rynku, także omylnym. Na ile jednak ocena może być realna i wiarygodna, gdy za nią płaci dłużnik, dowiódł skandal z obligacjami hipotecznymi. Dziś zmieniły się tendencje – w kierunku zaostrzania ocen. Ostatnio np. agencja Moody's obcięła rating Japonii do poziomu Aa3 czyli takiego jak mają Chiny.

Lament polityków nad agencjami ratingowymi i ich rolą w wywołaniu kryzysu jest nie do końca szczery. Rządy, które same kryzys spowodowały, obarczają chętnie odpowiedzialnością za tę sytuację nerwowe zachowania indywidualnych uczestników rynku oraz kryjące się za tymi zachowaniami motywacje. Tymczasem naganne zachowania uczestników rynku są skutkami kryzysu, a nie jego przyczyną. Uczestnicy rynków reagują dziś nerwowo, gdyż nie ufają oficjalnie publikowanym danym i wskaźnikom. Nie wierzą także politykom zapewniającym, że poradzą sobie z kryzysem, gdy tymczasem na horyzoncie widać już bankructwa – nie tylko podmiotów gospodarczych, ale i państw.

## Obniżenie ratingu USA

Bezprecedensowe obniżenie ratingu dla Stanów Zjednoczonych stało się w sierpniu faktem i wzbudziło ogromne kontrowersje – ze względu na obawy o reakcję rynków. Waga tej

<sup>52</sup> Agencja S&P pomyliła się o kwotę 2 bln USD w kalkulacjach, co budzi wątpliwości oco do jej wiarygodności.

informacji jest zupełnie inna niż np. obniżenie ratingu Włoch czy Hiszpanii. Istnieje jednak obawa, że francuski budżet może nie wytrzymać kosztów ratowania banków – wobec słabnącego tempa wzrostu gospodarczego – a to już jest problem.

Bankructwo USA oznaczałoby globalną recesję. Ta ocena ma jednak, jak się wydaje, raczej skutki prestiżowe. Notowane od pewnego czasu spadki indeksów giełdowych wynikają raczej z obawy o recesję, a nie z niepokoju o wysokość długu publicznego. Zresztą paniki giełdowe niekoniecznie przekładają się na realne problemy w gospodarce.

Poważniejsze konsekwencje ma spór polityczny pomiędzy republikanami – uważającymi, że należy ciąć wydatki – a demokratami, przekonanymi, że należy stymulować gospodarkę ogromnymi nakładami, nie przejmując się przy tym długiem, gdyż inaczej konsekwencją może być recesja. Argumentem przemawiającym za poglądem tych drugich są dane o niskiej dynamice wzrostu gospodarki USA. Porozumienie o podniesienie limitu dopuszczalnego zadłużenia Stanów Zjednoczonych zostało jednak osiągnięte. Limit zadłużenia został podniesiony, przy jednoczesnym wprowadzeniu programu cięć w wydatkach. Kolejny jednak wzrost poziomu dopuszczalnego zadłużenia uzależniony został od dokonania dalszych oszczędności. Jest on jednak niezbędny, gdyż może brakować środków m.in. na wykup obligacji.

Teoretycznie spadek oceny ratingowej powinien prowadzić do wzrostu oprocentowania długu – wskutek większego ryzyka kredytowego. Stany Zjednoczone należą jednak do wiarygodnych dłużników, a ich rynek papierów dłużnych jest najbardziej płynny na świecie. Zresztą środków ze sprzedaży obligacji rządu USA nie byłoby gdzie ulokować, a alternatywnego wyjścia nie ma. Chiny, największy wierzyciel Stanów Zjednoczonych, ograniczając zakup tych papierów spowodowałyby spadek ich

ceny i obniżenie własnych rezerw walutowych. O niewypłacalności możemy zresztą mówić wtedy, gdy oprocentowanie obligacji zbliża się do poziomu uniemożliwiającego bieżącą obsługę odsetek, a do tego jest daleko.

Konsekwencją obniżenia ratingu powinno być zwiększenie stopy procentowej i spadek kursu waluty. Tymczasem sytuacja jest odwrotna – rynek wcale nie zareagował spadkiem zaufania do dolara jako waluty rezerwowej. Także ceny CDS-ów – jako zabezpieczenia od bankructwa USA – wcale nie zwyżkowały<sup>53</sup>. W podobnej sytuacji jest Japonia, która także straciła najwyższy rating – jest wprawdzie mocno zadłużona, ale nadal pożyczka tania. Jen nadal uznawany jest więc za dobrą lokatę. Należy też dodać, że Stany Zjednoczone zamierzają utrzymywać niską stopę procentową, by chronić gospodarkę przed stagnacją. Na razie Fed pojął decyzję o nie uruchomieniu kolejnego programu stymulacji monetarnej tzw. QE3. Poprzednie programy, pomimo wydatkowania astronomicznych kwot, niewiele dały.

Sytuacja jest jednak dynamiczna. Być może jest tak, jak powiedział prezydent USA Barack Obama: *Nieważne, co mówi jakaś tam agencja. Zawsze byliśmy i będziemy krajem o ratingu AAA.* Ale inni tak nie uważają, skoro unijny komisarz ds. rynku wewnętrznego Michel Barnier proponuje, by – w razie konieczności – zabronić agencjom ratingowym publikowania ocen wiarygodności kredytowej pogrążonych w kryzysie krajów UE.

## Działania antykryzysowe

Jak się wydaje, niezawodnych metod rozwiązania problemów powodowanych kryzysem nie ma. Bodźce monetarne i fiskalne, generowane przez doraźne programy antykryzysowe, szybko tracą skuteczność. Brak jest też jednoznaczności co do form pomocy dla krajów za-

<sup>53</sup> CDS (Credit Default Swap) – instrument pochodny służący przenoszeniu ryzyka kredytowego.

grożonych bankructwem. Część krajów UE chce aby EBC skupował obligacje krajów zagrożonych, inne tego nie chcą. Kiedy jednak kryzys się rozleje, ci ostatni mogą zmienić zdanie.

Poza tym nie można wprowadzić euroobligacji w sytuacji, gdy w UE nie ma wspólnej polityki finansowej. Wprowadzając euroobligacje państwa dające im gwarancje stałyby się odpowiedzialne za sytuację finansów publicznych tych państw, które mają obecnie kłopoty. Można przypuszczać, że mechanizm rynkowy ograniczający nieodpowiedzialne działania polityków tych państw okazałby się, do pewnego stopnia, skuteczny i procesy nadmiernego zadłużania zostałyby ograniczone.

Trwa spekulacja na obligacjach krajów strefy euro zagrożonych wypłacalnością. Dzięki obawom o wypłacalność tych państw, rynki mogą wymusić wyższe odsetki – za ryzyko inwestowania w ich papiery. Skupowanie przez EBC na rynku wtórnym obligacji najbardziej zadłużonych krajów – Włoch i Hiszpanii – jak na razie nie przynosi znaczących efektów, ale oprocentowanie tych papierów spada. EBC nie dysponuje jednak workiem bez dna, a spodziewanego skupowania obligacji za emitowany pieniądź (efekt pracy maszyn drukarskich) na razie nie ma, gdyż skup odbywa się z funduszu ratunkowego utworzonego przez kraje strefy euro. Skupując obligacje rządowe, EBC finansuje w zasadzie zadłużenie budżetowe, a dla stymulowania gospodarki ma to ograniczone znaczenie.

Skutkiem rozprzestrzeniającej się recesji (spowolnienia?) jest uruchamianie wsparcia dla systemu finansowego – np. banki dotknięte kryzysem greckim otrzymują pomoc. Przeprowadzane testy w bankach mają pokazać ile dodatkowego kapitału będzie im potrzebne w przypadku konieczności dokonywania odpisów długów państw peryferyjnych. Jednocześnie uruchamia się procesy mające na celu pobudzenie gospodarcze, zwiększenie płynności,

wzbudzenie zaufania. W tym celu wzywa się do ścisłej współpracy organów rządowych, nadzorczych i instytucji systemu finansowego.

Rządy i eksperci za kluczowy czynnik antykryzysowy uznają obecnie ograniczenie długu publicznego. Kraje o niskim zadłużeniu ocenia się obecnie lepiej. Na uwagę zasługuje fakt, że kraje nie mające ustawowych ograniczeń wysokości długu publicznego (m.in. Francja, Hiszpania, Włochy, Węgry) zamierzają takie ograniczenie wprowadzić. Przypomnijmy, że w polskiej konstytucji wpisano, że dług publiczny nie może przekraczać 60% PKB, a gdy przekroczy ten próg rząd musi podjąć obowiązkowo drastyczne działania. W niemieckiej konstytucji zaś wpisano zasadę konieczności całkowitego zrównoważenia finansów publicznych (w ciągu pięciu lat).

W okresie przedwyborczym plany naprawy finansów publicznych nie mogą być zbyt ambitne. Polityka fiskalna ukierunkowana na obniżenie wysokości długu publicznego powoduje, że scenariusz wzrostu gospodarczego jest mniej optymistyczny. To z kolei przekłada się na niższe zyski przedsiębiorstw i niższą wycenę akcji. W ostatnich latach rządy unikały recesji dzięki umiejętnie prowadzonej polityce fiskalnej. Obecnie dominuje pogląd, że klasyczna teza Keynesa: jeżeli bank centralny „dosypie” pieniądza to gospodarka ruszy, wcale nie musi się sprawdzać. Głosy tych, którzy uważają (na przykładzie Japonii w latach 90.), że redukcja długu publicznego grozi ograniczeniem tempa wzrostu gospodarczego – nie brzmią przekonująco. W przypadku gdy rząd metodami fiskalnymi angażuje się w stymulowanie gospodarki, oznacza to dla obywateli, że nastąpi podwyżka podatków i zmniejszenie wydatków – sami więc ograniczają swój popyt.

Katastroficzne wizje rozwoju sytuacji w Europie są przesadzone. Ale już dzisiaj wiadomo, że bankructwa Grecji nie da się uniknąć. Dalsza zaś emisja pieniądza, to nasilenie presji inflacyjnej – bez gwarancji przywrócenia



gospodarki na tory szybkiego wzrostu. Faktem jest brak skutecznych instrumentów, by zaplanować nad kryzysem, a jedyną postawą jest oczekiwanie „aż się to wszystko przewali”. Same słowa: koordynacja, integracja, skoordynowane działania, zarządzanie kryzysem – na pewno kryzysu nie zażegnają.

### **W poszukiwaniu bezpieczeństwa**

Niepewność co do skali postępującego kryzysu skłania inwestorów do wychodzenia z ryzykownych inwestycji i szukania bezpiecznych przystani. To zaś winduje ceny aktywów uznanych za bezpieczne do rekordowych poziomów. Przykładem ucieczka do złota – jako najbezpieczniej lokaty na niestabilnym rynku finansowym. Złoto historycznie zawsze było bowiem uznawane za najpewniejszą inwestycję.

Drugą bezpieczną przystanią stał się frank szwajcarski. Szwajcaria uznawana jest za oazę stabilności, kraj nie ma problemów ze zbilansowaniem budżetu, posiada nadwyżkę w bilansie płatniczym i stabilny system bankowy. Kapitał płynie więc do Szwajcarii szerokim strumieniem. Ucieczka inwestorów do franka inwestorów winduje jednak jego kurs, co godzi w opłacalność eksportu szwajcarskich firm, a jednocześnie zagraża m.in. spłacalności kredytów zaciągniętych w tej walucie przez polskich kredytobiorców. Jeżeli jednak amerykańska Rezerwa Federalna wesprze słabnącą gospodarkę USA poprzez skupowanie aktywów za wykreowane pieniądze, to kurs franka spadnie, złoto stanie się, a spadki indeksów giełdowych zostaną powstrzymane. Działania na rzecz osłabienia franka podejmuje też Narodowy Bank Szwajcarii – w trosce o konkurencyjność szwajcarskiej gospodarki.

Na narastanie kryzysu mogą wpływać również zachowania stadne inwestorów, ich skłonność do ulegania panice. W warunkach niestabilności na rynkach finansowych posia-

dacze papierów bardziej martwią się bowiem o zwrot kapitału, niż o odsetki czy dywidendy. Transgraniczny charakter rynków finansowych powoduje, że nawet inwestorzy z krajów o niewielkim udziale w obrotach mogą doprowadzić do załamania koniunktury.

UE opracowała nowe zasady korzystania z unijnych funduszy dla inwestycji mających pobudzić wzrost gospodarczy w krajach, które realizują naprawcze programy gospodarcze (Grecja, Portugalia, Irlandia, Rumunia, Łotwa, Węgry). Pomoc tę określa się wręcz jako nowy plan Marshalla. Jest to jednak określenie na wyrost, gdyż żadnych nowych funduszy nie wygenerowano. Na razie Parlament Europejski przegłosował tzw. sześciopak – pakiet sześciu aktów prawnych reformujących zarządzanie gospodarcze w UE – jako broń przeciwko przyszłemu kryzysowi gospodarczemu. Narzuca on finansowe rygory krajom, które należą do sfery euro, i przewiduje sankcje za nie stosowanie przepisów.

Dotychczasowe propozycje zmian idą też w kierunku stworzenia swego rodzaju rządu gospodarczego dla krajów strefy euro, którego utworzenie oznaczałoby powstanie mechanizmu ścisłego nadzoru nad gospodarkami poszczególnych krajów. Działania tego rządu polegałyby bowiem bardziej na monitoringu i koordynacji gospodarczej – zmierzającej m.in. do utworzenia unii fiskalnej – niż na działaniach sensu stricto politycznych. Jednakże kontrola polityki budżetowej wymaga decyzji politycznych, a akceptacji dla takich działań politycy jak na razie nie otrzymali od swoich wyborców. Wiodąca rola w tym rządzie przypadłaby Niemcom – największej gospodarce Europy, która najbardziej zyskała na wprowadzeniu euro. Niskie bezrobocie, dobrobyt obywateli, przywileje socjalne – a więc czynniki polityczne – nie byłyby możliwe bez czynnika ekonomicznego czyli ekspansji gospodarczej.

## Symptomy końca kryzysu

Symptomami końca kryzysu mogą być m.in. takie fakty, jak powrót najbardziej rozwiniętych państw świata na ścieżkę wzrostu PKB, oddalenie widma bankructw w systemie bankowym, zatrzymanie spadku cen nieruchomości, spadek bezrobocia, wzrost konsumpcji, spadek wolnych mocy produkcyjnych. Ale takie oznaki na razie nie występują. Malejącej skłonności konsumentów do wydawania pieniędzy towarzyszy obawa o zatrudnienie czy wstrzymanie podwyżek płac.

Faktem jest ogromny nadal dług publiczny i brak pomysłu na jego redukcję. A przecież trwały wzrost gospodarczy nie jest możliwy bez rozwiązania problemu zadłużenia. Ci, co gotowi są pożyczyć, z powodu wysokiego ryzyka żądają coraz większych premii. Dodatkowo, z powodu rosnących wymogów kapitałowych, będących skutkiem wyższego ryzyka, kredyty są coraz droższe. Pogarsza się jakość aktywów w portfelach banków, które starają się przekazać złe aktywa państwu albo instytucjom międzynarodowym. Wzajemne powiązania banków powodują, że problem jednego banku staje się z czasem problemem innych banków. Straty banków na posiadanych przez nie obligacjach rządowych zagrażają każdemu z akcjonariuszy i deponentów. Dokapitalizowanie banków może okazać się niedostateczne. Faktycznie dokapitalizowanie banków ze środków budżetowych to spłata długu kolejnym długiem. Z trudem budowana konstrukcja europejskiej integracji chwieje się, a rozpad strefy euro byłby kosztowny i szkodliwy dla wszystkich. Nie wydaje się jednak, by taki scenariusz był obecnie możliwy, ale nadal trwają rozważania na ten temat.

Nieunikniona jest dyskusja nad istotą roli rynków finansowych. Banki i inne instytucje finansowe dawno już przestały być tylko i wyłącznie pośrednikiem finansowym, usługodawcą gospodarki realnej. Dostarczanie kapi-

tału dla tej sfery gospodarki przestało być **głównym** zadaniem tych instytucji. Poprzez zasilanie pieniędzmi, rynek kapitałowy rządzi gospodarką, a nie sytuacją podmiotów gospodarczych notowanych na tym rynku. System finansowy potrafi też wykreować wirtualny kapitał dzięki instrumentom pochodnym. W efekcie sektor finansowy nie jest już sługą, ale dominującym graczem w gospodarce i ma wiodący udział w kształtowaniu koniunktury finansowej. To on decyduje o miejscu inwestycji i ich skali, a więc o poziomie bezrobocia, konsumpcji – czyli dobrobycie.

*Politycy nie mogą i nie będą spełniać oczekiwań rynków. Rynki chcą wymusić pewne rzeczy. Nie będziemy tak postępować. Politycy muszą natomiast zapewnić, że są nieugięci* – stwierdziła Angela Merkel. Jednak to nie rynki finansowe spowodowały obecne problemy z zadłużeniem państw, ale politycy – przez swoją niefrasobliwość. Pokusa jednak by obwinąć wyłącznie rynki finansowe za recesję może okazać się bardzo silna. Rynki finansowe odgrywają ważną rolę w dystrybucji bogactwa i zwiększają rozwarstwienie społeczne. Społeczny spokój w rozwiniętym świecie był przez dekady gwarantem stabilnej sytuacji ekonomicznej Europy i USA. Gdy go zabraknie, kryzys na rynkach finansowych jest pewny<sup>54</sup>.

Podważa się klasyczne założenie ekonomii o wyjaśnianiu zjawisk na rynkach działaniami człowieka (podejmującego decyzje), który dąży do osiągnięcia maksymalnego efektu przy minimalnym nakładzie, postępującego racjonalnie. Z takiego założenia wynika, że gdy zwiększa się popyt, to rośnie cena, wzrastają inwestycje, a gdy spadają obciążenia fiskalne wzrasta poziom konsumpcji, i wreszcie gdy wzrasta bezrobocie – to spada konsumpcja i poziom inflacji. Może i nie do końca człowiek jest racjonalny. Faktem jest natomiast, że te nurty ekonomii nabierają znaczenia w okresach kry-

<sup>54</sup> Hubert Salik, *Pieniądz destabilizuje świat*, „Rzeczpospolita” z 2.09.2011.

zysów, gdy nie wszystkie zachowania da się racjonalnie wyjaśnić.

Kryzys amerykański z lat 2007/2008 okazał się korzystny dla systemu finansowego. Zmienność cen akcji, surowców, walut i innych instrumentów finansowych pozwolił na taką spekulację, że banki szybko spłaciły uzyskane od państwa pożyczki. Upadek zaś znaczących banków to jednocześnie okazja do zwiększania prowizji oraz wynagrodzeń za doradztwo dla pozostałych. Znamienne, że banki które spowodowały kryzys, zostały zasilone przez Fed niskoprocentowanymi pożyczkami na koszt podatników. Należy też zauważyć, że fundusze typu hedge niczego nie zabezpieczają, szukają tylko okazji do spadku cen, by zarabiać na krótkiej sprzedaży, pogłębiając jeszcze zamieszanie. Z tych względów kilka krajów wprowadziło już zakaz krótkiej sprzedaży – najbardziej spekulacyjnego instrumentu finansowego, który powoduje pogłębianie się spadków indeksów giełdowych.

Zgodnie z teorią cyklu koniunkturalnego, koniec jednego kryzysu to początek następnego cyklu, czyli gospodarka światowa rozwija się od kryzysu do kryzysu. Następnym kryzysem może być kryzys walutowy. Zmniejszenie się atrakcyjności dolara wobec jena i euro jako lokaty może spowodować znaczne osłabienie amerykańskiej waluty. Wtedy inne kraje też będą starały się osłabić swoje waluty, by nie dopuścić do załamania eksportu.

Kursy walut nie są stabilne, gdyż jedne kraje odnotowują chroniczny deficyt handlowy, a inne utrzymują nadwyżki. Stany Zjednoczone, finansując nadmiernie wysoki poziom życia swoich obywateli, sprzedają obligacje rządowe, zaś takie kraje jak Chiny gromadzą gigantyczne nadwyżki walutowe, co sprzyja powstawaniu baniek spekulacyjnych. Stany Zjednoczone, jak na razie, nie potrafią rozruszać swojej gospodarki, a Chiny obawiają się wzmocnienia swojej waluty, gdyż wyhamuje to wzrost gospodarczy. Utrata miejsc pracy za sprawą taniego chiń-

skiego importu to fakt, ale obawa przed środkami odwetowymi Chin jest bardzo realna. Na razie Senat Stanów Zjednoczonych przyjął ustawę zezwalającą na uznanie *zasadniczo zaniżonego kursu walutowego za formę subsydiów co upoważnia do stosowania ceł wyrównawczych*<sup>55</sup>. Praktyczne skutki tej ustawy są przed nami. Wojny walutowej trudno będzie uniknąć. Na razie jednak, w obliczu rozlewającego się kryzysu, nie ma czasu na takie spory.

Gdy spada zaufanie do waluty i mocno zadłużonego państwa, coraz bardziej realna staje się perspektywa recesji i stagnacji. Kraje mogą wtedy sięgnąć do narzędzi protekcjonizmu – w pierwszym rzędzie osłabiając własną walutę. Nie licząc się z tym, że inni nie zaakceptują na dłuższą metę zakłóceń w swoich gospodarkach: spadku eksportu, wzrostu bezrobocia itp. Wyścig w osłabianiu walut nie może trwać wiecznie, rządy sięgają więc po inne narzędzia, jak cła, limity importowe itp.

Pomimo oficjalnych deklaracji, że nikt nie chce wojny walutowej, potężnie zadłużone Stany Zjednoczone wypuszczają na rynek biliony dolarów, co powoduje osłabienie kursu dolara, a wzrost inflacji pozwala zmniejszyć zadłużenie. O ile polityka osłabiania dolara będzie kontynuowana, to Europa odczuje to w postaci recesji – o ile nie zdecyduje się osłabić euro emisją „pustych” euro.

## Upiększanie danych

Państwa znajdujące się na progu załamania finansowego zawsze starają się poprawić statystyki, by ukryć swoje problemy. Tak było m.in. z Grecją (patrz wyżej). Warren Buffett skomentował to tak: *dopiero odpływ pokazuje kto pływał nago w morzu*. Dłużnicy i wierzyciele (państwa) usiłują jednak podtrzymywać nadzieje, że kłopoty są przejściowe i w przyszłości znikną, by zapobiec panice.

<sup>55</sup> „The Economist”, Londyn 15-21.10.2011. cyt. za „Rzeczpospolita” z 17.10.2011.

Skutkiem kryzysu jest pogorszenie sytuacji finansowej spółek, powodujące problemy płatnicze. Kiedy tempo wzrostu maleje, rośnie presja by je podtrzymać, nawet używając sposobów, które są nieetyczne. Kryzys gospodarczy zwiększa więc zagrożenie wszelkiego rodzaju nadużyciami gospodarczymi. Rośnie prawdopodobieństwo korupcji podczas przetargów i realizacji zamówień publicznych, bo firmy usiłują wszelkimi sposobami podtrzymać zyski, strumienie dostaw i środków pieniężnych. Presji ulegają zwłaszcza menedżerowie, którzy sami mają dużo do stracenia.

Podczas kryzysu wzrasta przede wszystkim poziom należności przeterminowanych. Rośnie wówczas prawdopodobieństwo, że takie należności nie zostaną nigdy odzyskane, gdyż kontrahenci zostaną postawieni w stan upadłości, a dłużnicy nie będą posiadali majątku wystarczającego na spłatę należności. To oczywiście powinno być uwidocznione w księgach i sprawozdawczości spółek. Powinny wówczas być utworzone odpisy aktualizacyjne na należności. Metody tworzenia odpisów opierają się na kryterium prawdopodobieństwa spłaty. Odpisy aktualizacyjne w sprawozdaniu finansowym korygują wartość należności i jednocześnie zmniejszają wynik, gdyż są ujmowane w pozycji „pozostałe koszty operacyjne” lub „koszty finansowe”. Trudności płatnicze kontrahentów powodują powstanie zwiększonych kosztów egzekucji (pozycja „Pozostałe koszty operacyjne”). Brak w sprawozdaniach okresowych czy rocznych opisanych zjawisk może budzić wątpliwości co do rzetelnego obrazu spółki.

W sytuacji trwającego kryzysu finansowego i jego wygasania, jednostka narażona jest także na zwiększone ryzyko nadużyć, w tym dokonanych przez klientów mających własne kłopoty płatnicze. Przed kryzysem jednostka mogła też być np. beneficjentem gwarancji i poręczeń lub udzieliła takich gwarancji innej jednostce. Tak w jednym, jak i w drugim przypadku może się zdarzyć, że kredyty lub inne

zobowiązania nie zostaną spłacone, a gwarancje czy poręczenia też nie będą mogły być zrealizowane z uwagi na trudną sytuację jednostki. Należy też podkreślić, że odzwierciedlenie kryzysu w prezentacji danych to przede wszystkim ostrożna wycena aktywów.

W okresie recesji kierownictwo podmiotu gospodarczego może ukrywać trudności lub prezentować dane z większym optymizmem niż zasługuje na to sytuacja spółki. Powstają nawet specjalne „strategie komunikowania się z inwestorem w okresie kryzysu”. Dziś dzieje się tak z bankami, które robią to by wykazać, że ich kondycja finansowa jest lepsza niż faktyczna. Banki np. ukrywają straty na greckich obligacjach. Dokapitalizowanie tych banków przedstawia się jako konieczność. Tymczasem niektórzy ekonomiści, jak noblista Myron Scholes, twierdzą że pompowanie pieniędzy w system finansowy nie ma sensu. Nie ma bowiem kryzysu płynności, a jest tylko kryzys wycen.

Deklaracja zarządu w sprawozdaniu finansowym o kontynuacji działalności może być w obliczu recesji niewiarygodna. Powodem jest oczywiście obawa, że prezentowanie trudności może negatywnie wpłynąć na bieżącą i przyszłą sytuację finansową jednostki. Taka postawa jest jednak groźna, szczególnie w przypadkach, gdy chodzi o kontynuację działania jednostki, a także gdy może wpłynąć na decyzje inwestorów przed debiutem giełdowym spółki, czy też ocenę zdolności kredytowej podmiotu. Mniejsze znaczenie ma np. przy formułowaniu oceny pracy zarządu.

*Autor jest biegłym rewidentem, publicystą, autorem książki „Kreatywna rachunkowość”.*

[wlodzimierz.wasowski@pkin.pl](mailto:wlodzimierz.wasowski@pkin.pl)