

Dewiza muszkieterów receptą na kryzys

Rosnące zadłużenie Włochy i Hiszpanii, spowodowało znaczący wzrost wyceny ryzyka związanego z ich kredytowaniem. Wzrost kosztów finansowania długu tych państw przybliżył widmo niewypłacalności. Wśród mechanizmów, które mogłyby zapobiec temu zjawisku lansowana jest idea wprowadzenia euroobligacji.

Arkadiusz Radwan
Hans-Bernd Schäfer

Koncepcja euroobligacji sprowadza się do stworzenia mechanizmu, w którym za zobowiązania zaciągane przez poszczególne państwa członkowskie strefy euro odpowiedzialiby wszyscy członkowie Eurolandu. Jakie byłyby konsekwencje wprowadzenia euroobligacji? W założeniu, dzięki euroobligacjom, niebezpieczeństwo niewypłacalności Grecji, Irlandii, Portugalii oraz Włoch uległoby radykalnemu ograniczeniu, co przełożyłoby się na tańsze finansowanie ich długu. Dlatego właśnie euroobligacje mają tylu zwolenników, którzy w tej koncepcji upatrują remedium na obecny kryzys zadłużenia w strefie euro.

Agregat subwencyjny

Zdaniem entuzjastów tego rozwiązania ujednoczenie rządowych papierów dłużnych krajów strefy euro pozwoliłoby także na zwiększenie ich płynności, co dodatkowo mogłoby obniżyć koszt kredytu.

Jednocześnie należy oczekiwać, że tego rodzaju „uśrednienie” doprowadziłoby do wzrostu odsetek od obligacji dla tych krajów, których finanse publiczne są najzdrowsze, i które dziś płacą za swoje papiery najniższe odsetki. Przykładowo tylko jednoprocenowy wzrost odsetek od niemieckich obligacji spowodowałby koszt w wysokości dodatkowych 20 miliardów euro rocznie. Ta kwota nie pogrążyłaby wprawdzie finansów publicznych Niemiec, stanowi ona jednak ponad siedmiokrotność łącznego funduszu stypendialnego Niemiec dla młodzieży akademickiej w 2010 r. Wspomniana kwota wystarczyłaby także na modernizację wszystkich niemieckich uniwersytetów. Należy dodać,

że jest to dość powściągliwe oszacowanie – nie można również wykluczyć dwukrotnie bądź trzykrotnie wyższej sumy. Zgodnie z prognozami niemieckiego instytutu badawczego IFO, Niemcy musieliby rocznie wyłożyć dodatkowo od 33 do 45 mld euro na finansowanie własnego długu, gdyby ich rząd gwarantował również zadłużenie innych krajów.

Nie można nadto tracić z oczu efektów pośrednich, takich jak wpływ wzrostu odsetek od obligacji rządowych na podrożenie kredytów inwestycyjnych i konsumpcyjnych, oferowanych dla firm i ludności. W przypadku państw o relatywnie zdrowych finansach publicznych, euroobligacje byłyby zatem swoistą karą nałożoną na rządy oraz kredytobiorców prywatnych (a pośrednio także na podatników oraz odbiorców świadczeń socjalnych, zwłaszcza emerytów) za trzymanie własnego długu publicznego w ryzach.

Powtórka z subprime?

Przy przekształceniu wszystkich długów państwowych strefy euro w euroobligacje, ryzyko państw gwarantujących wypłacalność systemu ulega zwielokrotnieniu, przy czym trudno jest oszacować jej prawdopodobieństwo. Być może dlatego w dyskusji na temat euroobligacji niektóre agencje ratingowe sugerują, że taka hybryda otrzymałaby ocenę wiarygodności bliższą ratingowi najslabszego ogniwa, a nie średniej ocen partycypujących w systemie państw. Pojawiają się nawet skrajne opinie, jak na przykład wygłoszona przez Moritza Kraemera z Standard & Poor's, według której, euroobligacja dostałaby rating CC – obecny rating Grecji.

Również argument oparty na poprawie płynności bywa kontestowany przez niektórych analityków. Wprawdzie euroobligacje, tworząc jeden rynek dla wszystkich państw uczestniczących, stałyby się aktywami o dużej płynności, jednakże mechanizm przekładania się podwyższonej płynności na obniżony koszt długu nie jest oczywisty. Według danych empirycznych, na które wskazuje Daniel Gros z CEPS, różnice stawek oprocentowania między obligacjami dużych i małych emitentów strefy euro z ratingiem AAA (na przykład pomiędzy Niemcami a Austrią) wynoszą 30-50

punktów bazowych, czyli mniej, niż można by teoretycznie oczekiwać.

Politykę sztucznie subsydiowanego kredytowania świat przerabiał już zresztą zupełnie niedawno po drugiej stronie Atlantyki, przy okazji kryzysu subprime. Tam również realizacja szczytnego celu społecznego doprowadziła do zachwiania mechanizmu rynkowego, i w konsekwencji do załamania na rynku nieruchomości, które – za pośrednictwem instrumentów finansowych emitowanych w ramach sekurytyzacji – doprowadziło do zainfekowania międzynarodowych instytucji finansowych.

Karta kredytowa bogatego wujka

Czy euroobligacje pozwoliłyby na uratowanie euro? To zależy od tego, jaki zakres autonomii miałyby pojedyncze kraje strefy euro przy zaciąganiu kredytów, po ewentualnym wprowadzeniu euroobligacji. Jeżeli wszystko pozostanie jak dawniej, każde państwo będzie mogło się zadłużać w takim stopniu, w jakim chce. Europejskie kryteria stabilności nie będą przestrzegane, ponieważ sankcje za ich łamanie w dalszym ciągu pozostaną bardziej hipotetyczne, niż realne. Dla słabszych krajów będzie zatem istniała pokusa dalszego zadłużania się, ponieważ w razie niewypłacalności, za ich długi odpowiadać będą kraje o większej dyscyplinie finansów publicznych. Sytuacja ta będzie porównywalna do sytuacji, gdy bogaty wujek zakłada wspólnie z bratanikiem konto bankowe. Bratanek, co prawda, będzie nieustannie upominany przez wujka, aby nie pobierał pieniędzy, jednakże żadne radykalne środki nie zostaną podjęte dopóki wujek nie zostanie zrujnowany i bank nie zablokuje konta. W krótkim czasie euroobligacje przyniosłyby ulgę krajom pogrążonym w kryzysie, w dłuższej zaś perspektywie spowodowałyby chaos w strefie euro, gdzie kraje strefy euro samodzielnie mogłyby ustalać swój deficyt budżetowy.

Możliwości realizacji takiego scenariusza świadomi są również zwolennicy euroobligacji. Stąd wielu z nich proponuje wspólną politykę finansową państw strefy euro oraz utworzenie funkcji europejskiego ministra finansów. Scenarizowana kontrola krajowych finansów publicznych musiałaby iść w parze

z kontrolą przychodów, co ponownie przywołuje temat harmonizacji podatkowej. Te zabiegi wymagałyby dalszej integracji politycznej, a nawet – być może – zmian konstytucyjnych w ustrojach państw-członków unii monetarnej, co w świetle doświadczeń ratyfikacji poprzednich zmian traktatowych nie wydaje się realistyczną perspektywą w najbliższym czasie. Centralizacja europejskich finansów – abstrahując od jej zasadności – natrafia na znaczący problem legitymizacyjny.

Niebieskie i czerwone

Wobec kontrowersji wokół idei euroobligacji pojawiają się propozycje – przynajmniej na pierwszy rzut oka – kompromisowe. Premier Luksemburga i szef Eurogrupy Jean-Claude Juncker proponuje, aby z pieniędzy pozyskanych dzięki euroobligacjom sfinansować 60 procent deficytu budżetowego zadłużonych państw. Reszta byłaby finansowana przez sprzedaż tradycyjnych obligacji. W ten sposób powstałyby dwie kategorie obligacji: płynniejsze i – w założeniu bardziej wiarygodne – Blue bonds (bazujące na zbiorowej gwarancji członków strefy euro) oraz Red bonds (gwarantowane jedynie przez ich emitenta). Takie „pośrednie” wyjście proponują ekonomiści instytutu Bruegla Jakob von Weizsäcker i Jacques Delpla. Emisja Blue bonds pozwalałaby na znacznie tańsze finansowanie zadłużenia przez państwa takie jak Grecja, Portugalia, Włochy, Hiszpania czy Irlandia, jednakże tylko do określonego poziomu (60 proc.). Powyżej tego poziomu, od którego odpowiedzialność spoczywałaby wyłącznie na państwie emitującym Red Bonds następowałby znaczący skok wysokości odsetek, co miałoby zniechęcać do przekraczania progu ostrożnościowego. Koncepcji tej trudno odmówić pewnej atrakcyjności – wprawdzie nadal podraża ona finansowanie długu przez państwa takie jak Niemcy czy Holandia, ale już nie w takim samym stopniu, jak euroobligacja oderwana do stopnia zadłużenia emitenta. Proponowana koncepcja mogłaby zatem spełnić pokładane w niej nadzieje, ale wyłącznie przy założeniu, że w praktyce „niebieskie” obligacje dawałyby swoim posia-

daczom pierwszeństwo przed wierzycielami z „czerwonych” obligacji.

Reality check

I tutaj teoretyczne założenia leżące u podstaw euroobligacji zderzają się z praktyką – dotychczasowe doświadczenie uczy bowiem, że niefrasobliwość, czy – jak w przypadku Grecji – skrajna nieodpowiedzialność w finansach publicznych, nie były w praktyce sankcjonowane, dominowała za to polityka przymykania oczu. Oznacza to, że nawet wprowadzenie euroobligacji nie wyeliminowałoby ryzyka, że słabsze kraje będą kontynuować politykę nadmiernych wydatków publicznych, zaś wierzyciele, tacy jak: banki, fundusze hedgingowe, fundusze emerytalne i inni prywatni inwestorzy będą – jak dotychczas – podejmowały spekulacyjną grę, licząc na ratunek ze strony państw strefy euro w przypadku ponownej niewypłacalności najsłabszych członków systemu.

Nie można zapominać, że upadłość państw nie podlega procedurom ani sądom, które przeprowadzają upadłość przedsiębiorców; w tym przypadku decydujący jest czynnik polityczny, który opiera się nie na z góry ustalonych zasadach prawnych, ale na większości decyzyjnej oraz siłach wpływów lobby finansowego. Wpływ czynnika politycznego widać ewidentnie chociażby na przykładzie operacji skupowania przez Europejski Bank Centralny wątpliwej wiarygodności obligacji państwowych – już nie tylko greckich, ale także włoskich i hiszpańskich. W ostatecznym rozrachunku operacja ta została sfinansowana przez... europejskich podatników. Powyższy przykład pokazuje, jak łatwo zasada niezależności ustępuje pod presją czynnika politycznego. Czy można zakładać, że w odniesieniu do euroobligacji zadziałają odmienne mechanizmy? Narastającego sceptycyzmu nie pomogły przezwyciężyć szczyty Rady Europejskiej z marca i lipca 2011 roku i uchwalony na nich Europejski Mechanizm Stabilności. Wprawdzie przewiduje on możliwość kontrolowanej upadłości państw na koszt wierzycieli prywatnych, jednakże decyzja w tym zakresie pozostaje w rękach ministrów finansów strefy euro, ma ona zatem nadal charakter polityczny. Wiarygodnie nie brzmią rów-

nież ostatecznie deklaracje, które padły na sierpniowym, niemiecko-francuskim szczycie w Paryżu. Zmierzają one do wprowadzenia przez państwa strefy euro konstytucyjnych zapisów o maksymalnym zadłużeniu (za przykładem Niemiec), jednakże, nawet w samych Niemczech, odpowiednie zapisy konstytucyjne nie zapobiegły wzrostowi zadłużenia państwa. Do podobnie pesymistycznych wniosków prowadzi przykład Polski, gdzie mimo iż konstytucyjny próg przewidujący maksymalny poziom długu publicznego istnieje już od niemal 15 lat (Art. 216 ust. 5 Konstytucji RP), to jednak zamiast reformy finansów publicznych skutkuje on raczej kreatywną księgowością rządu.

Spojrzenie spoza strefy

Z perspektywy Polski – tak długo, jak długo pozostanie ona biorcą netto środków unijnych – wprowadzenie euroobligacji byłoby niekorzystne, przynajmniej w porównaniu do kontrolowanej upadłości niewypłacalnych dłużników. Ocena nie jest już tak jednoznaczna, gdyby porównywać euroobligacje do innych form bail-outu, który pośrednio lub bezpośrednio dokonywałyby się ze środków (potencjalnie) unijnych – na tym tle euroobligacje mogą okazać się nie gorszym (być może jednak również nie lepszym) rozwiązaniem. Z drugiej strony możliwe zawirowania w strefie euro, na wypadek braku jakichkolwiek mechanizmów naprawczych, nie pozostaną bez wpływu na gospodarkę Polski, która jest organicznie powiązana z krajami Eurolandu. Niezależnie od powyższego, na euroobligacje należy spojrzeć przez pryzmat konkurencji Polski na rynku papierów dłużnych. Jeśli euroobligacje zostałyby wprowadzone i spotkałyby się z pozytywnym przyjęciem wśród globalnych inwestorów, wówczas pozycja konkurencyjna Polski na rynku instrumentów dłużnych uległaby relatywnemu pogorszeniu, co mogłoby podnieść koszt finansowania deficytu w Polsce. Wprowadzenie euroobligacji nie leży więc w interesie Polski. Gdyby do tego jednak doszło, otwartym pozostałoby pytanie, czy Polska powinna zabiegać, aby znaleźć się w tym systemie. Odpowiedź na to pytanie jest tak naprawdę pytaniem o optymizm co do siły

polskiej gospodarki i perspektyw polskiego długu publicznego i sprowadza się do prognozowania, czy mielibyśmy być tym subwencjonującym czy subwencjonowanym członkiem eurorodziny?

Demony upadłości

Jedno z praw Murphy’ego powiada, że ludzie zaczynają działać racjonalnie, kiedy wyczerpią wszystkie inne możliwości. W sektorze prywatnym niewypłacalność prowadzi do upadłości. Państwo to nie to samo co prywatna korporacja, ale podobnie jak korporacja, kraje mają swoich dłużników, którzy pożyczili im pieniądze. Ci dłużnicy to często prywatne instytucje finansowe, które za swoje błędne decyzje inwestycyjne powinny ponieść taką samą odpowiedzialność, jak za chybotne inwestycje w aktywa prywatne. Dodajmy, że ci sami wierzyciele, do czasu upadłości otrzymują premię za podwyższone ryzyko związane z finansowaniem ryzykownego przedsięwzięcia – tą premią są stosunkowo wysokie odsetki od obligacji emitowanych przez potencjalnie ryzykownych dłużników. Zadłużone państwo powinno wziąć na siebie część ciężaru restrukturyzacji, której ważną część powinna stanowić reforma finansów publicznych oraz ram prawno-instytucjonalnych. Dlatego trzeba oddemonizować słowo „upadłość” i spojrzeć na nią jak na najbardziej naturalny sposób dostosowania rzeczywistości prawnej do rzeczywistości księgowej (nie zaś odwrotnie, jak to czyniono do tej pory). Kontrolowana upadłość doprowadzi do redukcji zadłużenia z udziałem i na koszt prywatnych inwestorów, jednocześnie upadłość taka może stać się katalizatorem reform ustrojowych upadłego państwa. Pomoc publiczna może się okazać uzasadniona i konieczna dla zachowania stabilności finansowej, jednakże powinna być ona stosowana osłowno, w szczególności dla ochrony depozytów bankowych, nie zaś jako instrument systemu, który prowadzi do uspołecznienia strat, przy jednoczesnej prywatyzacji zysków.

dr Arkadiusz Radwan,
Instytut Allerhanda (Kraków)
prof. Hans-Bernd Schäfer,
Bucerius Law School (Hamburg)