



The World's Largest Open Access Agricultural & Applied Economics Digital Library

This document is discoverable and free to researchers across the globe due to the work of AgEcon Search.

Help ensure our sustainability.

Give to AgEcon Search

AgEcon Search

<http://ageconsearch.umn.edu>

aesearch@umn.edu

*Papers downloaded from **AgEcon Search** may be used for non-commercial purposes and personal study only. No other use, including posting to another Internet site, is permitted without permission from the copyright owner (not AgEcon Search), or as allowed under the provisions of Fair Use, U.S. Copyright Act, Title 17 U.S.C.*

No endorsement of AgEcon Search or its fundraising activities by the author(s) of the following work or their employer(s) is intended or implied.

GOSPODARKA NARODOWA

4
(272)
Rok LXXXIV/XXV
lipiec–sierpień
2014
s. 101–119

Jan SULMICKI*

Nadmierne zadłużenie krajów rozwiniętych gospodarczo

Streszczenie: Celem artykułu jest pokazanie, opierając się na danych liczbowych, skali zmian, jakie na przestrzeni ostatnich kilku lat zaszły w krajach tworzących czołówkę gospodarki światowej w porównaniu z wynikami osiągniętymi przez kraje mniej zamożne, lecz zajmujące coraz bardziej znaczącą pozycję z uwagi na dynamiczny rozwój. Zmiany zachodzące w czołówce krajów tworzących gospodarkę światową są przełomowe.

Kraje członkowskie strefy euro i USA są nadmiernie zadłużone z powodu zbyt małej międzynarodowej konkurencyjności wytwarzania, której nie udaje się zwiększyć mimo podejmowanych prób. Skutki braku sukcesów w osiągnięciu pożądanej konkurencyjności łagodzone są przez podtrzymywanie popytu efektywnego w gospodarce realnej kosztem pogarszającej się stabilności finansowej. Po 2007 r. USA i kraje członkowskie strefy euro chroniły swoje sektory bankowe przed załamaniem spowodowanym przez wielkie transfery finansowe. Wzmocnienie prywatnego sektora finansowego odbyło się kosztem szybkiego wzrostu długu publicznego, finansowanego w dużej mierze napływem zagranicznych inwestycji portfelowych. Rosnące zadłużenie wzbudzało zaniepokojenie potencjalnych inwestorów. Zaniepokojenie wzmacniały pogarszające się oceny agencji ratingowych, odzwierciedlające rosnące ryzyko dla inwestycji portfelowych w papiery dłużne bardzo zadłużonych krajów rozwiniętych. W procesie tym ważną rolę odegrała utworzona w Chinach agencja ratingowa Dagong Global Credit Rating Co., LTD, której oceny od lipca 2010 r. są dostępne w internecie.

W styczniu 2014 r. agencja Dagong opublikowała stan długu publicznego w relacji do PKB oraz do dochodów budżetowych w 99 krajach. Kraje te podzielono na grupy. Interesujący jest skład dwóch grup. Jedną, stanowią kraje o bardzo dużym zadłużeniu, które desperacko poszukują kredytów na międzynarodowym rynku kapitałowym. W skład tej grupy wchodzi kraje, które jeszcze dekadę temu stanowiły przykład zdrowia gospodarczego i stabilności finansowej (USA, Kanada, Japonia, Wielka Brytania oraz większość krajów członkowskich strefy euro). Drugą grupę stanowią kraje rozwijające się, posiadające nadwyżki kapitałowe, które są potencjalnymi kredytodawcami dla poprzedniej grupy krajów. Jeszcze dekadę temu większość tych kredytodawców była krajami wyczerpanymi kryzysami walutowymi, a część

* Akademia Finansów i Biznesu Vistula w Warszawie, Katedra Finansów; e-mail:jan.sulmicki@gmail.com

z nich nawet była zagrożona bankructwem, np. Argentyna, Brazylia, Indonezja, Tajlandia i Malezja.

Powstaje pytanie, jaka będzie przyszłość zadłużonych krajów rozwiniętych gospodarczo, które nie są w stanie dokonać koniecznych procesów dostosowawczych w celu poprawienia swojej międzynarodowej konkurencyjności. Coraz trudniej jest im kontynuować politykę zwiększania zadłużenia i wzrostu podaży pieniądza w międzynarodowym obiegu. Nie mogą zwiększyć swojej konkurencyjności, gdyż ich rządy nie mają społecznego przyzwolenia na drastyczne obniżenie stopy życiowej ludności. Utrzymywanie tej sytuacji prowadzi do utrwalania się trudności na rynku pracy oraz narastającej pauperyzacji klasy średniej i w efekcie do narastania niepokojów społecznych.

Słowa kluczowe: dług publiczny, agencje ratingowe, zadłużone kraje rozwinięte

Kody JEL: F01, F34, G01

Artykuł nadesłany 24 lutego 2014 r., zaakceptowany 16 lipca 2014 r.

Wprowadzenie

Od kilku lat cyklicznie formułowane są opinie o pojawianiu się symptomów przezwyciężenia przez kraje rozwinięte pokryzysowej recesji i wchodzeniu gospodarki światowej w fazę ożywienia. Jak dotąd opinie te okazywały się przedwczesne, gdyż ani w USA ani w Unii Europejskiej nadal nie ma trwałego ożywienia powracającego bez towarzyszącego temu pogorszenia równowagi finansowej. Równocześnie stagnacji gospodarczej dotychczasowych liderów gospodarki światowej towarzyszy utrzymująca się wysoka dynamika rozwojowa rosnącej grupy krajów rozwijających się (w tym zwłaszcza Chin) oraz dobry stan finansów publicznych w tych krajach. Choć jeszcze dekadę temu znaczna część tej grupy państw była na tyle poważnie zadłużona, że uważane one były za zagrożone bankructwem „chore organizmy gospodarki światowej” zdane na pomoc krajów bogatych. Obecnie kraje te są światowymi kredytodawcami netto podtrzymującymi stabilność finansową krajów rozwiniętych.

Utrzymująca się stagnacja gospodarcza w krajach rozwiniętych jest zjawiskiem nowym i nie znajdującym jak dotąd dostatecznego wytłumaczenia w teorii ekonomii. Przyczyn takiego stanu rzeczy często doszukuje się w specyfice współczesnego cyklu koniunkturalnego [Wojtyna, 2013]. Jednak kompleksowe dogłębne analizy literatury przedmiotu pokazują brak całościowej teorii ekonomicznej tłumaczącej obecne zmiany zachodzące w gospodarce światowej¹. W literaturze pojawiają się wątpliwości dotyczące poprawności założeń, co do uniwersalności mechanizmów rynkowych we współczesnych warunkach oderwania sfery finansowej od sfery realnej. Poprawy sytuacji

¹ Ważną pozycję w tym względzie stanowi zwłaszcza potwierdzający tę sytuację bardzo wnikliwy artykuł A. Wojtyny pt. *Kontrowersje wokół charakteru ożywienia po kryzysie finansowym*, „Gospodarka Narodowa” 2013, nr 11–12.

upatruje się m.in. w zwiększeniu roli państwa w podejmowaniu decyzji gospodarczych w celu zapewnienia większych społecznych korzyści z rozwiązań przyjmowanych w praktyce gospodarczej [Opolski, 2014]. Ogólnie rzecz biorąc współczesna ekonomia nie daje jednak dostatecznych podstaw do sformułowania skutecznej recepty na trwałe przełamanie stagnacji rozwojowej istniejącej w krajach wysoko rozwiniętych.

Nieadekwatność współczesnych teorii ekonomicznych aplikowanych w celu poprawy sytuacji gospodarczej potwierdza stan długotrwałych trudności ekonomicznych wysoko rozwiniętych krajów cywilizacji europejskiej, posiadających wybitnych ekonomistów w sposób instytucjonalny włączanych w nurt reformowania życia gospodarczego. Przykładem mogą być Stany Zjednoczone, których ekonomiści stanowią ścisłą czołówkę światową o czym świadczy fakt, że w ciągu ostatniej dekady z 22 laureatów nagrody Nobla w dziedzinie ekonomii aż 20 było Amerykanami. W USA nobliści wykorzystywani są przez rządowe instytucje do poprawy międzynarodowej konkurencyjności kraju. Duże możliwości instytucjonalnego wpływania na życie gospodarcze widać na przykładzie Roberta Shillera i Larsa Hansena – noblistów z 2013 r. R. Shiller jest profesorem Yale University i od 1980 r. pracownikiem wpływowego Narodowego Biura Badań Ekonomicznych (NBER). L. Hansen jest profesorem University of Chicago i pracuje w Macro Financial Modeling Group, która jest siecią zrzeszającą makroekonomistów pracujących nad rozwojem modeli powiązań między finansowym i realnym sektorem gospodarki w kontekście skutków kryzysu finansowego z 2008 r. Mimo posiadania i zatrudniania takich sław ekonomicznych, sytuacja gospodarcza USA jest daleka od dobrej.

Na niedostateczną zdolność teorii ekonomii wyjaśniania zmian zachodzących w praktyce gospodarczej w momentach przełomowych zwracano uwagę już w przeszłości, o czym świadczy często dawniej przywoływane porównanie teorii ekonomii do „wylatującego o zmierzchu ptaka Minerwy”. „Zmierzchem gdy wylatuje sowa” jest stan, kiedy nowe procesy zachodzące w rzeczywistości gospodarczej są już na tyle zaawansowane, że wnioski z ich obserwacji dają się uogólnić w postaci teorii ekonomicznej. Tym razem brak adekwatnej odpowiedzi ze strony teorii ekonomii na zapotrzebowanie polityki gospodarczej utrzymuje się, mimo że – jak pokazano w artykule – w międzyczasie zmiany w gospodarce światowej zaszły już bardzo daleko. Wydaje się, że pokazane w tym opracowaniu zarówno tempo zmian, jak i ich skala – zwłaszcza zachodzących w grupie krajów tradycyjnie tworzących światową czołówkę ekonomiczną – są nie tylko ogromne, ale też znacznie większe od powszechnej świadomości tego procesu i jego możliwych skutków.

Cel artykułu jest skromny, bowiem bez próby wyjaśnień teoretycznych (z przedstawionych wyżej względów) – opierając się na danych liczbowych – pokazano skalę niekorzystnych zmian, jakie na przestrzeni ostatnich kilku lat zaszły w krajach tworzących czołówkę gospodarki światowej w porównaniu

z wynikami osiągniętymi przez kraje mniej zamożne, lecz zajmujące coraz bardziej znaczącą pozycję z uwagi na dynamiczny rozwój. Obraz ten jest podstawą zawartych w artykule refleksji dotyczących potencjalnych dalszych konsekwencji tego procesu dla krajów rozwiniętych. Jako podstawowy miernik stanu zdrowia gospodarczego krajów i ich konkurencyjności przyjęto zmiany stanu zadłużenia. W artykule wykorzystano stosunkowo mało jeszcze znane dane liczbowe opracowane przez chińską agencję ratingową Dagong.

Trudności ze wzrostem gospodarczym w krajach rozwiniętych wiążą się z długookresowymi problemami strukturalnymi. W USA i w krajach członkowskich strefy euro są one wynikiem zbyt małej międzynarodowej konkurencyjności, której nie udało się poprawić mimo podejmowanych prób. Najbardziej znaną była nieudana próba zwiększenia międzynarodowej konkurencyjności UE podjęta w ramach realizowanej w latach 2000–2010 strategii lizbońskiej. Brak sukcesów w podnoszeniu międzynarodowej konkurencyjności kraju rządzący starają się tuszować kosztem pogarszania stabilności finansowej. Finansowe stymulowanie popytu efektywnego w gospodarce realnej odbywa się przez zwiększanie zadłużenia kraju.

Światowy kryzys finansowy zapoczątkowany w USA bankructwem banku Lehman Brothers w 2008 r. spowodował gwałtowne pogorszenie stanu gospodarki USA i gospodarki UE. Stany Zjednoczone i kraje członkowskie strefy euro uchroniły swoje sektory bankowe przed załamaniem dzięki wielkim transferom finansowym. W efekcie ogromne fundusze publiczne zostały przeznaczone na ratowanie sektora finansowego zamiast na niezbędną dla podnoszenia międzynarodowej konkurencyjności modernizację gospodarki tych państw. Wzmocnienie prywatnego sektora finansowego odbyło się kosztem szybkiego wzrostu długu publicznego finansowanego w dużej mierze napływem zagranicznych inwestycji portfelowych. Wzrost długu publicznego do poziomu zagrażającego zdolności jego terminowej obsługi wzbudzał zaniepokojenie potencjalnych inwestorów. Istotną przesłanką wzrostu zaniepokojenia potencjalnych inwestorów były oceny agencji ratingowych odzwierciedlające rosnące ryzyko dla inwestycji portfelowych w papiery dłużne bardzo zadłużonych krajów rozwiniętych. W procesie tym ważną rolę odegrała utworzona w Chinach agencja ratingowa Dagong Global Credit Rating Co., LTD, której oceny są powszechnie dostępne w internecie od lipca 2010 r.

Powstaje pytanie, jaka będzie przyszłość zadłużonych krajów rozwiniętych gospodarczo, które jak dotąd, mimo podejmowanych prób, nie były w stanie przeprowadzić koniecznych procesów dostosowawczych. Nie mogą one bowiem ani podnieść swojej konkurencyjności, ani obniżyć stopy życiowej ludności proporcjonalnie do utraconej konkurencyjności. Zarazem coraz trudniej jest im kontynuować politykę „tuszowania problemów” w gospodarce realnej przez zwiększanie zadłużenia i wzrost podaży pieniądza w obiegu. Prowadzi to do utrwalania się trudności na rynku pracy oraz pauperyzacji klasy średniej, a w efekcie do narastania niepokoju społecznych.

Agencje ratingowe wobec wzrostu zadłużenia w krajach rozwiniętych

Ocena ryzyka inwestycji portfelowych prowadzona jest przez agencje ratingowe. Zajmują się one sumowaniem zadłużenia ukrytego pod różnymi tytułami księgowymi w celu przedstawienia inwestorom (kredytodawcom) rzeczywistej zdolności do obsługi łącznego zadłużenia kraju zainteresowanego sprzedażą swoich papierów dłużnych. Często ocena zdolności do obsługi posiadanego długu publicznego jest celowo utrudniana przez zainteresowane kraje. Szczególnie bardzo zadłużone rządy mają tendencję do stosowania „kreatywnej księgowości” w celu przedstawiania wizerunku swojego kraju jako wiarygodnego kredytobiorcy. Choć w założeniach celem działań agencji ratingowych jest przeciwdziałanie niekorzystnym dla inwestorów skutkom takich księgowych praktyk, to jednak część agencji w swoich ocenach kosztem inwestorów uwzględnia również interesy kredytobiorców.

Tradycyjnie na światowym rynku dominujące pozycje zajmują trzy agencje ratingowe z USA: Moody's, Fitch oraz Standard & Poor's (S&P). W lipcu 2010 r. na rynku pojawiła się też wspomniana chińska agencja Dagong Global Credit Rating Co., LTD – opracowująca oceny opierając się na własnych procedurach. Ratingi tej agencji przez pięć lat od jej powstania nie były znane, gdyż były wykorzystywane tylko dla potrzeb wewnętrznych Chin. Decyzja o publikowaniu w internecie ratingów Dagong oznaczała, że dotychczasowa polityka zadłużania się USA i UE będzie napotykała na rosnące trudności ze strony potencjalnych kredytodawców. Nie ulega bowiem wątpliwości, że oceny chińskiej agencji są traktowane jako wiarygodne przez część kredytodawców, w tym zwłaszcza przez Chiny. Fakt ten nabiera właściwego znaczenia, gdy uwzględni się, że Chiny są potencjalnie największym światowym kredytodawcą.

Wyniki ocen agencji Dagong często różniły się od ocen trzech wspomnianych czołowych agencji światowych, które wyższe oceny dawały głównym krajom swojej działalności. Przykładem krajów o wyższych ratingach są np. Niemcy, Francja, Wielka Brytania, USA i Hiszpania (tab. 1). Szczególnie w odniesieniu do USA trzy wspomniane agencje ratingowe stosowały wyższe oceny. Dagong swój rating USA „A z tendencją do spadku” z grudnia 2012 r. obniżył w listopadzie 2013 r. do bardzo niskiego poziomu „A- z tendencją do spadku”. W tym czasie (X.2013 r.) Fitch nadal dawał USA bardzo dobrą ocenę „AAA z tendencją do spadku”. Ocena S&P z lutego 2012 r. była „AA+ z tendencją stabilną”.

Tablica 1. Kraje o ratingach Dagong niższych od ratingów przyznanych przez trzy agencje z USA

Lp.	Data	Kraj	Dagong	Moody's	S&P	Fitch
1	11 VII 2010	Kanada	AA+	Aaa	AAA	AAA
2	2 VI 2011	Holandia	AA+	Aaa	AAA	AAA
3	1 VII 2010	Niemcy	AA+	Aaa	AAA	AAA
4	20 X 2010	Austria	AA+	Aaa	AAA	AAA
5	2 VI 2011	Francja	AA–	Aaa	AAA	AAA
6	9 XI 2010	USA	A+	Aaa	AAA	AAA
7	27 V 2011	Wielka Brytania	A+	Aaa	AAA	AAA
8	11 VII 2010	Belgia	A+	Aa1	AA+	AA+
9	2 VI 2011	Japonia	A+	Aa2	AA	AA–
10	21 VI 2011	Hiszpania	A	Aa1	AA+	AAA
11	11 VII 2010	Izrael	A–	A1	AA–	A+
12	11 VII 2011	Włochy	A–	Aa2	A+	AA–
13	11 III 2011	Portugalia	BBB+	A1	A–	A+
14	11 VII 2010	Zjednoczone Emiraty Arabskie	BBB	Aa2	–	–
15	11 VII 2010	Tajlandia	BBB	Baa1	A–	A–
16	11 VII 2010	Meksyk	BBB	Baa1	A	BBB+
17	6 XII 2010	Irlandia	BBB	Baa1	A	BBB+
18	11 VII 2010	Rumunia	BB+	Baa3	BBB–	BBB–
19	11 VII 2010	Islandia	BB	Baa3	BBB	BBB+
20	11 VII 2010	Filipiny	B+	Ba3	BB+	BB+
21	3 VI 2011	Grecja	CCC	Caa1	B	B–
22	11 VII 2010	Ekwador	CCC	–	CCC+	–
23	16 III 2011	Madagaskar	CCC	–	B–	–

Źródło: Dagong [2011, Cases with Dagong's Sovereign Credit Ratings Unanimously Lower than Those of the Three Rating Agencies in the US, s. 7].

Medialna dostępność ratingów podawanych przez Dagong skłania potencjalnych inwestorów do weryfikowania swoich planów inwestycyjnych. Są jednak takie kierownictwa instytucji finansowych – np. funduszy wspólnego ryzyka lub funduszy emerytalnych – które dla osiągnięcia znacznych zysków księgowych skłonne są do ryzykownych inwestycji. Zarazem w wielu instytucjach pod groźbą sankcji karnych zabronione jest kupowanie zbyt ryzykownych papierów o dużej rentowności. Prawne zapisy w statutach instytucji określają obowiązujący poziom ryzyka dla dokonywanych inwestycji. W tej sytuacji część agencji ratingowych spełnia takie naganne oczekiwania kierownictw skłonnych do ryzykownych inwestycji w zarządzanych instytucjach, gdyż ustalają na niebezpiecznie niskim poziomie granice między ratingami papierów inwestycyjnych i spekulacyjnych. Jest to widoczne przy porównaniu z tradycyjnym podziałem ocen ratingowych na trzy grupy. Grupa „A” oznaczała papiery inwestycyjne

o niskim ryzyku. Grupa „B” oznaczała papiery spekulacyjne o dużym ryzyku. Grupa „C” oznaczała znajdujące się poza obrotem papiery emitowane przez „bankrutów”.

Ustalanie przez agencje ratingowe granic ryzyka inwestycyjnego na niskim poziomie pozwala inwestorom instytucjonalnym na prawnie bezpieczne dokonywanie inwestycji przynoszących duże zyski księgowe, lecz charakteryzujących się dużym ukrytym poziomem ryzyka. W publikowanych ratingach trzech „starych” agencji można przeczytać na jakim poziomie aktualnie ustalają one granicę między inwestycyjnymi i spekulacyjnymi papierami. Według tych definicji – podawanych obecnie przez Moody’s, Fitch oraz Standard & Poor’s – za papiery inwestycyjne uważa się papiery o ratingach „BBB-” lub powyżej, a za papiery spekulacyjne („junk” bonds) uważa się papiery o ratingach „BB+” lub poniżej. Takie oficjalne wykładnie agencji ratingowych stwarzają wspomniane wyżej prawne bezpieczeństwo dla podejmowanych decyzji o zakupach ryzykownych papierów przez inwestorów. Osoby odpowiedzialne za inwestycje w instytucjach finansowych mają więc prawne podstawy do zaliczania do papierów inwestycyjnych np. bardzo ryzykownych obligacji posiadających rating „BBB-”. Taka interpretacja granicy między inwestycyjnymi i spekulacyjnymi papierami dłużnymi powinna wzbudzać zaniepokojenie, ponieważ w ten sposób tworzona jest kolejna bańka spekulacyjna na ogromną skalę.

W światowych mediach publikacje ratingów Dagong nie są szeroko komentowane. Dla zadłużonych krajów takie milczenie jest korzystne, gdyż nie wywołuje zaniepokojenia u instytucjonalnych inwestorów. Motywowani osobistymi korzyściami inwestorzy nie muszą reagować na alarmujące oceny publikowane przez Dagong, gdyż formalnie nadal mogą swoje limity ryzyka porównywać z ocenami publikowanymi przez trzy agencje tradycyjnie uznawane w świecie finansowym. Prawnie nie mają one obowiązku odnosić się do ocen mało znanych agencji, a taką formalnie jest Dagong. Jednak na dłuższą metę taka zmowa milczenia będzie trudna do utrzymania, gdyż wiarygodność finansowa zadłużonych krajów jest poważnie zagrożona. Pod koniec stycznia 2014 r. w USA chęć utrzymania tej tajemnicy wzmocnił sądowy zakaz, w którym agencjom ratingowym o chińskich afiliacjach zakazano badania finansowego stanu podmiotów notowanych w USA.

Od światowego kryzysu w 2008 r. było wiadomo o kreatywnej księgowości stosowanej na dużą skalę w sektorze finansowym USA. Jednak zaskoczeniem był podany przez Dagong pod koniec 2013 r. bardzo niski rating USA „A- z tendencją negatywną”. Tak niska ocena była niekorzystna dla Stanów Zjednoczonych, które zabiegają o napływ zagranicznego kapitału. Potrzeby pożyczkowe USA w liczbach absolutnych są bardzo duże, gdyż jest to duża gospodarka. Przy tym potrzeby te szybciej rosną niż amerykański PKB. Finansowe potrzeby sektora publicznego w USA wzrosły z 24,8% PKB w 2011 r. do 26,7% PKB w 2012 r. W 2014 r. potrzeby pożyczkowe USA przypuszczalnie będą bliskie 30% PKB. Chiny będąc największym kredytodawcą zmniejszają w USA zakupy papierów dłużnych. Jeśli zdolność Stanów Zjednoczonych do obsługi zadłużenia

nie będzie się poprawiała, wówczas Chiny mogą rozpocząć masową wyprzedaż obligacji USA, które posiadają w swoim portfelu inwestycyjnym.

Słabnie pozycja UE na rynku kapitałowym. W UE papiery dłużne blisko połowy krajów są już poza grupą „A”, a więc zgodnie z tradycyjną klasyfikacją są już poza grupą papierów inwestycyjnych. W 2013 r. takie oceny miały następujące kraje: Litwa „BBB”, Włochy „BBB z tendencją spadkową”, Irlandia „BBB z tendencją do dalszego spadku”, Bułgaria „BBB-”, Węgry „BBB- z tendencją do dalszego spadku”, Chorwacja „BB+”, Łotwa „BB”, Rumunia „BB z tendencją do dalszego spadku”, Portugalia „BB z tendencją do dalszego spadku”, Hiszpania „BB-”, Cypr „B-”, Grecja „CC z tendencją do dalszego spadku”. Warto podkreślić, że mimo wieloletnich akcji ratunkowych podejmowanych przez UE już i tak bardzo niskie oceny niektórych krajów członkowskich strefy euro nadal szybko się pogarszają. Na przykład Dagong obniżył ocenę Portugalii z „BBB+” (III.2011 r.) do „BB z tendencją do dalszego spadku” (XI.2013 r.), a rating Grecji z „CCC” (VI.2011 r.) do katastrofalnie niskiej oceny „CC z tendencją do dalszego spadku” (V.2012 r.).

Dług publiczny w krajach rozwiniętych w latach 2009–2015

Zapoczątkowany na rynku kredytów hipotecznych w USA w 2008 r. światowy kryzys finansowy doprowadził do znacznego pogorszenia oceny wiarygodności finansowej USA i UE. Rządy USA i „starych” krajów członkowskich UE uchroniły swoje instytucje finansowe przed bankructwem, dokonując wielkich transferów środków publicznych. Wzmocnienie prywatnego sektora bankowego odbyło się kosztem szybkiego wzrostu długu publicznego, który kraje rozwinięte tradycyjnie finansowały napływem zagranicznych inwestycji portfelowych z krajów o gospodarkach wschodzących.

Rosnący poziom relacji długu publicznego do dochodu narodowego oraz do dochodów budżetowych odzwierciedla rosnące ryzyko dla inwestycji portfelowych. Wzrost długu publicznego w krajach rozwiniętych gospodarczo do poziomu zagrażającego zdolności do jego obsługi wzbudza zaniepokojenie w krajach będących potencjalnymi kredytodawcami.

W styczniu 2014 r. agencja Dagong podała wielkości długu publicznego w 99 krajach. Dane te obejmują lata 2009–2015. W tym dla roku 2013 dane są szacunkowe, a dla lat 2014–2015 dane są prognozowane. Kraje podzielono na cztery grupy. W pierwszej grupie znajdują się rozwinięte kraje z bardzo dużymi długami publicznymi, które poszukują kredytów na międzynarodowym rynku kapitałowym. W drugiej grupie są pozostałe kraje rozwinięte. W trzeciej grupie są rozwijające się kraje o gospodarkach wschodzących, które są kredytodawcami na międzynarodowym rynku kapitałowym. W czwartej grupie są pozostałe rozwijające się kraje. Dalej omówiono dwie grupy: grupa pierwsza (kredytobiorcy) i grupa trzecia (kredytodawcy).

Tablica 2. Deficyt budżetowy w relacji do PKB w wybranych krajach w latach 2009–2015 (w %)

Wyszczególnienie	Kraj	2015p	2014p	2013s	2012	2011	2010	2009
Kraje posiadające bardzo duże długi	Austria	-1,7	-2,0	-2,3	-2,5	-2,5	-4,5	-4,1
	Belgia	-1,7	-2,1	-2,6	-3,9	-3,7	-3,8	-5,6
	Kanada	-2,3	-2,9	-3,4	-3,4	-3,7	-4,9	-4,5
	Francja	-2,8	-3,5	-4,0	-4,9	-5,3	-7,1	-7,6
	Niemcy	-0,3	-0,4	-0,5	0,2	-0,8	-4,2	-3,1
	Wielka Brytania	-5,6	-6,4	-7,0	-8,2	-7,9	-10,1	-11,4
	Grecja	-2,1	-3,3	-4,1	-6,3	-0,6	-10,8	-15,6
	Islandia	-1,3	-1,8	-2,7	-3,8	-5,0	-6,4	-8,6
	Irlandia	-2,4	-5,1	-7,5	-7,7	-13,3	-30,9	-13,9
	Włochy	-1,8	-2,1	-3,2	-2,9	-3,7	-4,3	-5,4
	Japonia	-5,7	-6,8	-9,5	-10,1	-9,9	-9,3	-10,4
	Holandia	-3,2	-3,2	-3,3	-4,1	-4,5	-5,1	-5,6
	Portugalia	-5,5	-6,5	-7,0	-6,4	-4,4	-9,8	-10,2
	Hiszpania	-5,0	-5,8	-6,7	-10,8	-9,6	-9,7	-11,2
	USA	-4,6	-5,6	-7,3	-8,7	-10,1	-11,2	-13,3
Kraje o gospodarkach wschodzących będące kredytodawcami na międzynarodowym rynku kapitałowym	Argentyna	-3,0	-4,1	-3,6	-4,3	-3,5	-1,4	-3,6
	Brazylia	-2,3	-3,2	-3,0	-2,7	-2,5	-2,7	-3,1
	Chiny	-1,5	-2,1	-2,5	-2,2	-1,3	-1,5	-3,1
	Indie	-6,0	-6,5	-7,0	-7,5	-7,6	-8,7	-10,1
	Indonezja	-2,3	-2,5	-2,2	-1,7	-1,1	-0,7	-1,6
	Malezja	-4,0	-4,4	-4,3	-4,5	-3,8	-4,5	-6,2
	Rosja	-1,4	-1,0	-0,3	0,4	1,5	-3,4	-6,3
	Arabia Saudyjska	6,5	-6,5	5,8	15,2	12,4	3,0	-4,1
	Tajlandia	-3,8	-3,3	-2,7	-1,7	-0,7	-0,8	-3,2

Źródło: Dagong [2014, Global General Government Balance/GDP, in %, table 3].

W pierwszej grupie (kredytobiorcy) znajdują się kraje ze strefy euro i Ameryki Północnej oraz Japonia. Kraje te wprowadziły się do rozwiniętej gospodarki, lecz mała jest ich międzynarodowa konkurencyjność wytwarzania. Posiadają one duże zadłużenie oraz małą wiarygodność do obsługi posiadanego długu publicznego. W grupie tej wymieniono kraje strefy euro (Austrię, Belgię, Francję, Niemcy, Grecję, Irlandię, Włochy, Holandię, Portugalię, Hiszpanię) oraz blisko z nimi związaną Wielką Brytanię i Islandię. Z Ameryki Północnej wymieniono USA i Kanadę. Ponadto do tej grupy zaliczono Japonię, która jest politycznie silnie związana z USA traktatem pokojowym po klęsce militarnej w II wojnie światowej.

Powyższy skład grupy rozwiniętych krajów o bardzo dużym zadłużeniu budzi zdziwienie, gdyż jeszcze do niedawna były one przykładem gospodarczej zamożności oraz stabilności finansowej. Obecnie te demokratyczne kraje zagrożone są utratą stabilności finansowej oraz poddawane ogromnej presji

oszczędzania. W praktyce prowadzi to do obniżania stopy życiowej ludności i zwiększa zagrożenie utraty stabilności społecznej. W efekcie obecnie jest to grupa pogrążonych w stagnacji krajów, które zagrażają stabilności gospodarki światowej.

Drugą grupę krajów stanowią potencjalni kredytodawcy o gospodarkach wschodzących. Są to kraje znajdujące się na relatywnie niskim poziomie rozwoju gospodarczego, lecz posiadające dużą międzynarodową konkurencyjność wytwarzania. Wymienione kraje o gospodarkach wschodzących posiadają nadwyżki kapitałowe i są zainteresowane inwestowaniem w papiery dłużne innych krajów. Takie kraje tradycyjnie kredytowały kraje rozwinięte gospodarczo przez inwestycje portfelowe w ich papiery dłużne. Obecnie zagrożona zdolność rozwiniętych gospodarczo krajów do obsługi posiadanego zadłużenia zaczyna wzbudzać wątpliwości w celowość takich inwestycji portfelowych.

Do krajów kredytodawców zainteresowanych inwestycjami kapitałowymi zaliczono następujące kraje: Chiny, Hongkong, Arabię Saudyjską, Rosję, Koreę, Brazylię, Argentynę, Indonezję, Indie, Malezję oraz Tajlandię. Powyższy skład grupy krajów posiadających duże nadwyżki kapitałowe pokazuje jak bardzo zmieniła się sytuacja w gospodarce światowej w ciągu ostatniej dekady. Jeszcze dekadę temu obecni kredytodawcy były to w znacznej części kraje słabe gospodarczo i zagrożone trapiącymi je kryzysami walutowymi. Teraz te same kraje mogą udzielać kredytów krajom zadłużonym, które były wówczas krajami bogatymi i stabilnymi finansowo.

Skalę postępu dokonanego przez kraje rozwijające się należące do omawianej grupy ilustrują następujące przykłady. Brazylia w 2001 r. po kolejnym kryzysie walutowym znajdowała się w bardzo trudnej sytuacji ze względu na zadłużenie zagraniczne, które wrosło z 22% PKB w 1994 r. do 75% PKB w 2000 r. Podobnie Argentyna po kolejnym kryzysie walutowym w 2001 r. w praktyce zbankrutowała, gdyż zawiesiła obsługę swojego zadłużenia, a jej PKB na mieszkańca w przeliczeniu dolarowym zmniejszył się o połowę. W latach 1997–1998 w Azji Południowo-Wschodniej w czasie kryzysu walutowego ogromne koszty dokapitalizowania sektora bankowego poniosły: Indonezja, Malezja i Tajlandia. W Indonezji udział w PKB długu publicznego powiększonego o koszty dokapitalizowania banków zwiększył się z 23,9% w 1996 r. do 126,6% PKB w 1998 r. W Tajlandii relacja ta wzrosła z 3,7% w 1996 r. do 46,6% PKB w 1998 r., a w Malezji zwiększyła się w tym czasie z 25,3% PKB do 43,3% w 1998 r. [Sulmicki, 2005, s. 100–107].

W latach 2014–2015 w zadłużonych krajach rozwiniętych przewidywane jest zmniejszenie relacji deficytu budżetowego do PKB (tab. 2). Wpłynęłoby to korzystnie na sferę finansową i poprawiło relację długu publicznego do PKB. Jest to jednak wątpliwe, gdyż zmniejszenie wydatków publicznych źle wpływa na sferę realną. Zmniejszenie popytu efektywnego dotychczas podtrzymywanego przez deficyt budżetowy może zmniejszyć tempo wzrostu gospodarczego. Zmniejszenie tempa wzrostu PKB, *ceteris paribus*, pogorszy relację długu publicznego do PKB.

Tablica 3. Dług publiczny w relacji do PKB w wybranych krajach w latach 2009–2015 (w %)

Wyszczególnienie	Kraj	2015p	2014p	2013s	2012	2011	2010	2009
Kraje posiadające bardzo duże długi	Austria	72,7	73,7	74,2	73,4	72,4	72,0	69,2
	Belgia	99,0	99,8	100,3	99,6	97,8	95,5	95,7
	Kanada	84,9	85,6	87,1	85,3	83,5	83,1	81,3
	Francja	94,8	94,8	03,5	90,2	85,8	82,4	79,2
	Niemcy	75,6	78,2	80,6	81,9	80,5	82,5	74,5
	Wielka Brytania	99,7	97,1	93,6	90,3	85,4	79,4	68,1
	Grecja	168,6	174,0	175,7	156,9	170,3	148,3	129,7
	Islandia	87,2	90,9	03,2	99,1	102,3	90,6	88,0
	Irlandia	128,4	129,3	127,4	117,1	106,5	92,2	64,9
	Włochy	131,8	133,1	132,3	127,0	120,8	119,3	116,4
	Japonia	242,4	242,3	243,5	238,0	230,3	216,0	210,2
	Holandia	75,1	75,9	74,5	71,2	65,5	63,1	60,8
	Portugalia	142,7	140,0	132,6	123,7	108,3	94,0	83,7
	Hiszpania	102,5	99,1	93,7	85,9	70,4	61,7	54,0
	USA	108,4	109,2	108,1	106,5	102,5	98,2	89,1
Kraje o gospodarkach wschodzących będące kredytodawcami na międzynarodowym rynku kapitałowym	Argentyna	45,4	45,9	47,8	47,7	44,9	49,2	58,7
	Brazylia	68,8	69,0	68,3	68,0	64,7	65,0	66,8
	Chiny	19,3	24,0	26,4	27,7	28,7	33,5	31,0
	Indie	67,3	67,9	67,2	66,0	66,4	68,5	75,0
	Indonezja	26,4	26,8	26,2	24,5	24,4	26,8	28,6
	Malezja	56,8	57,3	57,0	55,5	54,3	53,5	52,8
	Rosja	12,1	11,8	10,4	10,9	11,7	11,0	11,0
	Arabia Saudyjska	3,9	4,6	5,2	5,9	7,5	9,9	15,9
	Tajlandia	49,5	48,3	47,1	45,4	42,1	42,6	45,2

Źródło: Dagong [2014, Global General Government Balance/GDP, in %, table 4].

W Japonii dług publiczny jest rekordowo duży, gdyż wynosi ponad 240% PKB. Jednak jest to w większości dług krajowy łatwiejszy do zarządzania od długu zagranicznego. Rekordowy jest również stosunek długu publicznego Japonii do dochodów budżetowych, który przypuszczalnie zmniejszy się z 770,4% w 2013 r. do 715,2% dochodów budżetowych w 2015 r. W tej sytuacji pobudzanie gospodarki realnej przypuszczalnie w większej mierze przejmie japoński bank centralny przez zwiększanie podaży pieniądza w obiegu.

Szczególne miejsce w gospodarce światowej zajmują Stany Zjednoczone ze względu na ogromne rozmiary gospodarki. W 2013 r. dług publiczny USA wynosił 108,1% PKB. Tempo wzrostu długu publicznego przekraczało tempo wzrostu PKB. Z prognozy Dagong wynika, że w USA tempo wzrostu długu może być mniejsze od tempa wzrostu PKB. Podobnie ma zmniejszać się tempo wzrostu długu w stosunku do tempa wzrostu dochodów budżetowych, gdyż ta relacja przypuszczalnie maksimum (333%) osiągnęła w 2012 r.

Przed 2012 r. w zadłużonych krajach UE relacja deficytu budżetowego w stosunku do PKB była wysoka. Było to widoczne zwłaszcza w Irlandii, Grecji, Portugalii, Hiszpanii i Wielkiej Brytanii (tab. 2). W efekcie relacja publicznych długów, będących w przybliżeniu skumulowanymi deficytami budżetowymi, do PKB znacznie przekracza zapisany w traktacie z Maastricht limit 60% PKB, który obowiązuje kraje członkowskie. Dotyczy to nawet krajów o względnie silnej gospodarce, takich jak np. Niemcy z długiem publicznym wynoszącym ponad 80% PKB. Od 2011 r. w bardzo zadłużonych krajach UE deficyt budżetowy spada, a w 2015 r. przypuszczalnie będzie się kształtował poniżej ustalonego w traktacie z Maastricht limitu 3%. Wśród dużych krajów UE wyjątkami są Wielka Brytania, Hiszpania i Portugalia, w których potrzeba wspieranie popytu efektywnego w gospodarce realnej sprawia, że deficyty budżetowe nadal będą przekraczały 5% PKB. Jednak korzystne zmniejszanie deficytu budżetowego przypuszczalnie będzie możliwe przez szkodliwe zwiększanie druku pieniądza przez Europejski Bank Centralny.

Od 2011 r. deficyt budżetowy Niemiec kształtuje na poziomie poniżej 1% (tab. 2). Od 2013 r. niemiecki dług przypuszczalnie będzie rósł wolniej niż dochody budżetowe (tab. 3). W 2012 r. w Niemczech dług publiczny w relacji do dochodów budżetowych był największy i wynosił 181%. Jest zaskakujące, że w tablicach 3 i 4 zaliczono Niemcy do krajów o niebezpiecznie dużym długu publicznym, zwłaszcza że rating Dagong z grudnia 2013 r. był „AA+”. Przypuszczalnie są to ukryte długookresowe zagrożenia związane z funkcjonowaniem strefy euro i osłabieniem na międzynarodowym rynku finansowym pozycji waluty euro jako pieniądza rezerwowego. Jednak w powszechnym odbiorze Niemcy mają opinię kraju stabilnego finansowo, na którego ogromną siłę ekonomiczną liczą kraje członkowskie UE przy wychodzeniu z obecnego kryzysu.

Jak trudna jest sytuacja w UE pokazują poniższe dane. We Włoszech deficyt budżetowy w relacji do PKB jest umiarkowany i przypuszczalnie nadal będzie się zmniejszał. Jednak niebezpiecznie duży jest dług publiczny, który w 2015 r. przypuszczalnie będzie stanowił ponad 130% PKB. Relacja długu do dochodów budżetowych będzie wynosić prawie 275% PKB. W tym czasie w Portugalii dług publiczny będzie wynosił ponad 140% PKB i prawie 370% dochodów budżetowych. W Irlandii dług osiągnie prawie 130% PKB, a relacja długu do dochodów budżetowych ma wynosić 374%. W Grecji dług osiągnie ok. 170% PKB, a relacja długu do dochodów budżetowych ma wynosić prawie 398%.

W Irlandii – często przedstawianej jako kraj z powodzeniem wychodzący z kryzysu – zaskakująco duża jest przewaga tempa wzrostu długu nad tempem wzrostu PKB i dochodów budżetowych. W ciągu pięciu lat relacja długu do PKB zwiększyła się z 64,9% PKB w 2009 r. do 129,3% PKB w 2014 r., a w stosunku do dochodów budżetowych relacja ta wzrosła ze 192% w 2009 r. do 374% dochodów w 2014 r. Podobnie duże tempo wzrostu długu było w Hiszpanii, gdzie w ciągu 6 lat relacja długu do PKB niemal się podwoiła, gdyż zwiększyła się z 54% PKB w 2009 r. do 102,5% PKB w 2015 r. Podobnie relacja długu do dochodów budżetowych zwiększyła się w Hiszpanii z prawie 154% w 2009 r. do prawie 268% w 2015 r.

Tablica 4. Dług publiczny w relacji do dochodów budżetowych w wybranych krajach (w %)

Wyszczególnienie	Kraj	2015p	2014p	2013s	2012	2011	2010	2009
Kraje posiadające bardzo duże długi	Austria	149,6	151,6	151,4	151,0	150,8	149,6	142,7
	Belgia	192,9	194,8	196,7	196,2	197,6	196,3	199,0
	Kanada	222,9	226,6	231,6	225,8	219,3	217,6	209,3
	Francja	179,2	179,2	176,7	174,3	169,5	166,4	160,9
	Niemcy	168,8	174,2	179,0	181,3	180,7	189,4	165,1
	Wielka Brytania	264,5	256,1	242,8	256,8	228,8	217,3	190,1
	Grecja	397,8	399,2	409,2	355,6	401,9	365,2	338,2
	Islandia	202,5	207,5	212,9	230,1	254,2	218,3	214,6
	Irlandia	374,0	376,3	374,6	345,7	309,8	270,8	192,1
	Włochy	274,5	277,6	276,2	266,2	261,6	259,0	250,6
	Japonia	715,2	727,5	770,4	765,2	747,6	729,3	710,6
	Holandia	162,1	163,5	159,1	155,0	145,2	138,4	134,4
	Portugalia	369,7	353,5	323,4	301,7	240,7	226,0	211,4
	Hiszpania	267,7	259,4	248,3	2312,4	194,0	167,9	153,7
	USA	309,4	319,3	325,7	333,1	326,5	309,7	288,7
Kraje o gospodarkach wschodzących będące kredytodawcami na międzynarodowym rynku kapitałowym	Argentyna	108,7	110,0	114,6	118,7	120,2	132,3	171,2
	Brazylia	185,8	186,6	184,6	180,6	176,1	174,8	191,4
	Chiny	84,8	107,3	119,1	122,2	127,0	157,4	153,6
	Indie	343,2	346,8	345,4	343,9	353,0	364,0	388,5
	Indonezja	146,5	147,0	145,0	136,1	149,7	173,5	173,6
	Malezja	236,2	236,2	225,8	219,5	219,8	229,8	201,6
	Rosja	35,7	33,8	28,8	29,4	31,2	31,9	31,3
	Arabia Saudyjska	9,1	10,3	12,0	11,4	15,8	23,7	44,3
	Tajlandia	227,1	222,9	219,1	215,4	185,3	190,2	217,2

Źródło: Dagong [2014, General Government Gross Debt/Fiscal Revenue, in %, table 5].

Warto wspomnieć o Polsce, w klasyfikacji Dagong zaliczonej do trzeciej grupy, która obejmuje pozostałe kraje rozwijające się. Deficyt budżetowy w relacji do PKB ma tendencję malejącą z 7,9% w 2010 r. do 3,7% w 2014 r. i 2,2% w 2015 r. Natomiast relacja polskiego długu publicznego do PKB miała tendencję rosnącą z 50,9% w 2009 r. do 57,2% w 2014 r. W 2015 r. relacja ta lekko się obniżyła do 56,3%, przypuszczalnie w rezultacie zmian ustawowych w OFE. Podobnie rosła relacja długu do dochodów budżetowych z 137,0% w 2009 r. do 149,3% w 2014 r., z możliwością spadku do 145,7% w 2015 r.

Przyszłość zadłużonych krajów rozwiniętych gospodarczo

W 2001 r. PKB Chin (1324,8 mld USD) był nie tylko mniejszy od PKB USA (10 233,9 mld USD) i Japonii (4159,9 mld USD), lecz był nawet mniejszy od PKB Niemiec (1888,9 mld USD), Wielkiej Brytanii (1468,0 mld USD)

oraz Francji (1338,3 mld USD). Dziesięć lat później PKB Chin jest już tylko mniejszy od PKB USA, lecz większy od łącznego PKB krajów członkowskich strefy euro.

Jeszcze kilkanaście lat temu USA i bogate kraje UE posiadały wysoką międzynarodową konkurencyjność wywarzania, która pozwoliła ludności w tych krajach utrzymywać wysoki poziom stopy życiowej. Malejąca międzynarodowa konkurencyjność w krajach rozwiniętych wymaga więc odpowiedniego obniżania stopy życiowej. Jednak elity rządzące nie przyznają się przed swoimi elektoratami do porażki w rywalizacji o międzynarodową konkurencyjność, gdyż związany z tym wzrost bezrobocia prowadzi do groźnych dla władzy protestów społecznych. Trudności z utrzymaniem osiągniętego już wysokiego poziomu stopy życiowej w krajach rozwiniętych gospodarczo były ukrywane przez zwiększoną sprzedaż papierów dłużnych na międzynarodowym rynku kapitałowym. Innymi słowy, w USA i krajach członkowskich UE wzrost zadłużenia umożliwiał finansowanie konsumpcji i przez to kupowanie spokoju społecznego. Taka polityka podtrzymywania złudzeń o osiągniętych przez rząd sukcesach w rozwoju gospodarczym tych państw zmusza do medialnego bagatelizowania problemów z rosnącym długiem publicznym. Jednak trudności z międzynarodowym finansowaniem długu publicznego narosły już do tego stopnia, że zmuszają do oszczędności i zmniejszania wydatków publicznych. Takie zmniejszenie popytu efektywnego z reguły odbywa się kosztem wzrostu gospodarczego i dodatkowo zwiększa trudności w podnoszeniu konkurencyjności.

Stany Zjednoczone są ciekawym przykładem negatywnego wpływu na politykę gospodarczą skutków rosnącego zadłużenia. USA posiadają gospodarkę w dużym stopniu zmilitaryzowaną o niedostatecznej konkurencyjności wytwarzania. Ogromny wzrost zadłużenia sprawia, że USA mają trudności z pozyskaniem odpowiednio dużych kredytów na międzynarodowym rynku kapitałowym. Dla pokonania trudności przy pozyskiwaniu potrzebnych środków finansowych kraj ten wykorzystuje możliwości związane z posiadaniem pieniądza będącego walutą rezerwową. Środki finansowe potrzebne do obsługi ogromnego długu publicznego są pozyskiwane przez niebezpieczne zwiększanie emisji pieniądza. W USA polityka drukowania w dużych ilościach „pustego pieniądza” ma już miejsce, lecz podawana jest pod medialnie lepiej brzmiącym hasłem „skupowania własnych obligacji na rynku”. W zaciemniającym odbiór społeczny żargonie finansowym o zwiększaniu ilości drukowanych dolarów mówi się, że Bank Centralny (Fed) skupuje obligacje USA w ramach programu ilościowego luzowania (*quantitative easing*) polityki pieniężnej.

W 2013 r. w USA była realizowana czwarta runda ilościowego luzowania polityki pieniężnej. W rezultacie tej polityki Fed dodrukował już łącznie ponad cztery biliony USD. W maju 2013 r. w USA ogłoszono plan zmniejszenia zakupów własnych obligacji w celu uspokojenia narastającego niepokoju na międzynarodowych rynkach walutowych spowodowanego długotrwałym zwiększaniem podaży dolarów. Od stycznia 2014 r. miesięczne zakupy obligacji przez

Fed mają być zmniejszone z 85 mld USD do 75 mld USD, a więc już poniżej jednego biliona USD rocznie. Jednak nadal będzie to drukowanie ok. jednego biliona „pustych” USD rocznie. Przypuszczalnie rząd będzie starał się kontynuować fiskalną politykę zwiększania dochodów i ograniczania wydatków budżetowych. Powodzenie tej polityki będzie decydujące dla zmniejszenia presji fiskalnej, jednak zasadniczo nie zwiększy zdolności gospodarki USA do obsługi posiadanego zadłużenia.

Wspomniane zmniejszenie skali zakupów papierów dłużnych przez Fed w 2014 r. może spowodować, że wzrośnie rentowność długoterminowych bonów skarbowych, nastąpi aprecjacja dolara, wzrośnie napływ kapitału do USA oraz może nastąpić ożywienie gospodarcze. Trwałość ożywienia zależy jednak od tego, czy wygaszanie programu ilościowego luzowania będzie kontynuowane po 2014 r. Można mieć poważne wątpliwości, czy J. Yellen jako nowa szefowa Fed będzie w stanie kontynuować program ograniczania luzowania polityki pieniężnej. Decyzje o wydatkach budżetowych zależą od Kongresu, w którym autorytet nowej prezes Fed jest mały. Świadczy o tym fakt, że została ona zaprobowana najmniejszą różnicą głosów ze wszystkich szefów Fed w historii głosowań w Kongresie. O determinacji Kongresu w dążeniu do podtrzymywania dobrej sytuacji na rynku pracy świadczy fakt, że w lutym 2014 r. zniesiono limit długu, który nie będzie obowiązywał do 15 marca 2015 r.

Konieczność skupowania własnych papierów dłużnych przez bank centralny USA świadczy o trudnościach z lokowaniem obligacji na międzynarodowym rynku papierów dłużnych. Mimo tego, w listopadzie 2013 r. agencja ratingowa Fitch dała USA bardzo dobrą ocenę „AAA z tendencją do spadku”. Natomiast jej rating z listopada 2011 r. był tylko „A+” dla posiadających ogromne nadwyżki kapitałowe Chin. Podobnie ocena agencji S&P z czerwca 2013 r. dla USA była „AA+ z tendencją stabilną”, a rating z lutego 2012 r. dla Chin był „AA-”. Rating agencji Moody’s z sierpnia 2011 r. dla USA był „AAA z tendencją negatywną”, a w tym czasie ocena dla Chin była „AA-”.

W 2014 r. w krajach strefy euro przypuszczalnie będzie kontynuowana dotychczasowa polityka uzdrawiania finansów i reform strukturalnych. Polityka ograniczania wydatków i zwiększania dochodów budżetowych zmniejsza popyt efektywny i utrudnia poprawę koniunktury w gospodarce realnej. W UE kontynuacja polityki dyscypliny finansowej i reform strukturalnych może wzmocnić zaufanie międzynarodowych rynków do euro i doprowadzić do wzrostu napływu kapitału do zadłużonych krajów członkowskich strefy euro. EBC powinien zrezygnować ze stymulowania wzrostu gospodarczego w krajach członkowskich strefy euro przez dodatkowe emisje euro. Dotychczasowa polityka podnoszenia popytu efektywnego w UE przez drukowanie bilionów EUR przez EBC pokazała bowiem brak skuteczności tego zabiegu dla wzmocnienia sfery realnej. W 2012 r. EBC dodrukował – w dwu transzach po 500 mld EUR – ponad bilion EUR w celu stabilizacji zagrożonego sektora finansowego. Jednak praktyka pokazała, że miało to nikły pozytywny efekt dla wspierania aktywności gospodarczej w krajach członkowskich.

Obecnie w UE ma miejsce narastająca presja krajów członkowskich o dużym zadłużeniu, aby EBC – podobnie jak w USA robi to Fed – skupował obligacje bardzo zadłużonych krajów. Takie drukowanie „pustego” pieniądza przez EBC może doprowadzić do gwałtownego wzrostu podaży euro na światowym rynku walutowym i w konsekwencji do utraty przez euro roli światowego pieniądza rezerwowego. Byłby to koniec strefy euro i początek zasadniczych zmian w funkcjonowaniu UE, łącznie z powrotem do walut narodowych przez kraje członkowskie strefy euro. Z drugiej jednak strony, brak wsparcia finansowego ze strony EBC może doprowadzić do rozpadu strefy euro z powodu utraty możliwości obsługi posiadanego długu przez niektóre kraje członkowskie strefy euro. W 2013 r. ryzyko to dotyczyło zwłaszcza następujących krajów o bardzo niskich ocenach ratingowych: Włochy „BBB z tendencją do dalszego spadku”, Irlandia „BBB z tendencją do dalszego spadku”, Łotwa „BB”, Portugalia „BB z tendencją do dalszego spadku”, Hiszpania „BB–”, Cypr „B–” oraz Grecja „CC z tendencją do dalszego spadku”.

Jak więc widać, w USA i w strefie euro nadal silna jest pokusa korzystania z faktu posiadania światowego pieniądza rezerwowego. Takie zwiększanie podaży pieniądza korzystnie wpływa na poziom notowań na giełdach. W przypadku USA drukowanie pieniądza bez pokrycia jest jeszcze łatwe, gdyż dolar w bankach centralnych nadal odgrywa rolę głównej waluty rezerwowej. Jednak kontynuowanie polityki drukowania „pustego pieniądza” w dużych ilościach uruchamia groźny w skutkach ciąg wydarzeń związany ze spadkiem stóp procentowych i siły nabywczej pieniądza oraz ucieczką międzynarodowych kapitałów od tracącej na wartości światowej waluty rezerwowej. To zaś może doprowadzić do pozbywania się ogromnych rezerw dolarowych posiadanych przez banki centralne i do wywołanego tym gwałtownego wzrostu podaży dolarów na światowym rynku. W długiej perspektywie wywołany tym nadmierny wzrost podaży dolarów na światowym rynku walutowym może doprowadzić w USA do wymiany pieniądza. Takie ogłoszenie niewypłacalności nie jest tylko możliwością teoretyczną, gdyż korzyści z podjęcia decyzji o niewypłacalności – mimo związanych z tym wysokich kosztów – są ogromne. Z doświadczeń historii gospodarczej wiadomo, że w przeszłości kraje często stosowały takie rozwiązanie problemu nadmiernego zadłużenia. W latach 1800–2009 w kręgu cywilizacji europejskiej było 250 przypadków ogłoszenia niewypłacalności, które dotyczyły zadłużenia zagranicznego oraz 68 przypadków ogłoszenia niewypłacalności, które dotyczyły krajowego długu publicznego [Attali, 2010, s. 22].

Oczywiście rozpatrywane powyżej przypadki wymiany pieniądza są hipotetyczne, gdyż na razie nie ma symptomów niewypłacalności. Nie ma wątpliwości, że dla USA i krajów strefy euro pozbycie się ogromnego długu przez spowodowanie niewypłacalności byłoby porażką wizerunkową. Zarazem jednak byłyby to szansa szybkiej odnowy gospodarczej bez obciążania kilku następnych pokoleń koniecznością spłaty ogromnych długów publicznych.

Sposobów pozbycia się w USA poważnej części zagranicznego zadłużenia denominowanego w dolarach może być wiele. Na przykład można wyobrazić sobie wprowadzanie w miejsce dolara nowej waluty dla protekcjonistycznego ugrupowania integracyjnego utworzonego przez USA, Kanadę i Australię. W strefie euro podobny cel można osiągnąć przez wymianę przez poszczególne kraje członkowskie tylko części banknotów. Bogate kraje członkowskie mogą swoje nowe waluty wymieniać tylko na te banknoty euro, które są tym krajom przypisane zgodnie z odpowiednimi numerami seryjnymi znajdującymi się na będących w obiegu banknotach euro. W takiej sytuacji znaczna część kosztów wynikających z niewypłacalności niektórych krajów członkowskich strefy euro spadłby na zagranicznych wierzycieli, gdyż wartość straciłyby nie objęte wymianą zagraniczne depozyty denominowane w euro. Jednak tak wielka międzynarodowa redystrybucja kapitału mogłoby oznaczać początek bardzo poważnego światowego kryzysu, któremu mogą towarzyszyć protekcjonistyczne wojny gospodarcze, a być może i regionalne konflikty militarne.

Bibliografia

- Attali J. [2010], *Zachód 10 lat przed totalnym bankructwem?*, Studio EMKA, Warszawa.
- Dagong [2011], *Review Summary at 1st Anniversary of Issuance of Sovereign Credit Ratings for 50 Countries and Regions by Dagong*, July 11, http://en.dagongcredit.com/content/details20_5006.html
- Dagong [2014], *2014 Global Sovereign Credit Risk Outlook (Two)*, January 7, http://en.dagongcredit.com/content/details20_7876.html
- Góralczyk B. [2010], *Chiński feniks. Paradoxy wschodzącego mocarstwa*, Wydawnictwo Sprawy Polityczne, Toruń.
- Kotyński J. [2013], *Wzrost i poziom PKB Polski na tle krajów Unii Europejskiej i świata*, w: *Polska w niestabilnej gospodarce europejskiej i globalnej*, red. K. Rybiński, Akademia Finansów i Biznesu Vistula, Warszawa.
- Mei J. [2013], *How Europe should view China's industrial policy*, Shanghai Academy of Social Sciences, China, October 1.
- Opolski K. [2014], *W poszukiwaniu „ekonomii społecznej”*, w: *Niedoskonała globalizacja. Czy światowy system gospodarczy wymaga gruntownych reform?*, red. A. Cieślak, J.J. Michałek, Wydawnictwo Uniwersytetu Warszawskiego, Warszawa.
- Presidency Conclusions* [2000], Lisbon European Council, 23 and 24 March.
- Rybiński K. [2013], *Przemilczane konsekwencje*, „Dziennik Gazeta Prawna”, 12 grudnia.
- Sulmicka M. [2011], *Strategia „Europa 2020” – postlizbońska polityka rozwoju Unii Europejskiej*, w: *Polityka gospodarcza w świetle kryzysowych doświadczeń*, red. J. Stacewicz, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa.
- Sulmicki J. [1981], *Postęp naukowo techniczny a długookresowe zmiany w gospodarce światowej*, Państwowe Wydawnictwo Naukowe, Warszawa.

Sulmicki J. [2005], *Stabilność rynków finansowych a wejście Polski do strefy euro*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa.

Wojtyna A. [2013], *Kontrowersje wokół charakteru ożywienia po kryzysie finansowym i recesji*, „Gospodarka Narodowa”, nr 11–12.

EXCESSIVE SOVEREIGN DEBT OUTSTANDING IN ADVANCED ECONOMIES

Summary

The author sets out to demonstrate that the United States and eurozone economies are suffering from insufficient international competitiveness and that their competitive position has not improved despite repeated attempts at boosting it. These unsuccessful attempts have been offset through sustaining effective demand in the real economy at the expense of worsened financial stability, the author says.

In 2007, the United States and eurozone member states prevented their banking sectors from crashing by resorting to massive financial transfers. The private financial sector was strengthened at the expense of a rapid rise in public debt, Sulmicki notes, an operation that was largely financed through foreign portfolio investments. This has resulted in a feeling of unease among potential investors, amplified by rating agency evaluations reflecting the increasing risk of portfolio investments in developed country bonds.

The question is what the future of indebted developed countries that have been unable to implement the necessary adjustment processes will be, the author says. Many of these countries are finding it increasingly difficult to sustain a policy of increasing debt levels and the amount of currency in circulation. They have been unable to increase their competitiveness because the governments are not willing to radically decrease the population's standard of living. Such an approach leads to continued labor market problems and a rapid pauperization of the middle classes, a process that entails growing social dissatisfaction, Sulmicki concludes.

Keywords: sovereign debt, rating agencies, highly indebted developed economies

JEL classification codes: F01, F34, G01
