

Grzegorz WASZKIEWICZ*

RYZIKO NA MIĘDZYNARODOWYCH RYNKACH DŁUGU PUBLICZNEGO W LATACH 1970-1990

Zarys treści: Celem artykułu jest zaprezentowanie podejścia rynków finansowych do ryzyka inwestycyjnego powiązanego z długiem publicznym w latach 1970-1990. Wraz z upadkiem systemu Bretton Woods zaciąganie długu państwowego przybrało na znaczeniu wobec wyeliminowania licznych restrykcji co do przepływów kapitału. Niemniej, zaciągany dług, nie posiadał wystarczającego zabezpieczenia, a przez to generował ryzyko. Podjęte rozważania pozwoliły jednoznacznie dowieść, że dług publiczny zaciągany w latach 70. i 80. nie był pozbawiony ryzyka inwestycyjnego, wynikającego z kondycji finansowo-gospodarczej krajów dłużniczych i dynamicznych zmian

globalnej sytuacji makroekonomicznej. Niestety do 1982 r. ryzyko to nie było analizowane przez pryzmat znanych obszarów zagrożeń. Reorientacja tego podejścia dokonała się dopiero, gdy rynki finansowe problemy z obsługą długów narodowych przestały

rozpatrywać jako czasowy brak płynności, lecz jako strukturalną niewypłacalność państw – emitentów.

Słowa kluczowe: ryzyko, rynek długu publicznego, wypłacalność, kryzys JEL: F34, E44, G01.

Wprowadzenie

Od lat 70. XX w. narasta zadłużenie państw narodowych, którego jedynym zabezpieczeniem pozostaje ufność w to, że rząd będzie w stanie i będzie chciał spłacać własne zobowiązania. Zarówno odejście od standardu złota w 1971 r. i wprowadzenie pieniądza papierowego, jak i kryzysy naftowe z lat 70. XX w., to zdarzenia, które odpowiednio uprościły i upowszechniły proces zadłużania się gospodarek narodowych. W efekcie lata 70. sprzyjały beztrudnemu zadłużaniu się krajów doganiających, czego skutki, zarówno gospodarki zadłużone i wierzycielskie, ale także globalne rynki finansowe, odczuły w latach 80. Na tym tle ewoluował również proces postrzegania ryzyka

* doktor nauk ekonomicznych

związanego z zadłużeniem publicznym, co postarano się przedstawić w poniższym tekście.

Zmiany w gospodarce światowej a zadłużenie publiczne w latach 1970-1990

Problemy zadłużeniowe datują się od początku lat 80. XX w., choć były one konsekwencjami decyzji gospodarczych, podejmowanych w poprzedniej dekadzie. W latach 70. XX w. w krajach rozwiniętych panowała podwyższona inflacja jako efekt szybkiego rozwoju gospodarczego i coraz wyższych wydatków budżetowych w ramach koncepcji państwa dobrobytu. Dodatkowo procesy inflacyjne nasiliły się wraz ze wzrostem cen surowców importowanych z krajów rozwijających się¹. W latach 1973-1974 wystąpił pierwszy szok naftowy – państwa eksportujące ropę (OPEC) utworzyły kartel i podniosły cenę ropy². To wywołało spadek produktu krajowego brutto (PKB) oraz wzrost bezrobocia i inflacji (stagflację) w krajach wysokorozwiniętych. Jednocześnie bogaciły się przedsiębiorstwa z państw wydobywających ropę, a zyski deponowały w bankach zachodnich z uwagi na fakt, iż ich rodzime rynki finansowe nie były w stanie przyjąć tak znacznych wartościowo depozytów pieniężnych³. Panująca wówczas międzynarodowa sytuacja gospodarcza premiowała kraje rozwijające się, które zaciągały kredyt w gospodarkach o podwyższonej inflacji, co gwarantowało ujemne realne oprocentowanie przy rosnących zyskach z eksportu krajowych surowców. Co więcej, banki zachodnie, posiadając nadmiar kapitału (petrodolary z krajów OPEC, które napływając, utrwały niskie stopy procentowe)⁴, chętnie pożyczaly go krajom rozwijającym się – tabela 1, zwłaszcza rządów oraz kredytobiorcom posiadającym gwarancje rządowe.

Napływ taniego pieniądza do Ameryki Łacińskiej sprzyjał prowadzeniu ekspansywnej polityki fiskalnej i monetarnej w tym regionie. Deficytem

¹A. Kosztowniak, *Zadłużenie zagraniczne jako problem globalny*, [w:] J. L. Bednarczyk (red.), *Współczesna polityka gospodarcza, Wybrane zagadnienia*, Wydawnictwo Politechniki Radomskiej, Radom 2008, s. 217.

² *Cena za baryłkę wzrosła trzykrotnie*. Źródło: J. Kaliński, *Historia gospodarcza XIX i XX w.*, PWE, Warszawa 2008, s. 328-330.

³ M. Morawski, *Powszechna historia gospodarcza 1918-1991*, Folks, Warszawa 1994, s. 255.

⁴ P. Skulski, *Problemy rozwoju i wymiany międzynarodowej krajów rozwijających się*, [w:] J. Rymarczyk (red.), *Międzynarodowe stosunki gospodarcze*, PWE, Warszawa 2010, s. 369.

budżetowym opłacano rosnący popyt wewnętrzny, który wylewając się poza granice państw, generował coraz wyższe nierównowagi handlowe i inflację. W efekcie występowało zjawisko bliźniaczych deficytów.

Tabela 1. Napływ kapitału do gospodarek rozwijających się 1970-1990 (w mld USD)

Dane Rok	Całość	Pomoc oficjalna	Banki	Inwestycje bezpośrednie
1970	44	23	14	7
1976	98	44	45	11
1979	136	50	72	14
1981	163	57	74	32
1983	99	42	36	21
1986	86	56	16	14
1990	110	68	14	28

Źródło: S. L. Schmukler, *Financial globalization: gain and pain for developing countries*, Federal Reserve Bank of Atlanta, *Economic Review*, 2nd quarter 2004, s. 41-43.

Kres tej wymianie położył drugi szok naftowy (1978-1979), kiedy to ceny ropy podwoiły się⁵, wywołując wzrost deficytów obrotów bieżących w państwach wysoko uprzemysłowionych. Kraje rozwinięte podjęły politykę antyinflacyjną (wzrostu realnych stóp procentowych) i ograniczyły import surowców z krajów wierzycielskich. To wywołało drastyczne pogorszenie sytuacji finansowej dłużników, ponieważ, po pierwsze wzrosły stopy procentowe w USA⁶, oraz na europejskich rynkach finansowych⁷, prowadząc do zmian w kierunku przepływu kapitału finansowego, po wtóre, spadł eksport do państw rozwiniętych i ograniczył dopływ dolarów do gospodarek obsługujących wysokie zadłużenie zagraniczne w tej właśnie walucie.

Państwa najbardziej zadłużone (tabela 2), pozbawione dopływu dewiz, zostały zmuszone do zmian warunków spłaty należności. Tymczasem kryzys pogłębiał się i z krajów Ameryki Łacińskiej szybko przeniósł się na obszar

⁵ W sumie pomiędzy 1973 r. a 1980 r. cena za baryłkę ropy wzrosła z 3 USD do 30 USD. Źródło: R. Cameron, L. Neal L, *Historia gospodarcza świata, Książka i Wiedza*, Warszawa 2004, s. 427.

⁶ Stopy procentowe wzrosły z 6,7% w latach 1970-1973 do 15,5% w 1979-1982, Źródło: A. Kosztowniak, op. cit., s. 219.

⁷ W 1981 r. oprocentowanie pożyczek na międzynarodowym rynku finansowym wzrosło z 6,7% do 18%. Źródło: J. Skodlarski, *Zarys historii gospodarczej Polski*, PWN, Warszawa-Lódź 2000, s. 502.

Afryki, Azji oraz Europy Wschodniej powodując, że niewypłacalność stała się problemem globalnym – tabela 3.

Tabela 2. Najbardziej zadłużone kraje w latach 80. XX w. (w mld USD)

Kraj \ Rok	1980	1986	1989
<i>Brazylia</i>	63,5	108	111,3
<i>Meksyk</i>	57,2	105,5	95,6
<i>Korea Płd.</i>	28,1	57,5	.
<i>Argentyna</i>	27,2	53,7	64,7
<i>Indonezja</i>	20,2	37,1	53,1
<i>Polska</i>	25,01	33,5	43,3

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: M. Morawski, op. cit., s. 261; dane Międzynarodowego Funduszu Walutowego (MFW).

Tabela 3. Dług zagraniczny na poszczególnych kontynentach w ujęciu wartościowym (mld USD) oraz w relacji do eksportu (w %); 1982-1995

Kraj	Rok Dane	1982		1985		1990	
		Dług	<u>Dług</u> <u>Eksport</u>	Dług	<u>Dług</u> <u>Eksport</u>	Dług	<u>Dług</u> <u>Eksport</u>
<i>Ameryka Łacińska</i>		345,3	268,5	411,6	310,1	475,5	259,7
<i>Afryka</i>		138,9	191,5	184,1	218,1	288,8	234,6
<i>Azja</i>		235,9	91,9	302,3	102,5	515,2	77,1
<i>Europa Wschodnia</i>		20,2	34,1	62,9	106,1	109,2	162,6

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: S. Miklaszewski (red.), 2003, *Międzynarodowe stosunki gospodarcze u progu XXI wieku*, Diffin, Warszawa 2003, 113-114.

W dobie taniego pieniądza i sztywnej polityki kursowej, w sytuacji wzrostu cen, narodowe waluty stawały się przewartościowane. Wysoka stopa procentowa w krajach rozwiniętych stwarzała zachętę do ucieczki kapitału (np. w Wenezueli, Brazylii, Argentynie), dodatkowo wzmacnianej coraz bardziej niepewnymi perspektywami dla krajów zadłużonych. Przewartościowane waluty osłabiały zdolność gospodarek do eksportu, a obrona własnych kursów wymagała interwencji walutowych. Z drugiej strony, obniżanie rezerw walutowych zagrażało atakami spekulacyjnymi, prowadząc do załamania kursów walutowych i objawów kryzysu walutowego, tj. w Meksyku i

Argentynie (1982 r.) oraz w Wenezueli (1984 r.). Po ogłoszeniu niewypłacalności przez Meksyk w sierpniu 1982 r. i problemach kolejnych krajów, wierzyciele uzmysłowili sobie, że trudności mogą wynikać ze strukturalnej niezdolności gospodarek narodowych do obsługi narosłych zobowiązań⁸.

Utrudnione finansowanie długu po 1982 r. spowodowało również, że kraje wysoko zadłużone musiały w coraz większym stopniu samodzielnie finansować wydatki. Choć dłużnicy ograniczali wydatki państwowe i skutecznie bilansowali rachunki pierwotne (do 1985 r. udało się to np. w Argentynie, Kolumbii, Meksyku), to jednak nierównowagi budżetowe wciąż narastały w poszczególnych krajach z uwagi na koszty obsługi zobowiązań publicznych⁹. Wynikało to z faktu, że typowe zewnętrzne pożyczki długoterminowe zawierały realną formułę oprocentowania. Niemal $\frac{2}{3}$ zaciąganego wówczas zadłużenia wiązano ze stawką LIBOR, reagującą na krótkoterminowe oprocentowanie pieniądza w USA¹⁰. W Tej sytuacji niektóre z państw, np. Boliwia, monetyzowały dług, w efekcie deficyt w 1985 r. wyniósł 27% PKB, wystąpiła też hiperinflacja (powyżej 8000%) – tabela 4.

Tabela 4. Inflacja i koszt kredytu dla wybranych krajów; 1971-1987

Rok Kraj	1971-1980 (średnia)	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987		
CPI; dane w % [r/r]										
<i>Argentyna</i>	121	131	210	434	688	385	82	175		
<i>Boliwia</i>	20	25	297	328	2170	8170	66	11		
<i>Brazylia</i>	38	101	102	178	209	249	64	321		
<i>Chile</i>	131	10	21	23	23	26	17	23		
Realne oprocentowanie kredytów; dane w % [r/r]										
	1970	1975	1976	1979	1981	1982	1983	1984	1985	1986
<i>Argentyna</i>	-33	-163	-334,5	-40,2	8,7	-43,2	-22,5	-27,1	-9,2	19,6
<i>Indonezja</i>	10,5	9,5	16,5	20	17,5
<i>Brazylia</i>	8,19	-10	-17,2	-31,9	4,9	29,8	-3,7	23,7	26,1	-7,8
<i>Meksyk</i>	5,3	-3,8	-8,8	-5	5,2	-23,5	-23	2,5	9,2	15,4

Źródło: *World Development Report*, World Bank 1998, s. 69; A. Budnikowski, op. cit., s. 241.

⁸ A. Budnikowski, *Międzynarodowe stosunki gospodarcze*, PWE, Warszawa 2006, s. 404.

⁹ W 1985 r. koszty obsługi długu zagranicznego w stosunku do dochodów budżetu, wyniosły odpowiednio – w Argentynie (17,1%), w Meksyku (12,9%). Źródło: *World...*, op. cit., s. 65.

¹⁰ *An examination of the developing countries of the 1980 and early 1990*, Federal Deposit Insurance Corporation 1997.

Kryzys wypłacalności oznaczał widmo częściowego lub całkowitego umorzenia długu, a zatem straty dla banków, głównie amerykańskich (*Citicorp, Manufacturers Hannover, Bankers Trust, Bank America, JP Morgan, First Chicago, Chase Manhattan, Chemical Salomon Bros. inc*)¹¹ oraz angielskich (*National Westminster, Barclays Bank, Lloyds, Midlands*)¹², albowiem nie funkcjonowały jeszcze sposoby restrukturyzacji długów państwowych, zwłaszcza tych zaciągniętych w bankach komercyjnych¹³. Problem był tym bardziej pilny, gdyż wartość kredytów udzielonych krajom rozwijającym się znacznie przekraczała kapitał poszczególnych banków¹⁴. Co więcej, istniało realne niebezpieczeństwo, iż odmowa obsługi zadłużenia przez władze Meksyku może skutkować podobnymi zachowaniami w Brazylii i Argentynie, a nawet w innych zadłużonych krajach z uwagi na skalę zobowiązań krótkoterminowych (tabela 5).

Tabela 5. Zadłużenie krajów rozwijających się według sektora finansującego i zapadalności w 1984 r. (dane w mld USD)

Zapadalność	Sektor	Kredyty ogółem	Kredyty	
			Publiczny	Prywatny (bankowy)
<i>Krótkoterminowy</i>		142	49	93
<i>Długoterminowy</i>		751	279	472
<i>Dług ogółem</i>		893	328	565

Źródło: P. K. Stambuli, *Causes and Consequences of the 1982, World Debt Crisis Pre-doctoral Research Paper*, October, University of Surrey 1998, s. 24.

W tych warunkach zarówno rządy dłużnicze, wierzyciele narodowi oraz prywatni (banki), a także MFW i BŚ (Bank Światowy) podjęli współpracę w celu opanowania narastającego międzynarodowego kryzysu zadłużeniowego. Punktem wyjścia do restrukturyzacji zadłużenia była implementacja programów dostosowawczych, które nakierowano na dopasowanie wielkości i warunków spłaty do możliwości poszczególnych dłużników. Negocjacje z wierzycielami rządowymi, skupionymi wokół Klubu Paryskiego, dotyczyły restrukturyzacji rat kapitałowych i odsetek, zaś w przypadku Klubu Londyńskiego (pożyczkodawcy bankowi) rozważano jedynie restrukturyzację rat kapitałowych. W ramach procesu restrukturyzacyjnego odraczano płatności z tytułu obsługi długu,

¹¹ *A review of Bank Performance*, New York 1985.

¹² *City of London estimates*, 1984.

¹³ P. R. Krugman, *Międzynarodowe stosunki gospodarcze*, PWN, Warszawa 2001, s. 286.

¹⁴ R. Dornbusch, *The Debt Problem: 1980-1984 and Beyond*, (mimeo), MIT, Boston, January 1985, s. 4.

ustalano nowe terminarze spłat, refinansowano zadłużenie (przedłużano zapadające płatności), a niekiedy nawet anulowano zaległe raty kapitałowe lub odsetki¹⁵. Próby rozwiązania kryzysu przebiegały w trzech etapach:

- 1982-1985; w tym okresie wierzyciele jeszcze nie doceniali problemu narastającego zadłużenia, licząc, że restrukturyzacja długów i napływ nowych kredytów z międzynarodowych instytucji finansowych pozwoli spłacić zobowiązania, ewentualnie z pewnym opóźnieniem. Zarówno wierzyciele bankowi, jak i rządowi nie dopuszczali ustępstw w postaci umarzania długów. W latach kolejnych dynamikę przyrostu nowych długów w bankach zachodnich zdecydowanie ograniczono (tabela 2; reakcja banków kredytujących na problemy kredytobiorców z obsługą). Niemniej jednak, całkowite zadłużenie publicznych gospodarek szybko wzrastało z uwagi na rosnące koszty obsługi wcześniej zaciągniętych kredytów i ograniczony dopływ dewiz (tabela 3). Ostatecznie ten etap, choć nie naprawił sytuacji dłużników, to ochronił światowy system finansowy przed załamaniem¹⁶. Jednocześnie zapewnił czas bankom komercyjnym, aby te mogły zgromadzić rezerwy na poczet złych długów oraz przygotować się na wypadek ewentualnego ogłoszenia niewypłacalności¹⁷;
- 1986-1988; pogłębiający się kryzys zadłużenia dowiódł, że problemy mają podłoże strukturalne, a zatem przywrócenie równowagi płatniczej dłużników wymagało uprzedniego odbudowania wzrostu gospodarczego w tych krajach. Zrewidowano sedno programów naprawczych, odtąd obok działań stabilizujących akcentowano konieczność przekształceń strukturalnych, w tym produkcji eksportowej. Proponowane zmiany znalazły odbicie w planie amerykańskiego sekretarza skarbu J. Bakera. Pomimo, że plan ten nie przyniósł zakładanych efektów, bo zainteresowane kredytami gospodarki nie spełniły wymogów (nieodpowiednie programy dostosowawcze i brak porozumień z MFW), to jednak udało się zmobilizować kolejną transzę pomocy ze strony banków komercyjnych, ale przede wszystkim – z uwagi na sytuację rynków zadłużeniowych – stworzyć nowe techniki restrukturyzacji długów (w tym zadłużenia wobec banków) w oparciu o rynkowe instrumenty finansowe, które mogły stać się przedmiotem sprzedaży i zamiany na globalnym rynku

¹⁵ S. Miklaszewski, op. cit., s. 119.

¹⁶ Zawierano porozumienia krótkoterminowe (2-3 lata), co zapewniało finansowanie dla najpilniejszych potrzeb dłużników. Źródło: S. Pangsy-Kania, *Zadłużenie zagraniczne Polski*, UG, Gdańsk 2001, s. 61.

¹⁷ S. Miklaszewski, op. cit., s. 120-121.

finansowym. Do wspomnianych technik zaliczono: wymianę zadłużenia na dług między bankami (*debt for debt swap*)¹⁸, wykup długu z dyskontem przez kraje dłużnicze (*buy-back arrangement*), zamianę długu na obligacje długoterminowe (*debt for bond swap*), zamianę długu na udziały kapitałowe w przedsiębiorstwach (*debt for equity swap*) oraz zamianę długu na wydatki na ochronę środowiska (*debt for nature swap*)¹⁹;

- 10 marca 1989 r. amerykański minister skarbu N. F. Brady zaproponował kolejny plan restrukturyzacji olbrzymiego zadłużenia krajów rozwijających się. Strategia Brady'ego była kolejnym sposobem wyjścia z kryzysu, polegającym na częściowym umorzeniu długu krajów o średnim poziomie dochodów i obowiązku spłaty pozostałości. Proponowana strategia stanowiła, iż kraje zadłużone podejmą pro wzrostowe reformy gospodarcze, uzgodnione z MFW i BŚ; banki komercyjne przeprowadzą dobrowolną redukcję zadłużenia, zaś MFW i BŚ dostarczą funduszy niezbędnych na sfinansowanie operacji redukcji zadłużenia i jego obsługi poprzez: wykup wierzytelności z dyskontem przez kraje dłużnicze (*buy-back*), zamianę długów na obligacje dyskontowe zabezpieczone obligacjami skarbowymi USA oraz zamianę długów na obligacje parytetowe oprocentowane poniżej stopy rynkowej²⁰. Krajom uczestniczącym w strategii Brady'ego zaproponowano dodatkowe kredyty ze strony rządu japońskiego oraz banków komercyjnych²¹.

Wśród wszystkich uwarunkowań, do jakich obligowały się kraje przystępujące do planu, należy wskazać na dwa szczególnie istotne z uwagi na rynki zobowiązań publicznych i ich kształt w kolejnych latach. Po pierwsze, państwa miały zapoczątkować i wspierać rozwój wtórnego rynku zobowiązań publicznych²²; po wtóre, wykorzystano szereg technik restrukturyzacji zobowiązań, w tym: zamianę długu na obligacje długoterminowe, wykup długu (z dyskontem) przez kraje dłużnicze na rynku wtórnym, zamianę długu jednego kraju na dług drugiego, zamianę zadłużenia na obligacje Brady'ego²³, które poprzez konwersję kredytów na obligacje państwa dłużnika mogły być

¹⁸ Konwersja długu zwana *swap* oznacza m.in. transakcję zadłużeniem. Źródło: S. Pangsy-Kania, op. cit., s. 69.

¹⁹ S. Miklaszewski, op. cit., s. 122.

²⁰ Ibidem, s. 123.

²¹ Na potrzeby finansowania obrotów handlowych i projektów inwestycyjnych. Źródło: S. Pangsy-Kania, op. cit., s. 66-68.

²² M. Morawski, op. cit., s. 261.

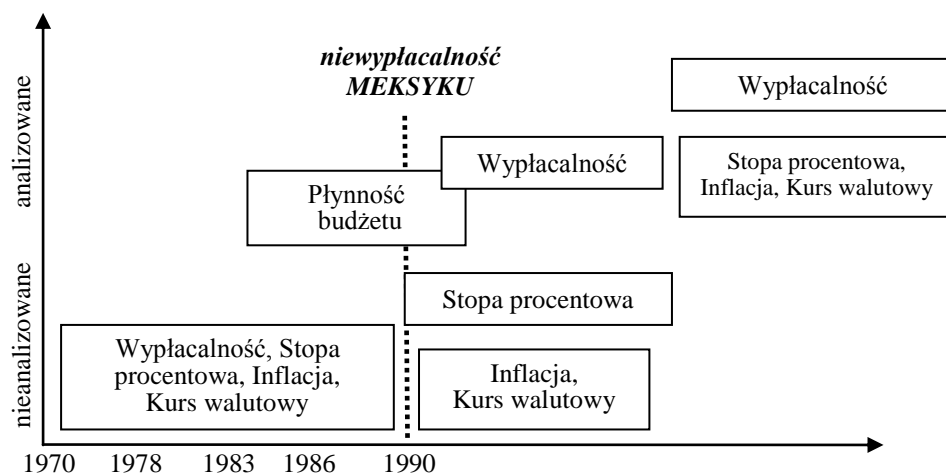
²³ P. Skulski, op. cit., s. 399-40; S. Pangsy-Kania, op. cit., s. 69-70.

traktowane i spłacane według możliwości pożyczkobiorcy. Obligacje Brady'ego stały się przez to przedmiotem obrotu na wtórnych rynkach obsługi wiarytelności publicznych, będąc zarazem źródłem informacji zwrotnej dla emitenta o zainteresowaniu jego walorami dłużnymi ze strony inwestorów²⁴. Z początkiem lat 90. XX w. ustabilizowano sytuację na międzynarodowych rynkach zadłużeniowych.

Podejście do ryzyka związanego z długiem publicznym; 1970-1990

Wszelkie działania gospodarcze są obwarowane niepewnością, wynikającą z ograniczonych możliwości rozpoznania przyszłych warunków gospodarowania w perspektywie krótko- i długoterminowej²⁵. Niepewność ta stanowi fundament ryzyka inwestycyjnego, które może generować wyższe koszty emisji i obsługi od zakładanych dla państwa, a także zapewniać niezadowalający zwrot z inwestycji, a nawet stratę kapitałową dla kredytodawcy.

Analiza lat 1970-1990 pozwala wyodrębnić trzy kluczowe okresy, w których zachodziła stopniowa ewolucja w postrzeganiu ryzyka związanego z zadłużeniem publicznym na rynkach finansowych, tzn. od 1970 r. do 1982 r., lata 1982-1986 oraz czas po 1986 r.



²⁴ M. Bodo, *Zadłużenie zagraniczne Polski: metody i możliwości spłaty*, [w:] „*Polityka gospodarcza*”, Instytut Wiedzy, Warszawa 2001/2002, nr 5-6, s. 62.

²⁵ M. S. Wiatr, *Zarządzanie indywidualnym ryzykiem kredytowym, Elementy systemu*, GH, Warszawa 2011, s. 38-39.

Rysunek 1. Podejście do obszarów ryzyka długu publicznego; 1970-1990**Źródło:** Opracowanie własne.

W latach 1970-1982 proces identyfikacji ryzyka na państwowych rynkach zadłużeniowych nie występował powszechnie. Można nawet odnieść wrażenie, że w tym okresie ryzyko wypłacalności dłużnika narodowego postrzegano jako nieistotne, a ewentualna analiza dotyczyła bieżącej zdolności regulowania zobowiązań. Dług publiczny traktowano jako w pełni zabezpieczony w długiej perspektywie. Podwyższona inflacja również nie odgrywała znacznej roli, gdyż dotyczyła przede wszystkim wierzycieli. Pomimo wysokiej inflacji w krajach rozwiniętych, a także faktu, że dług był zaciągany właśnie w nich, nie analizowano zagrożeń rynkowych. To podejście było tym bardziej niezrozumiałe, że zadłużenie krajów było obsługiwane w dolarach, a więc zagrożenie ryzykiem kursowym istniało²⁶. Pomimo związania walut z dolarem, nie można stwierdzić braku zagrożeń, czego dowiodły kryzysy i upłynnianie walut narodowych w latach 90. Prowadzi to do wniosku, że kraje kredytujące nie doceniały zagrożeń dla krajów zadłużonych, płynących z narastającej niestabilności w krajach zamożnych i konsekwencji tego dla krajów obsługujących narastający dług w USD. Choć w latach 1978-1982 aż 16 krajów (w tym Polska) podjęło rokowania w sprawie zmiany warunków spłaty swoich długów, to postrzegano to jedynie jako krótkookresowe trudności w pozyskaniu płynności międzynarodowej (*liquidity problem*). Z drugiej strony, niskie oprocentowanie kapitału w bankach zachodnich, nie popychało rządów państw zadłużających się do antycypacji zagrożeń pojawiających się na rynkach (np. niestabilności stóp procentowych), czego dowodem była skala zadłużenia krótkoterminowego w walutach obcych.

Analizując podejście do ryzyka długu w kontekście zmian w gospodarce światowej w latach 70. XX w., zauważono, że brak wystarczającej analizy ryzyka na rynkach długu państwowego ze strony kredytobiorców, jak i kredytodawców, wynikał z szerokiego napływu petrodolarów do banków w krajach zamożnych oraz wiary rynków finansowych w nieskończoną wypłacalność gospodarek narodowych.

Wraz z początkiem lat 80. kredytobiorcy dostrzegli jednak niebezpieczeństwo wzrostu stóp procentowych w innych gospodarkach jako czynnik powodujący odpływ kapitału spekulacyjnego w poszukiwaniu wyższych stóp zwrotu – po wzroście stóp procentowych w USA. Było to niebezpieczeństwo dla rynków zadłużeniowych krajów rozwijających się. Zmianie uległ kierunek transferu petrodolarów na międzynarodowych rynkach

²⁶ P. R. Krugman, *A Model of Balance of Payments Crises*, *Journal of Money, Credit and Banking*, 1979, Vol. 11, nr 3.

kredytowych²⁷, co w połączeniu z mniejszym zapotrzebowaniem na surowce doprowadziło kraje zadłużone do trudności z obsługą wierzytelności zagranicznych.

Jednakże po ogłoszeniu niewypłacalności przez Meksyk zaczęto podejrzewać, że istniejące problemy mogą mieć bardziej strukturalny i długofalowy charakter. Od 1982 r. wzrastała rola wypłacalności dłużnika jako główny obszar ryzyka długu państwowego. Od połowy lat 80. doceniano również niebezpieczeństwo powodowane ograniczonym dostępem do dewiz (kursowe) oraz inflacji i stóp procentowych. Zauważono, że ryzyko rynkowe – możliwość zmiany warunków finansowych transakcji (w tym cen rynkowych)²⁸ – wpływa na dochodowość udzielonego kredytu z punktu widzenia pożyczkodawcy (inwestora), a także na koszty obsługi pożyczonego kapitału dla emitenta. Wzrosła zatem rola wahań stóp procentowych, zwłaszcza gdy kapitał „uciekał” z Ameryki Łacińskiej (Wenezueli, Brazylii i Argentyny) po 1985 r.

Po roku 1986 uzmysłowiono sobie, że przywrócenie wypłacalności gospodarkom zadłużonym wymaga uprzedniego przywrócenie wzrostu gospodarczego. Jednak kapitał finansujący stymulację gospodarek rozwijających się miał pochodzić z zagranicy, w tym z banków komercyjnych. Stało się zatem jasne, że kolejne pożyczki mogą być udzielane pod warunkiem zabezpieczenia ich spłaty. To doprowadziło do ostatecznego ugruntowania roli wypłacalności jako fundamentalnego obszaru ryzyka przypisywanego dłużnikom. Ryzyko kredytowe stało się głównym zagrożeniem dla zaciągających i udzielających kredytu. Wzrosła też rola stóp procentowych. A następnie inflacji i kursu walutowego. Obszary te zaczęto baczniej monitorować, choć ich znaczenie jako źródeł zagrożeń było niepomernie mniejsze niż ryzyko wypłacalności, aczkolwiek – paradoksalnie – wysokie ryzyko rynkowe mogło obniżać zdolność gospodarek narodowych do obsługi własnych zobowiązań.

Z końcem lat 90. pojawił się również pogląd, iż przepływy kapitału (w tym dłużnego) pomiędzy krajami mogą być celowo ograniczane z uwagi na narastające ryzyko polityczne państw²⁹. Wydaje się jednak, iż stanowiło to znaczne uproszczenie problemu, a spadek wartości cyrkulującego kapitału wynikał raczej z faktu, że rynki finansowe dyskutowały coraz szerszą paletę zagrożeń, towarzyszących poszczególnym gospodarkom narodowym jako kredytobiorcom.

²⁷ A. Kosztowniak, op. cit., s. 219.

²⁸ I. Pyka, op. cit., s. 47.

²⁹ R. E. Lucas, *Why Doesn't Capital Flow from Rich to Poor Countries?*, The American Economic Review, Vol. 80, nr 2, 1990.

Ryzyko wypłacalności jako fundamentalne zagrożenie na rynkach długu

Podsumowując podjęte rozważania można stwierdzić, że często dyskutowana teza jakoby dług zaciągany przez rządy państwowe był pozbawiony ryzyka, może wywodzić się z lat 70., albowiem zadłużenie w tym czasie zaciągały przede wszystkim państwa cierpiące niedostatki kapitału, ze słabo rozwiniętymi rynkami finansowymi. Tymczasem ryzyko obsługi zaciągniętych przez rządy zobowiązań niezauważalnie rosło i stawało się problemem międzynarodowym, ponieważ ewentualna niewypłacalność krajów rozwijających się zagrażała rynkom finansowym krajów rozwiniętych (zwłaszcza sektorom bankowym) i mogła prowadzić do problemów o specyfice globalnej. Zatem narastające długi w sektorach publicznych stwarzały rzeczywiste zagrożenie dla gospodarek zadłużonych i potencjalne dla gospodarek kredytujących. W tym kontekście brak analizy ryzyka, lub zdawkowe podejście do tej kwestii do 1982 r., opierające się jedynie na ocenie bieżącej płynności państw, mogło wydawać się zdumiewające.

Jednakże od początku kreacji długu publicznego niezabezpieczonego złotem, ryzyko istniało, o czym światowe rynki finansowe przekonały się wraz z ogłoszeniem niewypłacalności przez Meksyk w 1982 r. W kolejnych latach analiza ryzyka związanego z długiem publicznym nabierała coraz większego znaczenia – stopniowo rozszerzano paletę rozpatrywanych obszarów ryzyka. Od początku lat 80. rosło znaczenie ryzyka kredytowego, albowiem gospodarki okazywały się strukturalnie nieprzygotowane do obsługi narosłych zobowiązań. W dalszej kolejności nabierało znaczenia ryzyko stopy procentowej, a także inflacji i kursu walutowego.

Reasumując, w latach 1970-1990 nie prowadzono ciągłej i wnikliwej analizy ryzyka powiązanego z gospodarkami zaciągającymi dług publiczny w krajach zamożniejszych, choć niepewność międzynarodowej sytuacji finansowo- gospodarczej skłaniała do monitorowania i dyskontowania podstawowych obszarów zagrożeń na rynkach długu publicznego z uwagi na interes wszystkich uczestników międzynarodowego rynku długu. Co więcej, bazowanie jedynie na ocenie wypłacalności (po 1986 r.), nie zabezpieczało wystarczająco ani pożyczkodawców, ani dłużników przed ryzykiem rynkowym, które mogło w szybkim tempie prowadzić państwa narodowe do utraty płynności i wypłacalności.

Bibliografia

1. *An examination of the developing countries of the 1980 and early 1990*, Federal Deposit Insurance Corporation 1997.
2. *A review of Bank Performance*, New York 1985.
3. Bodo M., *Zadłużenie zagraniczne Polski: metody i możliwości spłaty*, [w:] „*Polityka gospodarcza*”, Instytut Wiedzy, Warszawa 2001/2002, nr 5-6.
4. Budnikowski A., *Międzynarodowe stosunki gospodarcze*, PWE, Warszawa 2006.
5. Cameron R, Neal L., *Historia gospodarcza świata, Książka i Wiedza*, Warszawa 2004.
6. *City of London estimates*, 1984.
7. Dornbusch R., *The Debt Problem: 1980-1984 and Beyond*, (mimeo), MIT, Boston, January 1985.
8. Kaliński J., *Historia gospodarcza XIX i XX w.*, PWE, Warszawa 2008.
9. Krugman P. R., *A Model of Balance of Payments Crises*, *Journal of Money, Credit and Banking*, 1979, Vol. 11, nr 3.
10. Krugman P. R., *Międzynarodowe stosunki gospodarcze*, PWN, Warszawa 2001.
11. Lucas R. E., *Why Doesn't Capital Flow from Rich to Poor Countries?*, *The American Economic Review*, Vol. 80, nr 2, 1990.
12. Miklaszewski S. (red.), *Międzynarodowe stosunki gospodarcze u progu XXI wieku*, Diffin, Warszawa 2003.
13. Morawski M., *Powszechna historia gospodarcza, 1918-1991*, Folks, Warszawa 1994.
14. Pangszy-Kania S., *Zadłużenie zagraniczne Polski*, UG, Gdańsk 2001.
15. Schmukler S. L., *Financial globalization: gain and pain for developing countries*, Federal Reserve Bank of Atlanta, *Economic Review*, 2nd quarter 2004.
16. Skodlarski J., *Zarys historii gospodarczej Polski*, PWN, Warszawa-Łódź 2000.
17. Skulski P., [w:] J. Rymarczyk (red.), *Międzynarodowe stosunki gospodarcze*, PWE, Warszawa 2010.
18. Stambuli P. K., *Causes and Consequences of the 1982, World Debt Crisis Pre-doctoral Research Paper*, October, University of Surrey 1998.
19. Wiatr M. S., *Zarządzanie indywidualnym ryzykiem kredytowym, Elementy systemu*, SGH, Warszawa 2011.
20. *World Development Report*, World Bank 1988.

RISK ON INTERNATIONAL PUBLIC DEBT MARKETS IN YEARS 1970-1990

The aim of this article is to present the evolution of investment risk's perception on public debt markets since 1970 until 1990. It was showed that using of foreign credits by national economies was risen after Bretton Woods system collapsed. However, this kind of debt was unsecured and it caused risk as an effect of financial condition of indebted countries as well as dynamic changes in global economic situation. The conducting research allows to prove that public debt created in 70. and 80. contained investment's risk though it wasn't easy noticeable. From this reason, hazardousness wasn't analyzed until 1982. Despite the Mexico's insolvency, the great change into attitude towards the risk on public debt markets happened only after 1986.

Key words: risk, public debt market, solvency, crisis.