

Joanna Głuch, Małgorzata Grotte

Wskaźniki zadłużenia zewnętrznego krajów

International Journal of Management and Economics 21, 201-213

2007

Artykuł został zdigitalizowany i opracowany do udostępnienia w internecie przez Muzeum Historii Polski w ramach prac podejmowanych na rzecz zapewnienia otwartego, powszechnego i trwałego dostępu do polskiego dorobku naukowego i kulturalnego. Artykuł jest umieszczony w kolekcji cyfrowej bazhum.muzhp.pl, gromadzącej zawartość polskich czasopism humanistycznych i społecznych.

Tekst jest udostępniony do wykorzystania w ramach dozwolonego użytku.

Materiały i opracowania

Joanna Głuch, Małgorzata Grotte
Studium doktoranckie

Wskaźniki zadłużenia zewnętrznego krajów

Wprowadzenie

Zjawisko zadłużania się jest naturalną konsekwencją działalności gospodarczej oraz wymiany międzynarodowej. W sytuacji, kiedy jedne kraje mają nadwyżki kapitałów ponad krajową konsumpcję, a w innych krajach tego kapitału brakuje, rolę długu jest umożliwienie realizacji potrzeb konsumpcyjnych i dochodowych tych krajów. W sytuacji wymiany międzynarodowej deficyt na rachunku bieżącym jednego kraju musi zostać pokryty napływem kapitału (również długu) z innych krajów, w celu umożliwienia zapłaty za zaimportowane dobra i usługi. Innymi słowy, dług zagraniczny danego kraju oznacza „zobowiązanie, powstałe w wyniku skorzystania przez dany kraj z zagranicznej pożyczki lub też importu dóbr czy usług na warunkach kredytowych”¹.

Nadmierne zadłużenie zagraniczne kraju, w sytuacji braku odpowiednich dochodów i aktywów, które można by wykorzystać do jego spłaty, może doprowadzić do niewypłacalności. Problemy z obsługą długów zagranicznych doprowadziły na początku lat 30. do ogłoszenia niewypłacalności przez prawie wszystkie kraje Ameryki Łacińskiej (poza Argentyną)². Spirala zadłużania się zagranicznego krajów, rozkręcona w latach 70. XX wieku, doprowadziła do wielkiego kryzysu zadłużeniowego w latach 80. Międzynarodowy kryzys finansowy, który wybuchł pod koniec lat 90., a którym dotknięte zostały głównie kraje azjatyckie i kraje Ameryki Łacińskiej, został spowodowany m.in. nadmiernym zaciąganiem długów krótkoterminowych.

Aby zapobiec wybuchom międzynarodowych kryzysów zadłużeniowych i finansowych, istnieje potrzeba monitorowania zadłużenia zagranicznego w celu wczesnego wykrycia potencjalnych problemów z wywiązywaniem się ze zobowiązań zagranicznych. Z powodu dużej różnorodności gospodarek rozwinięto wiele wskaźników zadłużenia zagranicznego w celu lepszego odzwierciedlenia faktycznego zadłużenia poszczególnych krajów oraz prawidłowego zarządzania długiem, a także w celach porównawczych.

Celem opracowania jest przedstawienie najczęściej wykorzystywanych wskaźników zadłużenia zagranicznego krajów, podanie przykładów ich zastosowania oraz odpowiedź na pytanie, czy istnieje uniwersalny wskaźnik do oceny zadłużenia zagranicznego krajów o zróżnicowanych gospodarkach.

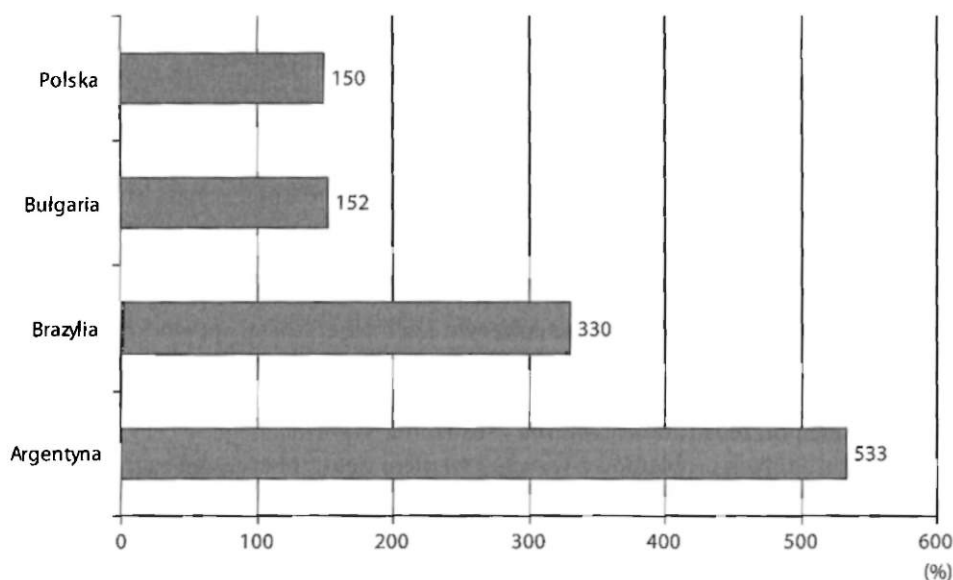
Wskaźniki zadłużenia zewnętrznego

Ogólnie wskaźniki zadłużenia zagranicznego krajów można podzielić na wskaźniki oparte na danych makroekonomicznych w formie strumieni, obrazujących zmiany wartości danych w czasie, oraz na danych w formie zasobów, obrazujących wartości zmiennych w danym okresie.

Wskaźniki można również podzielić na opisujące ciężar zadłużenia (dług do PKB, dług do eksportu itp.) oraz opisujące krótkoterminową płynność finansową kraju (obsługa długu do PKB, obsługa długu do eksportu, rezerwy walutowe w miesiącach importu).

Dług zagraniczny do eksportu. Wskaźnik ten jest obliczany jako stosunek całkowitego długu zagranicznego pozostałego do zapłaty (*outstanding*) na koniec danego roku do eksportu dóbr i usług w tym roku.

Kraj eksportujący dobra i usługi otrzymuje z tego tytułu płatności w walutach zagranicznych, które mogą zostać wykorzystane do spłaty jego zobowiązań zagranicznych. Wskaźnik ten może zostać wykorzystany do oceny zdolności obsługi długu przez dany kraj. Rosnąca wartość tego wskaźnika oznacza bowiem, że całkowity dług rośnie szybciej, niż podstawowe źródło dochodu zagranicznego.



Rys. 1. Dług zagraniczny jako % eksportu w wybranych krajach w 2003 r.

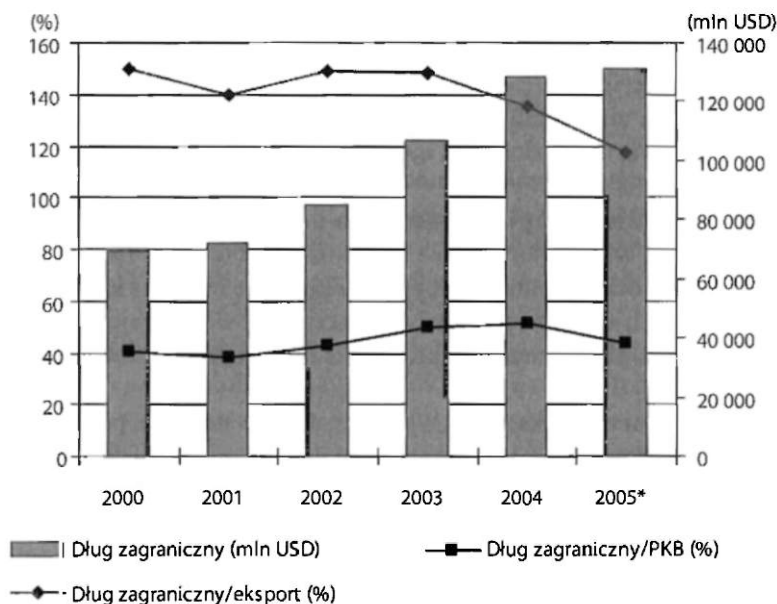
Źródło: Opracowanie własne na podstawie: World Development Indicators 2005.

Ponieważ jest to wskaźnik oparty na danych w formie zasobów, w pewnych okolicznościach jego interpretacja może wprowadzać w błąd. Kraje wykorzystujące zagraniczne

źródła finansowania w celu dokonywania efektywnych inwestycji długoterminowych mogą odznaczać się wysoką wartością tego wskaźnika, co jednak wcale nie musi wskazywać na ryzyko wystąpienia problemu zadłużeniowego. Z kolei niska bądź niestabilna wartość tego wskaźnika może równie dobrze wynikać z wysokich lub zmiennych cen towarów eksportowych.

W przypadku Polski dług zagraniczny w relacji do eksportu wynosi 150%, czyli półtora raza przekracza wartość eksportu, natomiast dla Argentyny wartość tego wskaźnika wynosi aż 533%.

Dług zagraniczny do PKB (lub PNB). Jest to stosunek całkowitego długu zagranicznego pozostałego do zapłaty na koniec danego roku do rocznego produktu krajowego brutto (opcjonalnie do produktu narodowego brutto). Wskaźnik ten interpretowany jest jako potencjał kraju będącego dłużnikiem do przesunięcia zasobów z produkcji krajowej do produkcji na eksport w przypadku zaistnienia problemów z obsługą długów. Nawet przy wysokim wskaźniku długu do eksportu, wskaźnik długu do PKB może być niski, jeśli dobra eksportowane stanowią niewielką część PKB.



* Szacunki EBOiR.

Rys. 2. Wskaźniki zadłużenia dla Polski

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: Transition Report 2006, EBOiR.

Przy interpretacji tego wskaźnika należy brać pod uwagę poziom rozwoju danego kraju, stosunek długu na warunkach ulgowych do długu na warunkach rynkowych, strukturę zagranicznych zobowiązań (spłaty rat przypadające w danym roku) oraz kwestie pod- i nadwartościowości waluty krajowej.

W przypadku krajów rozwijających się zadłużenie zagraniczne wszystkich tych krajów w relacji do ich PNB spadło ze swojego najwyższego poziomu 44% w 1999 r. do 34% w 2004 r.³ Polska w 2004 r. miała ten wskaźnik nadal wysoki, na poziomie 51%, który spadł w roku 2005 do 43,3%.

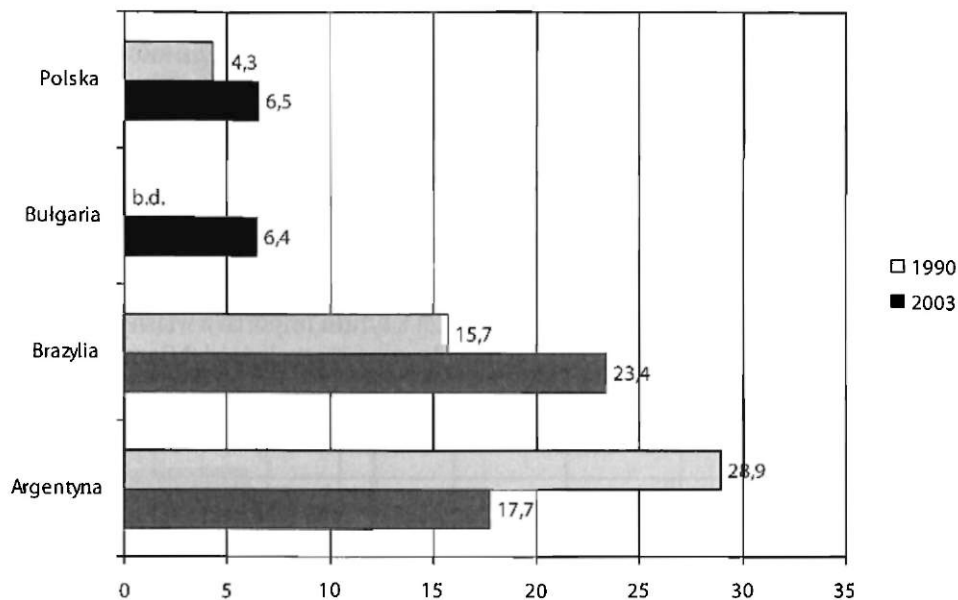
W przypadku Polski, choć wartość całkowita długu rośnie od 2000 r., wskaźniki zadłużenia w stosunku do eksportu i do PKB spadają odpowiednio od 2002 r. i 2004 r. W 2005 r. Polska dokonała przedterminowej spłaty całości zadłużenia Skarbu Państwa wobec Danii, Finlandii, Holandii, Republiki Federalnej Niemiec i Wielkiej Brytanii. Całkowita wartość zobowiązań objętych przedterminowym wykupem wyniosła około 3,27 mld euro, co stanowi około 29% całego pozostałego do spłaty zadłużenia Polski wobec szesnastu państw wierzycielskich z Klubu Paryskiego⁴.

Wartość bieżąca (PV) długu zagranicznego do eksportu lub do PKB. Wartość bieżąca długu zagranicznego jest to zdyskontowana poprzez referencyjną rynkową stopę procentową wartość przyszłych wypłat kapitału i odsetek od zaciągniętych kredytów. Wskaźnik ten jest wykorzystywany przede wszystkim w przypadku, kiedy dany kraj-dłużnik zaciąga kredyty na wysoce ulgowych warunkach w stosunku do norm rynkowych. Wysoka i rosnąca wartość wskaźnika wskazuje, że kraj może utracić zdolność do obsługi swojego długu.

Wartość bieżąca (PV) długu zagranicznego lub obsługi długu do dochodów fiskalnych. Mianownik tego wskaźnika stanowi roczny dochód fiskalny danego kraju. Wskaźnik ten może być wykorzystywany w przypadku krajów z relatywnie otwartymi gospodarkami, ale w których obsługa zadłużenia znacząco obciąża krajowy budżet. Rosnąca wartość tego wskaźnika oznacza, że kraj może mieć fiskalne problemy z obsługą długu.

Obsługa długu do eksportu. Wskaźnik ten oblicza się jako stosunek płatności kapitału i odsetek od zaciągniętego długu dokonanych w danym roku do eksportu dóbr i usług w tym roku. Wskaźnik ten jest wykorzystywany w odniesieniu do krajów o znaczącym udziale długu krótkoterminowego i opisuje, jaka część dochodów z eksportu będzie wykorzystywana do bieżącej obsługi długu oraz w jakim stopniu płatności z tytułu obsługi długu są podatne na nieprzewidywalny spadek dochodów z eksportu.

Słabością tego wskaźnika może być zmienność płatności z tytułu obsługi długu oraz wpływów z eksportu w różnych latach, co utrudnia porównywanie wartości wskaźnika w czasie. W przypadku Polski obsługa długu stanowi 6,5% wartości eksportu, natomiast w przypadku Brazylii aż 23,4%.



Rys. 3. Obsługa długu do eksportu w wybranych krajach (%)

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: World Development Indicators 2005, WB.

Międzynarodowe rezerwy walutowe do długu krótkoterminowego. Jest to wskaźnik obrazujący płynność finansową kraju, obliczony na podstawie zasobu międzynarodowych rezerw walutowych znajdujących się w dyspozycji władzy monetarnej (banku centralnego) kraju-dłużnika oraz zasobu pozostającego do zapłaty długu krótkoterminowego.

Wskaźnik ten może być wykorzystywany do oceny adekwatności ilości rezerw walutowych szczególnie w przypadku krajów z niepełnym dostępem do międzynarodowych rynków finansowych. Wskaźnik pokazuje, czy rezerwy walutowe przekraczają amortyzację długu (płatności z tytułu spłaty zadłużenia) oraz w jakim czasie kraj będzie w stanie spłacać dług przy wykorzystaniu własnych rezerw w razie odcięcia od źródeł finansowania zewnętrznego (nagłe wycofanie kapitału zagranicznego, potrzeba wprowadzenia reglamentacji dewizowej itp.).

Modyfikacją tego wskaźnika jest wykorzystanie danych dotyczących wyłącznie długu rządowego, co wykorzystuje się głównie w przypadku krajów o otwartych gospodarkach, ale ze znacznym udziałem sektora publicznego w całkowitym zadłużeniu zagranicznym.

Doświadczenia kryzysów finansowych z lat 90. pozwalają sądzić, że kraje z wysoką wartością tego wskaźnika są bardziej narażone na kryzys płynności. Z drugiej jednak strony wysoka wartość tego wskaźnika nie musi oznaczać ryzyka kryzysu finansowego,

jeśli dany kraj odpowiednio zarządza swoim długiem zagranicznym, jest wiarygodny na arenie międzynarodowej oraz ma zdrowy system egzekucji prawnej z umów (*contract enforcement*). Przyjmuje się, że aby przeciwdziałać kryzysom finansowym wskaźnik ten powinien wynosić „1” w przypadku krajów ze znacznym, ale niepewnym dostępem do zagranicznych rynków finansowych.

Międzynarodowe rezerwy walutowe do importu. Płynność finansową kraju można również zmierzyć wskaźnikiem stosunku zasobu międzynarodowych rezerw walutowych na koniec danego okresu do importu dóbr i usług na koniec tego samego okresu, ukazywanego jako ilość rezerw walutowych w miesiącach importu. Wskaźnik ten ilustruje, przez ile miesięcy dany kraj będzie mógł pokrywać płatności z tytułu importu z własnych rezerw walutowych w przypadku odjęcia kraju od innych zewnętrznych źródeł finansowania.

Tabela 1. Wskaźniki adekwatności rezerw walutowych dla rynków wschodzących (dane dla 2004 r.)

| Kraje | Rezerwy w miesiącach importu | Rezerwy/dług krótkoterminowy |
|------------------|------------------------------|------------------------------|
| Argentyna | 11 | 1,1 |
| Brazylia | 12 | 1,8 |
| Chiny | 12 | 14,1 |
| Republika Czeska | 6 | 4,6 |
| Egipt | 14 | 3,7 |
| Indie | 16 | 6,3 |
| Indonezja | 13 | 2,6 |
| Malezja | 6 | 5,3 |
| Meksyk | 4 | 2,1 |
| Pakistan | 10 | 10,7 |
| Filipiny | 4 | 1,6 |
| Polska | 6 | 2,6 |
| Rosja | 11 | 3,1 |
| Tajlandia | 6 | 5,0 |
| Turcja | 6 | 1,8 |
| Wenezuela | 20 | 5,0 |

Źródło: Global Development Finance, WB, 2005.

Przyjmuje się, że odpowiednia wartość tego wskaźnika to 6 miesięcy importu. Po doświadczeniach związanych z kryzysami finansowymi lat 90., większość krajów wschodzących (*emerging markets*) pozyskało więcej, niż jest zalecane, rezerw walutowych, zarówno w stosunku do importu, jak i do zadłużenia krótkoterminowego.

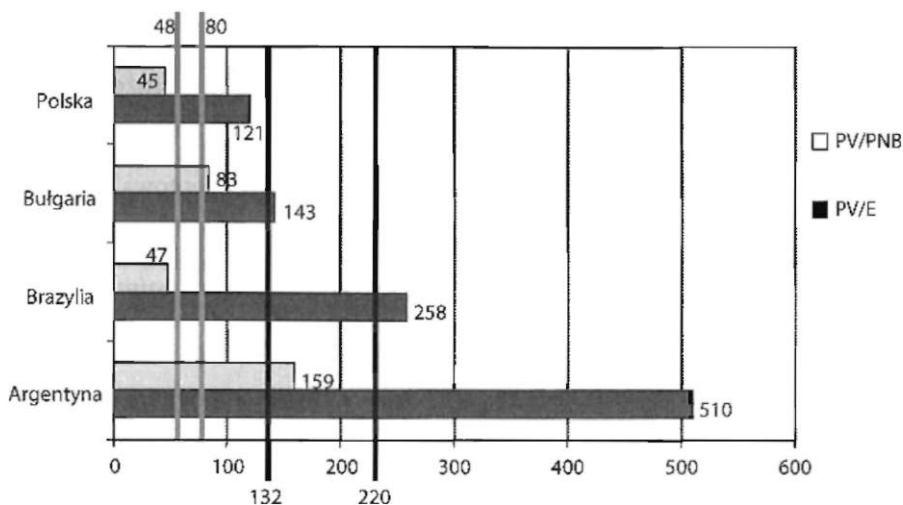
Przykłady zastosowań

Wskaźniki zadłużenia zagranicznego są wykorzystywane do oceny aktualnego zadłużenia zewnętrznego krajów, ryzyka wystąpienia problemów z obsługą długów a nawet ryzyka

niewypłacalności kraju. Monitorowanie zadłużenia zagranicznego krajów pozwala na dostrzeżenie wczesnych sygnałów (*early signals*) wskazujących na możliwość wystąpienia problemu zadłużeniowego oraz wspomaga odpowiednie zarządzanie długiem zagranicznym.

Wykorzystanie powyższych wskaźników do oceny zadłużenia zagranicznego krajów wprowadza większą przejrzystość dla inwestorów i ułatwia dokonanie właściwych decyzji dotyczących udzielania kredytów tym krajom, które będą w stanie je spłacić. Wpływa to na koszt i dostępność finansowania zewnętrznego krajów.

Bank Światowy wykorzystuje wybrane wskaźniki zadłużeniowe do klasyfikacji krajów, którym udziela kredytów, na kraje poważnie zadłużone (*severely indebted*), umiarkowanie zadłużone (*moderately indebted*) i mniej zadłużone (*less-indebted*)⁵.



Rys. 4. Wartość bieżąca długu do eksportu i PNB (%)

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: Global Development Finance, lata 2002–2004, 2005 oraz 2006.

Pierwszą grupę stanowią kraje, których wartość bieżąca obsługi długu do eksportu jest wyższa niż 220% lub wartość bieżąca do PNB przekracza 80%. Do tej grupy krajów należy np. Kirgizja, Sudan, Argentyna, Brazylia, Bułgaria, Estonia, Turcja. Do drugiej grupy krajów umiarkowanie zadłużonych należą kraje, których wartość bieżąca obsługi długu do eksportu jest niższa niż 220%, ale wyższa niż 132% lub wartość bieżąca długu do PNB jest niższa niż 80%, ale wyższa niż 48%. Do tej grupy krajów należą np.: Węgry, Rosja, Nigeria, Etiopia. Do ostatniej grupy należą kraje, których wartość bieżąca zadłużenia do eksportu jest niższa niż 132%, a wartość bieżąca długu do PNB jest niższa niż 48%. Są to np. Polska, Rep.Czeska, Indie, Meksyk.

Bank Światowy i Międzynarodowy Fundusz Walutowy wykorzystują dwa ze wskaźników zadłużenia zewnętrznego do kwalifikowania poszczególnych krajów do udziału

w tzw. Inicjatywie HIPC (Heavily Indebted Poor Countries Initiative). Jest to program redukcji zadłużenia zagranicznego krajów najuboższych, wiążący się z koniecznością równoczesnego, stopniowego spełniania szeregu warunków z zakresu polityki ekonomicznej, realizowany wspólnie przez MFW i BŚ od 1996 r. Celem Inicjatywy jest redukcja zadłużenia zagranicznego do poziomu umożliwiającego jego obsługę oraz stworzenie warunków pozwalających na utrzymanie tej zdolności w długim okresie. W Inicjatywie biorą udział zarówno pożyczkodawcy prywatni, jak i rządy krajów-dawców, a także międzynarodowe instytucje finansowe. Kryterium zadłużenia, m.in. według którego kraje są uprawnione do udziału w Inicjatywie, oznacza, że publiczny dług zagraniczny przewyższa 150% wartości eksportu lub 250% dochodów fiskalnych. To drugie kryterium stosuje się w przypadku krajów z gospodarkami otwartymi, w których wskaźnik – dług do relatywnie dużej wartości eksportu – nie odzwierciedla prawidłowo problemu zadłużenia i nadmiernego obciążenia budżetu danego kraju obsługą długu.

Kryteria powyższe wskazują również tzw. „tolerowany poziom zadłużenia” (*sustainable debt level*), który wskazuje, że kraj jest w stanie spłacić swoje bieżące i przyszłe zobowiązania zagraniczne, bez odwoływania się do restrukturyzacji długu, darowania długu czy dokonywania przerw w płatnościach, przy zachowaniu akceptowalnego poziomu wzrostu gospodarczego⁶.

Dla jedenastu krajów, które przystąpiły do Inicjatywy HIPC (tzw. *decision point countries*), ale jeszcze nie dotarły do ostatniego jej etapu (*completion point*)⁷, średni ciężar zadłużenia wynosił w 2004 r. 41,2 % w stosunku do PKB, czyli poniżej średniej dla krajów o niskich dochodach, które nie zostały uprawnione do udziału w Inicjatywie

Tabela 2. PV długu w relacji do PKB i eksportu, 2004 r. (%)

| Wyszczególnienie | Liczba krajów | Średnia PV długu/ eksportu | Średnia PV długu/ PNB |
|--|---------------|-------------------------------|--------------------------|
| Kraje HIPC po redukcji długu | 18 | 41,1 | 8,6 |
| w ramach Inicjatywy MDRI* | | | |
| w ramach Inicjatywy HIPC | | | |
| Kraje HIPC przystępujące do Inicjatywy HIPC | 11 | 183,7 | 41,2 |
| Kraje HIPC przed przystąpieniem do Inicjatywy HIPC | 9 | 150,4 | 67,1 |
| Inne kraje o niskim dochodzie | 18 | 99,5 | 46,3 |
| Kraje o średnich dochodach | 76 | 98,0 | 44,8 |

* Inicjatywa MDRI – Multilateral Debt Relief Initiative – została zaproponowana na szczycie G-8 w 2005 r. jako sposób na uwolnienie dodatkowych środków na pomoc krajom najuboższym z wysokim poziomem zadłużenia, w celu osiągnięcia milenijnych celów rozwoju. W ramach MDRI trzy międzynarodowe instytucje: Międzynarodowe Stowarzyszenie Rozwoju (IDA), Międzynarodowy Fundusz Walutowy oraz Afrykański Fundusz Rozwoju (AfDF) umorzają wszystkie wierzytelności, jakie kraje, które przeszły przez Inicjatywę HIPC, są im dłużne.

(46,3%) oraz średniej dla krajów o średnich dochodach (44,8%). Jednakże, w stosunku do eksportu, ciężar zadłużenia tych jedenastu krajów znajdował się znacznie powyżej wskaźników dla krajów o niskich i średnich dochodach (183,7 % w porównaniu z, odpowiednio, 99,5 i 98%). Ponieważ zadłużenie zagraniczne krajów HIPC po przejściu procedury oddłużeniowej znajduje się na poziomie tolerowanym, kraje te będą miały ułatwiony dostęp do zagranicznych rynków finansowych i kredytodawców prywatnych. W takim przypadku wskaźniki zadłużenia po raz kolejny posłużą do oceny i monitorowania nowego zadłużenia tych krajów, aby uniknąć nadmiernego zapożyczania się, przekraczającego normy tolerowane. Bieżące monitorowanie tych wskaźników będzie tym bardziej niezbędne, że zarówno kraje HIPC, post-HIPC zaciągające kredyty, jak i kredytodawcy prywatni mogą mieć tendencję do tzw. pokusy nadużycia (*moral hazard*), tzn. nadmiernego pożyczania i zapożyczania się w oczekiwaniu na przyszłe akcje darowania długów, takie jak Inicjatywa HIPC czy Inicjatywa MDRI.

Aby monitorować oraz zapobiec kolejnej turze nadmiernej akumulacji długów, Międzynarodowy Fundusz Walutowy i Bank Światowy wykorzystują wskaźniki zadłużenia przy wspólnie opracowanych perspektywicznych ramach gruntownej analizy spłacalności długu dla krajów o niskich dochodach (Debt Sustainability Analysis – DSA)⁸. Przy pomocy DSA instytucje te udzielają wskazówek dotyczących nowych kredytów dla krajów o niskich dochodach, których głównym źródłem finansowania są kredyty oficjalne.

Podsumowanie

Liczba przytoczonych powyżej najczęściej wykorzystywanych wskaźników wskazuje na brak jednego, uniwersalnego miernika zadłużenia zagranicznego krajów. Nawet w na pozór relatywnie homogenicznej grupie krajów najbardziej zadłużonych do zakwalifikowania się jako kraj HIPC wykorzystuje się dwa rodzaje wskaźników, zależnie od sytuacji gospodarczej danego kraju.

Ponadto, aby właściwie ocenić sytuację zadłużeniową danego kraju, nawet szeroki wybór wskaźników nie wystarczy i należy wziąć pod uwagę szereg innych czynników zewnętrznych i wewnętrznych, wpływających na gospodarkę i zadłużenie danego kraju. Do takich czynników należy zaliczyć m.in.:

- Wysokość i zmienność krajowych i międzynarodowych stóp procentowych
- Zmienność kursów głównych walut, w których najczęściej denominowany jest dług (USD, euro)
- Udział poszczególnych rodzajów kredytodawców (rządowych, prywatnych, MIF⁹)
- Skład długu zagranicznego:
 - udział długu sektora publicznego
 - udział sektorowy zadłużenia, np. koncentracja długu w przemyśle

- rodzaj kredytu, warunki kredytowe, terminy spłaty
- udział poszczególnych walut, w jakich denominowany jest dług
- udział długu krótkoterminowego
- Historia zadłużenia i spłaty długu danego kraju
- Szacunki przyszłej stopy wzrostu gospodarczego i handlu zagranicznego
- Szoki zewnętrzne
- Jakość instytucji i polityki danego kraju

Bank Światowy i Międzynarodowy Fundusz Walutowy podkreślają znaczenie warunków instytucjonalnych przy ocenie tolerowanego poziomu zadłużenia. Dla różnego poziomu jakości instytucji i polityki kraju tolerowane poziomy wybranych wskaźników zadłużeniowych mogą być inne. Jakość ta określona jest tzw. wskaźnikiem CPIA (*Country Policy and Institutional Assessment*), który ocenia, w jakim stopniu polityka i instytucje danego kraju sprzyjają zrównoważonemu, ograniczającemu ubóstwo wzrostowi oraz efektywnemu wykorzystaniu pomocy rozwojowej.

Tabela 3. Wskaźniki zadłużenia zagranicznego* w zależności od jakości instytucji i polityki krajów o niskich dochodach

| Wyszczególnienie | Jakość instytucji i polityki kraju | | |
|------------------------------------|------------------------------------|---------------------------|---------------------|
| | niska CPIA<3,25 | średnia 3,25<CPIA<3,75 | wysoka CPIA>3,75 |
| PV długu do PKB | 30 | 40 | 50 |
| PV długu do eksportu | 100 | 150 | 200 |
| PV długu do doch. budżetowych | 200 | 250 | 300 |
| Obsługa długu do eksportu | 15 | 20 | 25 |
| Obsługa długu do doch. budżetowych | 25 | 30 | 35 |

* Dotyczy tylko długu publicznego i gwarantowanego przez instytucje publiczne.

Źródło: Debt Sustainability in Low-Income Countries. HIPC and Beyond, World Bank, Economic Policy and Debt Department, 2005.

Z analizy danych tabeli 3 można wyczytać uzasadnioną empirycznie¹⁰ prawidłowość, że dla krajów o niskich dochodach, ale z jakościowo lepszymi instytucjami i politykami, tolerowane poziomy wskaźników zadłużenia zagranicznego mogą być wyższe. Wskaźniki zadłużeniowe, uzależnione od jakości instytucji i polityki, są wykorzystywane przez Bank Światowy i Międzynarodowy Fundusz Walutowy przy wspomnianej analizie DSA.

Zarówno wskaźniki zadłużenia, jak i przedstawione czynniki wewnętrzne i zewnętrzne służą agencjom ratingowym, takim jak Moody's, Standard & Poor's czy Fitch, do nadania poszczególnym krajom oceny wiarygodności kredytowej. Ratingi te wzmacniają przejrzystość rynku i pomagają prywatnym inwestorom właściwie ocenić ryzyko udzielania kredytów poszczególnym państwom. Od niedawna agencje te zaczęły nadawać

ratingi także krajom o niskich dochodach. Już trzynaście krajów, które przystąpiły do inicjatywy HIPC, otrzymało indywidualne ratingi.

Tabela 4. Ratingi wiarygodności kredytowej dla krajów, które przystąpiły do Inicjatywy HIPC (rating długoterminowego zadłużenia w walutach obcych z dnia 8 marca 2006)

| Kraje | Moody's | Standard & Poor's | Fitch |
|--------------|---------|-------------------|-------|
| Benin | | B+ | B |
| Boliwia | B3 | B | B- |
| Burkina Faso | | B | |
| Kamerun | | CCC | B- |
| Ghana | | B+ | B+ |
| Honduras | B2 | | |
| Madagaskar | | B | |
| Malawi | | | CCC |
| Mali | | B | B- |
| Mozambik | | B | B+ |
| Nikaragua | Caal | | |
| Senegal | | B+ | |
| Uganda | | | B |

Źródło: Global Development Finance, 2006, za: Moody's, Standard & Poor's, Fitch.

Benin, Ghana i Senegal mają najwyższe ratingi kredytowe wśród krajów o niskich dochodach (B+ według Standard & Poor's), tylko trzy poziomy poniżej ratingu inwestycyjnego, który umożliwia nieskrępowany i tańszy dostęp do międzynarodowego rynku kapitałowego.

Jak wynika z przedstawionej analizy, ocena ryzyka związanego z zadłużeniem zagranicznym kraju jest skomplikowana i poszczególne wskaźniki zadłużenia zewnętrznego, ani nawet ich kombinacja, mogą nie wystarczyć do wyciągnięcia bezspornych wniosków. Należy jeszcze wziąć pod uwagę inne wewnętrzne i zewnętrzne czynniki, które mają, lub mogą mieć w przyszłości, wpływ na ciężar zadłużenia kraju. Dla inwestorów prywatnych z kolei istotnym warunkiem udzielenia kredytu danemu krajowi będzie jego rating wiarygodności kredytowej, w którym większość tych czynników ma odzwierciedlenie¹¹.

Przypisy

- ¹ A. Budnikowski, Zadłużenie jako problem globalny, PWE, Warszawa 1991.
- ² Za: A. Budnikowski, Międzynarodowe stosunki gospodarcze, PWE, Warszawa 2003, s. 392.
- ³ Global Development Finance, Bank Światowy, 2006.
- ⁴ Za: Ministerstwo Finansów, www.mofnet.gov.pl
- ⁵ Global Development Finance, II Summary and Country Tables, World Bank, 2005.
- ⁶ Definicja tolerowanego poziomu zadłużenia według UNCTAD, UNDP, 1996.
- ⁷ Na różnych etapach Inicjatywy HIPC dług jest stopniowo umarzany.
- ⁸ Nowe ramy DSA zostały wprowadzone przez MFW i BŚ w 2005 r.
- ⁹ MIF – Międzynarodowe Instytucje Finansowe.
- ¹⁰ A. Kraay, V. Nehru, When is External Debt Sustainable? World Bank Policy Research Working Paper 3200, luty 2004.
- ¹¹ Niestety, agencje ratingowe nie podają ocen wiarygodności kredytowej dla wszystkich krajów, szczególnie dotyczy to krajów o niskich dochodach.

* * *

Measurements of external indebtedness (Summary)

Over excessive foreign indebtedness of a country when there are not available adequate income and assets that may be used for debt repayment, may lead to insolvency. At the beginning of the 30s, the problems with foreign debts service resulted in announcement of insolvency by almost all Latino-American countries (with the exception of Argentina). The foreign indebtedness spiral winded up in the 70s of the twentieth century, caused the great indebtedness crisis in the 80s. The international financial crisis that broke down At the end of the 90s, which affected mainly Asian and Latino American countries, was caused *inter alia* by taking over excessive short-term debts.

In order to prevent outbursts of international indebtedness and financial crises, there is a need for monitoring of the foreign indebtedness in order to early diagnosis on potential problems with fulfilling foreign obligations. Because of vast diversity of economies, various indicators of indebtedness were developer In order to better reflect actual indebtedness of particular countries and to facilitate correct debt management, as well as for comparison purposes.

The paper objective is presentation of the most often used indicators of the countries' foreign indebtedness, giving examples of their application, and answering the question: whether there is a universal indicator used for assessment of the foreign indebtedness of the countries with diversified economies.