

Łukasz Kaczmarczyk, Artur Mika

Przegląd i znaczenie mierników zadłużenia zewnętrznego w kontekście krajowej i globalnej problematyki długu zewnętrznego : analiza sytuacji zadłużeniowej Polski

International Journal of Management and Economics 26, 73-94

2009

Artykuł został 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.

Łukasz Kaczmarczyk
Artur Mika
Studia doktoranckie

Przegląd i znaczenie mierników zadłużenia zewnętrznego w kontekście krajowej i globalnej problematyki długu zewnętrznego. Analiza sytuacji zadłużeniowej Polski

Popularyzacja i funkcje mierników zadłużenia zagranicznego

Wskaźniki zadłużenia zagranicznego zyskały swe znaczenie, gdy w 1989 Bank Światowy opublikował Światowe Tabele Długu (*World Debt Tables – WDT*), czyli roczny raport Banku na temat długu i finansowania zagranicznego krajów rozwijających się¹. Od 1997 r. raport ten jest zatytułowany *Global Development Finance – GDF*. We wspomnianym raporcie Bank Światowy dokonał próby klasyfikacji krajów-dłużników w zależności od stopnia ich problemów z obsługą zadłużenia. Pierwotna wersja raportu (WDT) zawierała dane dotyczące następujących grup krajów rozwijających się: eksporterzy ropy, importerzy ropy o dochodach na średnim poziomie, kraje o wysokim zadłużeniu zagranicznym (*highly indebted poor countries – HIPC*s). Zwraca się uwagę na pewien problem metodologiczny związany z powyższym raportem. Otóż zostały w nim wyszczególnione kraje, w których ciężar zadłużenia miał negatywny wpływ na zdolność obsługi długu, nie zaś te, w których ciężar zadłużenia miał negatywny wpływ na rozwój gospodarczy².

Mierniki zadłużenia zagranicznego mają niezwykle istotne zastosowanie, gdyż będąc podstawą zarządzania długiem zewnętrznym, rezerwami, płynnością oraz wypłacalnością danej gospodarki, przyczyniają się do zapobiegania potencjalnemu kryzysowi zadłużeniowemu³. Wskaźniki te stanowią podstawę do podejmowania decyzji przez decydentów zajmujących się polityką gospodarczą danego kraju, w tym decyzji o konieczności restrukturyzacji zadłużenia. Są dla tych podmiotów sygnałem alarmowym, sygnalizującym potrzebę dostosowań gospodarczych celem zapobieżenia kryzysowi. Znaczenie mierników zadłużenia zagranicznego jako narzędzia ostrzegającego przed kryzysem jest szczególnie widoczne w kontekście obecnych problemów z obsługą długu zagranicznego, występujących w niektórych krajach. W ostatnich trzydziestu latach wielkości zadłużenia zagranicznego w skali globalnej są największe w historii, co sprawia, że jest to jeden z najważniejszych międzynarodowych problemów finansowych⁴. W tym kontekście trudno przecenić makroekonomiczną rolę mierników zadłużenia zagranicznego jako sygnalizatorów ryzyka kryzysu zadłużeniowego i potrzeby restrukturyzacji długu zewnętrznego.

Oprócz tego mierniki zadłużenia zagranicznego wprowadzają przejrzystość dla inwestorów podejmujących decyzje o inwestycji w danym kraju oraz dla kredytodawców, gdyż świadcząc o ryzyku danego kraju, determinują pośrednio koszt i dostępność kredytu zagranicznego. Z punktu widzenia kredytodawców mierniki zadłużenia zagranicznego strzegą również przed pokusą nadużycia (*moral hazard*), jaką jest nadmierne zapożyczanie się z nadzieją na umorzenie lub restrukturyzację długu w przyszłości⁵. Ponadto Bank Światowy i MFW stosują wskaźniki zadłużenia w analizie spłacalności długu (*Debt Sustainability Analysis – DSA*⁶). DSA jest wskazówką dla kredytodawców podejmujących decyzję o udzieleniu kredytu krajom o niskich dochodach.

Przeгляд i interpretacja wskaźników zadłużenia zewnętrznego

Prezentacja mierników zadłużenia zagranicznego. Mierniki zadłużenia zagranicznego klasyfikuje się, dzieląc je na dwa typy: mierniki oparte na wielkości długu oraz mierniki oparte na wielkości rezerw⁷. Podstawowe wskaźniki oparte na wielkości długu to:

- Relacja długu zagranicznego do eksportu⁸. Jest to relacja wielkości długu zagranicznego pozostającego do zapłaty na koniec danego roku do eksportu dóbr i usług w tym roku. Wskaźnik informuje o zdolności do spłaty długu w oparciu o wpływy z eksportu. Gdy wskaźnik ten wzrasta, świadczy to, że całkowity dług rośnie szybciej niż główne źródło dochodu z zagranicy, spada tym samym zdolność obsługi długu przez dany kraj.
- Relacja długu zagranicznego do PKB lub PNB⁹. Jest to stosunek długu zagranicznego pozostającego do spłaty na koniec danego roku do rocznego PKB (lub PNB). Wskaźnik ten mierzy również potencjał przestawienia produkcji na eksport celem polepszenia zdolności spłaty długu.
- Relacja wartości bieżącej długu zagranicznego (*Net Present Value*) do eksportu lub do PKB¹⁰. Według definicji OECD wartość bieżąca długu zagranicznego jest to wartość nominalna długu pozostającego do spłaty minus suma wszystkich przyszłych zobowiązań z tytułu obsługi długu zdyskontowana za pomocą stopy dyskonta różnej od stopy ustalonej z kredytodawcą dla spłaty długu. Wskaźnik dyskonta jest oparty na rynkowej referencyjnej stopie procentowej. Jeśli wskaźnik wartości bieżącej długu zagranicznego do eksportu lub do PKB ma wysoką i rosnącą wartość, oznacza to, że dany kraj może utracić zdolność obsługi swoich zobowiązań.
- Relacja wartości bieżącej długu zagranicznego do lokalnych dochodów fiskalnych. Miernik ten znajduje najlepsze zastosowanie w przypadku krajów, w których obsługa zadłużenia stanowi znaczne obciążenie dla krajowego budżetu, gdyż odnosi obciążenie długiem do dochodu, który jest w stanie wygenerować sektor publiczny z wpływów fiskalnych¹¹. Jeśli wartość tego miernika wzrasta, może to oznaczać zagrożbę fiskalnych problemów z obsługą zadłużenia zagranicznego.

- Relacja płatności z tytułu obsługi długu zagranicznego (rat kapitałowych i odsetek) do wpływów z eksportu. Miernik ten jest stosunkiem wypłacanych w danym roku odsetek i kapitału do eksportu dóbr i usług w tymże roku. Opisuje, jaka część dochodów z eksportu jest przeznaczana na bieżącą obsługę zobowiązań. Wskaźnik ten ma głównie zastosowanie do oceny płynności w przypadku sektora publicznego, gdyż w przypadku sektora prywatnego dane na temat kosztów obsługi długu zazwyczaj nie są dostępne¹².

Podstawowe wskaźniki bazujące na wielkości rezerw to:

- Relacja rezerw walutowych do długu krótkoterminowego¹³. Wskaźnik ten znajduje zastosowanie w szczególności dla krajów o znaczącym, ale niepewnym dostępie do międzynarodowych rynków finansowych¹⁴. Miernik ten pozwala ustalić, czy rezerwy walutowe wystarczą na pokrycie długu krótkoterminowego, i sprecyzować, w jakim czasie kraj będzie mógł spłacać krótkoterminowy dług, wykorzystując własne rezerwy w przypadku odcięcia od źródeł finansowania zewnętrznego. Wysoka wartość tego wskaźnika może świadczyć o narażeniu na kryzys płynności, ale nie musi, jeśli kraj odpowiednio zarządza swoim długiem zagranicznym i jest wiarygodny.
- Relacja rezerw walutowych do importu: wskaźnik ten mówi, przez ile miesięcy kraj będzie mógł dokonywać płatności z tytułu importu, pokrywając je z własnych rezerw walutowych, na wypadek gdyby został odcięty od środków z międzynarodowych rynków finansowych – ma zastosowanie przy ocenie zapotrzebowania na rezerwy w przypadku krajów o ograniczonym dostępie do rynków kapitałowych (kraje te finansują dług za pomocą rezerw)¹⁵.

Interpretacja wskaźników zadłużenia zagranicznego – zastosowanie w ocenie sytuacji zadłużeniowej danego kraju. Na podstawie progowych wartości wskaźników zadłużenia Bank Światowy dokonał następującej klasyfikacji kredytobiorców¹⁶:

- Kraje poważnie zadłużone – kraje, w których obsługa długu do eksportu wyższa niż 220% lub obsługa długu do dochodu narodowego brutto wyższa niż 80%.
- Kraje umiarkowanie zadłużone: obsługa długu do eksportu niższa niż 220% i wyższa niż 132% oraz obsługa długu do PNB niższa niż 80% i wyższa niż 48%.
- Kraje o niewielkim zadłużeniu: obsługa długu do eksportu niższa niż 132% i obsługa długu do PNB niższa niż 48%.

Bank Światowy dokonał również klasyfikacji krajów w oparciu o dochód narodowy brutto *per capita* (kraje o niskim dochodzie: 875 dolarów lub mniej, kraje o średnim dochodzie: od 875 do 10 725 dolarów i kraje o wysokim dochodzie – powyżej 10 725 dolarów)¹⁷.

Na podstawie kombinacji tych kryteriów z kryteriami opartymi na wskaźnikach zadłużenia zagranicznego Bank Światowy wyróżnia następujące grupy krajów:

- a) poważnie zadłużone kraje o niskim dochodzie – *severely indebted low-income countries* (SILICs), np. Sudan, Somalia, Etiopia, Kirgistan,
- b) poważnie zadłużone kraje o średnim dochodzie – *severely indebted middle-income countries* (SIMICs), np. Argentyna, Brazylia, Estonia, Łotwa, Panama, Turcja,

- c) umiarkowanie zadłużone kraje o niskim dochodzie – *moderately indebted low-income countries* (MILICs), np. Erytrea, Gruzja, Mongolia, Pakistan, Uzbekistan, Zimbabwe,
- d) umiarkowanie zadłużone kraje o umiarkowanym dochodzie – *moderately indebted middle-income countries* (MIMICs), np. Bułgaria, Chile, Chorwacja, Węgry, Litwa, Federacja Rosyjska, Słowacja, Tajlandia,
- e) mało zadłużone kraje o małym dochodzie – *less indebted low-income countries* (LILICs), np. Armenia, Bangladesz, Indie, Madagaskar, Ukraina, Wietnam,
- f) mało zadłużone kraje o średnim dochodzie – *less indebted middle-income countries* (LIMICs), np. Albania, Białoruś, Boliwia, Bośnia i Hercegowina, Czechy, Polska, Rumunia, Egipt, Iran, Meksyk, Wenezuela¹⁸.

Bank Światowy stosuje mierniki zadłużenia również do klasyfikowania krajów do grupy biednych krajów wysoko zadłużonych (*highly indebted poor countries* – HIPC). Do kwalifikowania krajów do grupy HIPC Bank Światowy i Międzynarodowy Fundusz Walutowy stosują następujące wskaźniki zadłużenia: publiczny dług zagraniczny wyższy niż 150% wartości eksportu, publiczny dług zagraniczny wyższy niż 250% dochodów fiskalnych dla krajów o gospodarkach otwartych, w których duża wielkość eksportu maskuje problem nadmiernego obciążenia budżetu obsługą długu¹⁹.

Bank Światowy przyjmuje progowe wartości wskaźników zadłużenia zagranicznego w zależności od jakości instytucji i polityk danego kraju, co ilustruje tabela 1. Przekroczenie przez dany wskaźnik wartości progowej oznacza zwiększone prawdopodobieństwo kłopotów ze spłatą zadłużenia zagranicznego²⁰.

Tabela 1. Wartości progowe wskaźników zadłużenia zagranicznego w zależności od jakości instytucji i polityk danego kraju

	Jakość polityk i instytucji		
	zła	średnia	dobra
Bieżąca wartość długu jako procent:			
Eksportu	100	150	200
PKB	30	40	50
Dochodu narodowego	200	250	300
Obsługa długu jako procent:			
Eksportu	15	20	25
Dochodu narodowego	25	30	35

Źródło: *How to do a Debt Sustainability Analysis for Low-Income Countries*, The World Bank, 2005.

Na podstawie powyższej tabeli można łatwo zauważyć, że w przypadku krajów o złej jakości polityk i instytucji poziomy wskaźników zadłużenia, po których przekroczeniu

zwiększa się prawdopodobieństwo kryzysu zadłużeniowego, są mniejsze niż w przypadku krajów o wysokiej jakości instytucji i polityk – fakt ten odzwierciedla większe ryzyko wiążące się z grupą krajów o złej jakości instytucji.

Wątpliwości interpretacyjne. Z przedstawionymi powyżej miernikami wiążą się pewne wątpliwości interpretacyjne:

- Wysoka wartość wskaźnika relacji długu zagranicznego do eksportu nie musi oznaczać groźby kryzysu zadłużeniowego, jeśli dług zaciągany jest na finansowanie inwestycji długoterminowych o wysokiej stopie zwrotu.
- Wskaźnik długu do eksportu może być wysoki, natomiast wskaźnik długu do PKB może być niski, jeśli eksport stanowi małą część PKB.
- Wskaźnik długu do eksportu może być niski, a jednocześnie bieżąca wartość długu do eksportu może być wysoka – uzależnione jest to od rozkładu czasowego spłaty długu przez dany kraj²¹.
- Gospodarka o dużym stopniu otwartości może mieć niską relację długu do eksportu i jednocześnie duży wskaźnik obsługi długu do wpływów fiskalnych.

Wnioskiem z powyższych spostrzeżeń jest stwierdzenie, że badając sytuację zadłużeniową danego kraju nie należy sugerować się danym wskaźnikiem w izolacji od innych, ale zestawem wskaźników. Należy pamiętać, że pewną niedoskonałością zastosowania prezentowanych mierników zadłużenia jest to, że pozwalają one na teoretyczną, makroekonomiczną ocenę zdolności gospodarki do obsługi zadłużenia, natomiast w praktyce gospodarczej o tym, czy obsługa długu będzie kontynuowana czy zawieszona, decyduje nie tylko makroekonomiczna zdolność kraju do obsługi długu, ale także to, czy obsługa ta nie wiąże się ze zbyt wysokimi kosztami z punktu widzenia społecznych i ekonomicznych celów danej gospodarki²². Tak więc w rzeczywistości zawieszenie obsługi długu może nastąpić pomimo faktu, że wskazania mierników zadłużenia sygnalizują makroekonomiczną zdolność gospodarki do obsługi długu.

Czy istnieje niezawodny, oparty na miernikach zadłużenia „system wczesnego ostrzegania” przed kryzysem zadłużeniowym? W obliczu międzynarodowego kryzysu zadłużenia sprecyzowanie kryteriów, w odniesieniu do których można monitorować sytuację zadłużeniową i osądzić, czy dług zagraniczny danego kraju osiąga wymiar krytyczny, pozostaje priorytetową sprawą dla wszystkich interesariuszy: pożyczkodawców prywatnych i publicznych, organizacji międzynarodowych oraz dla samych krajów-dłużników. Problemem pozostaje to, że progowe wartości krytyczne tradycyjnych wskaźników, które mają informować o nadchodzącej groźbie kryzysu zadłużeniowego, bywają ustalane arbitralnie, a także to, iż dane wskaźniki bywają rozpatrywane w izolacji od siebie, w analogii do wskaźników finansowych przedsiębiorstw²³. Aby „system wczesnego ostrzegania” przed kryzysem zadłużeniowym działał poprawnie, należy opierać się na krytycznych wartościach koszyka wskaźników. Powinien być on zbiorem ekonomicznych agregatów, które według statystycznych obserwacji *ex post* były najbardziej skorelowane z kryzysami zadłużenia.

Tabela 2. System wskaźników Petersena

Rodzaj wskaźnika	Wartość progowa
Stosunek długu do eksportu	> 120%
Stosunek dochodu brutto z inwestycji zagranicznych do eksportu	> 10%
Stosunek bilansu obrotów bieżących do importu	> 20%
Stosunek rezerw do importu (czas finansowania importu rezerwami)	< 2,5 miesiąca
Zmiana wielkości rezerw	< 0%
Stopa inflacji	> 12%
Wzrost realnego produktu narodowego brutto	< 3%

Źródło: R. Erbe, S. Schattner, *Indicator Systems for the Assessment of the External Debt Situation of Developing Countries*, „Intereconomics” 1980, Vol. 15, No. 6, s. 287.

W przeszłości wybór wskaźników do koszyka zbyt często opierał się na studiach teoretycznych, a zbyt rzadko na konfrontacji krytycznych wartości ze statystyczną empirią – co więcej był uzależniony od tego, jakiego rodzaju dane statystyczne były dostępne dla indywidualnego autora²⁴. Systemem, który wygenerował względnie dokładne rezultaty prognostyczne, jest tzw. „system wczesnego ostrzegania” autorstwa Petersena, złożony z siedmiu wskaźników i ustalonych dla nich wartości progowych, których przekroczenie jest sygnałem nadchodzącego kryzysu zadłużeniowego (tab. 2)²⁵. Petersen zidentyfikował owe wartości progowe, badając, jakie wartości przyjmowały powyższe wskaźniki w latach 1960–1973 dla dwóch grup krajów: 5 krajów rozwijających się, które we wspomnianym okresie przynajmniej raz restrukturyzowały swój dług, i 20 innych krajów rozwijających się, które tego nie uczyniły²⁶.

W systemie „wczesnego ostrzegania” autorstwa Petersena przyjmuje się, że zadłużenie danego kraju osiąga poziom krytyczny, jeśli przynajmniej cztery z ww. wskaźników przekraczają poziom progowy²⁷. Inną analizę wskaźników zadłużenia przeprowadzili C.R. Frank i W.R. Cline²⁸. Oni również wyróżnili dwie grupy krajów – te, w których w okresie od 1960 do 1968 r. dług był restrukturyzowany, oraz te, w których nie był. Jako zmienne w modelu przyjęli oni szereg wskaźników, w szczególności: wskaźnik płatności z tytułu obsługi długu do wpływów z eksportu, wskaźnik wzrostu eksportu, produkt narodowy brutto *per capita*, amortyzacja do wielkości długu, import do rezerw, import do produktu narodowego brutto, indeks fluktuacji eksportu, obsługa długu do produktu narodowego brutto²⁹. Za pomocą analizy dyskryminacyjnej skonstruowali funkcję $Z = f(X)$, w której X jest wektorem wskaźników. Krytyczna wartość Z' w modelu jest ustalana iteracyjnie dla indeksu Z . Kraj z indeksem $Z = f(X) > Z'$ kwalifikuje się do restrukturyzacji zadłużenia³⁰. W przeciwieństwie do Petersena, Frank i Cline nie określali sztywnych wartości krytycznych dla poszczególnych wskaźników.

Inny model ostrzegania przed kryzysem zadłużeniowym, oparty na miernikach zadłużenia, skonstruowali G. Feder i R.E. Just. Ich model bazował na obserwacjach 41 kra-

jów, z których 11 w latach 1965–1972 miało problemy zadłużeniowe³¹. Używając innej procedury statystycznej (analiza logitowa), zaprojektowali indeks prawdopodobieństwa restrukturyzacji długu $P = P(X)$, gdzie X oznacza wektor wskaźników, a jako zmienne przyjęli: wskaźnik płatności z tytułu obsługi długu do wpływów z eksportu, wskaźnik wzrostu eksportu, produkt narodowy brutto *per capita*, wzrost produktu narodowego brutto *per capita*, amortyzacja do wielkości długu, import do rezerw, import do produktu narodowego brutto, indeks fluktuacji eksportu, obsługa długu do produktu narodowego brutto, napływ kapitału do obsługi długu, import do produktu narodowego brutto, wielkość długu do produktu narodowego brutto³². Autorzy w czasie późniejszym oszacowali wartości progowe wskaźników, choć początkowo postrzegali swoją metodę jako postępowanie w porównaniu z metodami wcześniejszymi z racji faktu, iż indeks prawdopodobieństwa restrukturyzacji pozwalał uniknąć sytuacji, gdy po przekroczeniu sztywno ustalonego progu poziom zadłużenia danego kraju jest postrzegany jako nagłe przejście z sytuacji bezproblemowej do kłopotów zadłużeniowych³³.

Na podstawie powyższych opisów wyraźnie widać, że różni autorzy prezentowali indywidualne podejścia do opracowania systemu „wczesnego ostrzegania” przed kryzysem zadłużeniowym, eksponując niektóre wskaźniki lub pomijając je w analizie – np. Petersen nie uwzględniał relacji płatności z tytułu obsługi długu do wpływów z eksportu, natomiast w modelach Franka i Cline’a oraz Federa i Justa wskaźnik ten został uwzględniony. Na kształt omawianych modeli wpływ miał również wybór krajów i przedziałów czasowych obserwacji.

Pojawia się zatem pytanie o to, czy istnieje uniwersalny, niezawodny, oparty na wskaźnikach zadłużenia system, pozwalający ustalić, czy dany kraj jest w niebezpieczeństwie osiągnięcia krytycznego poziomu zadłużenia. Odpowiedź jest negatywna, gdyż przed zadaniem tego pytania, należałoby najpierw sprecyzować samo pojęcie „krytycznego poziomu zadłużenia”. W prezentowanych modelach przyjmowano, że poziom krytyczny to poziom, przy którym konieczna była restrukturyzacja długu. Zwraca się natomiast uwagę, że z kryzysem zadłużeniowym niekoniecznie musi być powiązany fakt wystąpienia restrukturyzacji, a jego symptomem zamiast tego może być np. akceptacja pożyczek Międzynarodowego Funduszu Walutowego, wiążąca się z narzuceniem przez fundusz restrykcyjnej polityki gospodarczej³⁴. Restrukturyzacja długu jest tylko czubkiem góry lodowej objawów kryzysu zadłużeniowego i stanowi ekstremalny jego przejaw, natomiast oceniając sytuację zadłużeniową w oparciu o prezentowane wskaźniki, przyjmuje się ogólną zasadę ekonomiczną, mówiącą, że jeśli stopa zwrotu z zastosowania funduszy pochodzących z zagranicy przekracza całkowity koszt ich pozyskania, to zdolność kraju do obsługi zobowiązań nie jest upośledzona³⁵.

Jak zostało wykazane powyżej, niezaprzeczalna korelacja pomiędzy występowaniem kryzysów zadłużeniowych, a przyjmowaniem przez wskaźniki zadłużenia określonych wartości jest sprawą dyskusyjną wśród autorów, a więc stosowanie wskaźników zadłużenia w praktyce, np. podczas podejmowania przez dany kraj decyzji o zwiększeniu długu zagranicznego, musi być uzupełniona analizą innych czynników, jak chociażby

jakość instytucji i polityki danego kraju. Do pomiaru tego czynnika stosuje się wskaźnik CPIA – Country Policy and Institutional Assessment, w oparciu o który dokonuje się klasyfikacji krajów, bazując na 16 kryteriach składowych tego wskaźnika, które z kolei podzielone są na cztery grupy: a) zarządzanie gospodarką, b) polityki strukturalne, c) polityki społeczne, d) zarządzanie sektorem publicznym i instytucjami³⁶. Wskaźnik CPIA mierzy, w jakim stopniu jakość polityk i instytucji sprzyja zrównoważonemu wzrostowi danego kraju. Oprócz powyższego wskaźnika w analizie ryzyka kryzysu zadłużeniowego należy wziąć dodatkowo pod uwagę czynniki takie jak³⁷:

- wysokość i zmienność stóp procentowych w kraju i za granicą, gdyż wpływają one znacząco na zmianę warunków kredytowania
- rozkład obciążenia długiem zagranicznym sektora publicznego i prywatnego
- walutę długu (ryzyko wzrostu płatności z tytułu obsługi długu na skutek wzrostu kursu waluty, w której dług jest wyrażony)
- udział długu krótkoterminowego i długoterminowego (struktura zapadalności) – ocenę, czy udział długu krótkoterminowego jest na tyle znaczący, aby spowodować kłopoty z bieżącą spłatą zadłużenia
- historię kredytową – obserwację, jak dany kraj wywiązywał się z obsługi zadłużenia w przeszłości
- perspektywy handlu zagranicznego i wzrostu gospodarczego danego państwa – jeśli przewidywany jest wzrost wpływów z eksportu, oznacza to poprawę możliwości obsługi zadłużenia.

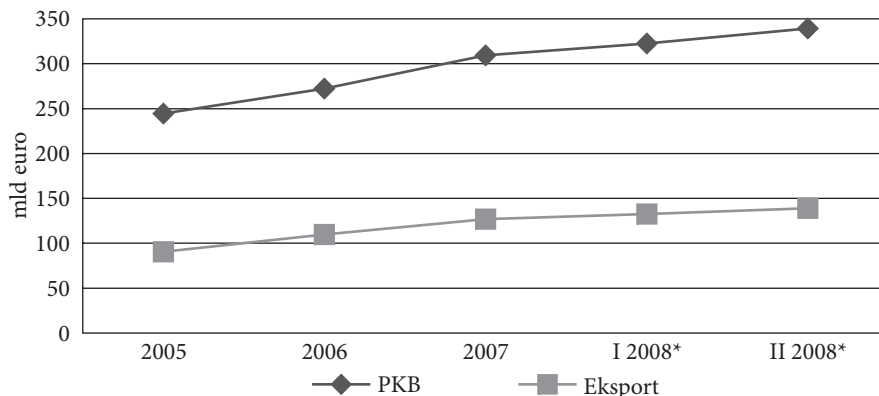
Sytuacja gospodarcza oraz stan zadłużenia zagranicznego Polski w latach 2005–2008 – wskaźniki makroekonomiczne

Kształtowanie się wskaźników zadłużenia zagranicznego³⁸ oraz ich właściwa interpretacja nie może nie uwzględniać szeregu czynników o charakterze wewnętrznym i zewnętrznym, warunkujących gospodarowanie w analizowanym kraju. Z tej też racji ocena wiarygodności kredytowej Polski – wyrażona poprzez wartości poszczególnych wskaźników – musi być widziana w kontekście światowego kryzysu gospodarczego, co znajduje odzwierciedlenie w poszczególnych agregatach. Sytuacja ta, stanowiąc potencjalne źródło zagrożeń dla wypłacalności wielu krajów – w tym także Polski, w szczególności sposób uzasadnia potrzebę podjęcia poniższej analizy.

Spowolnienie światowego wzrostu gospodarczego wydatnie wpływa na obniżenie dynamiki przyrostu produktu krajowego brutto w Polsce, jak i wolumenu eksportu. W rozpatrywanym okresie zauważamy wprawdzie wzrost zarówno wielkości PKB, jak i eksportu, lecz tempo owych zmian rokrocznie malało, by w 2008 r. osiągnąć 4,8% w odniesieniu do PKB oraz 3,8% (w PLN) dla eksportu³⁹ (por. rys. 1).

Stan oficjalnych rezerw walutowych na koniec drugiego kwartału 2008 r. wynosił 52,157 mld euro, wzrastając – w odniesieniu do poziomu na koniec roku 2007 – o 16,7%, co wynikało głównie z większego wolumenu transakcji własnych NBP oraz realizowa-

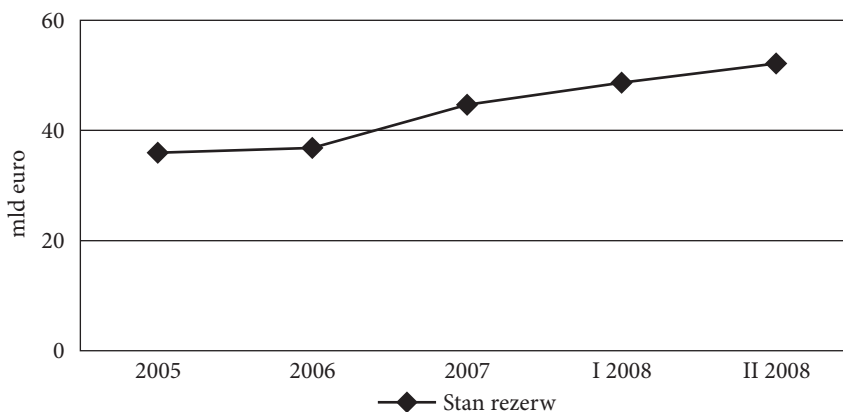
nych na zlecenie klientów banku (por. rys. 2). Wartość tę zmniejszyły ujemne różnice kursowe oraz zmiany dotyczące wyceny aktywów.



Rysunek 1. Kształtowanie się PKB i eksportu w latach 2005–2008

* I oraz II 2008 oznaczają odpowiednio pierwszy i drugi kwartał 2008 r.; I 2008 obejmuje II, III i IV kwartał 2007 r. oraz I kwartał 2008 r., II 2008 – III, IV kwartał 2007 r. oraz I i II kwartał 2008 r.

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: Bilans płatniczy Rzeczypospolitej Polskiej, lata 2005–2007 oraz I i II kwartał 2008, NBP.



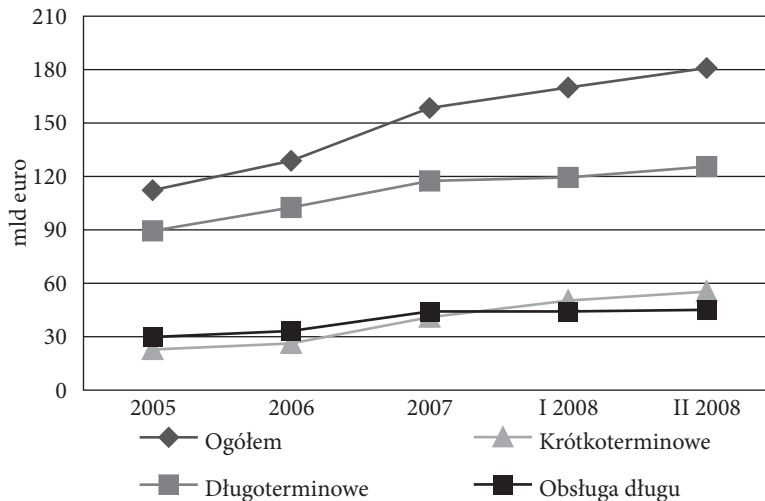
Rysunek 2. Stan rezerw oficjalnych w latach 2005–2008

Źródło: Jak w rys. 1.

Całkowita wielkość zadłużenia zagranicznego w połowie roku 2008 wyniosła 180,892 mld euro, co stanowiło – w stosunku do końca czerwca 2007 r. – wzrost długu o 27,3%. Na przestrzeni lat 2005–2008 wartość zobowiązań zagranicznych Polski systematycznie rosła, choć udział zadłużenia długoterminowego⁴⁰ malał od 2007 r., osiągając

w czerwcu 2008 r. 69,4% wartości długu ogółem (por. rys. 3). Istotnymi przyczynami wzrostu krótkoterminowego zadłużenia Polski w połowie 2008 r. były:

- rachunki bieżące i depozyty sektora bankowego (59,4% całości wzrostu zadłużenia krótkoterminowego) w stosunku do poprzedniego kwartału
- zwiększenie kredytów inwestorów bezpośrednich (włączając kredyty handlowe udziałowców) – odpowiedzialne za 15,5% ogólnego wzrostu
- inne kredyty handlowe – wzrost o 538 mln euro, stanowiące 10,8% wzrostu krótkoterminowego zadłużenia⁴¹.



Rysunek 3. Zadłużenie zagraniczne Polski

Źródło: Jak w rys. 1.

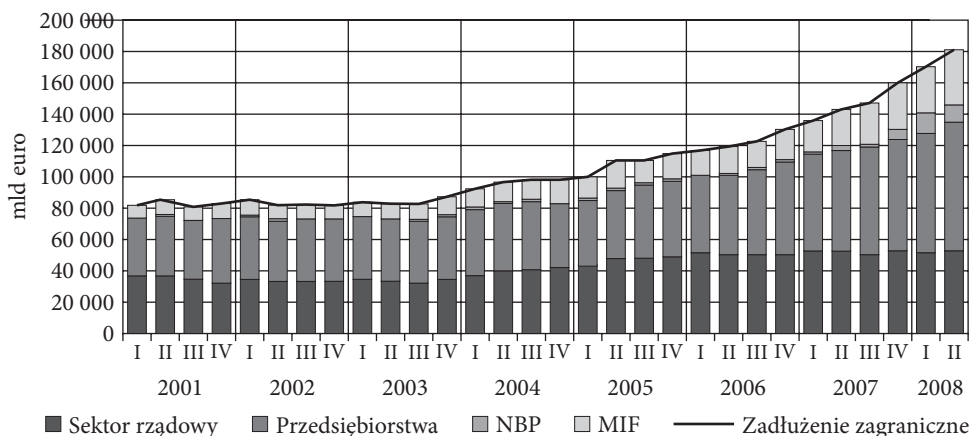
Na obsługę zadłużenia zagranicznego Polski przekazano w 2007 r. 44,148 mld euro, co stanowiło – w stosunku do roku uprzedniego – wzrost o ok. 33%. Do czerwca 2008 r. przekazano na obsługę zadłużenia łącznie 24,03 mld euro, z czego zapłacone raty kapitałowe pochłonęły 20,354 mld euro, odsetki – 3,387 mld euro oraz wykupione w I kwartale dłużne papiery wartościowe wyemitowane przez podmioty polskie – 389 mln euro.

Struktura zadłużenia zagranicznego Polski

Największy udział w polskim zadłużeniu zagranicznym w drugim kwartale 2008 r. wykazywał sektor przedsiębiorstw, odpowiedzialny za 45,1% długu zagranicznego, głównie z tytułu otrzymanych kredytów (łącznie z kredytami handlowymi) oraz wyemitowanych przez przedsiębiorstwa i zakupionych przez nierezidentów papierów dłużnych.

Sektor rządowy i samorządowy wykazywał na koniec okresu zadłużenie w wysokości 53,737 mld euro, co stanowiło 29,7% ogólnej kwoty długu zagranicznego. Ważnymi składnikami owych zobowiązań są dłużne papiery wartościowe (84,3% zadłużenia zagranicznego rządu), wyemitowane na łączną wartość 45,305 mld euro oraz kredyty zaciągnięte zarówno wobec Klubu Paryskiego (pochodzące z lat siedemdziesiątych XX wieku), jak i – w latach późniejszych – od organizacji międzynarodowych⁴².

Zadłużenie zagraniczne sektora bankowego (łącznie z NBP) stanowiło 25,2% zobowiązań zagranicznych Polski, wzrastając w stosunku do II kwartału 2007 r. aż o 90,8%. Wzrost ów był w dużej mierze powodowany większym zadłużeniem monetarnych instytucji finansowych (MIF) z racji otrzymanych kredytów i pożyczek, napływu kapitału netto z tytułu depozytów nierezydentów ulokowanych w polskich bankach oraz dodatnich różnic kursowych. Negatywne zmiany wielkości zadłużenia NBP⁴³ były przede wszystkim pochodną pasywnych transakcji *repo*, związanych z zarządzaniem płynnością aktywów rezerwowych i zwiększeniem dochodowości rezerw.



Rysunek 4. Zadłużenie zagraniczne Polski w podziale na sektory

Źródło: Bilans płatniczy Rzeczypospolitej Polskiej za II kwartał 2008 roku, NBP, Warszawa 2008, s. 33.

Struktura sektorowa polskiego zadłużenia zagranicznego została przedstawiona na rysunku 4.

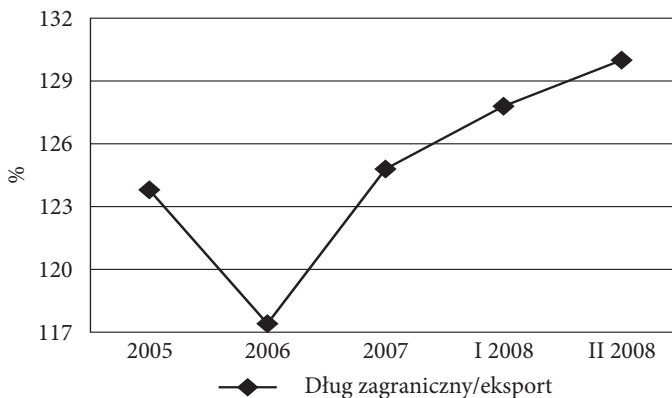
Wskaźniki zadłużenia zewnętrznego Polski

Wielkość długu zagranicznego do wpływów z eksportu dóbr i usług. Kształtowanie się owego wskaźnika dla Polski w latach 2005–2007 oraz w I i II kwartale 2008 przedstawia rysunek 5. Spadkowi indykatora w 2006 roku towarzyszył stały jego wzrost w latach

kolejnych, związany z pogarszaniem się sytuacji gospodarczej w kraju, a tym samym niższym poziomem obrotów eksportowych. Malala zatem możliwość pokrycia całkowitego długu płatnościami pochodzącymi z eksportu, wywodząc się bezpośrednio z szybszego tempa wzrostu zobowiązań zagranicznych niż wywozu polskich dóbr i usług.

Stale jednak wartość wskaźnika pozostaje powyżej poziomu 100%, co wskazuje na niewspółmierność wpływów eksportowych do całkowitej wartości długu zagranicznego kraju. Nie musi to jednak oznaczać zbyt wysokiego ryzyka wystąpienia kryzysu zadłużeniowego z racji dużych wahań kursowych w badanym okresie (stosunkowo mocna w latach 2005–2007 polska waluta ulegała szybkiej deprecjacji w 2008 roku), przekładających się bezpośrednio na zmienność cen eksportowanych towarów.

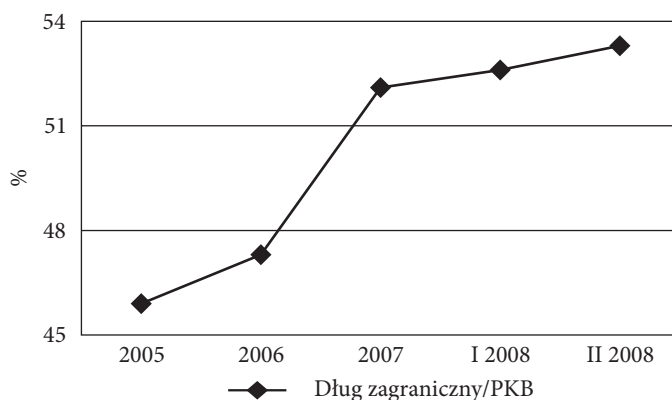
Zadłużenie zagraniczne do PKB (lub PNB). Relacja zadłużenia zagranicznego ogółem do wartości polskiego PKB w czerwcu 2008 r. osiągnęła poziom 53,3%, pogarszając się względem I kwartału 2008 r. o 0,7 punktu procentowego (por. rys. 6). Indykator ten w całym analizowanym okresie wykazywał tendencję wzrostową, co może – zgodnie z interpretacją wskaźnika – wskazywać na malejącą zdolność Polski do przesunięcia zasobów przeznaczanych na produkcję krajową do sektorów eksportowych w przypadku wystąpienia problemów z obsługą zadłużenia. Za znaczny wzrost wartości relacji długu do PKB w roku 2007 odpowiada przede wszystkim wysokie w owym czasie tempo przyrostu zadłużenia zagranicznego.



Rysunek 5. Dług zagraniczny do wpływów z eksportu

Źródło: Jak w rys. 4.

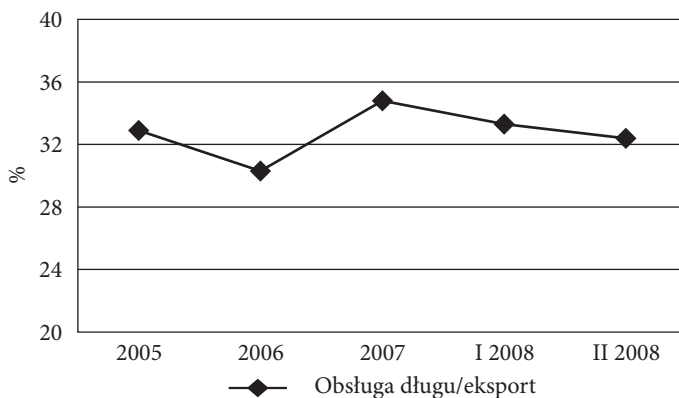
W świetle prognozowanego na lata 2009–2010 spadku tempa wzrostu PKB (lub jego ujemnej wartości) można oczekiwać dalszego pogorszenia relacji długu do produktu krajowego brutto, czemu sprzyjać będzie systematycznie zwiększająca się wartość bezwzględna zobowiązań zagranicznych.



Rysunek 6. Zadłużenie zagraniczne do PKB

Źródło: Jak w rys. 4.

Obsługa zadłużenia zagranicznego do wpływów z eksportu towarów i usług. Wskaźnik ten charakteryzował się w obserwowanym okresie względną stabilnością, oscylując wokół wartości 32% (por. rys. 7), co może świadczyć o stosunkowo dużym udziale wpływów ze sprzedaży towarów i usług za granicę przeznaczanych na pokrycie bieżących płatności odsetek i kapitału od zaciągniętych zobowiązań w całości dochodów z eksportu. Poprawność wniosków – opartych na wartości indykatora – dotyczących wiarygodności kredytowej Polski może jednak zostać zaburzona przez fakt, że duże wahania należnych płatności oraz wpływów z eksportu znacznie utrudniają międzyokresową porównywalność relacji.



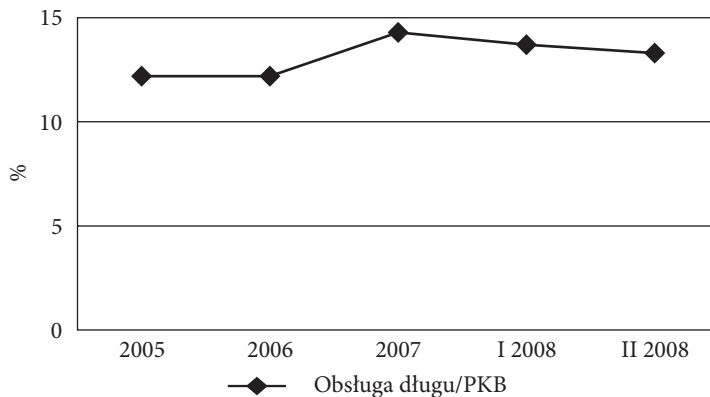
Rysunek 7. Obsługa zadłużenia do eksportu

Źródło: Jak w rys. 4.

Wysokość wskaźnika pozwala wnosić, iż obciążenie płatności z tytułu obsługi długu z racji nieprzewidywalnych zmian dochodów eksportowych Polski jest stosunkowo duże.

Obsługa zadłużenia zagranicznego do produktu krajowego brutto (lub PNB)

Wskaźnik ten informuje o relatywnej wielkości PKB „obciążonej” koniecznością uregulowania bieżących płatności wynikających z zobowiązań zagranicznych, oscylującej w rozpatrywanym okresie w granicach 13% (por. rys. 8). Stosunkowo niska wartość indykatora nie wskazuje na zwiększenie ryzyka niewypłacalności Polski.



Rysunek 8. Obsługa długu zagranicznego do PKB

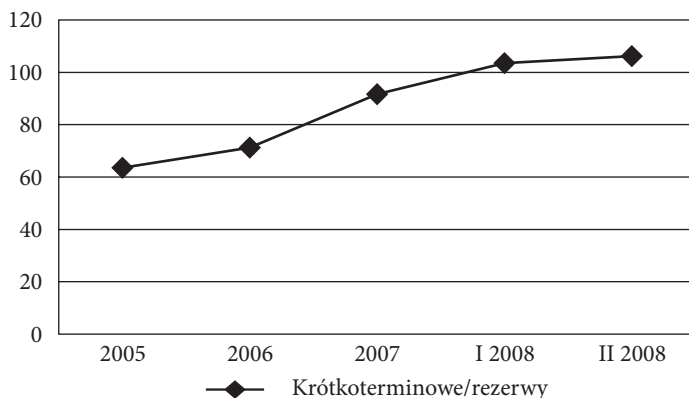
Źródło: Jak w rys. 4.

Wskaźniki dotyczące zadłużenia krótkoterminowego. Ważnym składnikiem oceny płynności międzynarodowej jest również relacja krótkoterminowego zadłużenia zagranicznego do oficjalnych aktywów rezerwowych, na koniec czerwca 2008 r. wynosząca 106,2%, co stanowiło poziom wyższy o 2,7% w odniesieniu do I kwartału (por. rys. 9). Pogorszenie się wartości wskaźnika wynikało przede wszystkim z szybszego tempa wzrostu krótkoterminowego zadłużenia zagranicznego (9,9%) w porównaniu z przyrostem oficjalnych aktywów rezerwowych (7,1%).

Stosunek ten, przekraczający poziom 100%, wskazuje, iż zgromadzony przez Narodowy Bank Polski zasób międzynarodowych rezerw walutowych nie pokrywa w pełni bieżącego krótkoterminowego zadłużenia Polski⁴⁴.

Przydatność owego wskaźnika jest w dużej mierze warunkowana ograniczonym dostępem kraju do źródeł finansowania zewnętrznego, polska gospodarka zaś wykazuje

relatywnie wysoki stopień otwartości, co implikuje niewielkie znaczenie (nawet stosunkowo dużej wartości wskaźnika) w ocenie ryzyka kryzysu finansowego.



Rysunek 9. Zadłużenie krótkoterminowe w relacji do rezerw walutowych

Źródło: Jak w rys. 4.

Wiarygodność kredytowa Polski w ocenach agencji ratingowych

Jedną z form oceny wiarygodności kredytowej są ratingi konstruowane w oparciu o wskaźniki zadłużenia oraz analizę czynników charakteryzujących wewnętrzną i zewnętrzną sytuację gospodarczą państwa, mające wspomóc inwestorów we właściwej ocenie ryzyka udzielania kredytów poszczególnym krajom.

Rating Polski wg kryteriów Fitch Ratings wynosi A-, odnoszony do długoterminowego zadłużenia w walutach obcych, A zaś w przypadku zadłużenia w walucie krajowej⁴⁵. W opinii Fitcha „[...] krótkotrwałe i umiarkowane pogłębienie się deficytu budżetowego [związane z kryzysem gospodarczym] nie pogorszy ocen wiarygodności kredytowej Polski”⁴⁶. Agencja ratingowa Moody’s przyznała w 2008 r. Polsce rating A2, oceniając, że nawet perspektywa recesji w 2009 r. nie powinna wydatnie wpłynąć na pogorszenie się wskaźników zadłużenia kraju, tym samym uznając za stosunkowo stabilną wypłacalność Polski w najbliższym roku⁴⁷. Opinię tę agencja wsparła przekonaniem o dobrej sytuacji instytucjonalnej kraju.

Standard & Poor’s w 2007 roku podniosła długoterminowy rating zagraniczny Polski z BBB+ do A-, krótkoterminowy zaś z A-/A2 do A/A1⁴⁸. Z racji ogólnoświatowego spowolnienia wzrostu gospodarczego nie przewiduje ona jednak zwiększenia ratingu kraju, wskazując na potencjalny wzrost ryzyka niewypłacalności w 2009 r., związanego z pogłębieniem się deficytu budżetowego oraz przewidywanym pogorszeniem się relacji długu zagranicznego do PKB⁴⁹.

Stosunkowo dobra ocena sytuacji zadłużenia Polski w roku 2008/2009, odzwierciedlona w wysokich ewaluacjach agencji ratingowych, wydaje się zgodna z wynikami analizy wskaźników zobowiązania zagranicznego. Można oczekiwać, że ewentualne pogorszenie się indyktorów w związku z obecnym kryzysem gospodarczym wpłynie również na zmianę wartości ratingu, choć jego ostateczna wysokość uzależniona jest od postrzegania przez agencję ratingową całości uwarunkowań gospodarczych danego państwa. Przyjęta przez te podmioty metodologia, mimo iż opiera się na wskaźnikach zadłużenia kraju, ostatecznie do nich się nie ogranicza, co stanowi o braku uniwersalnego indykatora lub grupy wskaźników, które by w sposób niearbitralny decydowały o sytuacji zadłużeniowej państwa.

Przypisy

¹ P. Hjertholm, *Analytical History of Heavily Indebted Poor Country (HIPC) Debt Sustainability Targets*, Department of Economics, University of Copenhagen, 1999, s. 16.

² *Ibidem*.

³ IMF, *Debt- and Reserve-related indicators of External Vulnerability*, Washington 2005, s. 7.

⁴ G. Górniewicz, *Zadłużenie zagraniczne jako problem globalny*, Akademia Bydgoska im. Kazimierza Wielkiego, Bydgoszcz 2001, s. 49.

⁵ T. Lane, S. Philips, *Moral Hazard. Does IMF Financing Encourage Imprudence by Borrowers and Lenders?*, w: *Economic Issues* nr 28, IMF, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/issues/issues28/index.htm#1>, 29.01.2009.

⁶ The World Bank, *How to do a Debt Sustainability Analysis for Low-Income Countries*, Washington 2005.

⁷ IMF, *Debt- and Reserve-related Indicators...*, *op.cit.*, s. 6.

⁸ *Ibidem*.

⁹ *Ibidem*.

¹⁰ IMF, *External Debt Statistics: Guide for Compilers and Users*, Appendix III, Glossar, Washington 2003, s. 262.

¹¹ *The Challenge of Maintaining Long-term External Debt Sustainability*, The World Bank, IMF, Washington 2001, s. 7.

¹² IMF, *Debt- and Reserve-related...*, *op.cit.*, s. 6.

¹³ *Ibidem*.

¹⁴ R. Rodrik, A. Velasco, *Short-Term Capital Flows*, World Bank, 1999.

- ¹⁵ IMF, Debt- and Reserve-related ..., op.cit., s. 12.
- ¹⁶ The World Bank, Global Development Finance 2004, Washington 2005, s. 33.
- ¹⁷ The World Bank, Global Development Finance 2004, Washington 2008 (electronic version).
- ¹⁸ The World Bank, Global Development Finance 2004, Washington 2005, s. 33 i 35.
- ¹⁹ <http://web.worldbank.org/WBSITE/EXTERNAL/EXTSITETOOLS/0,,contentMDK:20147607~-menuPK:344191~pagePK:98400~piPK:98424~theSitePK:95474,00.html#1>, 29.01.2009.
- ²⁰ How to do a Debt Sustainability..., op.cit., s. 12.
- ²¹ The Challenge of Maintaining Long-term External Debt Sustainability, World Bank, IMF, Washington 2001, s. 7.
- ²² IMF, Debt- and Reserve-related..., op.cit., s. 8.
- ²³ D. Avramovic, Economic Growth and External Debt, Baltimore 1964.
- ²⁴ R. Erbe, S. Schattner, Indicator Systems for the Assessment of the External Debt Situation of Developing Countries, „Intereconomics” 1980, Vol. 15, No. 6, s. 285.
- ²⁵ C.H. Petersen, Debt Crisis of Developing Countries: A Pragmatic Approach to an Early Warning System [w:] „Konjunkturpolitik” 1977, No. 2, s. 94.
- ²⁶ Ibidem.
- ²⁷ Ibidem.
- ²⁸ W.R. Cline, C.R. Frank, Measurement of Debt Servicing Capacity: An Application of Discriminant Analysis, „Journal of International Economics” 1971, No. 1, s. 327.
- ²⁹ Ibidem.
- ³⁰ Ibidem.
- ³¹ G. Feder, R.E. Just, A Study of Debt Servicing Capacity Applying Logit Analysis, „Journal of Development Economics” 1977, No. 4, s. 25.
- ³² Ibidem.
- ³³ Ibidem.
- ³⁴ R. Erbe, S. Schattner, op.cit., s. 287.
- ³⁵ Ibidem.
- ³⁶ <http://web.worldbank.org/WBSITE/EXTERNAL/TOPICS/ENVIRONMENT/EXTDATASTA/0,,contentMDK:21115900~menuPK:2935553~pagePK:64168445~piPK:64168309~theSitePK:2875751,00.html>, 29.01.2009.
- ³⁷ The World Bank, How to do a Debt Sustainability Analysis for Low-Income Countries, Washington 2005.
- ³⁸ Narodowy Bank Polski – zgodnie z tzw. definicją bazową, przyjętą przez organizacje międzynarodowe – za zadłużenie zagraniczne brutto na koniec danego okresu uznaje „[...] sumę podjętych i nieregulowanych zobowiązań rezydentów danego kraju wobec nierezydentów, wynikającą z zawartych umów, dotyczących spłat kapitału wraz z odsetkami lub bez, albo spłat odsetek wraz z kapitałem lub bez”. Por. External Debt: Definition, Statistical Coverage and methodology, BIS, IMF, OECD, World Bank, Paris 1988, w: Zadłużenie zagraniczne Polski, NBP 2008.

³⁹ Informacja o sytuacji społeczno-gospodarczej kraju. Rok 2008, GUS, Warszawa 28.01.2009.

⁴⁰ Zadłużenie długoterminowe definiowane jest jako zadłużenie o terminie pierwotnym dłuższym niż jeden rok.

⁴¹ Relacja krótkoterminowego zadłużenia zagranicznego do zadłużenia ogółem w innych krajach Europy Środkowo-Wschodniej kształtowała się od 14,7% dla Węgier do 52,8% dla Słowacji. Por. Bilans płatniczy Rzeczypospolitej Polskiej za II kwartał 2008 roku, NBP, Warszawa 2008, s. 38.

⁴² Od wielu lat obserwuje się zmiany struktury zadłużenia polskiego sektora rządowego prowadzące do systematycznego zmniejszania się udziału kredytów na rzecz dłużnych papierów wartościowych.

⁴³ Zadłużenie zagraniczne NBP ma charakter krótkoterminowy.

⁴⁴ Dla innych krajów regionu wskaźnik ten wynosił od 73,5% w Czechach, przez 100,1% dla Węgier do 148,7% dla Słowacji. Por. *ibidem*.

⁴⁵ http://www.fitchratings.com/corporate/ratings/issuer_content.cfm?issr_id=80442229, 29.01.2009.

⁴⁶ <http://biznes.onet.pl/6,1902835,wiadomosci.html>, 29.01.2009.

⁴⁷ http://www.dziennik.pl/gospodarka/article307302/Moodys_nie_obnizy_ratingu_dla_Polski.html, 29.01.2009.

⁴⁸ http://www2.standardandpoors.com/portal/site/sp/en/eu/page.topic/ratings_sov/2,1,8,0,0,0,0,0,0,0,3,0,9,0,0,0.html, 29.01.2009.

⁴⁹ http://www.rp.pl/artykul/132586,183341_Standards___Poor_s___Nie_podniesiemy_ratingu_dla_Polski.html, 29.01.2009.

Bibliografia

Avramovic D., *Economic Growth and External Debt*, Baltimore 1964.

Bilans płatniczy Rzeczypospolitej Polskiej, lata 2005–2007 oraz I i II kwartał 2008, NBP.

Cline W.R., Frank C.R., *Measurement of Debt Servicing Capacity: An Application of Discriminant Analysis*, „*Journal of International Economics*” No. 1, 1971.

Erbe R., Schattner S., *Indicator Systems for the Assessment of the External Debt Situation of Developing Countries*, „*Intereconomics*” Vol. 15, No. 6, 1980.

External Debt: Definition, Statistical Coverage and methodology, BIS, IMF, OECD, World Bank, Paris 1988, w: *Zadłużenie zagraniczne Polski*, NBP 2008.

Feder G., Just R.E., *A Study of Debt Servicing Capacity Applying Logit Analysis*, „*Journal of Development Economics*” 1977, No. 4.

Górniewicz G., *Zadłużenie zagraniczne jako problem globalny*, Akademia Bydgoska im. Kazimierza Wielkiego, Bydgoszcz 2001.

Hjertholm P., *Analytical History of Heavily Indebted Poor Country (HIPC) Debt Sustainability Targets*, Department of Economics, University of Copenhagen, 1999.

Informacja o sytuacji społeczno-gospodarczej kraju. Rok 2008, GUS, Warszawa 28.01.2009.

International Monetary Fund, *Debt- and Reserve-related indicators of External Vulnerability*, Washington 2005.

- International Monetary Fund, External Debt Statistics: Guide for Compilers and Users – Appendix III, Glossar, Washington 2003.
- International Monetary Fund, The World Bank, The Challenge of Maintaining Long-term External Debt Sustainability, Washington 2001.
- Lane T., Philips S., Moral Hazard. Does IMF Financing Encourage Imprudence by Borrowers and Lenders?, „Economic Issues” No. 28.
- Petersen C.H., Debt Crisis of Developing Countries: A Pragmatic Approach to an Early Warning System w: „Konjunkturpolitik” 1977, No. 2.
- Rodrik R. Velasco A., Short-Term Capital Flows, World Bank, 1999.
- The World Bank, How to do a Debt Sustainability Analysis for Low-Income Countries, Washington 2005.
- The World Bank, Global Development Finance 2004, Washington 2005.
- The World Bank, Global Development Finance 2007, Washington 2008.

Review and significance of external debt measurement tools within the context of domestic and global external debt problems. The debt situation of Poland

Abstract

The aim of this article is to find an answer to the question under what conditions can debt burden indicators be a basis of assessment of external debt sustainability and whether they can constitute an early warning system against external debt crises. In the first part of the article, the authors review the popularity of external debt measurement as well as its possible utility in the context of global debt problems. The second part of the article is devoted to presentation and interpretation of external debt indicators. Some ambiguities connected to their usage are also mentioned there along with the issue of the early warning systems against debt crises that are based on external debt indicators. The last part examines the Poland's debt situation. The conclusions drawn from the analysis of external debt burden indicators coincide to a high extent with assessments of rating agencies, which also take into consideration the overall economic situation of a country.

**Aneks I. Wskaźniki poziomu zadłużenia zagranicznego dla poszczególnych państw
– na podstawie danych *Global Development Finance*, The World Bank,
Washington 2007, s. 30–32**

	Total external debt 2005	Present value of debt 2005	Ratio of total external debt to exports of GS (%)	Ratio of present value of debt to exports of GS (%)	Ratio of total external debt to GNI (%)	Ratio of present value of debt to GNI (%)
Albania	1,839	1,386	67	51	25	19
Algeria	16,879	16,978	45	45	21	21
Angola	11,755	11,462	74	72	61	59
Argentina	114,335	107,913	260	245	77	73
Armenia	1,861	1,384	134	100	49	36
Azerbaijan	1,881	1,522	34	27	22	18
Bangladesh	18,935	13,234	146	102	32	22
Barbados	660	725	37	41	24	27
Belarus	4,734	4,722	31	31	20	20
Belize	1,000	1,099	167	183	106	116
<i>Benin</i>	1,855	891	233	112	47	23
Bhutan	649	675	329	342	91	95
<i>Bolivia</i>	6,390	3,205	224	112	76	38
Bosnia and Herzegovina	5,564	4,913	116	102	59	52
Botswana	473	408	10	8	6	5
Brazil	187,994	209,559	164	183	31	34
Bulgaria	16,786	16,392	107	105	70	68
<i>Burkina Faso</i>	2,045	1,061	377	196	43	22
<i>Burundi</i>	1,322	736	1,925	1,072	198	110
Cambodia	3,515	2,961	99	84	69	58
<i>Cameroon</i>	7,151	2,164	203	61	48	14
Cape Verde	546	381	123	86	62	43
<i>Central African Republic</i>	1,016	862	842	715	79	67
<i>Chad</i>	1,633	1,056	79	51	48	31
Chile	45,154	44,935	115	114	52	52
China	281,612	275,534	41	40	15	14
Colombia	37,656	40,757	158	171	40	43
Comoros	289	200	279	193	81	56
<i>Congo, Dem. Rep.</i>	10,600	7,624	533	383	171	123
<i>Congo, Rep.</i>	5,936	4,065	155	106	180	124
Costa Rica	6,223	6,450	67	69	35	36
<i>Cote d'Ivoire</i>	10,735	10,032	140	131	74	69
Croatia	30,169	29,648	162	159	90	89
Djibouti	424	309	154	112	58	42
Dominica	252	218	197	170	100	86
Dominican Republic	7,398	7,350	61	61	37	37
Ecuador	17,129	18,476	154	166	56	60
Egypt, Arab Rep.	34,114	29,941	112	99	41	36
El Salvador	7,088	7,357	101	105	46	48
Equatorial Guinea	266	219	10	8
<i>Eritrea</i>	736	410	382	213	102	57
Estonia	11,255	10,725	121	115	107	102
<i>Ethiopia</i>	6,259	1,971	353	111	65	21
Fiji	231	231	17	17	9	9
Gabon	3,902	3,932	91	92	63	63
<i>Gambia, The</i>	672	386	281	162	172	99
Georgia	1,911	1,443	96	72	36	28
<i>Ghana</i>	6,739	2,325	187	64	76	26
Grenada	405	422	221	230	99	103
Guatemala	5,349	5,575	73	77	19	20
<i>Guinea</i>	3,247	1,258	376	146	90	35
<i>Guinea-Bissau</i>	693	746	613	660	269	290
<i>Guyana</i>	1,196	592	140	69	170	84
<i>Haiti</i>	1,323	897	93	63	36	24
<i>Honduras</i>	5,242	2,648	119	60	73	37

	Total external debt 2005	Present value of debt 2005	Ratio of total external debt to exports of GS (%)	Ratio of present value of debt to exports of GS (%)	Ratio of total external debt to GNI (%)	Ratio of present value of debt to GNI (%)
Hungary	66,119	63,398	100	96	72	69
India	123,123	110,647	82	73	18	16
Indonesia	138,300	138,308	159	159	55	55
Iran, Islamic Rep.	21,260	20,468	40	39	13	13
Jamaica	6,511	7,799	118	141	78	93
Jordan	7,696	7,538	91	89	66	65
Kazakhstan	43,354	42,892	187	185	107	106
Kenya	6,169	4,669	136	103	38	28
<i>Kyrgyz Republic</i>	2,032	1,138	189	106	96	54
<i>Lao PDR</i>	2,690	1,468	367	200	115	63
Latvia	14,283	13,929	216	211	106	104
Lebanon	22,373	23,305	122	127	109	114
Lesotho	690	512	67	50	43	32
<i>Liberia</i>	2,581	4,322	2,098	3,514	649	1,087
Lithuania	11,201	11,354	89	90	52	52
Macedonia, FYR	2,243	2,068	96	89	43	40
<i>Madagascar</i>	3,465	1,803	621	323	71	37
<i>Malawi</i>	3,155	1,080	474	162	169	58
Malaysia	50,981	51,172	35	35	46	46
Maldives	368	308	62	52	52	43
<i>Mali</i>	2,969	1,387	215	100	64	30
<i>Mauritania</i>	2,281	1,896	347	289	140	117
Mauritius	2,160	2,137	61	60	37	37
Mexico	167,228	178,876	74	79	24	26
Moldova	2,053	1,968	101	97	73	70
Mongolia 1/	1,327	981	99	73	85	63
Morocco	16,846	16,356	79	77	35	34
<i>Mozambique</i>	5,121	1,555	281	85	94	28
Myanmar	6,645	5,035	195	148
<i>Nepal</i>	3,285	2,250	151	104	49	34
<i>Nicaragua</i>	5,144	2,003	241	94	119	46
<i>Niger</i>	1,972	767	366	142	65	25
Nigeria	22,178	22,096	53	53	34	34
Oman	3,472	3,435	22	22	14	14
Pakistan	33,675	28,213	160	134	36	30
Panama	9,765	11,878	97	118	74	90
Papua New Guinea	1,849	1,785	63	60	57	55
Paraguay	3,120	3,089	84	84	55	54
Peru	28,653	32,691	174	198	43	49
Philippines	61,527	65,527	112	120	63	67
Poland	98,821	96,234	101	98	40	39
Romania	38,694	39,470	134	137	50	51
Russian Federation	229,042	230,298	103	104	40	40
<i>Rwanda</i>	1,518	340	686	154	82	18
Samoa	656	596	598	543	189	172
<i>Sao Tome and Principe</i>	336	108	1,628	520	548	175
<i>Senegal</i>	3,793	2,482	137	89	52	34
Serbia and Montenegro	16,295	16,122	204	202	70	69
Seychelles	675	696	100	103	102	106
<i>Sierra Leone</i>	1,682	427	702	178	160	40
Slovak Republic	23,654	23,945	72	73	60	61
Solomon Islands	170	132	140	108	65	50
<i>Somalia</i>	2,750	2,652	1,179	1,137
South Africa	30,632	28,578	50	47	15	14
Sri Lanka	11,444	9,783	127	109	57	48

	Total external debt 2005	Present value of debt 2005	Ratio of total external debt to exports of GS (%)	Ratio of present value of debt to exports of GS (%)	Ratio of total external debt to GNI (%)	Ratio of present value of debt to GNI (%)
St. Kitts and Nevis	301	297	155	153	84	83
St. Lucia	425	418	95	94	59	58
St. Vincent and the Grenadines	282	269	147	139	74	71
<i>Sudan</i>	18,455	17,971	368	358	90	88
Swaziland	532	582	24	26	22	24
Syrian Arab Republic	6,508	6,497	69	69	27	27
Tajikistan	1,022	770	71	53	54	41
<i>Tanzania</i>	7,763	2,494	295	95	69	22
Thailand	52,266	50,898	45	44	33	32
<i>Togo</i>	1,708	1,466	189	162	86	74
Tonga	84	64	190	144	44	34
Trinidad and Tobago	2,652	2,864	33	36	22	24
Tunisia	17,789	17,940	124	125	68	69
Turkey	171,059	177,626	188	195	57	59
Turkmenistan	1,092	1,057	24	23	16	16
<i>Uganda</i>	4,463	2,065	296	137	63	29
Ukraine	33,297	34,601	86	89	51	53
Uruguay	14,551	15,314	315	332	110	116
Uzbekistan	4,226	4,106	91	88	35	34
Vanuatu	82	62	50	38	27	21
Venezuela, R.B. de	44,201	52,248	100	118	41	48
Vietnam	19,287	17,070	64	56	43	38
Yemen, Rep.	5,363	3,775	79	56	46	32
<i>Zambia</i>	5,668	1,562	290	80	106	29
Zimbabwe	4,257	4,396	220	228	83	85

— Not available