

Katarzyna Nowacka-Bandosz

Zadłużenie zagraniczne Polski na tle krajów Unii Europejskiej i czynniki jego wzrostu

Studia i Prace Wydziału Nauk Ekonomicznych i Zarządzania 33/2, 157-171

2013

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.

Katarzyna Nowacka-Bandosz*

Uniwersytet Szczeciński

ZADŁUŻENIE ZAGRANICZNE POLSKI NA TLE KRAJÓW UNII EUROPEJSKIEJ I CZYNNIKI JEGO WZROSTU

Streszczenie

W artykule przedstawiono tendencje w zadłużeniu zagranicznym Polski na tle innych krajów członkowskich UE-27 oraz wskazano czynniki jego wzrostu w najbliższej przyszłości. Artykuł podzielono na dwie części. W pierwszej zbadano stopień obciążenia zadłużeniem zagranicznym brutto gospodarki Polski i innych państw Unii Europejskiej w latach 2005–2012. Następnie omówiono wewnętrzne i zewnętrzne czynniki wzrostu zadłużenia zagranicznego w Polsce.

Słowa kluczowe: zadłużenie zagraniczne Polski i krajów UE, zadłużenie zagraniczne brutto

Wprowadzenie

Korzystanie z zagranicznych oszczędności, czyli zadłużanie się, pozwala państwu uzyskać większą dynamikę wzrostu gospodarczego i powiększać dobrobyt społeczeństwa. Jednak poziom zadłużenia powinien być kontrolowany, ponieważ kumulacja nieuregulowanych zobowiązań zewnętrznych może być bardzo groźna dla stabilności finansowej i gospodarczej kraju. Zadłużanie się za granicą niesie ze sobą ryzyko przeniesienia do gospodarki narodowej niekorzystnych zjawisk z rynku światowego (takich jak inflacja, recesja czy kryzysy finansowe).

* Adres e-mail: knowacka@wneiz.pl.

Celem artykułu jest dokonanie oceny skali obciążenia polskiej gospodarki długiem zagranicznym na tle innych krajów członkowskich UE¹ oraz wskazanie przyczyn jego wzrostu w Polsce w najbliższej przyszłości.

1. Wartość i dynamika zadłużenia zagranicznego Polski na tle pozostałych krajów UE

Zadłużenie zagraniczne brutto Polski na koniec 2012 r. osiągnęło wartość blisko 277,1 mld euro². W porównaniu z 2005 r. zwiększyło się blisko 2,5-krotnie (por. tabelę 1). Wynikało to głównie ze wzrostu długu zaciąganego przez sektor bankowy oraz przedsiębiorstwa w związku z dostępem do kredytów na lepszych warunkach (w tym o niższym oprocentowaniu) za granicą (niż w kraju). Nie bez znaczenia było też korzystne z punktu widzenia polskich kredytobiorców kształtowanie się kursów walutowych w ubiegłej dekadzie. Powodowało to obniżenie ciężaru zadłużenia w przeliczeniu na złote w miarę wzmacniania się kursu złotego w relacji do walut, w których był wyrażony dług³. Ponadto, integracja Polski z UE przyczyniała się do wzrostu zadłużenia zagranicznego poprzez to, że dotacji udzielano na zasadzie refinansowania. Wymagane było pozyskanie całości środków na inwestycje przed jej realizacją. Ich źródłem były często właśnie zagraniczne kredyty. Korzystały z nich głównie przedsiębiorstwa, ale również banki oraz sektor rządowy i samorządowy⁴.

Pomimo wyraźnego wzrostu bezwzględnej wielkości zadłużenia zagranicznego Polski stanowiło ono jednak relatywnie nieduży ciężar dla gospodarki.

¹ Badaniami zostało objętych 27 krajów członkowskich UE, a więc bez Chorwacji z powodu niekompletnych danych statystycznych odnośnie do kształtowania się zadłużenia zagranicznego tego kraju.

² Narodowy Bank Polski zestawia informacje o stanie zadłużenia zagranicznego zgodnie z następującą definicją: „Zadłużenie zagraniczne brutto, na koniec danego okresu, jest sumą podjętych i nieuregulowanych zobowiązań rezydentów danego kraju wobec nierezydentów, wynikających z zawartych umów, dotyczących spłat kapitału wraz z odsetkami lub bez, albo spłat odsetek wraz z kapitałem lub bez”. Definicja ta została określona przez organizacje międzynarodowe mianem definicji bazowej (*core definition*). *External Debt: Definition, Statistical Coverage and Methodology*, BIS, IMF, OECD, World Bank, Paris 1988.

³ J. Ciak, G. Górniewicz, *Zadłużenie zagraniczne Polski w pierwszej dekadzie XXI wieku*, w: *Koszt kapitału i źródła finansowania przedsiębiorstw*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego” 2010, nr 636, „Finanse, Rynki Finansowe”, Ubezpieczenia nr 36, s. 71.

⁴ M. Ruta-Kujawa, *Zadłużenie zagraniczne – analiza sytuacji Polski po wejściu do Unii Europejskiej*, „Studia i Prace WNEIZ Uniwersytetu Szczecińskiego” 2010, nr 18, s. 146.

W latach 2005–2012 zadłużenie zagraniczne w relacji do eksportu towarów kształtowało się w przedziale 144–189%, a więc znacznie poniżej wartości granicznej (tj. 275%). Podobna sytuacja miała miejsce w innych państwach Europy Środkowo-Wschodniej (z wyjątkiem Łotwy). Z kolei zadłużenie zagraniczne większości krajów Europy Zachodniej było w relacji do eksportu kilka razy większe. Rekordową wartość w 2012 r. osiągał wskaźnik obliczony dla Luksemburga (15 890%), Cypru (5620%) i Wielkiej Brytanii (2115%).

Podobnych wniosków dostarcza analiza relacji zadłużenia zagranicznego do PKB. Polska (obok Czech) była krajem Unii najmniej obciążonych długiem w tym ujęciu. W latach 2005–2012 wskaźnik zawierał się w przedziale ok. 46–73% (w Czechach 41–60%). Co prawda poziom graniczny wynosił 50%, ale był on przekroczony w Polsce, jak i w pozostałych krajach Europy Środkowo-Wschodniej zdecydowanie mniej niż w „starej” UE. Największe wartości osiągały wskaźniki obliczone ponownie dla Luksemburga (4509% PKB w 2012 r.), a także Irlandii (1002% PKB), Malty (510% PKB), Cypru (452% PKB) oraz Wielkiej Brytanii (412% PKB), czyli tam, gdzie rozbudowany sektor finansowy generował bardzo wysokie zobowiązania wobec zagranicy⁵.

Warto dodać, że kraje wysoko rozwinięte, a zwłaszcza te posiadające ponadprzeciętnie rozbudowane sektory usług bankowych, posiadały również duże aktywa finansowe, które w pewnym sensie zmniejszały ryzyko związane z zadłużeniem zagranicznym brutto (tj. dużym obciążeniem ich gospodarek wynikającym ze znacznej skali podjętych zobowiązań)⁶.

Jednak posiadanie wysokich zobowiązań wobec zagranicy samo w sobie stanowi potencjalne zagrożenie dla stabilności finansowej krajów. Może być ono związane z trudnościami w sprzedaży papierów skarbowych na międzynarodowym rynku finansowym w wyniku utraty zaufania inwestorów spowodowanego wystąpieniem nagłej sytuacji kryzysowej. Inwestorzy będą wówczas powstrzymywać się od zakupu obligacji skarbowych lub zażądają wysokiego ich oprocentowania. Problemów tego rodzaju doświadczył Cypr. Duże i rosnące zadłużenie zagraniczne brutto może obarczać gospodarke ryzykiem braku płynności. Kwestia ta nabrała znaczenia w odniesieniu do krajów wysoko rozwiniętych w warunkach obecnego kryzysu finansowo-gospodarczego.

⁵ Szerzej na ten temat zob. J. Diz Dias, *External Debt Statistics of the Euro Area*, Bank for International Settlements, Switzerland 2010, s. 8.

⁶ Z uwagi na ograniczoną objętość opracowania zagadnienia te będą szerzej omówione w kolejnej publikacji.

Tabela 1. Zadłużenie zagraniczne brutto Polski na tle pozostałych krajów członkowskich UE

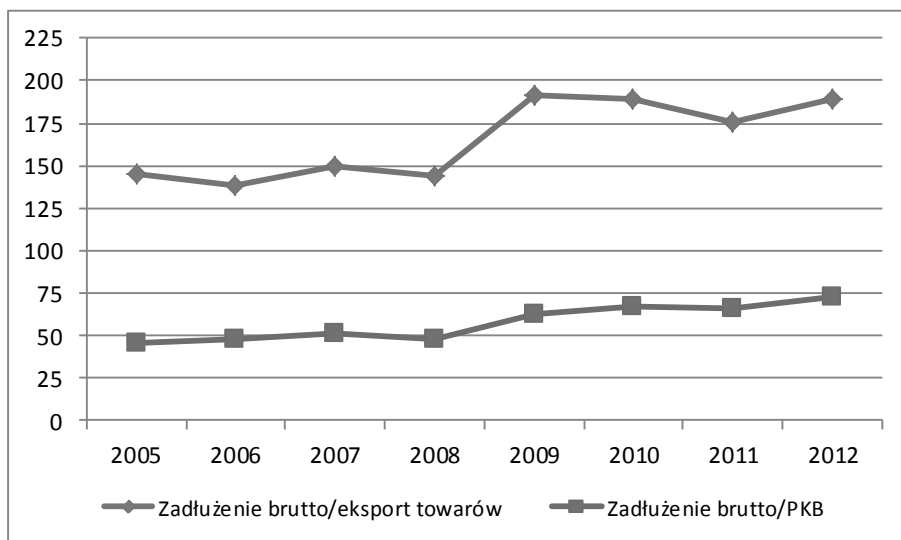
| Kraje | Wielkość zadłużenia zagranicznego brutto (w mln euro) | | | | | Stosunek wielkości zadłużenia zagranicznego brutto do wielkości eksportu towarów (w %) | | | | | Relacja wielkości zadłużenia zagranicznego brutto do wielkości PKB (w %) | | | | | |
|------------|--|---------|---------|---------|--|---|------|------|------|------|--|-----------|------|------|------|------|
| | 2005 | 2008 | 2011 | 2012 | | Kraje | 2005 | 2008 | 2011 | 2012 | | Kraje | 2005 | 2008 | 2011 | 2012 |
| 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 | | 11 | 12 | 13 | 14 | 15 |
| Estonia | 9 672 | 19 025 | 15 504 | 16 659 | | Słowacja | b.d. | b.d. | 93 | 86 | | Czechy | 41 | 45 | 57 | 60 |
| Litwa | 10 586 | 23 009 | 23 976 | 24 784 | | Czechy | 75 | 82 | 90 | 90 | | Polska | 46 | 48 | 66 | 73 |
| Łotwa | 12 929 | 29 533 | 29 598 | 30 300 | | Litwa | 112 | 143 | 119 | 107 | | Rumunia | 39 | 51 | 76 | 75 |
| Malta | 17 585 | 32 144 | 33 358 | 34 686 | | Estonia | 152 | 224 | 129 | 133 | | Litwa | 50 | 71 | 78 | 75 |
| Bułgaria | 15 504 | 37 247 | 36 229 | 37 593 | | Węgry | 144 | 170 | 174 | 161 | | Słowacja | b.d. | b.d. | 77 | 76 |
| Słowenia | 20 497 | 39 234 | 40 241 | 40 838 | | Bułgaria | 164 | 245 | 179 | 181 | | Bułgaria | 67 | 105 | 94 | 95 |
| Słowacja | b.d. | b.d. | 53 042 | 54 066 | | Polska | 145 | 144 | 175 | 189 | | Estonia | 86 | 117 | 97 | 98 |
| Cypr | b.d. | 76 760 | 83 711 | 80 819 | | Słowenia | 140 | 193 | 189 | 190 | | Słowenia | 71 | 105 | 111 | 115 |
| Czechy | 43 132 | 69 474 | 88 436 | 92 114 | | Rumunia | 139 | 213 | 220 | 219 | | Włochy | 93 | 108 | 115 | 121 |
| Rumunia | 30 920 | 71 712 | 99 376 | 98 646 | | Łotwa | 297 | 452 | 345 | 305 | | Węgry | 81 | 116 | 131 | 127 |
| Węgry | 71 730 | 122 566 | 130 892 | 123 576 | | Niemcy | 384 | 361 | 366 | 370 | | Łotwa | 100 | 129 | 146 | 136 |
| Polska | 112 312 | 174 527 | 245 792 | 277 067 | | Belgia | b.d. | 519 | 455 | 445 | | Niemcy | 136 | 149 | 159 | 164 |
| Portugalia | 273 649 | 351 599 | 371 816 | 385 247 | | Holandia | 506 | 480 | 485 | 450 | | Hiszpania | 126 | 154 | 165 | 167 |
| Grecja | b.d. | 364 393 | 369 950 | 437 025 | | Włochy | 447 | 459 | 482 | 484 | | Dania | 146 | 176 | 184 | 182 |
| Dania | 303 713 | 414 889 | 441 593 | 445 714 | | Austria | 455 | 491 | 491 | 487 | | Szwecja | 158 | 182 | 198 | 192 |

| 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 | 11 | 12 | 13 | 14 | 15 |
|-----------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------------|-------|--------|--------|--------|-----------------|-------|-------|-------|-------|
| Finlandia | 186 757 | 251 156 | 413 827 | 454 238 | Dania | 457 | 531 | 554 | 545 | Francja | 150 | 181 | 193 | 193 |
| Austria | 437 918 | 596 518 | 610 870 | 612 507 | Szwecja | 443 | 477 | 565 | 579 | Austria | 179 | 211 | 203 | 197 |
| Szwecja | 470 898 | 607 961 | 767 127 | 783 804 | Hiszpania | 724 | 866 | 791 | 758 | Grecja | b.d. | 156 | 177 | 226 |
| Belgia | b.d. | 1 158 494 | 1 092 265 | 1 076 326 | Finlandia | 355 | 381 | 728 | 796 | Portugalia | 177 | 204 | 217 | 233 |
| Irlandia | 1 132 651 | 1 805 025 | 1 710 467 | 1 639 634 | Portugalia | 879 | 897 | 863 | 846 | Finlandia | 119 | 135 | 218 | 234 |
| Hiszpania | 1 144 447 | 1 672 021 | 1 753 783 | 1 751 810 | Francja | 729 | 854 | 912 | 895 | Belgia | b.d. | 334 | 295 | 286 |
| Holandia | 1 414 826 | 1 729 373 | 1 917 950 | 1 885 062 | Malta | 844 | 1 479 | 1 121 | 1 113 | Holandia | 276 | 291 | 319 | 314 |
| Włochy | 1 338 855 | 1 696 908 | 1 815 986 | 1 889 455 | Irlandia | 1 370 | 2 227 | 2 016 | 1 898 | Wielka Brytania | 339 | 370 | 442 | 412 |
| Luksemburg | 1 063 089 | 1 532 670 | 1 610 639 | 2 003 270 | Grecja | b.d. | 1 839 | 1 829 | 1 985 | Cypr | b.d. | 447 | 466 | 452 |
| Francja | 2 576 001 | 3 506 128 | 3 867 210 | 3 914 290 | Wielka Brytania | 2 023 | 2 117 | 2 240 | 2 115 | Malta | 357 | 539 | 507 | 510 |
| Niemcy | 3 033 142 | 3 683 023 | 4 125 629 | 4 334 533 | Cypr | b.d. | 6 450 | 5 933 | 5 620 | Irlandia | 695 | 1 009 | 1 076 | 1 002 |
| Wielka Brytania | 6 263 458 | 6 698 544 | 7 720 414 | 7 839 058 | Luksemburg | 8 989 | 10 565 | 11 739 | 15 890 | Luksemburg | 3 512 | 4 101 | 3 779 | 4 509 |

Źródło: opracowanie własne na podstawie: *International Investment Position – Annual Data; Balance of Payments by Country; GDP and Main Components – Current Prices*, Eurostat, <http://epp.eurostat.ec.europa.eu> (lipiec 2013).

Z przedstawionych danych wynika, że obciążenie długiem zagranicznym brutto gospodarki Polski na tle krajów UE nie było szczególnie wysokie pod względem jego nominalnej wartości, a przede wszystkim w odniesieniu do głównych agregatów porównawczych, takich jak eksport towarów oraz PKB. Jednak obciążenie to wyraźnie zwiększało się, o czym świadczy zarówno tendencja rosnąca jego wartości, jak również analizowanych wskaźników (por. rysunek 1). W latach 2005–2012 zjawisko to można było zaobserwować we wszystkich krajach UE. Na ich tle Polska wykazywała jednak relatywnie wysoką dynamikę zadłużenia zagranicznego (zwłaszcza wartości zobowiązań, ale również w relacji do PKB i eksportu).

Rysunek 1. Wskaźniki obciążenia gospodarki Polski długiem zagranicznym



Źródło: opracowanie własne na podstawie: *International Investment Position – Annual Data; Balance of Payments by Country, GDP and Main Components – Current Prices*, Eurostat, <http://epp.eurostat.ec.europa.eu> (lipiec 2013).

2. Uwarunkowania wzrostu zadłużenia zagranicznego Polski

Obciążenie zadłużeniem zagranicznym gospodarki Polski utrzymywało się na poziomie średnim, który można określić jako charakterystyczne zjawisko dla krajów Europy Środkowo-Wschodniej. Jednak dług mocno powiększał się i wydaje się, że tendencja ta będzie kontynuowana. Wynikać to będzie z aspiracji polskiego społeczeństwa dotyczących poziomu rozwoju gospodarki, a także wzrostu konsumpcji nadal nieproporcjonalnie dużej w stosunku do własnych możliwości finansowych (zgromadzonych oszczędności wewnętrznych).

Polska to kraj o strukturalnie niskim poziomie oszczędności krajowych. Ich udział w relacji do PKB od lat należał do najniższych w Europie. W 2012 r. stopa oszczędności brutto wyniosła 17,6%. Była wyraźnie niższa niż w najbardziej zamożnych państwach, takich jak Niemcy (ok. 24%), Szwecja, Holandia i Austria (po ok. 26%), ale także w porównaniu z krajami Europy Środkowo-Wschodniej (w Rumunii, Bułgarii, Słowacji i na Węgrzech wskaźnik kształtował się w granicach 20–24%; por. tabelę 2). Z prognoz Eurostatu wynika, że w następnych latach oszczędności brutto Polski będą utrzymywać się na zbliżonym poziomie. Oznacza to, że w dalszym ciągu będą za małe w stosunku do potrzeb rozwojowych gospodarki. Istniejącą lukę pomiędzy zapotrzebowaniem na środki niezbędne do sfinansowania przyrostu dochodu narodowego a możliwościami ich pozyskania z oszczędności wewnętrznych kraj będzie musiał nadal uzupełniać przez wzrost zadłużenia zagranicznego.

Kolejnym czynnikiem zwiększającym zapotrzebowanie na zewnętrzne środki finansowe będzie deficyt na rachunku bieżącym bilansu płatniczego. W ostatnich latach w coraz mniejszym stopniu był on finansowany bezpośrednimi inwestycjami zagranicznymi (BIZ). Długookresowy charakter tego typu inwestycji wierzycielskich powoduje, że są one uznawane za bezpieczniejszą formę finansowania deficytu obrotów bieżących niż inwestycje portfelowe. Te ostatnie, ulokowane w stosunkowo łatwo zbywalne dłużne papiery wartościowe z założenia są bardziej mobilne i narażają gospodarke na kryzysy finansowe.

Tymczasem dłużne papiery wartościowe w posiadaniu zagranicznych inwestorów portfelowych oraz kredyty i pożyczki stanowiły najważniejsze pozycje w strukturze zadłużenia zagranicznego Polski. Na koniec 2012 r. generowały odpowiednio 36 i 41% zadłużenia zagranicznego Polski. Inwestycje bezpośrednie w formie instrumentów dłużnych (w tym kredyty) stanowiły ok. 22% zadłużenia zagranicznego Polski⁷.

⁷ Obliczenia własne na podstawie *Zadłużenie zagraniczne Polski*, w: *Statystyka bilansu płatniczego Polski*, NBP, <http://nbp.pl> (lipiec 2013).

Tabela 2. Oszczędności brutto Polski na tle pozostałych krajów członkowski UE w latach 2005–2012 oraz prognoza na lata 2013–2014 (w % PKB)

| Kraje | 2005 | 2008 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 |
|-----------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Szwecja | 24,8 | 29,0 | 26,9 | 25,6 | 25,6 | 26,3 |
| Holandia | 26,5 | 25,2 | 26,4 | 25,5 | 25,5 | 25,8 |
| Estonia | 23,6 | 21,4 | 26,1 | 25,0 | 25,0 | 26,0 |
| Austria | 24,8 | 27,6 | 25,6 | 25,9 | 26,0 | 26,5 |
| Niemcy | 22,4 | 25,4 | 23,9 | 23,6 | 22,9 | 23,0 |
| Dania | 25,2 | 25,2 | 23,2 | 22,8 | 22,6 | 22,3 |
| Łotwa | 21,0 | 18,1 | 23,0 | 24,2 | 24,6 | 25,0 |
| Belgia | 25,1 | 25,1 | 22,8 | 22,2 | 22,3 | 22,3 |
| Rumunia | 14,4 | 19,8 | 22,4 | 24,1 | 24,7 | 25,5 |
| Bułgaria | 15,9 | 14,4 | 22,0 | 22,8 | 22,2 | 22,2 |
| Słowacja | 20,3 | 21,4 | 21,5 | 22,2 | 23,1 | 24,5 |
| Czechy | 24,5 | 26,0 | 20,7 | 18,7 | 18,8 | 19,2 |
| Węgry | 16,4 | 16,6 | 20,5 | 20,2 | 20,8 | 20,7 |
| Słowenia | 25,4 | 25,7 | 20,3 | 19,7 | 20,2 | 19,7 |
| Finlandia | 25,3 | 25,4 | 19,7 | 17,9 | 17,7 | 17,8 |
| Francja | 19,3 | 20,1 | 18,1 | 17,8 | 17,5 | 17,5 |
| Hiszpania | 22,1 | 19,5 | 17,8 | 18,8 | 20,4 | 21,6 |
| Polska | 18,1 | 19,1 | 17,3 | 17,6 | 17,5 | 17,5 |
| Litwa | 16,6 | 14,0 | 16,8 | 14,9 | 15,3 | 15,6 |
| Włochy | 20,0 | 18,8 | 16,4 | 17,1 | 18,0 | 18,6 |
| Wielka Brytania | 14,9 | 16,1 | 13,7 | 10,8 | 11,5 | 12,8 |
| Cypr | 13,6 | 11,1 | 12,6 | 8,3 | 10,3 | 11,0 |
| Irlandia | 23,3 | 15,5 | 11,9 | 15,6 | 17,3 | 18,8 |
| Portugalia | 13,2 | 10,6 | 10,6 | 14,1 | 14,7 | 15,5 |
| Malta | b.d. | b.d. | 9,9 | 10,6 | 10,9 | 11,3 |
| Grecja | 10,6 | 6,0 | 4,4 | 8,3 | 13,3 | 16,0 |

Źródło: opracowanie własne na podstawie: *Income, Saving and Net Lending/Borrowing*, Eurostat, <http://epp.eurostat.ec.europa.eu> (lipiec 2013).

W związku z powyższym należy negatywnie ocenić spadek napływu BIZ do Polski. W 2012 r. wartość ulokowanych w Polsce BIZ wyniosła 2 664 mln euro. W porównaniu z poprzednim rokiem odnotowano spadek o 10 982 mln euro, tj. o 80%⁸. Wpisuje się on w ogólnie malejący trend BIZ spowodowany spowolnieniem gospodarczym i kryzysem finansowo-gospodarczym na świecie. Globalna wartość inwestycji bezpośrednich w 2012 r. spadła do poziomu sprzed czterech lat, a w latach 2013–2014 spodziewana jest tylko niewielka poprawa w tym zakresie⁹.

W rezultacie tych tendencji odnotowano w Polsce spadek wartości BIZ w relacji do salda obrotów bieżących (z około 150% w 2006 r. do 20% w 2012 r.). Jednocześnie wzrosła w tym okresie rola dłużnych papierów wartościowych (z około 30 do ponad 95%; por. tabelę 3).

W warunkach globalizacji przy pełnej swobodzie przepływu kapitałów na rynkach obligacji ujawniały się nastroje inwestorów. Inwestorzy zainteresowani inwestycjami portfelowymi poszukiwali obligacji tych krajów, które cieszyły się stosunkowo dobrą kondycją oraz przystąpiły do UE, ale niekoniecznie stały się częścią strefy euro¹⁰. Spośród krajów Europy Środkowo-Wschodniej warunki te spełniała przede wszystkim Polska, oferując relatywnie wysokie stopy procentowe (w maju 2013 r. realna stopa procentowa w Polsce kształtowała się na poziomie 2,2%, natomiast w sąsiednich Czechach – 1,65%). Polskie obligacje rządowe w ciągu ostatnich trzech lat wygenerowały wysoki zysk, również w porównaniu do osiągniętego z inwestycji w niemieckie i amerykańskie obligacje rządowe¹¹.

Obecna sytuacja na świecie charakteryzująca się na najważniejszych rynkach polityką niskich stóp procentowych (w Stanach Zjednoczonych, strefie euro, Wielkiej Brytanii i Szwajcarii¹²) umożliwiła Polsce pożyczanie pieniędzy po najniższych kosztach – rentowność 10-letnich papierów skarbowych spadła w maju 2013 r. do historycznego minimum na poziomie 3,004%¹³. Z drugiej jednak strony przyczyniała się do systematycznego wzrostu zadłużenia zagranicznego kraju.

⁸ *Ibidem.*

⁹ Por. *Global Investment Trends Monitor*, „Unctad” 2013, No. 11.

¹⁰ Por. L. Guerrieri, M. Iacoviello, R. Minetti, *Banks, Sovereign Debt and the International Transmission of Business Cycles*, „NBER Working Paper” 2012, No. 18303, August.

¹¹ Zgodnie z obliczeniami agencji Bloomberg i European Federation of Financial Analysts Societies. Por. *Polskie obligacje dają dobre zyski*, „Rzeczpospolita” z 24 maja 2013 r.

¹² Szerzej na ten temat zob. np. *A World of Cheap Money. Six Years of Low Interest Rates in Search of Some Growth*, „The Economist” z 6 kwietnia 2013 r.

¹³ www.premier.gov.pl/wydarzenia/aktualnosci/rentownosc-polskich-10-letnich-obligacji-zblizyla-sie-do-3.html (10.05.2013).

Dodatkowo, nie można wykluczyć ryzyka nagłego wzrostu zadłużenia zagranicznego z powodu pęknięcia „bańki cenowej” na rynku polskich obligacji. Bańka cenowa powstaje wówczas, gdy ceny aktywów mają podłoże spekulacyjne¹⁴. W Polsce nabywcami obligacji (obok długoterminowych inwestorów takich jak banki centralne i fundusze emerytalne) mogły być podmioty kierujące się motywami spekulacyjnymi. Ten ostatni rodzaj inwestorów nie wydaje się odgrywać głównej roli na rynku, która należy przede wszystkim do długoterminowych inwestorów, np. niemieckich funduszy emerytalnych i podmiotów zarządzających środkami publicznymi¹⁵. Potencjalnego ryzyka wystąpienia bańki cenowej nie można jednak wykluczyć.

Zdaniem Komisji Europejskiej ważnym czynnikiem ryzyka może być również skala uzależnienia Polski od zagranicznych inwestorów¹⁶. W latach 2008–2012 udział nierezydentów w strukturze długu publicznego Polski wzrósł z 33,6 do aż 53% całości zadłużenia. Bezproblemowa prolongata spłaty zapadającego długu publicznego wymagać będzie stałej gotowości inwestorów zagranicznych do utrzymania udziału polskich aktywów w swoich portfelach na niezmiennym poziomie.

W sytuacji eskalacji kryzysu w strefie euro lub innego wydarzenia mogącego spowodować nagłe i silne załamanie na rynku obligacji problemem byłoby mocne osłabienie naszej waluty. Konsekwencje poniosłyby te przedsiębiorstwa, które wyemitowały papiery dłużne za granicą, a także społeczeństwo, w tym zwłaszcza osoby posiadające kredyty denominowane w walucie obcej.

Ważnym czynnikiem oddziałującym na dalszy wzrost zadłużenia zagranicznego Polski będzie deficyt budżetowy, który od kilku lat utrzymuje się na wysokim poziomie. Z końcem 2008 r. ujemny wynik budżetu sektora instytucji rządowych i samorządowych w relacji do PKB przekroczył referencyjny poziom (3%), osiągając 3,7%. W związku z powyższym w 2009 r. Komisja Europejska rozpoczęła wobec Polski procedurę nadmiernego deficytu. Biorąc pod uwagę

¹⁴ Por. np. A. Kamińska, *Rajd na polskie obligacje. Rośnie spekulacyjna bańka?*, „Rzeczpospolita” z 10 kwietnia 2013 r.; J. Cieński, *Boom na rynku obligacji skarbowych, ale są znaki ostrzegawcze*, „Obserwator Finansowy” z 8 marca 2013 r.; M. Feldstein, *Kiedy wzrosną stopy procentowe, pękną bańki*, „Obserwator Finansowy” z 7 maja 2013 r.

¹⁵ Szerzej na ten temat zob. *Plan finansowania potrzeb pożyczkowych budżetu państwa i jego uwarunkowania w I kwartale 2013*, Ministerstwo Finansów, Warszawa, styczeń 2013 r., s. 24 oraz A. Kamińska, *Kryzys trochę nam pomógł*, „Rzeczpospolita” z 24 kwietnia 2013 r.

¹⁶ *Ocena krajowego programu reform i programu konwergencji Polski z 2012 roku*, Komisja Europejska, SWD (2012) 323 final, Bruksela, 30 maja 2012 r., s. 13.

wyniki sektora finansów publicznych odnotowane w 2012 r. ($-3,9\%$), nie można oczekiwać wstrzymania procedury do końca 2013 r. Tym bardziej że dług sektora instytucji rządowych i samorządowych – czyli drugi element kryterium fiskalnego z Maastricht – także był bliski granicznej wartości 60% PKB (na koniec IV kwartału 2012 r. wynosił $55,6\%$)¹⁷. Pomimo wspomnianych problemów w dziedzinie finansów publicznych sytuacja ekonomiczna Polski w porównaniu z innymi krajami UE kształtowała się jednak bardziej korzystnie¹⁸.

Tabela 3. Wybrane wskaźniki bezpieczeństwa finansowego Polski

| Wyszczególnienie | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 |
|--|-------|-------|------|-------|------|------|------|------|
| Stosunek wartości bezpośrednich inwestycji zagranicznych do salda obrotów bieżących (w %) | 142,2 | 151,0 | 89,6 | 42,6 | 76,9 | 58,0 | 75,9 | 19,8 |
| Relacja wartości dłużnych papierów wartościowych do salda obrotów bieżących (w %) | 184,0 | 30,6 | 1,8 | -16,4 | 84,5 | 78,0 | 51,5 | 95,4 |
| Stosunek zadłużenia krótkoterminowego do zgromadzonych oficjalnych aktywów rezerwowych (w %) | 63,6 | 71,3 | 92,6 | 106,0 | 88,0 | 82,6 | 73,4 | 64,1 |
| Relacja długu sektora instytucji rządowych i samorządowych do PKB (w %) | 47,1 | 47,7 | 45,0 | 47,1 | 50,9 | 54,8 | 56,4 | 55,6 |
| Udział zadłużenia wobec inwestorów zagranicznych w państwowym długu publicznym ogółem (w %) | 41,0 | 38,9 | 36,5 | 33,6 | 37,4 | 43,2 | 49,2 | 53,0 |
| Deficyt sektora instytucji rządowych i samorządowych (w % PKB) | -4,1 | -3,6 | -1,9 | -3,7 | -7,4 | -7,9 | -5,0 | -3,9 |

Źródło: opracowanie własne na podstawie: *Statystyka bilansu płatniczego Polski*, NBP, <http://nbp.pl> (lipiec 2013); *Zadłużenie sektora finansów...* oraz *Government Deficit/Surplus, Debt and Associated Data*, Eurostat, <http://epp.eurostat.ec.europa.eu> (lipiec 2013).

¹⁷ *Zadłużenie sektora finansów publicznych w IV kwartale 2012*, Ministerstwo Finansów, Warszawa 2013.

¹⁸ Szerzej na ten temat zob. *Polska 2012. Raport o stanie gospodarki*, Ministerstwo Gospodarki, Warszawa 2012, s. 7

Bezpieczeństwo polskiej gospodarce zapewniały zgromadzone rezerwy. Na koniec 2012 r. nasz kraj posiadał oficjalne aktywa rezerwowe w wysokości ok. 82,6 mld euro, które pokrywały 64,1% zadłużenia krótkoterminowego (w poprzednich latach wskaźnik na ogół też nie przekraczał granicznego poziomu 100% z wyjątkiem 2008 r.; por. tabelę 3).

Do ochrony przed ryzykiem niestabilności finansowej mogłyby być wykorzystane również środki pochodzące z elastycznej linii kredytowej o wartości 22 mld SDR (czyli ok. 26 mld euro) przyznanej Polsce przez Międzynarodowy Fundusz Walutowy (do stycznia 2015 r.)¹⁹. Środki te wraz z aktywami rezerwowymi stanowiły pod koniec 2012 r. kwotę niemal 110 mld euro do obrony przed „naciskami” dewaluacyjnymi. Skuteczność tych działań byłaby – jak wynika z doświadczeń innych krajów – ograniczona, zwłaszcza w dłuższym okresie czasu. Tym bardziej że średnie dzienne obroty netto na globalnym rynku transakcji spot złotego (zawieranych głównie między bankami na rynkach światowych) w 2011 r. wynosiły już prawie 10 mld USD²⁰.

Warto jednak dodać, że przyznanie w styczniu 2013 r. (po raz trzeci) elastycznej linii kredytowej przez MFW korzystnie wpływało na ocenę wiarygodności kredytowej Polski. W lutym 2013 r. agencja ratingowa Fitch przyznała Polsce *rating* na poziomie A minus z pozytywną perspektywą (poprzednia była neutralna)²¹. *Rating* będący miarą ryzyka związanego z inwestycją w polskie papiery dłużne przyczyniał się zatem do wspomnianego obniżenia ich rentowności, co może przełożyć się na obniżenie kosztów obsługi długu w przyszłości.

Obecna sytuacja w gospodarce nie wygląda zatem na niebezpieczną. Nie należy jednak bagatelizować istniejących zagrożeń dla wzrostu zadłużenia zagranicznego, zwłaszcza mając w pamięci bolesne doświadczenia lat 70. ubiegłego wieku.

¹⁹ *Poland, Republic of: Financial Position in the Fund as of April 30, 2013*, www.imf.org.

²⁰ M. Matkowska, *Rozwój walutowego rynku złotego w latach 2008-2011*, w: *Miejsce Polski w gospodarce światowej*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego” 2013, nr 756, „Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia” nr 57, s. 346.

²¹ *Plan finansowania potrzeb pożyczkowych budżetu państwa i jego uwarunkowania*, Ministerstwo Finansów, Warszawa, marzec 2013, s. 8.

Podsumowanie

Obciążenie gospodarki Polski z tytułu posiadanego zadłużenia zagranicznego kształtowało się na poziomie charakterystycznym dla krajów Europy Środkowo-Wschodniej i było znacznie mniejsze niż Europy Zachodniej. Polska zadłużała się, aby uzupełnić niski stan oszczędności zagranicznych w warunkach rosnących aspiracji w zakresie wzrostu i rozwoju gospodarczego.

Uwarunkowania wzrostu zadłużenia zagranicznego w Polsce miały charakter wewnętrzny i zewnętrzny. Te pierwsze wynikały z utrzymujących się problemów z tzw. bliźniaczymi deficytami, czyli deficytem obrotów bieżących w bilansie płatniczym i deficytem budżetowym. Do wzrostu zadłużenia zagranicznego Polski przyczyniały się także czynniki zewnętrzne związane z członkostwem Polski w UE, w tym uwarunkowania dostępu do funduszy unijnych. Na skutek oddziaływania tych czynników zobowiązania Polski wobec zagranicy zwiększały się, przy czym na tle pozostałych krajów wskaźniki obciążenia naszej gospodarki długiem były relatywnie małe.

Potencjalnym czynnikiem ryzyka nagłego wzrostu zadłużenia zagranicznego Polski jest trwający obecnie światowy kryzys finansowo-gospodarczy, który poprzez napięcia na międzynarodowych rynkach finansowych może powodować występowanie baniek cenowych na rynkach, w tym obligacji.

Literatura

A World of Cheap Money. Six Years of Low Interest Rates in Search of Some Growth, „The Economist” z 6 kwietnia 2013 r.

Balance of Payments by Country, Eurostat, <http://epp.eurostat.ec.europa.eu>.

Ciak J., Górniewicz G., *Zadłużenie zagraniczne Polski w pierwszej dekadzie XXI wieku*, w: *Koszt kapitału i źródła finansowania przedsiębiorstw*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego” 2010, nr 636, „Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia” nr 36.

Cieński J., *Boom na rynku obligacji skarbowych, ale są znaki ostrzegawcze*, „Obserwator Finansowy” z 8 marca 2013 r.

Diz Dias J., *External Debt Statistics of the Euro Area*, Bank for International Settlements, Switzerland 2010.

External Debt: Definition, Statistical Coverage and Methodology, BIS, IMF, OECD, World Bank, Paris 1988.

- Feldstein M., *Kiedy wzrosną stopy procentowe, pękną banki*, „Obserwator Finansowy” z 7 maja 2013 r.
- GDP and Main Components – Current Prices*, Eurostat, <http://epp.eurostat.ec.europa.eu>.
- Global Investment Trends Monitor*, „Unctad” 2013, No. 11.
- Government Deficit/Surplus, Debt and Associated Data*, Eurostat, <http://epp.eurostat.ec.europa.eu>.
- Guerrieri L., Iacoviello M., Minetti R., *Banks, Sovereign Debt and the International Transmission of Business Cycles*, „NBER Working Paper” 2012, No. 18303, August.
- Income, Saving and Net Lending/Borrowing*, Eurostat, <http://epp.eurostat.ec.europa.eu>.
- International Investment Position – Annual Data*, Eurostat, <http://epp.eurostat.ec.europa.eu>.
- Kamińska A., *Kryzys trochę nam pomógł*, „Rzeczpospolita” z 24 kwietnia 2013 r.
- Kamińska A., *Rajd na polskie obligacje. Rośnie spekulacyjna banka?*, „Rzeczpospolita” z 10 kwietnia 2013 r.
- Matkowska M., *Rozwój walutowego rynku złotego w latach 2008–2011*, w: *Miejsce Polski w gospodarce światowej*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego” 2013, nr 756, „Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia” nr 57.
- Ocena krajowego programu reform i programu konwergencji Polski z 2012 roku*, Komisja Europejska, SWD (2012) 323 final, Bruksela, 30 maja 2012 r.
- Poland, Republic of: Financial Position in the Fund as of April 30, 2013*, www.imf.org.
- Polska 2012. Raport o stanie gospodarki*, Ministerstwo Gospodarki, Warszawa 2012.
- Polskie obligacje dają dobre zyski*, „Rzeczpospolita” z 24 maja 2013 r.
- Plan finansowania potrzeb pożyczkowych budżetu państwa i jego uwarunkowania*, Ministerstwo Finansów, Warszawa, styczeń i marzec 2013.
- Ruta-Kujawa M., *Zadłużenie zagraniczne – analiza sytuacji Polski po wejściu do Unii Europejskiej*, „Studia i Prace WNEiZ Uniwersytetu Szczecińskiego” 2010 nr 18.
- Statystyka bilansu płatniczego Polski*, NBP, <http://nbp.pl>.
- www.premier.gov.pl/wydarzenia/aktualnosci/rentownosc-polskich-10-letnich-obligacji-zblizyla-sie-do-3.html.
- Zadłużenie sektora finansów publicznych w IV kwartale 2012*, Ministerstwo Finansów, Warszawa 2013.

FOREIGN DEBT OF POLAND COMPARED WITH OTHER EUROPEAN UNION COUNTRIES AND DEBT GROWTH FACTORS

Abstract

This article examines foreign debt of Poland compared with other European Union countries (EU-27) and debt growth factors in Poland. The paper is divided into two major parts. The first part contains the analysis of key indicators related to gross foreign debt of Poland and other EU members in 2005–2012. The next part discusses internal and external debt growth factors in Poland in the nearest future.

Keywords: gross foreign debt of Poland and other UE countries

Translated by Katarzyna Nowacka-Bandos