

## ZADŁUŻENIE ZAGRANICZNE POLSKI: METODY I MOŻLIWOŚCI SPŁATY

Kredyty zagraniczne Polski spłacane do chwili obecnej były głównie zaciągane w latach siedemdziesiątych. Przyczyniła się do tego korzystna sytuacja na rynku światowym – przede wszystkim ogromna ilość petrodolarów – oraz pozytywna opinia naszego kraju jako kraju wiarygodnego i zdolnego do spłacania kredytów. Zgodnie z planami kredyty te miały zostać zainwestowane w inwestycje gwarantujące tzw. samospłatę dewizową, czyli w te rodzaje przedsiębiorstw, które dzięki inwestycjom mogły eksportować swe wyroby i dzięki temu spłacić dług. Zamierzenia te w części zostały zrealizowane; dzięki kredytom zagranicznym zmieniła się struktura produktów eksportowanych przez Polskę na rzecz większego udziału towarów przetworzonych. Niestety dotyczyło to głównie eksportu do krajów socjalistycznych. Pogarszająca się sytuacja w kraju skłoniła ówczesne władze do przeznaczenia większości towarów na zaspokojenie popytu wewnętrznego. Już w połowie lat siedemdziesiątych sytuacja ta spowodowała, iż ponad 60% zaciąganych kredytów miało charakter zaopatrzeniowy, co związane było m.in. z nieurodzajem w rolnictwie (kredyty te stanowiły w latach 1971-1980 23% ogółu zaciąganych kredytów). Od początku roku 1972 nastąpił stosunkowo silny wzrost ujemnego salda obrotów z zagranicą, także finansowanego za pomocą kolejnych kredytów. Zjawiska te zbiegły się w czasie z destabilizacją na rynkach światowych spowodowaną przede wszystkim kryzysem naftowym i związaną z nim podwyżką cen ropy oraz wzrostem oprocentowania wkładów dolarowych w USA. W rezultacie Polska, podobnie jak wiele innych krajów – dłużników popadła w pułapkę zadłużenia.<sup>1</sup>

W latach 1990-1991 Polska była w stanie jedynie w niewielkim stopniu obsługiwać swój dług zagraniczny. Kraj nasz przekraczał wszystkie wskaźniki zadłużenia, na podstawie których Bank Światowy ocenia kraje zadłużone. Według BŚ relacja długu do PKB nie powinna przekraczać 50% PKB – w 1990 r. w Polsce wartość tego wskaźnika wynosiła 82%. Kolejnym wskaźnikiem jest relacja długu do wartości eksportu, nie powinna ona przekraczać 275% (w Polsce wynosiła 446%). Wartości krytyczne obsługi zadłużenia i należnych odsetek w stosunku do wartości eksportu to odpowiednio 30 i 20%. Dla Polski wynosiły odpowiednio 78 i 36%. Zatwierdzenie przez MFW polskiego programu dostosowawczego i otwarcie dostępu do kredytów ułatwiło Polsce prowadzenie rozmów z Klubem Paryskim w sprawie restrukturyzacji naszego zadłu-

---

<sup>1</sup> G. Gołębiowski, *Geneza i próba oceny wstępnej fazy polskiego zadłużenia zagranicznego*, „Bank i Kredyt” nr 10/1996, s. 51-56.

żenia gwarantowanego. W dniu 24 kwietnia 1991 r. zawarto umowę o redukcji i reorganizacji długu gwarantowanego. Klub Paryski podjął wówczas decyzję o umorzeniu 50% długu, z tego 30 % umorzono od razu, zaś pozostałe 20% miało zostać umorzone dopiero gdy Polska zrealizuje program dostosowawczy przedłożony MFW wiosną 1991r. Porozumienie zawarte z Klubem Paryskim pozwoliło na restrukturyzację długu zaciągniętego u wierzycieli skupionych w Klubie Londyńskim, co w sumie przyniosło efekty w postaci poprawy wszystkich wcześniej wymienionych wskaźników zadłużenia. W latach 1990-1998 wartość długu do PKB z 82% spadła do 27,1%; wskaźnik zadłużenia w stosunku do wartości eksportu z 446% spadł do 142%. Należna obsługa długu do eksportu wyniosła w 1998 r. 11,8% (spadek z 78,6%), a należne odsetki do eksportu wyniosły 6,6% (w 1990 r. wynosiły 36%).<sup>2</sup>

Realizacja programu dostosowawczego przebiegała z dużymi trudnościami dlatego też rząd wznowił w tej sprawie w maju 1992 r. rozmowy z misją MFW w Warszawie. Nie przewidywano aż takiej skali załamania handlu Polski z ZSRR i negatywnego wpływu tego czynnika na realizację programu dostosowawczego. Od września 1991 r. do maja 1992 r. MFW zawiesił porozumienie zawarte z Polską z powodu przekroczenia deficytu budżetowego ponad wielkość uzgodnioną. Po zatwierdzeniu realnego budżetu przez Sejm rozmowy wznowiono. MFW postawił także inne warunki: utrzymanie deficytu budżetowego w wysokości 5% produktu krajowego brutto i taki sposób jego finansowania, który nie spowoduje wzrostu inflacji. Nie odnowiono jednak porozumienia w sprawie realizacji programu dostosowawczego.<sup>3</sup>

Mimo pozytywnych opinii o stanie naszej gospodarki negocjacje przedłużyły się i szczegóły uzgodniono w końcu listopada 1992 r., a umowę podpisano 8 marca 1993 r. Porozumienie miało charakter typu stand-by i obejmowało okres do końca pierwszego kwartału 1994 r. Fundusz postawił do naszej dyspozycji kredyty w wysokości 476 mln SDR (ok. 655 mln USD), przy czym 1/4 każdej transzy kredytu zarezerwowano na finansowanie umowy z Klubem Londyńskim.<sup>4</sup>

Zgodnie z ustaleniami Polska miała przestrzegać kryteriów wykonawczych programu. Najważniejsze z nich to: zmniejszenie deficytu budżetowego do 81 bln starych zł (5% PNB w 1993 r. z 7,2% PNB w 1992 r.), uważanego za główne źródło inflacji, której poziom miał być ograniczony do 32%. Ze zobowiązaniem tym łączyła się kwestia nieprzekraczania pułapu zadłużenia w systemie bankowym powyżej poziomu 76,5 bln starych zł, oraz powiększenia rezerw dewizowych o 200 mln dolarów w sytuacji narastania ujemnego salda bilansu handlowego, co występowało do końca 1992 r., a także konieczności obsługi zadłużenia zewnętrznego przy zobowiązaniu rządu, że nie dopu-

<sup>2</sup> W. Czepiel, *Obsługa zadłużenia zagranicznego Polski a deficyt płatności bieżących*, „Bank i Kredyt” nr 5/2000, s. 12-14.

<sup>3</sup> W. Włodarczyk-Guzek, *Nasze stosunki z Międzynarodowym Funduszem Walutowym*, „Bank i Kredyt” nr 11/1994, s. 32-34.

<sup>4</sup> K. Zabielski, *Członkostwo krajów postsocjalistycznych w MFW*, „Bank i Kredyt” nr 9/1992, s. 8-10; A. Ząbkowicz, *Makroekonomiczne efekty zastosowania programów popieranych przez MFW*, „Bank i Kredyt” nr 8-9/1993, s. 2-8.

ści do powstania nowych zaległości. Z innych warunków porozumienia należy wymienić postępy programu powszechnej prywatyzacji, która powinna była rozpocząć się przed końcem czerwca 1993 r. Porozumienie z 1993 r. było jedynym zrealizowanym w całości, chociaż nie wykorzystano w całości zatwierdzonej sumy. Porozumienie to stworzyło jednak klimat dla zawarcia umowy z Klubem Londyńskim. W kwietniu podpisano ogólne zasady redukcji naszego zadłużenia. Zadłużenie szacowane na 13,2 mld USD zredukowano o 45,2%. Porozumienie zawarto zgodnie z tzw. regułami Brady'ego:

- do 10% długu miało być wykupione za gotówkę po cenie ustalonej przez stronę polską,
- część długu miała być zamieniona na 30-letnie obligacje z 45% dyskontem, spłacane jednorazowo przy wykupie o zmiennym oprocentowaniu, odpowiadającym rynkowemu, czyli LIBOR plus 13/16 płacone półrocznie, mające zabezpieczenie spłat kapitału,
- zamiana 45% długu na obligacje parytetowe, również 30-letnie, spłacane jednorazowo przy wykupie o stałej stopie procentowej, mające również zabezpieczenie spłat kapitału; oprocentowanie wynosi 2,75% rocznie przez pierwsze dwa lata, 3% od 3 do 5 roku, 3,5% w 6 roku, 3,75% od 7 do 9 roku oraz 4% od 10 do 20 roku, a następnie 5% od 21 do 30 roku,
- opcja nowych kredytów polegająca na zamianie długu na 25-letnie obligacje z 20-letnim okresem karencji dla spłat ich kapitału, ich oprocentowanie rośnie od 4,5% w pierwszym roku do 7,5% w ostatnich 14 latach – opcja ta dotyczy 5% długu,
- zamiana zaległych odsetek od kredytów rewolwingowych na 30-letnie obligacje parytetowe spłacane po 7-letnim okresie karencji, zaś pozostałych odsetek na 20-letnie obligacje parytetowe spłacane po 7-letnim okresie karencji według stałej, niższej od rynkowej stopy procentowej, bez zabezpieczenia.<sup>5</sup>

Już od 20 marca wznowiono spłatę zaległych odsetek (13,8 mln USD miesięcznie), a od 5 kwietnia podwyższono miesięczne raty od kredytu rewolwingowego (do 1,6 mln USD). Spłaty te rozłożone zostały tak by nie kumulowały się z płatnościami na rzecz Klubu Paryskiego. Polska złożyła swym wierzycielom propozycje wykupienia długu z 1988 r. po 41 centów za dolara, a zadłużenia z 1983 r. i 1984 r. po 38 centów za dolara. Do umowy redukcyjnej zgłoszono 99,5% długu, a od 14 września rozpoczęto podpisywanie umów z poszczególnymi wierzycielami. W dniu 14 kwietnia 1994 r. wierzyciele sądowi zatwierdzili ostatecznie redukcję polskiego zadłużenia o 50%.

W chwili obecnej Polska na rynku długów posiada 4 rodzaje obligacji Brady'ego:

- PDI Bond (obligacje, które powstały z niespłaconych i nie umorzonych zaległych odsetek) z terminem wykupu w 2014 r.;

<sup>5</sup> W. Włodarczyk-Guzek, *Nasze stosunki...*op. cit., s. 33-36.

- Discount Bond (obligacje z dyskontem, z zamiany długu wobec banków komercyjnych na obligacje, przy jednoczesnej redukcji kapitału), których termin wykupu wyznaczony jest na 2024 r.;
- RSTA Par (obligacje parytetowe, na które zostało zamienione zadłużenie krótkoterminowe) termin wykupu 2024 r.;
- DDRA Par (obligacje parytetowe, na które zostało zamienione zadłużenie długo- i średnio terminowe) z terminem wykupu w 2024 r.

Obligacje Brady'ego są przedmiotem obrotów na wtórnym rynku długów. Stanowią informację dla Polski o zainteresowaniu jakim cieszy się zadłużenie i mogą stać się punktem wyjścia decyzji o emisji euroobligacji, stwarzając szanse na to, że emisja się powiedzie. Jednocześnie ich wartość na rynku wtórnym jest odbiciem sytuacji aktualnej gospodarczej kraju, co jest przedmiotem zainteresowania także inwestorów. Jedną z wyższych cen sprzedaży osiągają obligacje odsetkowe (Past Due Interest Bonds) ponieważ są one uznawane za obciążone największym ryzykiem na rynku, co związane jest z brakiem ich zabezpieczenia w obligacjach skarbowych USA. Pozostałe obligacje Brady'ego są zabezpieczone skarbowymi obligacjami rządu amerykańskiego, ponieważ uznano je za najbezpieczniejsze. Polska wykupiła amerykańskie zerokuponowe 30-letnie obligacje skarbowe tzw. collateral, które zostały następnie złożone na zablokowanym rachunku Rezerwy Federalnej. Wartość nominalna tych obligacji jest równa wartości obligacji Brady'ego. Rząd polski nie może sprzedać collateral na rynku wtórnym obligacji tak długo, dopóki nie wykupi obligacji, które są mini zabezpieczone. Collateral, podobnie jak obligacje Brady'ego mają termin wykupu w tym samym roku 2024. Odsetki collateral naliczane są różnie – w zależności od tego, jaki rodzaj obligacji Brady'ego zabezpieczają.

Tab. 1. Przykładowe notowania obligacji Brady'ego na rynku długów

data notowania	rodzaj obligacji	rok wykupu	cena sprzedaży*	bieżąca stopa zwrotu (w%)	rentowność do wykupu (w%)	marża do obligacji USA (w pkt.%)*
20.08.1999	PDI Bond Discount Bond RSTA Par DDRA Par	2014	87,25	5,73	8,49	261
		2024	99,00	6,08	7,96	199
		2024	64,00	6,25	7,99	202
		2024	59,13	5,07	7,82	186
10.09.1999	PDI Bond Discount Bond RSTA Par DDRA Par	2014	88,63	5,64	8,29	238
		2024	99,13	6,07	7,93	193
		2024	65,75	6,08	7,77	178
		2024	61,25	4,90	7,56	156
24.09.1999	PDI Bond Discount Bond RSTA Par DDRA Par	2014	89,00	5,62	8,24	245
		2024	99,50	6,05	7,79	184
		2024	65,00	6,15	7,87	192
		2024	61,63	4,87	7,52	158
1.10.	PDI Bond Discount	2014	88,13	5,67	8,39	240

1999	Bond RSTA Par DDRA Par	2024	99,63	6,04	7,92	181
		2024	65,25	6,13	7,84	174
		2024	61,50	4,88	7,54	144
7.01. 2000	PDI Bond Discount Bond RSTA Par DDRA Par	2014	88,38	6,79	8,42	191
		2024	99,44	7,14	8,26	173
		2024	65,25	6,13	7,88	135
		2024	61,25	5,71	7,62	108

\* cena podawana jest w procentach za jednostkę nominalu obligacji, w centach za dolara.

\* marża ponad oprocentowanie obligacji skarbowych USA, określana przez rynek, mająca skłonić inwestorów do zakupu obligacji danego kraju zamiast obligacji USA.

Źródło: J. P. Morgan, na podstawie „Rzeczpospolitej” nr 197, 24 sierpnia 1999, nr 215, 14 września 1999, nr 228, 29 września 1999, nr 232 5 października 1999, nr 11 z 14 stycznia 2000.

Do chwili obecnej Polska kilkakrotnie emitowała na międzynarodowym rynku kapitałowym obligacje.

Tab. 2 **Podstawowe dane dotyczące emisji polskich euroobligacji rządowych<sup>6</sup>**

data emisji	kwota	termin wykupu	oprocen- towanie	banki organizatorzy
lipiec 1995	250 mln USD	13 lipca 2000	7,75	JP Morgan
lipiec 1996	250 mln marek	lipiec 2001	6,125	CSFB i Deutsche Bank
lipiec 1997	300 mln USD	1 lipca 2004	7,125	JP Morgan
lipiec 1997	100 mln USD	1 lipca 2017	7,75	JP Morgan
marzec 2000	600 mln euro	marzec 2010	6	CSFB i PNB Paribas

Zastosowany skrót:

CSFB – Credit Suisse First Boston

Emisja euroobligacji pozwoliła m.in. na zdobycie walut na spłatę zadłużenia zagranicznego, nie jest to jednak jedyną przyczyną emisji euroobligacji. W marcu 2000 r. Polska wyemitowała 10-letnie (termin wykupu 22 marca 2010 r.) euroobligacje o wartości 600 mln euro i oprocentowaniu (kuponie) 6%. Były to pierwsze euroobligacje rządu polskiego nominowane w euro. Polska przy emisji tych obligacji skorzystała z pośrednictwa dwóch banków PNB Paribas i Credit Suisse First Boston. Zanim doszło do ich sprzedaży zaprezentowano je (tzw. roadshow) w najważniejszych finansowych centrach Europy. O poprawie wizerunku Polski jako dłużnika świadczy zainteresowanie jakim cieszyły się te obligacje – zamówienia osiągnęły w sumie wartość 2 mld euro. Emisja ta miała na celu stworzenie tzw. benchmarku, czyli punktu odniesienia dla polskich przedsiębiorstw, gdyby miały zamiar pozyskiwać środki (euro) na zagranicznych rynkach kapitałowych.<sup>7</sup>

<sup>6</sup> Dane Ministerstwa Finansów w: <http://www.mf.gov.pl>; „Rzeczpospolita” nr 11, 14 stycznia 2000.

<sup>7</sup> Cena emisyjna tych obligacji wyniosła 98,3% wartości nominalnej natomiast rentowność ostateczna 6,24% – o 0,82% więcej niż dochodowość obligacji rządu Niemiec (inwestorzy

Należy zauważyć, iż emisja euroobligacji pozwalając na zdobycie dewiz na spłatę lub wykup części dotychczasowego zadłużenia nie zmniejsza zadłużenia w sposób znaczący, ponieważ sama same obligacje stają się długiem. Ich emisja pozwala jednak na zmianę struktury długu zagranicznego, a co się z tym wiąże polepszenie warunków i terminu spłaty kredytu.

Pojawiło się także zjawisko redukcji długów w zamian za inwestycje w dziedzinie ochrony środowiska, tzw. ekokonwersja. Dzięki takiemu rozwiązaniu Minister Finansów powołał w 1992 r. Ekofundusz, którego zadaniem stało się zarządzanie środkami (ok. 500 mln USD) uzyskanymi dzięki ekokonwersji. Ekokonwersja pozwala na uregulowanie części długu zagranicznego bez konieczności zamiany waluty krajowej na dewizy, ponieważ spłata uzgodnionej części długu polega na przekazaniu go w złotych za pośrednictwem Ekofunduszu na odpowiednie inwestycje ekologiczne, które służą nie tylko krajowi lecz przyczyniają się do polepszenia warunków życia (zmniejszenie zanieczyszczeń) wszystkich ludzi. Aby kraj wierzyciel był skłonny do zamiany części wierzytelności na inwestycje ekologiczne w kraju zadłużonym najczęściej w czasie realizacji inwestycji dokonuje się zakupów urządzeń i sprzętu w kraju, który zgodził się na ekokonwersję. Wielkość ekokonwersji w stosunku do całości zadłużenia zgodnie z umową zawartą między Polską a Klubem Paryskim w sprawie redukcji i reorganizacji zadłużenia nie może przekraczać 10% całości zadłużenia lub do wysokości 20 mln USD – w zależności od tego która z tych kwot jest wyższa.<sup>8</sup>

Tab. 3. Wartość zawartych umów ekokonwersji

data ekokonwersji	kraj	kwota	procent zadłużenia	uwagi
1991	Finlandia	20 mln USD		dotyczy projektów wspólnie uzgodnionych przez oba kraje
1992	USA	367 mln USD	10%	
1993	Szwajcaria	68 mln CHF	10%	
1993	Francja	260 mln FRF	1%	

Źródło: E. Możejko, Życie z długiem, „Życie Gospodarcze” nr 15/1995.

Aby usprawnić spłatę zadłużenia zagranicznego w ostatnich miesiącach 1999 r. NBP zaproponował założenie rachunku dewizowego, na którym przechowywane miały być pieniądze (w dewizach) pochodzące z prywatyzacji, a które zostały przeznaczone na spłatę zadłużenia zagranicznego. Rachunek ten ma się przyczynić m.in. do załagodzenia ewentualnych wahań kursu złote-

więc ocenili, iż ryzyko niewypłacalności Polski o taką wartość przewyższa ryzyko związane z rządowymi papierami niemieckimi) Rzeczpospolita nr 57, 8 marca 2000.

<sup>8</sup> E. Możejko, Życie z długiem, „Życie Gospodarcze” nr 15/1995; Nowe dotacje z Ekofunduszu, Ekofinanse, kwiecień 1997.

go. Z reguły zagraniczni inwestorzy kupując udziały w prywatyzowanych przedsiębiorstwach dokonywali wszelkich płatności w złotych, wcześniej kupując je na rynku i doprowadzając do wzmocnienia kursu złotego. Z kolei rząd chcąc wykorzystać zgromadzone w ten sposób fundusze na spłatę zadłużenia zagranicznego wymieniał je z powrotem na waluty – efektem czego było osłabienie złotego. Aby osłabić wahania kursu wynikające z tych operacji NBP zaproponował rządowi by część płatności związanej z prywatyzacją odbywała się w walutach zagranicznych. W październiku 2000 r. wpłynęło na ten rachunek część opłat za sprzedaż Telekomunikacji S.A. Część tej kwoty rząd przeznaczył na wykupienie obligacji Brady'ego (942 mln USD). Ministerstwo Finansów wezwało posiadaczy dwóch rodzajów obligacji Brady'ego („discount bonds” i „new money bonds” o zmiennej stopie procentowej z przewidywanym terminem wykupu w latach 2004-2009 i 2024) do przedstawienia ich do wykupu przed terminem. W efekcie dług zagraniczny zmniejszył się do ok. 29,3 mld USD.<sup>9</sup>

Większość polskiego długu zagranicznego stanowią kredyty, które są na bieżąco spłacane.

Tab. 4. Dane o zadłużeniu zagranicznym Polski w latach 1990-1998.

Lata	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
Zadłużenie zagraniczne brutto ogółem (w mln USD)	48.475	48.412	47.044	47.246	42.174	43.957	40.558	38.496	42.687

Źródło: Roczniki statystyczne GUS za lata 1991-1999

Okres przejściowy, zgodnie z umowami z wierzycielami Polski, dobiegł już końca. Obciążenie spłatami zadłużenia będzie więc stale wzrastać.

Tab. 5. Obsługa zadłużenia zagranicznego w roku bieżącym wyniesie 5.367,5 mln zł<sup>10</sup>

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006+
całość obsługi (w mln USD)	3.843,8	3.846,6	3.501,5	3.954,0	4.363,6	4.390,6	27.222,7
kapitał	2.591,6	2.646,5	2.372,2	2.864,4	3.346,2	3.488,0	22.595,9
odsetki	1.252,2	1.200,2	1.129,3	1.089,6	1.017,7	902,6	4.626,9

Źródło: dane publikowane przez Ministerstwo Finansów.

<sup>9</sup> „Rzeczpospolita” nr 297, 21 grudnia 1999; K. Jędrzejewska, Budżet. Prywatyzacyjny rachunek w NBP, Rzeczpospolita nr 74, 28 marca 2000; Dewizy na grosze jutro. Rozmowa z Bogusławem Grabowskim, członkiem Rady Polityki Pieniężnej o wykorzystaniu wpływów z prywatyzacji, „Rzeczpospolita” nr 85, 10 kwietnia 2000; „Rzeczpospolita” nr 175, 28 lipca 2000.

<sup>10</sup> „Rzeczpospolita” nr 92, 18 marca 2000; „Rzeczpospolita” nr 114, 17 maja 2000.

Możliwości spłaty zadłużenia naszego kraju wyznacza przede wszystkim stan rachunku obrotów bieżących z zagranicą. Stąd też ekonomiści i politycy zwracają szczególną uwagę, iż od kilku lat (od 1996 r.) narasta deficyt Polski w rachunkach z zagranicą. Jedną z podstawowych przyczyn takiego zjawiska było powiększające się ujemne saldo bilansu handlowego zarówno w odniesieniu do wymiany towarów jak i usług. Dynamika wzrostu importu towarów i usług jest silniejsza niż wzrost wartości towarów i usług eksportowanych. Bardzo silnie zadziałał także spadek dochodów z handlu przygranicznego.

Tab. 6. **Wyniki rachunku bieżącego bilansu płatniczego (w mln USD)**<sup>11</sup>

rok	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
saldo	597	-1.979	913	-579	2.267	5.455	- 1.352	-4.268	-6.858	-9.991

Wskaźnikiem, który jest postrzegany jako miara wiarygodności kraju i wpływa na wielkość napływającego kapitału jest relacja obrotów bieżących w stosunku do PKB. W roku 1999 deficyt wyniósł 7,6 % PKB, w latach następnych przewiduje się jego stały spadek Według Komisji Europejskiej w 2000 r. wyniesie on 6,8% PKB, zaś w roku kolejnym 6,2% PKB. Według ministerstwa gospodarki deficyt obrotów bieżących w roku bieżącym wyniesie ok. 12 mld USD, czyli ok. 7,2% PKB. Uznaje się, iż niebezpieczny próg dla wartości tego wskaźnika to 5% PKB. Stąd też jest to czynnik, który może przyczynić się do odpływu kapitału zagranicznego lub zmniejszenia dynamiki jego inwestowania.

Tab. 7 **Relację salda obrotów bieżących do PKB w okresie wcześniejszym**<sup>12</sup>

Lata	1993	1994	1995	1996	1997	1998
Obroty bieżące do PKB (w %)	-0,7	2,5	4,7	-1,0	-3,0	-4,4

Źródło: NBP i GUS<sup>13</sup>

Wyniki rachunku bieżącego bilansu płatniczego w Polsce za okres od 1 stycznia do końca września 2000 r. nie okazały się najlepsze. Saldo rachunku bieżącego osiągnęło deficyt ok. 7.886 mln USD. Należy więc oczekiwać, iż zjawisko występowania ujemnego wyniku rachunku bieżącego bilansu płatniczego będzie w roku bieżącym większe niż w roku poprzednim. Eko-

<sup>11</sup> Z. Polański, *Polityka kursu walutowego w Polsce w latach 90.* „Ekonomista” nr 1-2/1999, s. 135-154; B. Polszakiewicz, *Otwieranie się polskiej gospodarki w latach 90.* „Ekonomista” nr 2/2000, s. 243-250; Statystyka Polski, „Rzeczpospolita” nr 33, 9 lutego 2000.

<sup>12</sup> „Rzeczpospolita” nr 116, 19 maja 2000; „Rzeczpospolita” nr 117, 20-21 maja 2000; „Rzeczpospolita” nr 251, 26 października 2000.

<sup>13</sup> Dane umieszczone w dzienniku „Rzeczpospolita” nr 116, 19 maja 2000.



nomiści zwracają uwagę na to, iż należałoby w tej sytuacji podjąć kroki, które doprowadziłyby do większego wzrostu eksportu.<sup>14</sup>

Jednym ze składników bilansu płatniczego jest rachunek kapitałowy i finansowy. W przypadku Polski odgrywa on ogromną rolę, a szczególności wchodzące w jego skład inwestycje bezpośrednie. Od początku lat dziewięćdziesiątych ilość podmiotów z udziałem kapitału zagranicznego systematycznie rośnie. Przyczynia się to do poprawy stanu przedsiębiorstw poprzez ich modernizację, ale także do poprawy rachunku bieżącego bilansu płatniczego, gdyż wiele z tych przedsiębiorstw znając rynki zagraniczne eksportuje tam swe wyroby. W 1999 r. 51,6% wartości eksportu przypadało właśnie na podmioty z udziałem kapitału zagranicznego. Przy czym w grupie wyrobów przemysłu elektromaszynowego udział ten wynosił 71,7% a w przemyśle papierniczym nawet 78,2% ogółu eksportowanych w tych grupach produktów. Podobnie jest w przypadku importu – 55,8%. Także w imporcie poszczególnych grup towarów przedsiębiorstwa z udziałem kapitału zagranicznego mają swój znaczący udział: w przypadku wyrobów przemysłu elektromaszynowego 66,3% zaś przemysłu chemicznego 61,9%. Modernizacja wywołana inwestycjami zagranicznymi przejawia się przede wszystkim w rodzaju produktów wytwarzanych przez te przedsiębiorstwa. Dominują wyroby wysokoprzetworzone, nowoczesne. Natomiast towary przywożone do Polski to głównie produkty na cele inwestycyjne i zaopatrzeniowe, podlegające często dalszemu przetwarzaniu, szczególnie w przemyśle elektronicznym, samochodowym i artykułów AGD.<sup>15</sup>

Wśród krajów, których rezydenci inwestują w Polsce dominują Niemcy z wartością dokonanych inwestycji 6.077,3 mln USD, co stanowi 17,3% ogółu dokonanych do 31.12.1999 r. inwestycji zagranicznych. Drugim krajem są Stany Zjednoczone z wartością 5.152,9 mln USD (14,7% ogółu inwestycji), kolejnym zaś Francja 3.854,7 mln USD (10,9%). Dane dotyczące ogólnej wartości bezpośrednich inwestycji zagranicznych (BIZ) przedstawiają poniższe tabele:<sup>16</sup>

<sup>14</sup> T. Bednarczyk, *Kredytowanie i ubezpieczanie transakcji eksportowych jako elementy polityki proeksportowej*, „*Ekonomista*” nr 5-6/1998, s. 665-684; M. Kostecki, M. Nowakowski, *Barieri regulacyjne w eksporcie usług*, „*Ekonomista*” nr 5/1999, s. 611-627.

<sup>15</sup> A. Karpiński, *Ocena wpływu kapitału zagranicznego na strukturę przemysłową*, red. Z. Sadowski, *Kapitał zagraniczny w Polsce. Warunki działania*, PWE, Warszawa 1999, s. 141-144 i s. 165-170; A. Karpiński, *Udział kapitału zagranicznego w ekspansji eksportowej oraz w rozwoju wymiany międzynarodowej*, red. Z. Sadowski, *Kapitał zagraniczny w Polsce. Warunki działania*, PWE, Warszawa 1999, s. 185-220; Z. Sadowski, *Kapitał zagraniczny, deficyt płatniczy i modernizacja gospodarki*, „*Ekonomista*” nr 1-2/1999, s. 109-117; *Wpływ inwestycji zagranicznych na polski handel zagraniczny*, Ministerstwo Gospodarki, Programy, Analizy i Opracowania, <http://www.mg.gov.pl>.

<sup>16</sup> Dane Państwowej Agencji Inwestycji Zagranicznych.

Tab. 8. **Ogólna wartość bezpośrednich inwestycji zagranicznych (mln USD)<sup>17</sup>**

1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
8	105,0	468,0	1.656	3.340	5.083	8.036	14.028	20.588	30.651	38.913

Źródło: dane Państwowej Agencji Inwestycji Zagranicznych.

Najczęściej inwestycje zagraniczne koncentrują się na grupach towarów bardzo nowoczesnych, których cechą charakterystyczną jest niska kapitałochłonność i stosunkowo krótki okres zwrotu poniesionych nakładów. W 1999 r. odnotowano spadek dynamiki inwestowania podmiotów zagranicznych. Przyczyniło się do tego zjawiska osłabienie koniunktury na świecie, ale także działanie czynników wewnętrznych powodujących pogorszenie wyników przedsiębiorstw. Już od 1999 r. następuje jednak zmiana kierunków inwestycji z działalności produkcyjnej do pośrednictwa finansowego.<sup>18</sup>

Inwestycje krótkoterminowe to przede wszystkim inwestycje portfelowe. Saldo tych inwestycji było w I półroczu dodatnie i wyniosło 3.018 mln USD. Jest to jednak kapitał krótkoterminowy, więc niezwykle podatny na zmiany opłacalności lokat w różnych krajach. Stąd może on doprowadzić do destabilizacji, zwłaszcza w przypadku zmian stóp procentowych.<sup>19</sup> Na uwagę zasługują także możliwości finansowania kredytu z rezerw dewizowych. Rezerwy zagraniczne zabezpieczają możliwości spłaty zobowiązań państwa polskiego wobec innych państw. Ich najbardziej dynamiczny przyrost datowany jest na rok 1995. W połowie 1995 r. saldo rezerw wynosiło 10 mld USD i wystarczało na zabezpieczenie zobowiązań z importu na 4,5 miesiąca. Zaniepokojenie budził jednak fakt, iż 4 mld USD z tej wcześniejszej wartości to przyrost z pierwszych pięciu miesięcy 1995 r. Przyczyną tego zjawiska było dodatnie saldo obrotów bieżących bilansu płatniczego oraz napływ kapitału z zagranicy. Według oficjalnych statystyk Polska miała w tym okresie ujemny wynik obrotów z zagranicą, jednak ekonomiści przypuszczają, że nierejestrowane obroty z handlu przygranicznego w rzeczywistości powodowały, iż od roku 1992 wynik ten był dodatni. Natomiast napływ kapitału był spowodowany m.in. postępującą liberalizacją przepisów prawa dewizowego w odniesieniu do cudzoziemców, a tym samym stopniowemu znoszeniu ograniczeń w przepływie kapitału. Do zjawiska tego przyczynił się wzrost wiarygodności naszego kraju na arenie międzynarodowej i osiągane wyniki gospodarcze – Polska była jednym z najszybciej rozwijających się krajów europejskich.

<sup>17</sup> Dane Państwowej Agencji Inwestycji Zagranicznych.

<sup>18</sup> P. Karpiński, *Rola inwestycji zagranicznych w modernizacji i rozwoju systemu bankowego. Próba oceny wpływu inwestycji zagranicznych w sektorze bankowym na gospodarkę*, red. Z. Sadowski, *Kapitał zagraniczny w Polsce. Warunki działania*, PWE, Warszawa 1999, s. 251-281; *Inwestycje zagraniczne w Polsce w 1999 roku*, Ministerstwo Gospodarki, Programy, Analizy i Opracowania, <http://www.mg.gov.pl>.

<sup>19</sup> „Rzeczpospolita” nr 116, 19 maja 2000.

Tab. 9. Warunki zewnętrzne także spotęgowały to zjawisko – rok 1994 to kryzys finansowy w Meksyku<sup>20</sup>

wyszczególnienie	1990	1995	1997	1998
rezerwy oficjalne brutto (w mln USD)	4.680	14.963	20.670	27.382
Wartość rezerw w relacji do średniomiesięcznych płatności za import towarów i usług (w miesiącach)	5,5	6,5	5,9	6,8

Źródło: Rocznik Statystyczny GUS 1999, dane Narodowego Banku Polskiego na podstawie bilansu płatniczego Polski

Kurs złotego ma ogromne znaczenie jeśli chodzi o koszty spłaty rat zadłużenia zagranicznego (w roku 2000 rata wyniesie 5,1 mld zł.). Stąd też w ostatnich miesiącach 1999 r. NBP zaproponował założenie rachunku dewizowego, na którym przechowywane będą pieniądze (w dewizach) pochodzące z prywatyzacji, a które mają być przeznaczone na spłatę zadłużenia zagranicznego. Rachunek ten ma się przyczynić do załagodzenia ewentualnych wahań kursu złotego. W październiku wpłynęło na ten rachunek część opłat za sprzedaż Telekomunikacji S. A. – 2,7 mld USD. Część tej kwoty rząd przeznaczył na wykupienie obligacji Brady'ego.(942 mln USD).<sup>21</sup>

#### Bibliografia:

1. „Rzeczpospolita” nr 11, 14 stycznia 2000; „Rzeczpospolita” nr 92, 18 kwietnia 2000; „Rzeczpospolita” nr 114, 17 maja 2000; „Rzeczpospolita” nr 117, 20-21 maja 2000; „Rzeczpospolita” nr 175, 28 lipca 2000; „Rzeczpospolita” nr 240, 13 października 2000; „Rzeczpospolita” nr 251, 26 października 2000; „Rzeczpospolita” nr 257, 3 listopada 2000.
2. Bednarczyk T., *Kredytowanie i ubezpieczanie transakcji eksportowych jako elementy polityki proeksportowej*, „*Ekonomista*” nr 5-6/1998, s. 665-684.
3. Czepiel W., *Obsługa zadłużenia zagranicznego Polski a deficyt płatności bieżących*, „*Bank i Kredyt*” nr 5/2000, s. 12-18.
4. *Dewizy na grosze jutro. Rozmowa z Bogusławem Grabowskim, członkiem Rady Polityki Pieniężnej o wykorzystaniu wpływów z prywatyzacji*, „*Rzeczpospolita*” nr 85, 10 kwietnia 2000.
5. Gołębiowski G., *Geneza i próba oceny wstępnej fazy polskiego zadłużenia zagranicznego*, „*Bank i Kredyt*” nr 10/1996, s. 51-56.
6. Ministerstwo Finansów, <http://www.mf.gov.pl>.

<sup>20</sup> red. B. Pietrzak, Z. Polański, *System finansowy w Polsce. Lata dziewięćdziesiąte*, PWN, Warszawa 1998, s. 94-95; E. Możejko, *Mieszanie w rezerwach*, „*Życie Gospodarcze*” nr 26, 25 czerwca 1995, s. 21-22.

<sup>21</sup> „*Rzeczpospolita*” nr 175, 28 lipca 2000; „*Rzeczpospolita*” nr 240, 13 października 2000; „*Rzeczpospolita*” nr 257, 3 listopada 2000.

7. *Inwestycje zagraniczne w Polsce w 1999 roku*, Ministerstwo Gospodarki, Programy, Analizy i Opracowania, <http://www.mg.gov.pl>.
8. Jędrzejewska K., *Budżet. Prywatyzacyjny rachunek w NBP*, „Rzeczpospolita” nr 74, 28 marca 2000.
9. Karpiński A., *Ocena wpływu kapitału zagranicznego na strukturę przemysłową*, Sadowski Z. (red.), *Kapitał zagraniczny w Polsce. Warunki działania*, PWE, Warszawa 1999.
10. Karpiński A., *Udział kapitału zagranicznego w ekspansji eksportowej oraz w rozwoju wymiany międzynarodowej*, Sadowski Z. (red.), *Kapitał zagraniczny w Polsce. Warunki działania*, PWE, Warszawa 1999.
11. Karpiński P., *Rola inwestycji zagranicznych w modernizacji i rozwoju systemu bankowego. Próba oceny wpływu inwestycji zagranicznych w sektorze bankowym na gospodarkę*, Sadowski Z. (red.), *Kapitał zagraniczny w Polsce. Warunki działania*, PWE, Warszawa 1999.
12. Kostecki M., Nowakowski M., *Bariery regulacyjne w eksporcie usług*, „Ekonomista” nr 5/1999, s. 611-627.
13. Możejko E., *Mieszanie w rezerwach*, „Życie Gospodarcze” nr 26, 25 czerwca 1995, s. 21-22.
14. Możejko E., *Życie z długiem*, „Życie gospodarcze” nr 15/1995.
15. *Nowe dotacje z Ekofunduszu*, „Ekofinanse”, kwiecień 1997.
16. Pietrzak B. (red.), Polański Z., *System finansowy w Polsce. Lata dziewięćdziesiąte*, PWN, Warszawa 1998.
17. Polański Z., *Polityka kursu walutowego w Polsce w latach 90.* „Ekonomista” nr 1-2/1999, s. 135-154.
18. Polszakiewicz B., *Otwieranie się polskiej gospodarki w latach 90.* „Ekonomista” nr 2/2000, s. 243-250.
19. Roczniki statystyczne GUS za lata 1991-1999.
20. Sadowski Z., *Kapitał zagraniczny, deficyt płatniczy i modernizacja gospodarki*, „Ekonomista” nr 1-2/1999, s. 109-117.
21. Włodarczyk-Guzek W., *Nasze stosunki z Międzynarodowym Funduszem Walutowym*, „Bank i Kredyt” nr 11/1994, s. 29-36.
22. *Wpływ inwestycji zagranicznych na polski handel zagraniczny*, Ministerstwo Gospodarki, Programy, Analizy i Opracowania, <http://www.mg.gov.pl>.
23. Zabielski K., *Członkostwo krajów postsocjalistycznych w MFW*, „Bank i Kredyt” nr 9/1992, s. 8-10.
24. Ząbkowicz A., *Makroekonomiczne efekty zastosowania programów popieranych przez MFW*, „Bank i Kredyt” nr 8-9/1993, s. 2-8.