

KANCELARIA SEJMU
BIURO STUDIÓW
I EKSPERTYZ



Biuro Studiów i Ekspertyz

EKSPERTYZA
WYKONANA
NA ZLECENIE
BIURA STUDIÓW
I EKSPERTYZ

Problematyka zadłużenia zagranicznego w projekcie budżetu na 1994 r.

Styczeń 1994

Prof. dr hab. WITOLD MAŁECKI

Ekspertyza

Nr 25

Zadłużenie zagraniczne, wynoszące blisko 50 mld USD, wciąż pozostaje jedną z głównych barier rozwoju gospodarczego Polski. Jest to tym bardziej prawdziwe w sytuacji, gdy ponad 95 proc. tego długu (ok. 47 mld USD, czyli ok. 1.000 bln zł.), to zadłużenie budżetu państwa. Powyższej oceny w niczym nie zmienia fakt, że, na skutek dość szczególnego zbiegu okoliczności, bariera zadłużenia zagranicznego nie ujawniała się w ostatnich latach z całą ostrością.

Na ogół rozróżnia się trzy podstawowe mechanizmy, za pośrednictwem których znaczne zadłużenie zagraniczne może oddziaływać negatywnie na gospodarkę kraju dłużniczego. Są to:

- a) ciężar obsługi długu zagranicznego,
- b) tzw. nawis długu osłabiający skłonność do inwestowania w kraju dłużniczym,
- c) utrudniony lub wręcz zablokowany dostęp do zagranicznych źródeł finansowania.

Zostaną one pokrótce kolejno omówione, oczywiście ze specjalnym odniesieniem do aktualnej sytuacji Polski.

Obsługa znacznego zadłużenia zagranicznego wymaga przeznaczania na ten cel dużej części wpływów dewizowych. O ile nie występuje nadwyżka w obrotach kapitałowych (a nie jest to bynajmniej sytuacja typowa dla poważnie zadłużonych krajów rozwijających się, w których spłaty rat kapitałowych często przewyższają bardzo skromny dopływ kapitału zagranicznego), to obsługa długu zagranicznego musi być finansowana nadwyżką eksportu towarów i usług nad ich importem. Nadwyżka taka jest jednak równoznaczna z odpływem za granicę części oszczędności krajowych, ze wszystkimi tego konsekwencjami dla stopy inwestycji i wzrostu gospodarczego.

Sytuacja staje się jeszcze trudniejsza, jeżeli znaczną część długu zagranicznego stanowi dług publiczny, a ponadto jeżeli występuje jeszcze deficyt budżetowy. Oszczędności sektora pozabudżetowego muszą wtedy sfinansować zarówno deficyt budżetowy jak i nadwyżkę bilansu handlowego. Tym samym oszczędności te muszą być szczególnie wysokie, co wymaga prowadzenia, zwłaszcza wobec tego sektora, bardzo restrykcyjnej polityki pieniężno-kredytowej (wysokie stopy procentowe, pułapy kredytowe). Polityka taka musi oddziaływać depresyjnie na całą gospodarkę.

Patrząc na obsługę polskiego zadłużenia zagranicznego w ostatnim okresie, można by uznać, że - w przeciwieństwie do sytuacji z lat osiemdziesiątych - nie stanowiła ona aż tak poważnego problemu. W 1993 r. zapłacone odsetki wyniosły 950 mln USD (7 proc. wpływów eksportowych), a zapłacone raty kapitałowe - ok. 1.000 mln USD.

Jednocześnie wydatki budżetu na obsługę długu zagranicznego (płatności odsetkowe) wyniosły przeciwnie 12,8 bln zł. (ok. 700 mln USD), co stanowiło 2,5 proc. wszystkich wydatków budżetowych. Gwoli wyjaśnienia, rozbieżności między powyższymi danymi wynikają z faktu, że część długu zagranicznego, i jego obsługi, nie przypada na budżet. Z kolei na rok 1994 przewidziano spłaty odsetek w wysokości ok. 1.500 mln USD (10,5 proc. wpływów eksportowych), spłaty kapitału w wysokości ok. 650 mln USD, a wydatki budżetu na obsługę zadłużenia zagranicznego w wysokości blisko 30 bln zł. (ok. 1.250 mln USD), co stanowić ma 4,3 proc. łącznych wydatków budżetu. Przy takiej skali obsługi długu nie wystąpiła większość negatywnych efektów opisywanych powyżej. Pomimo niewielkiego dopływu kapitału zagranicznego saldo obrotów kapitałowych pozostaje dodatnie i tym samym umiarkowane

płatności odsetkowe mogą zostać sfinansowane nawet przy głęboko ujemnym saldzie obrotów handlowych i bez poważniejszego uszczerbku dla rezerw walutowych.

Trzeba jednak sobie z całą ostrością uświadomić, że taka skala obsługi długu zagranicznego jest rezultatem sytuacji dość szczególnej i w znacznym stopniu przejściowej.

Po pierwsze wynika ona z porozumienia o redukcji zadłużenia, zawartego w kwietniu 1991 r. z tzw. Klubem Paryskim grupującym rządy 17 krajów wierzycielskich. Konstrukcja tej umowy z największą grupą naszych wierzycieli (przypada na nich ok. 2/3 całego długu zagranicznego Polski) jest taka, że w ciągu trzech pierwszych lat jej obowiązywania (czyli do kwietnia 1994 r.) redukcja długu sprowadza się do bardzo znacznej redukcji obsługi zadłużenia. W tym okresie płacimy tylko 20 proc. pierwotnie należnych odsetek, co daje ok. 500-600 mln USD rocznie, natomiast w ogóle nie spłacamy kapitału. W następnych latach ciężar obsługi tej podstawowej części naszego długu zagranicznego będzie jednak stopniowo wzrastać.

Po drugie, od końca 1989 r. Polska jednostronnie zawiesiła obsługę, wynoszącego wtedy ok. 8 mld USD, długu wobec tzw. Klubu Londyńskiego, grupującego banki komercyjne. W następstwie kapitalizacji zaległych odsetek dług ten wzrósł obecnie do ponad 13 mld USD. W 1993 r. zapłaciliśmy bankom tylko 20 proc. odsetek należnych od kredytów krótkoterminowych, i od maja - 10 proc. odsetek należnych od kredytów średnio i długoterminowych. Na rok 1994 zaplanowano obsługę tej części długu najprawdopodobniej (nie jest to wprost zapisane w projekcie budżetu) w wysokości ok. 300 mln USD, co zakładałoby osiągnięcie z Klubem Londyńskim porozumienia zgodnego z postulatami strony polskiej.

Reasumując, gdyby nie osiągnięte porozumienie z Klubem Paryskim i jednostronne zawieszenie spłat wobec Klubu Londyńskiego, to na przykład w roku 1993 samych tylko odsetek musielibyśmy zapłacić wierzycielom nie 950 mln USD, ale około 4 mld USD (w wydatkach budżetu stanowiłoby to nie ok. 12 bln zł., ale blisko 60 bln zł.). Uwzględniając zaś również spłaty kapitału, łącznie na obsługę zadłużenia zagranicznego trzeba by przeznaczyć dwa razy tyle (7-8 mld USD). Jest zupełnie oczywiste, że obsługa długu w takiej skali byłaby po prostu niemożliwa.

Istotniejsza jest jednak inna kwestia. Otóż nawet przy najbardziej optymistycznych założeniach odnośnie ewolucji naszych stosunków z głównymi grupami wierzycieli (będzie jeszcze o tym mowa niżej), ciężar obsługi długu zagranicznego będzie stopniowo wzrastać w najbliższych latach. Wymagać to będzie znalezienia odpowiednich źródeł finansowania. Z punktu widzenia sytuacji w bilansie płatniczym (równowagi płatniczej) niezbędny będzie zarówno znaczny wzrost dopływu kapitału zagranicznego (zwłaszcza w postaci inwestycji bezpośrednich i portfelowych, gdyż nie powodują one wzrostu zadłużenia) jak i radykalna poprawa salda obrotów handlowych. Z punktu widzenia sytuacji budżetowej konieczne będzie znalezienie dodatkowych dochodów, zmniejszenie wydatków lub powiększenie deficytu, a najprawdopodobniej pośrednia kombinacja wymienionych posunięć. Tak więc w najbliższych latach mogą ujawnić się również i w Polsce przynajmniej niektóre spośród omawianych wyżej ujemnych skutków obsługi nadmiernego zadłużenia zagranicznego.

Innym negatywnym aspektem zadłużenia zagranicznego może być tzw. nawis długu. Zjawisko to występuje wtedy, gdy zadłużenie zagraniczne jest tylko częściowo obsługiwane i w wyniku kapitalizacji przekładanych i/lub zaległych odsetek, nieustannie narasta. Stan taki zniechęca do dokonywania inwestycji (w tym zwłaszcza przez inwestorów zagranicznych) i podejmowania poważnych reform gospodarczych w kraju dłużniczym. Z dużą dozą prawdopodobieństwa można bowiem zakładać, że każda poprawa sytuacji gospodarczej takiego kra-

ju będzie pociągać za sobą wzrost skali obsługi zadłużenia zagranicznego.

Przykładem takiego zjawiska mogą być na przykład toczące się obecnie negocjacje Polski z Klubem Londyńskim. Otóż banki komercyjne argumentują teraz, że sytuacja gospodarcza Polski poprawiła się na tyle, że redukcja polskiego zadłużenia nie musi już być tak znaczna, jak byłoby to uzasadnione jeszcze rok czy dwa lata temu.

Powracając jednak do samego mechanizmu "nawisu długu", to potencjalni inwestorzy muszą zatem liczyć się z tym, że znaczna część ich przyszłych zysków zostanie w tej czy innej formie (zwiększonych podatków czy tzw. podatku inflacyjnego) przejęta przez państwo i przeznaczona na obsługę długu zagranicznego. Inwestorzy zaś zagraniczni mogą żywić uzasadnione obawy, że konieczność zwiększonej obsługi zadłużenia może zmusić w przyszłości kraj dłużniczy do wprowadzenia lub zaostrzenia ograniczeń dewizowych, utrudniających wywóz zysków i zainwestowanego kapitału.

Wreszcie, nieuregulowane stosunki z wierzycielami utrudniają lub wręcz zamykają dostęp do zagranicznych źródeł finansowania. I tak dopiero porozumienie z Klubem Paryskim przywróciło Polsce, jeszcze tylko częściowo, dostęp do kredytów handlowych. Jednakże brak porozumienia z bankami komercyjnymi wciąż blokuje nam dostęp do międzynarodowych rynków finansowych, podczas gdy dostęp taki mają np. Czechy (dzięki niewielkiemu tylko zadłużeniu zagranicznemu) czy Węgry (dzięki nieprzerwanej obsłudze bardzo znacznego zadłużenia zagranicznego).

Z powyższych rozważań jednoznacznie wynika, jak ważna jest kwestia kompleksowego rozwiązania problemu zadłużenia zagranicznego. W przypadku Polski rozwiązanie takie musiałoby polegać w pierwszej kolejności na redukcji zadłużenia i to na tyle głębokiej, aby następnie możliwa była już terminowa i pełna obsługa zredukowanego długu. Szansa na takie rozwiązanie pojawiła się na początku lat dziewięćdziesiątych, ale wciąż nie jest pewne, czy zostanie ona wykorzystana.

Szansa ta pojawiła się w wyniku dwóch procesów. Z jednej strony, dopiero pod koniec lat osiemdziesiątych, wierzyciele, zarówno rządowi jak i prywatni, pogodzili się z tym, że nie wszystkie długi krajów rozwijających będą mogły być spłacone, a zatem, że przynajmniej w części trzeba je umorzyć. Przyjęto jednak zasadę, że każdy przypadek takiego umorzenia rozpatrywany jest oddzielnie i redukcja długu przyznawana jest tylko takim krajom, które podejmują właściwe wysiłki dla uzdrowienia swojej gospodarki, co w praktyce oznacza realizowanie programów gospodarczych akceptowanych przez Międzynarodowy Fundusz Walutowy. Z drugiej strony możliwość taką otworzyły przemiany polityczne i gospodarcze, które dokonały się w Polsce po 1989 r. Sprawily one, że rządy 17 krajów wierzycielskich (tzw. Klub Paryski) zgodziły się w kwietniu 1991 r. na bezprecedensową, w czasie współczesnego kryzysu zadłużeniowego, redukcję polskiego długu wobec tej grupy wierzycieli (o 50 proc. w wyrażeniu wartości bieżącej, czyli zdyskontowanych strumieni płatności). Decyzja ta niewątpliwie miała w znacznym stopniu charakter polityczny.

Rok 1994 jest bardzo ważny z punktu widzenia możliwości rozwiązania problemu zadłużenia zagranicznego Polski, co wiąże się zresztą dość ściśle z przedłożonym przez rząd projektem budżetu.

Po pierwsze, w kwietniu tego roku rozstrzygnie się sprawa drugiego etapu redukcji naszego długu wobec Klubu Paryskiego. Porozumienie z tą grupą wierzycieli zakładało, że redukcja długu nastąpi w dwóch etapach: o 30 proc. w kwietniu 1991 r. (warunkiem było wcześniejsze zawarcie porozumienia z Międzynarodowym Funduszem Walutowym) i o

dalsze 20 proc. w kwietniu 1994 r., pod warunkiem, że uzgodniony z MFW program gospodarczy będzie realizowany. Jak dotąd MFW nie ma zastrzeżeń do prowadzonej przez Polskę polityki gospodarczej, tak iż drugi etap redukcji powinien nastąpić. Przeszkodzić temu mogłoby jednak nieuchwalenie budżetu do kwietnia, bądź też nadmierne powiększenie deficytu budżetowego w stosunku do propozycji rządowej. Warto też zauważyć, że obsługa zadłużenia zagranicznego przewidziana w projekcie budżetu zakłada, że Klub Paryski zgodzi się na drugi etap redukcji. W przeciwnym razie obsługa długu zagranicznego w 1994 r. byłaby o 400-500 mln USD (ok. 10 bln zł.) większa, a w następnych latach różnica ta byłaby jeszcze większa.

Po drugie, rok 1994 przyniesie być może wreszcie porozumienie z Klubem Londyńskim. Brak tego porozumienia uniemożliwia kompleksowe rozwiązania problemu zadłużenia Polski i neutralizuje znaczną część korzyści, jakie mogłaby nam dawać umowa z Klubem Paryskim. Projekt budżetu świadczy o tym, że rząd bardzo poważnie traktuje negocjacje z bankami. W budżecie przewidziano pewne środki (najprawdopodobniej rzędu 7-8 bln zł.) na obsługę długu wobec banków komercyjnych, a ponadto projekt Ustawy Budżetowej upoważnia Ministra Finansów do zaciągania dodatkowych kredytów dewizowych, niezbędnych dla sfinansowania ewentualnej redukcji i reorganizacji długu wobec banków. Koszty takie wynikają ze specyficznych technik redukcji długu, stosowanych w tych operacjach: zamiana dotychczasowych zobowiązań na obligacje o obniżonym nominale, zamiana dotychczasowych zobowiązań na obligacje o obniżonym oprocentowaniu, wykup długu przez kraj dłużniczy. Koszty wykupu długu oraz zabezpieczenia zarówno kapitału jak i odsetek od emitowanych przez kraj dłużniczy obligacji są bardzo trudne do przewidzenia, gdyż zależy to od tego, jakie opcje znajdą się ostatecznie w porozumieniu i jakiego wyboru dokonają banki. Orientacyjnie tylko można koszt ten szacować na 1,5-2,5 mld USD, z czego w przybliżeniu połowa mogłaby zostać sfinansowana kredytami zagranicznymi (międzynarodowych instytucji finansowych oraz ewentualnie niektórych rządów krajów uprzemysłowionych), a druga połowa musiałaby zostać sfinansowana z naszych własnych rezerw walutowych.

Odnosnie do tej drugiej części przyjęto dość szczególne rozwiązanie. Mianowicie budżet nie wykupi od NBP niezbędnych dewiz, ale pożyczycy je, sprzedając NBP specjalne obligacje. W ten sposób tegoroczny budżet nie zostanie obciążony kosztami operacji redukcji długu, ale koszty te zostaną przeniesione na lata przyszłe, tym bardziej, że będą one wzrastały w miarę dewaluowania się złotego polskiego.

Wreszcie jeszcze jedna kwestia, na którą warto zwrócić uwagę, to operacje konwersji długu zagranicznego na udziały kapitałowe. W budżecie przewidziano pewne niewielkie środki (rzędu 2,5 bln zł.) na sfinansowanie takich operacji, ale tylko w odniesieniu do długu wobec Klubu Paryskiego (a praktycznie Francji, która zgodziła się na udostępnienie dodatkowych 9 proc. naszego długu dla takich konwersji). Na znacznie większą skalę konwersje takie mogłyby być przeprowadzane w odniesieniu do naszego długu wobec banków, ale wymagałoby to chyba innego rozwiązania kwestii finansowania tych operacji.

Warszawa, 17 stycznia 1994 roku