

Krzysztof Zagańczyk  
Michał Chałaczkiwicz

## RESTRUKTURYZACJA POLSKIEGO ZADŁUŻENIA ZAGRANICZNEGO

### 1. Początek kryzysu zadłużeniowego Polski (1980-1981)

Lata osiemdziesiąte rozpoczęła Polska z bardzo wysokim zadłużeniem zagranicznym, którego wielkość w walutach wymiennalnych w roku 1980 osiągnęła około 24 mld USD.<sup>1</sup> Bardzo kosztowna była również obsługa tego długu wynosząca 8 mld USD, z czego 2,5 mld stanowiła spłata odsetek. Niekorzystnie kształtowała się także sytuacja w bilansie handlowym z krajami przemysłowymi. W 1980 i 1981 r. deficyt tego bilansu wyniósł odpowiednio 790 mln USD i 820 mln USD, przy jednoczesnym spadku obrotów zarówno w imporcie jak i eksporcie w 1981 r. Spadek obrotów, który był spowodowany załamaniem się gospodarki, w połączeniu z niekorzystnymi *terms of trade* wpłynął na obniżenie wpływów eksportowych w 1981 r. o 33% w porównaniu z 1980 r.

Uwagę przyciąga jednocześnie rosnący deficyt bilansu obrotów bieżących, który w 1981 r. wzrósł o 700 mln USD w porównaniu do roku poprzedniego i wynosił 3,2 mld USD. Deficyt ten powiększał się między innymi ze względu na ujemne saldo deficytu handlowego oraz z powodu rosnących spłat z tytułu odsetek od kredytów zagranicznych. Kredyty te w dużym stopniu opierały się na zmiennej stopie procentowej, najczęściej LIBOR, która znacznie wzrosła na początku lat 80., osiągając 20%.<sup>2</sup> Tak silnych

---

<sup>1</sup> I. Antowska-Bartosiewicz, *Zadłużenie zagraniczne Polski do końca 1991 r.*, Fundacja im. F. Eberta, Warszawa 1992, s. 11.

<sup>2</sup> Wysokość tej stopy kształtuje się głównie pod wpływem polityki monetarnej Stanów Zjednoczonych i wykazuje duże wahania, które wystąpiły także na przełomie lat siedemdziesiątych i osiemdziesiątych, gdy USA chciały obniżyć stopę inflacji, poprzez m.in. wzrost poziomu wewnętrznych stóp procentowych. W marcu 1980 r. 3-miesięczna stopa LIBOR od wkładów dolarowych osiągnęła blisko 20%, po czym spadła, jednakże w dalszym ciągu oscylowała wo-

zmian stóp procentowych Polska nie była w stanie przewidzieć, spowodowały one jednak duży wzrost kosztów obsługi długów i doprowadziły do niewypłacalności Polski. Drugim czynnikiem, który zaważył na załamaniu się sytuacji płatniczej, było silne ograniczenie dopływu kredytów zagranicznych. To właśnie te kredyty umożliwiły Polsce pełną obsługę długu w 1980 r. (był to ostatni raz przed restrukturyzacją zadłużenia w 1994 r). W 1981 r. dopływ kredytów wyniósł tylko 5 mld USD, podczas gdy płatności przekraczały 9 mld USD.

## 2. Negocjacje Polski z Klubem Londyńskim

### 2.1. Próby rozwiązania problemu polskiego zadłużenia wobec Klubu Londyńskiego w latach 80-tych

W latach 80-tych rozmowy Polski z Klubem Londyńskim przebiegały według następującego harmonogramu:

- 6.IV.1981 Frankfurt – odroczenie na 8 lat spłat 95% kapitału (około 2 mld USD)<sup>3</sup>;
- 3.XI.1982 Wiedeń – dalsze odroczenie płatności kapitałowych (2,3 mld USD) i odsetkowych (1,2 mld USD) na okres 8 lat z 4-letnim okresem karencji;
- 3.XI.1983 Luksemburg / 13.VII.1984 Londyn – zawarcie tzw. umów rewolwingowych<sup>4</sup> umożliwiających odroczenie około 92% zadłużenia z tytułu płatności kapitałowych; kredyty w wysokości około 1,1 mld USD;
- 20.VII.1988 Londyn – porozumienie *DDRA*<sup>5</sup>. Dotyczyło ono w całości zobowiązań odroczonej w ramach umów z lat 1982-84, które zostały skonsolidowane (8,7 mld USD), zaś ich spłata przewidziana była na okres 1989-2002.<sup>6</sup>

---

kół wysokiej wartości 15%. Dopiero w 1982 r. wysokość stopy LIBOR zmniejszyła się do około 9%.

<sup>3</sup> Do odroczenia zastosowano 5-letni okres karencji, zaś pozostałe 5% miało być spłacone w 1982 r.

<sup>4</sup> Były to tzw. *RSTA – Revolving Short-Term Trad Agreement*.

<sup>5</sup> *DDRA – Debt Deferral and Restructurings Agreements*.

<sup>6</sup> J. Nowakowski, *Zobowiązania Polski wobec Klubu Londyńskiego*, „Studia i Prace Kolegium Zarządzania SGH”, z. 4, SGH, Warszawa 1997, s. 126.

Żadne z ww. porozumień nie rozwiązywało jednak problemu zadłużenia Polski, która miała coraz większe trudności nie tylko ze spłatą rat kapitałowych lecz także i odsetek wobec wszystkich wierzycieli, co ilustruje tabela 1.

Tabela 1. **Obsługa zadłużenia Polski w walutach wymiennalnych w latach 1980-1991(mln USD)**

Lata	Obsługa ogółem długu		Spłata kapitału		Spłata odsetek	
	Płatności należne	Płatności dokonane	Płatności należne	Płatności dokonane	Płatności należne	Płatności dokonane
1980	8065	8065	5605	5605	2460	2460
1981	9360	3640	6040	1400	3320	2240
1982	9730	2200	6700	370	3030	1830
1983	7130	2100	4240	510	2890	1590
1984	5450	1610	2720	360	2730	1250
1985	5030	2000	2420	770	2610	1230
1986	6200	1865	3470	715	2730	1150
1987	6250	1570	3240	650	3010	920
1988	6800	1590	3700	640	3100	950
1989	6570	1570	3100	500	3470	1070
1990	8540	740	4630	310	3910	430
1991	3990	910	1630	160	2360	750

Źródło: I. Antowska Bartosiewicz, *Zadłużenie zagraniczne Polski do końca 1991 r.*, Fundacja im. F. Eberta, Warszawa 1992, s. 12.

## 2.2. Exchange Date

10 marca 1994 r. rząd polski podpisał we Frankfurcie z Bank Advisory Committee umowy *Head of Terms*, czyli wstępne porozumienie odnośnie redukcji polskiego zadłużenia wobec banków komercyjnych skupionych w Klubie Londyńskim.

Finał rokowań z wierzycielami skupionymi w Klubie Londyńskim nastąpił po 13 latach negocjacji 14 września 1994 r. Porozumienie to weszło w życie 27 października 1994 r. (tzw. *Exchan-*

ge Date). Agentem odpowiedzialnym za wprowadzenie porozumienia był Citibank N.A. z Nowego Yorku, a nad prawidłowością wszystkich rozliczeń czuwał agent międzynarodowy – Dresdner Bank International w Luksemburgu. Porozumienie z 450 bankami prywatnymi podpisane było sukcesywnie, bez spotykania się, czyli drogą korespondencyjną, aż do osiągnięcia wymaganego poziomu akceptacji, wynoszącego 95%. W momencie podpisania porozumienia większość polskiego zadłużenia wobec wierzycieli prywatnych przypadła na banki: niemieckie (24%), amerykańskie (20%), brytyjskie (9%) i francuskie oraz japońskie po ok. 7%.<sup>7</sup> Porozumienie to dotyczyło restrukturyzacji zobowiązań z tytułu:

- kredytów rewolwingowych (RSTAs, z umów z 1983 i 1984 r.), tj. około 1,1 mld USD,
- skonsolidowanego długu podstawowego z umowy z lipca 1988 r. tj. około 8,7 mld USD,
- zaległości odsetkowych, tj. około 4,2 mld USD (nagromadzonych w latach 1989-1994).<sup>8</sup>

Wierzytelności wobec banków, które nie przystąpiły do porozumienia, miały być obsługiwane na warunkach określonych w poprzednio zawartych umowach z Klubem Londyńskim, wraz ze wszystkimi dokonywanymi w międzyczasie zmianami.

27 października Polska uregulowała 135 mln USD zaległych płatności, zyskując jednocześnie umorzenie w wysokości 865 mln USD od zaległości odsetkowych. Pozostałą zaś po przeprowadzeniu operacji wielkość zadłużenia została przeliczona przez Agent Closing (Citibank) na dolary amerykańskie i wyniosła 13528,32 mln USD. Następnie wierzycielom, którzy przystąpili do porozumienia, przedstawiono wymienione niżej opcje, przy czym każdy wierzyciel miał możliwość wyboru nie tylko dowolnej opcji, ale także dowolnej ich kombinacji.

Opcja wykupu (pay back) polega na tym, że strona polska odkupi od swoich wierzycieli należną im część długu. Miało się to oczywiście odbyć z odpowiednim dyskontem, które wynosiło 59% dla kapitału i odsetek objętych umową DDRA z 1988 r., zaś dla

---

<sup>7</sup> J. Bossak, K. Kalicki, *Poland's Agreement with the London Club*, Ministerstwo Finansów, Warszawa 1995, s. 201.

<sup>8</sup> B. Sokołowska, *Obciążenia polskiej gospodarki zadłużeniem zagranicznym, efekty negocjacji z Klubem Paryskim i Londyńskim*, Instytut Nauk Ekonomicznych PAN, Warszawa 1995, s. 10.

kapitału i odsetek od umów rewolwingowych 1983, 1984 – 62%. Wykupiono więc dług podstawowy na kwotę 2935,7 mln USD za 1203,6 mln USD, oraz część zobowiązań z tytułu kredytów rewolwingowych w kwocie 318 mln USD za 120,9 mln USD.

Opcja zamiany polskiego zadłużenia na obligacje – zgodnie z Zarządzeniem Ministra Finansów z dnia 26 października 1994 r., RP dokonała 27 października tego roku w wykonaniu umów zawartych 14 września 1994 r. emisji obligacji na realizację umów zawartych z bankami komercyjnymi zrzeszonymi w Klubie Londyńskim w sprawie redukcji i reorganizacji zadłużenia Polski. Wszystkie wyemitowane obligacje denominowane były w walucie USA, zaś ich nominał ustalono na 250 tyś USD lub wielokrotność tej kwoty. Emisja dotyczyła sześciu rodzajów obligacji, nazywanych obligacjami typu Brady'ego:

1. *Collateralized Discount Bonds* – zabezpieczone obligacje z dyskontem (DISC-POLAND). Obligacje te powstały z zamiany długu podstawowego o wartości nominalnej 5400 mln USD; przy dyskoncie 45% redukcja kapitału wyniosła 2430 mln USD, a wartość nominalna obligacji została ustalona na 2970 mln USD.<sup>9</sup> Zostaną one wykupione jednorazowo po upływie 30 lat od daty emisji, czyli 27 października 2024 r. Odsetki od obligacji naliczane są półrocznie, począwszy od dnia przypadającego 6 miesięcy po dniu emisji i według stawki LIBOR dla 6-miesięcznych depozytów dolarowych, powiększonych o marżę 13/16% w skali roku.
2. *Collateralized Par Bonds* – zabezpieczone obligacje parytetowe (PAR-POLAND). Powstały z zamiany części długu podstawowego. Wartość nominalna emisji zabezpieczonych obligacji parytetowych została określona na 930 mln USD. Obligacje te podlegają jednorazowemu wykupowi po 30 latach od dnia emisji.<sup>10</sup>
3. *Collateralized Revolving Short Term Trade Agreement (RSTA) Bonds* – zabezpieczone obligacje za zadłużenie z tytułu kredytów rewolwingowych. Wyemitowano je na podobnych warunkach jak Par Bonds, tzn. nominał ustalono na 899 mln USD i wykup ma nastąpić jednorazowo w 30 lat po dniu emisji.

<sup>9</sup> Ibidem, s. 13.

<sup>10</sup> J. Nowakowski, op. cit., s. 130.

4. *Past Due Interest Bonds* (obligacje na zaległe płatności odsetkowe od długu podstawowego). Dla tych obligacji nominala ustalono na 2,65 mld USD. Ich wykup będzie się odbywać na innych niż w poprzednich obligacjach warunkach, a mianowicie w 27 półrocznych ratach o wartości:
- raty 1 do 3      1% wartości nominalnej obligacji,
  - raty 4 do 6      2% wartości nominalnej obligacji,
  - raty 7 do 17     3% wartości nominalnej obligacji,
  - raty 18 do 23   5% wartości nominalnej obligacji,
  - raty 24 do 27   7% wartości nominalnej obligacji<sup>11</sup>.

Na spłaty rat kapitałowych ustalono 7-letni okres karencji; tak więc pierwsza spłata nastąpi w roku 2001. Ostateczny termin wykupu obligacji przypada w 20 lat po dniu emisji.

5. *Debt Conversion Bonds* (zabezpieczone obligacje z tytułu konwersji zadłużenia). Wartość nominalną tych obligacji określono na 393 mln USD. Wykup pierwszej raty z zaplanowanych jedenastu nastąpi w 2014 r., kolejne zaś będą płatne w odstępach półrocznych. Termin spłaty ostatniej raty przypada w 25 lat od dnia emisji. Płatności odsetkowe dokonywane będą corocznie według następującego schematu<sup>12</sup>:
- rok 1              4,50%
  - lata 2 do 4       5,00%
  - lata 5 do 9       6,00%
  - rok 10             7,00%
  - lata 11 do 25    7,51%

6. *New Money Bonds* (zabezpieczone obligacje na nowe kredyty). Wartość nominalną obligacji ustalono na 137,5 mln USD. Obligacje zostaną wykupione w jedenastu równych półrocznych ratach, przy czym wykup pierwszej raty nastąpi po 10 latach od dnia emisji, zaś ostatnia rata zostanie wykupiona 15 lat po dniu emisji. Oprocentowanie obligacji ustalono na poziomie stawki LIBOR dla 6-miesięcznych depozytów dolarowych, powiększonej o marżę w wysokości 13/16% w skali rocznej. Spłata odsetek następować będzie w okresach półrocznych i pierwsza płatność nastąpi w 6 miesięcy od dnia emisji.

<sup>11</sup> Ibidem, s. 131.

<sup>12</sup> Ibidem.

Trzy pierwsze typy obligacji były zabezpieczone w 100% w części kapitałowej 30-letnimi nieoprocentowanymi amerykańskimi papierami skarbowymi o pięciu różnych terminach wykupu, przypadających na lata 2021-2023 o wartości około 4,8 mld USD (tzw. *collaterale*).<sup>13</sup> Zakupy dokonywane były w 1994 r. w kilku transzach. Ze względu na konstrukcję i odległą zapadalność aktualna cena rynkowa tych obligacji jest dużo niższa i podlega znacznym wahaniom. W momencie zakupu zapłacono za nie 623,8 mln USD. Formalnie *collaterale* stanowią własność Skarbu Państwa, jednak umowa powiernicza zawarta z Federal Reserve Bank Of New York nie pozwala na swobodne dysponowanie nimi przez Polskę. Przekazanie części z nich może nastąpić tylko wtedy, gdy Polska wykupi i anuluje przed terminem zapadalności równowartą nominalnie część zabezpieczonych *collateralami* obligacji typu Brady'ego.

Po redukcji dług wobec Klubu Londyńskiego wyniósł 7884 mln USD. Na jego spadek o 5546,5 mld USD złożyły się:

- zmniejszenie o 3253 mln USD w wyniku wykupu długu,
- zmniejszenie o 2430,18 mln USD w wyniku umorzenia na *discount bonds*,
- zwiększenie wskutek kredytu w ramach opcji New Money o 137,81 mln USD.<sup>14</sup>

### 2.3. Koszty realizacji umowy z Klubem Londyńskim

Charakterystyczne dla schematu Brady'ego jest występowanie wysokich kosztów wdrożenia operacji redukcji długu. Składają się na nie wydatki na wykup części długu (324,6 mln USD), jak również wydatki na zakup *collaterali* (623 mln USD). Koszty wdrażania umowy poniesione 27 października 1994 r. tylko w drobnej części obciążały budżet, z którego wydatkowano na ten cel tylko 70 mln USD.

Środki na pokrycie tych wydatków pochodziły z:

- 900 mln USD z nowych kredytów zaciągniętych w MFW,

<sup>13</sup> *Sprawozdanie z wykonania budżetu od 1.I. do 31. XII. 1999*, Rada Ministrów, Warszawa 1999, s. 418.

<sup>14</sup> B. Sokołowska, op. cit., s. 12.

- 400 mln USD z nowych kredytów zaciągniętych w Banku Światowym,
- 71 mln USD ze środków budżetowych
- 137 mln USD z nowych kredytów Klubu Londyńskiego („New Money”)
- 440 mln USD z rezerw dewizowych NBP.<sup>15</sup>

Wskutek realizacji umowy zawartej z Klubem Londyńskim zadłużenie Polski obniżyło się łącznie z odsetkami, które umorzono przed konwersją o 6411 mln USD, co jednak spowodowało wzrost zadłużenia budżetu wobec innych podmiotów o 1710 mln USD. Jednocześnie Polska stała się z niewypłacalnego dłużnika państwem, które bardzo skrupulatnie reguluje swoje zobowiązania kredytowe. Mimo że umowa z Klubem Londyńskim przewidywała do 2000 r. włącznie płatności z tytułu odsetek, w 1997 r. Polska przeprowadziła operację wykupu części obligacji o wartości nominalnej 1686 mln USD<sup>16</sup>, płacąc za nie około 1,5 mld USD. Operacja ta została w całości sfinansowana za środki uzyskane z emisji obligacji nominowanej w USD ale obsługiwanej w złotych dla NBP. Ich wykup ma nastąpić 27 października 2024 r. Jednocześnie Polska sprzedała *collaterale* stanowiące zabezpieczenie wykupionych obligacji. W wyniku tego wartość nominalna *collateral* na koniec 1997 r. spadła do 3036 mln USD, a zadłużenie Polski na koniec 1997 r. wobec Klubu Londyńskiego wyniosło 6053 mln USD, co ilustruje tabela 2. W grudniu 1998 r. przeprowadzony został kolejny wykup obligacji Brady’ego o wartości nominalnej 748 mln USD zmniejszając zadłużenie do 5305,7 mln USD. Sprzedaży *collateral* jednak nie dokonano.

Splata kapitału przewidziana umową o restrukturyzacji polskiego długu rozpocznie się wykupem w 2001 r. Past Due Interest Bonds, a następnie od 2005 r. wykup New Money Bonds. Całość przewidywanej obsługi długu w latach 2000-2005 wzrośnie z 311 mln USD do ok. 475 mln USD (tabela 3). Jednocześnie nabyty *collateral* stanowi należność Polski i może być traktowany jako rodzaj przedpłaty z tytułu zadłużenia wobec Klubu Londyńskiego,

<sup>15</sup> W. Małecki, *Poland's external debt management till 2012*, Zakład Instytutu Finansów, Warszawa 1996, s. 7.

<sup>16</sup> *Sprawozdanie z wykonania budżetu... op. cit.*, s. 418.

tym samym pomniejszając wartość netto długu.<sup>17</sup> Od obligacji zabezpieczonych collateralami aż do momentu wykupu trzeba płacić odsetki, których stopa procentowa będzie stale rosła.

**Tabela 2. Struktura zadłużenia w ramach zobowiązań z tytułu obligacji Brady'ego**

Rodzaj obligacji	Koniec 1996 r.	Koniec 1997 r.
Discount Bonds	2711	1554
Par Bonds	934	745
Debt Conversion Bonds	393	393
New Money Bonds	138	138
Past Due Interest Bonds	2673	2487
RSTA Bonds	891	738
Razem	7740	6053

Źródło: W. Małecki, *Poland's external debt management during the transition*, Instytut Finansów, Warszawa 1998, s. 38.

**Tabela 3. Harmonogram obsługi zadłużenia Polski wobec Klubu Londyńskiego w latach 2000-2005 (w mln USD)**

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006+
Odsetki	386,1	280,7	288,4	308,5	309,9	301,4	3368,3
Kapitał	0,0	24,9	49,7	99,5	136,8	174,2	4820,6
Razem	286,1	305,6	338,2	408,0	446,7	475,6	8208,9

Źródło: W. Czapiel, *Obsługa zadłużenia zagranicznego Polski a deficyt płatności*, „Bank i Kredyt”, nr 5/2000, s. 15.

Obecnie polskie obligacje typu Brady'ego, które notowane są na giełdzie w Londynie, cieszą się dużym zainteresowaniem inwestorów, w szczególności gdy agencje ratingowe podnoszą ocenę zdolności kredytowej Polski.<sup>18</sup>

<sup>17</sup> W. Małecki, *Poland's external debt management during the transition*, Institute of Finance, „Working Paper”, nr 58/1998, Warszawa 1998, s. 44.

<sup>18</sup> J. Nowakowski, op. cit., s. 134.

Podstawowymi zaletami tych obligacji są:

- zmniejszające się ryzyko inwestowania związane z wywiązywaniem się rządu polskiego z przyjętych zobowiązań,
- relatywnie duże zyski,
- pełna informacja o stanie polskiej gospodarki zmniejszająca ryzyko inwestowania,
- wzrastające i stabilizujące się oceny ratingowe dla Polski,
- notowanie na łatwodostępnej giełdzie w Londynie.<sup>19</sup>

### **3. Korzyści z planu Brady'ego dla Polski**

Zawarcie umowy z Klubem Londyńskim można uznać za ostateczny powrót Polski na międzynarodowy rynek finansowy. W chwili podpisania porozumienia uznano, na podstawie ówczesnych prognoz budżetowych i bilansu płatniczego, że ustalony harmonogram płatności mieści się w możliwościach płatniczych Polski. Dziś jednak może nas niepokoić stale rosnący deficyt w bilansie handlowym.

Korzyści, które udało się osiągnąć w wyniku porozumienia z Klubem Londyńskim są obopólne. W momencie, gdy Polska miała trudności z regulowaniem swoich zobowiązań w stosunku do banków, te musiały z tego tytułu tworzyć znaczne rezerwy. W konsekwencji pożyczki dla Polski były oprocentowane według mniej korzystnej stopy niż dla innych państw. To zaś przyczyniło się do wysokich kosztów kredytowania handlu zagranicznego.<sup>20</sup> Uwiarygodnienie Polski na międzynarodowym rynku finansowym przyczyniło się jak dotychczas do zachęcenia zagranicznych inwestorów do robienia interesów w Polsce. Kolejnym plusem zawarcia umowy z Klubem Londyńskim jest szerszy dostęp do prywatnych kredytów. Do podpisania porozumienia Polska musiała się opierać na kredytach oferowanych poprzez międzynarodowe organizacje finansowe, takie jak Bank Światowy, w których pośredniczył rząd. Jest on jednak pośrednikiem mało elastycznym przez to kredyty dla polskiego inwestora są często drogie i trudno dostępne. Najtańszym i najszybszym sposobem finansowania jest

---

<sup>19</sup> Ibidem, s. 134.

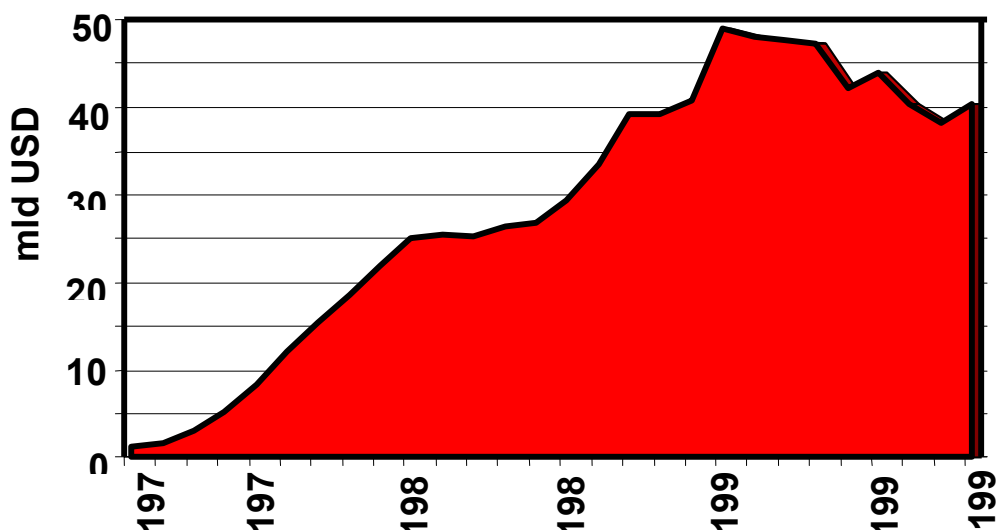
<sup>20</sup> B. Sokołowska, op. cit., s. 17.

bezpośredni dostęp do kredytów za granicą, albo w banku polskim. Umowa z Klubem Londyńskim miała przyczynić się do konkurencji na polskim i zachodnim rynku bankowym i spowodować obniżkę oprocentowania kredytów w Polsce. Niestety tak się nie stało, a porozumienie z Klubem Londyńskim spowodowało bardzo duży wzrost zadłużenia polskich przedsiębiorstw w zachodnich bankach komercyjnych.

#### 4. Specyfika struktury polskiego długu zagranicznego

Istotną barierą rozwiązania problemu polskiego zadłużenia zagranicznego była jego specyficzna struktura, a zwłaszcza fakt, że niemal 3/4 długu stanowiły zobowiązania wobec wierzycieli publicznych. Na takie ukształtowanie struktury długu wpłynęły re-negocjacje prowadzone na przestrzeni lat osiemdziesiątych. W 1980 r., zadłużenie gwarantowane stanowiło tylko 42% zadłużenia średnio i długoterminowego.<sup>21</sup>

Rys. 1. **Ewolucja polskiego zadłużenia zagranicznego w latach 1971-1998 (w mld USD)**

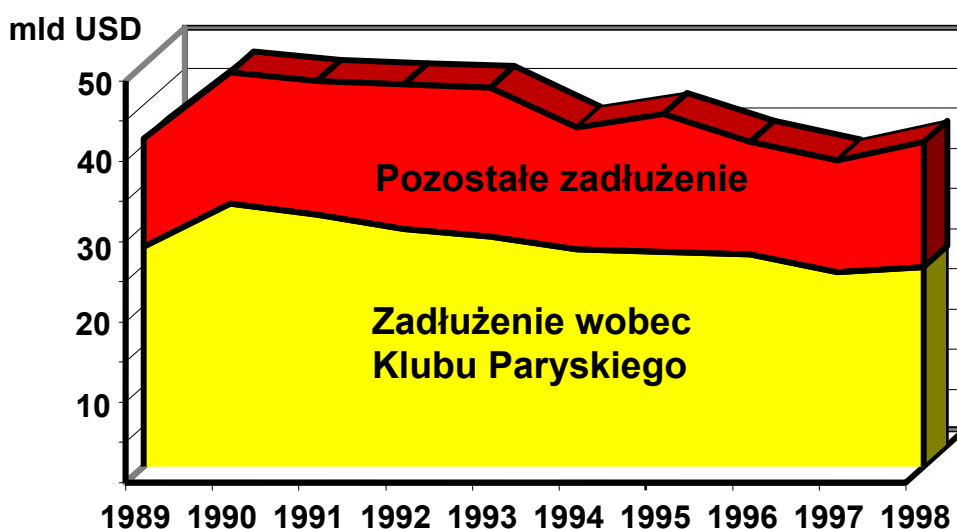


Źródło: opracowanie własne na podstawie G.W. Kołodko, *Od szoku do terapii. Ekonomia i polityka transformacji*, Poltext, Warszawa 1999, s. 34 oraz załącznik statystyczny.

<sup>21</sup> I. Antowska-Bartosiewicz, op. cit., s. 46.

Obsługa zadłużenia wobec Klubu Paryskiego po wprowadzeniu stanu wojennego została jednak wstrzymana i wznowiono ją dopiero w połowie 1985 roku.<sup>22</sup> Struktura ta sprawiała, że stworzone na szczeblu międzynarodowym, pod koniec lat osiemdziesiątych, mechanizmy redukcji zadłużenia dla poszczególnych grup krajów, bądź w ogóle nie mogły być zastosowane w przypadku Polski, bądź stanowiły szansę tylko krótkotrwałego złagodzenia efektów kryzysu zadłużeniowego.<sup>23</sup> Niezbędne więc stało się wypracowanie kompleksowego programu redukcji zadłużenia przez wierzycieli z Klubu, odbiegającego od standardowych, typowych przypadków restrukturyzacji zadłużenia.<sup>24</sup>

Rys. 2. **Ewolucja zadłużenia Polski wobec Klubu Paryskiego w relacji do wielkości polskich zobowiązań zagranicznych w latach 1989-1998 (w mld USD)**



Źródło: opracowanie własne na podstawie: G.W. Kołodko, *Od szoku do terapii. Ekonomia i polityka transformacji*, Poltext, Warszawa 1999, s. 34 oraz załącznik statystyczny; B. Sokołowska, *Obciążenia polskiej gospodarki zadłużeniem zagranicznym. Efekty negocjacji z Klubem Paryskim i Londyńskim*, Instytut Nauk Ekonomicznych PAN, Warszawa 1995, s. 1; *Struktura długu publicznego*, Ministerstwo Finansów RP, [www.mofnet.gov.pl/dlug4](http://www.mofnet.gov.pl/dlug4)

<sup>22</sup> B. Sokołowska, op. cit., s. 1-2.

<sup>23</sup> I. Antowska-Bartosiewicz, *Porozumienie z Klubem Paryskim w sprawie redukcji polskiego zadłużenia: wstępna ocena*, Zakład Instytutu Finansów, Warszawa 1992, s. 1.

<sup>24</sup> Efekty wprowadzenia, w 1989 r., planu Brady' ego musiały być ograniczone, gdyż odnosiły się do zaledwie 1/5 łącznego zadłużenia Polski.

## 5. Kalendarz negocjacji Polski z Klubem Paryskim<sup>25</sup>

Negocjacje pomiędzy Polską a Klubem Paryskim rozpoczęły się już w 1980 r. i trwały w sumie ponad 10 lat.

- Grudzień 1980 r. – początek rozmów z Klubem Paryskim w kwestii restrukturyzacji zadłużenia;
- Kwiecień 1981 r. – zawarcie pierwszego porozumienia z Klubem Paryskim; odłożenie spłat 1,5 mld USD rat kapitałowych i 300 mln USD odsetek przypadających na 1981 rok;
- Rok 1983 – wznowienie negocjacji z Klubem Paryskim po 18-miesięcznej przerwie;
- Marzec 1984 r. – kontynuacja rozpoczętych w 1983 r. rozmów na temat odroczenia płatności;
- Lipiec 1985 r. – podpisanie drugiego porozumienia z Klubem Paryskim i odroczenie na 10,5 lat rat kapitałowych i należnych odsetek do zapłacenia w latach 1982-1984;
- Listopad 1985 r. – zawarcie trzeciego porozumienia z Klubem Paryskim i przesunięcie spłat przypadających na 1985 rok;
- Marzec 1986 r. – zawarcie czwartego porozumienia z Klubem Paryskim i odroczenie spłat przypadających na 1986 rok;
- Grudzień 1987 r. – podpisanie piątego porozumienia z Klubem Paryskim oraz odroczenie spłat z lat 1986-1988 o 10 lat;
- Listopad 1989 r. – wstrzymanie przez Klub Paryski wszelkich płatności Polski do czasu porozumienia z MFW;
- Luty 1990 r. – zawarcie szóstego porozumienia z Klubem Paryskim, w ramach którego spłata zobowiązań Polski zostaje odroczone na 14 lat;
- Listopad 1990 r. – propozycja części krajów Klubu Paryskiego m. in. Francji, zamiany polskiego zadłużenia na ekokonwersję, tzn. przeznaczenie części umorzonych długów na inwestycje ekologiczne;
- 21 kwietnia 1991 r. – podpisanie siódmej, końcowej umowy z Klubem Paryskim.

<sup>25</sup> *Encyklopedia Biznesu*, pod red. W. Pomykały, Warszawa 1995, s. 410-411.

## 6. Porozumienie zawarte z Klubem Paryskim w kwietniu 1991 r.

Wiosną 1990 r. rząd polski wystąpił oficjalnie do krajów wierzycielskich z postulatem redukcji polskiego zadłużenia. W dokumencie skierowanym do rządów tych krajów zaznaczono, że Polska oczekuje od wierzycieli publicznych redukcji naszych zobowiązań zagranicznych z tytułu obsługi zadłużenia do poziomu 2% wartości długu rocznie i że o porównywalny program restrukturyzacji wystąpi wobec wierzycieli prywatnych oraz wierzycieli należących do byłej RWPG<sup>26</sup>. Jednocześnie, za nadrzędny cel całego procesu uznano osiągnięcie przez Polskę stanu, w którym nigdy więcej nie będzie musiała zwracać się do Klubu o ponowne wsparcie w dziedzinie obsługi swojego zadłużenia zagranicznego. Wobec tego, w żadnym wypadku rozwiązaniem nie mogło być tylko przekładanie zapadających płatności odsetkowych, zgodnie z działaniami podjętymi przez Klub Paryski w lutym 1990 r. Kontynuowanie takiej polityki nie eliminowałoby problemu tzw. nawisu długu narastającego między innymi w wyniku sukcesywnego przekładania spłat zadłużenia.<sup>27</sup>

Na uwagę zasługuje także fakt, że istotną rolę w procesie redukcji polskiego zadłużenia odegrał czynnik polityczny. Podkreślano, że to Polska zainicjowała przebudowę gospodarczą i polityczną w Europie Środkowo-Wschodniej i od powodzenia tych reform będzie zależała przyszła droga pozostałych krajów regionu, a tym samym stabilność tej newralgicznej części Europy. Potrzebę znaczącej redukcji zadłużenia Polski uzasadniano niemożnością pogodzenia bezprecedensowego programu reform z koniecznością obsługi potężnego zadłużenia zagranicznego.<sup>28</sup> Proces negocjacyjny z Klubem Paryskim okazał się niezwykle trudny, pomimo wyraźnego poparcia ze strony rządu Stanów Zjednoczonych i – jak już wspominaliśmy – istnienia bardzo sprzyjającego klimatu politycznego. Zasadniczym problemem krajów wierzyciel-

<sup>26</sup> Oznaczało to, że Polska zgłaszała gotowość corocznej spłaty zadłużenia oscylującej pomiędzy 850-900 mln USD. Tymczasem, pełna obsługa zadłużenia, pochłaniałaby 7-9 mld USD, z czego ok. 4 mld USD wynosiłyby spłaty odsetkowe.

<sup>27</sup> I. Antowska-Bartosiewicz, *Zadłużenie zagraniczne...*, op. cit., s. 50.

<sup>28</sup> Ibidem, s. 50-51.

skich była obawa przed stworzeniem precedensu, z którego chcieliby skorzystać inni dłużnicy<sup>29</sup>, zwłaszcza Brazylia, Argentyna i Meksyk, kraje o największych zobowiązaniach względem Klubu.<sup>30</sup> W efekcie, zakończyły się one sukcesem, mimo iż nie przyjęto programu redukcji długu w skali pierwotnie postulowanej przez polski rząd, to znaczy – aż o 80%.

Tak więc 21 kwietnia 1991 r. została ostatecznie podpisana Umowa o Redukcji i Reorganizacji Zadłużenia Polski wobec Klubu Paryskiego. Zawarcie porozumienia zostało poprzedzone uzgodnieniem z MFW trzyletniego programu gospodarczego, związanego z dostępem do *Extended Fund Facility*<sup>31</sup> (EFF), a przystąpienie do realizacji drugiego etapu umowy zostało uzależnione od pozytywnego wyniku ostatniego przeglądu w ramach tzw. porozumienia o ułatwieniach kredytowych EFF.<sup>32</sup> Umowa ta, o bezprecedensowym charakterze obejmowała niemal całość długo- i średnioterminowego zadłużenia Polski wobec rządów siedemnastu krajów należących do Klubu Paryskiego (tzn. ok. 33 mld USD, czyli 68% globalnego zadłużenia zagranicznego Polski). Polsce przyznano 50% redukcję długu według *Net Present Value* na 1 kwietnia 1991 r. Redukcja ta miała być przeprowadzona w dwóch etapach: pierwszy etap rozpoczęty 1 kwietnia 1990 r., po zaakceptowaniu przez MFW trzyletniego programu gospodarczego, polegał na efektywnej redukcji długu o 30%; drugi etap przewidywał dalszą efektywną redukcję zadłużenia o 20%.<sup>33</sup>

<sup>29</sup> Warto zaznaczyć, iż była to obawa uzasadniona, tym bardziej, że jeszcze w październiku 1990 r., czyli przed podpisaniem porozumienia końcowego, podczas dorocznej konferencji MFW i BS w Bangkoku, prezes MFW Michel Camdessus wezwał kraje wysoko uprzemysłowione należące do grupy G7, do przyjęcia programów restrukturyzacji zadłużenia krajów najuboższych na warunkach analogicznych do zaakceptowanych w przypadku Egiptu i Polski.

<sup>30</sup> W. Małeck, *Poland's external debt management during the transition*, Institute of Finance „Working Paper”, nr 58/1998, Warszawa 1998, s. 19.

<sup>31</sup> W tekście umowy znajdowało się odniesienie do tzw. porozumienia o ułatwieniach kredytowych (*Extended Fund Facility*). Jego realizacja została jednak wstrzymana w 1992 roku i zastąpiona w roku następnym przez *Stand-by agreement*.

<sup>32</sup> B. Sokołowska, *op. cit.*, s. 7-8.

<sup>33</sup> I. Antowska-Bartosiewicz, *Zadłużenie zagraniczne... op. cit.*, s. 51.

Zgodnie z przyjętymi postanowieniami zawartej umowy wierzyciele mieli do wyboru 3 opcje<sup>34</sup>:

- **Opcja A:** Redukcja kapitału;
- **Opcja B:** Obniżenie stopy odsetkowej poniżej stopy rynkowej;
- **Opcja C:** Obniżenie stopy odsetkowej, lecz w mniejszym stopniu niż to zostało przewidziane w opcji B, w połączeniu z częściową kapitalizacją płatności odsetkowych wymagalnych w okresie karencji, które są później płatne łącznie z ratami kapitałowymi.

Wszystkie opcje obowiązują w odniesieniu do obu etapów redukcji zadłużenia i każda z nich zawiera element restrukturyzacji długu. Okres spłat, następujący po okresie karencji, rozpoczyna się odpowiednio dla poszczególnych opcji A, B i C w latach 1995, 1997 oraz 2003 i kończy w latach 2009, 2009 i 2014.<sup>35</sup> Raty są półroczne, a ich rozkład ma charakter progresywny, ze względu na nierównomierny rozkład spłat rat kapitałowych. Harmonogram spłat został dostosowany do prognozowanych zdolności płatniczych Polski; płatności w ciągu pierwszych 3 lat były zatem bardzo niewielkie (20% odsetek i karencja na spłaty rat kapitałowych, natomiast kulminację zobowiązań przewidziano na lata 2002-2008). Ilustruje to tabela 4, przedstawiająca harmonogram spłat zobowiązań względem wierzycieli z Klubu Paryskiego.

Sześć krajów wybrało opcję A, przewidującą redukcję kapitału. Są nimi: Niemcy, USA, Wielka Brytania, Szwecja, Holandia i Finlandia. Na kraje te przypadało łącznie ok. 40% zadłużenia wobec Klubu Paryskiego. Pozostałe państwa wierzycielskie wchodzące w skład Klubu Paryskiego (wówczas do Klubu należało łącznie siedemnaście państw) wybrały opcję B, wprowadzającą redukcję spłat odsetkowych. Są to: Austria, Belgia, Brazylia, Kanada, Dania, Francja, Włochy, Japonia (w odniesieniu do kredytów handlowych gwarantowanych), Norwegia, Hiszpania i Szwajcaria. Łącznie na te kraje przypadało ok. 60% globalnej wielkości zadłużenia względem wierzycieli z Klubu Paryskiego. Natomiast opcją C objęto tylko nieznaczną część zobowiązań

<sup>34</sup> I. Antowska-Bartosiewicz, *Porozumienie...*, op. cit., s. 2; *Notatka w sprawie efektów umowy o redukcji zadłużenia Polski wobec krajów Klubu Paryskiego*, Departament Zagraniczny Ministerstwa Finansów, 1994, s. 4-7.

<sup>35</sup> B. Sokołowska, *op. cit.*, s. 8.

wobec Japonii.<sup>36</sup> Opcja ta została stworzona specjalnie w celu umożliwienia restrukturyzacji zobowiązań wobec Export-Import Bank of Japan (Eximbank), któremu wewnętrzne przepisy zakazywały wykorzystania opcji A lub B.

**Tabela 4. Harmonogram obsługi zadłużenia zagranicznego Polski względem wierzycieli z Klubu Paryskiego w latach 2000 - 2006+ (w mln USD)**

Lata	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006+
Odsetki	592,4	580,2	554,2	526,5	489,2	431,4	727,0
Raty kapitałowe	612,9	928,5	1344,1	1784,4	2291,9	2844,0	13775,6
Całość obsługi	1205,3	1508,7	1898,3	2310,9	2781,1	3275,4	14502,6

Źródło: Dane Ministerstwa Finansów.

Zgodnie z procedurą negocjacji w ramach Klubu Paryskiego, Polska została zobowiązana do zawarcia z krajami członkowskimi Klubu dwustronnych umów wykonawczych, jak i do podjęcia rozmów z pozostałymi wierzycielami (m.in. bankami komercyjnymi zrzeszonymi w Klubie Londyńskim), w celu uzyskania redukcji zadłużenia porównywalnej do tej uzyskanej od Klubu Paryskiego. Tym niemniej warto zaznaczyć, że warunki porozumienia o redukcji i restrukturyzacji polskiego długu stanowiły precedens w dotychczasowej historii światowego kryzysu zadłużeniowego. Dopiero, po operacji zmniejszenia zobowiązań Polski wobec wierzycieli publicznych, podobną redukcję, o 50% swojego zadłużenia, uzyskał Egipt. Klub Paryski zastrzegł jednak, że żaden z tych przypadków nie może być traktowany przez inne kraje dłużnicze, w tym państwa Ameryki Łacińskiej, jako wzór do naśladowania.<sup>37</sup> W zamian wprowadzono liczne udogodnienia dla krajów najbardziej między innymi w ramach „inicjatywy z Trynidadu”.

<sup>36</sup> W. Małecki op. cit., s. 21.

<sup>37</sup> I. Antowska-Bartosiewicz, *Zadłużenie zagraniczne... op. cit.*, s. 52.

## 7. Wnioski

Podpisane w 1991 r. porozumienie pomiędzy Polską a Klubem Paryskim stwarza szansę uruchomienia bardzo pozytywnego mechanizmu gospodarczego. Redukcja zadłużenia przez Klub Paryski otworzyła drogę ku zmniejszeniu zobowiązań wobec pozostałych wierzycieli.<sup>38</sup> Pojawiła się perspektywa pełnej obsługi zrestrukturyzowanego zadłużenia; nastąpiła znacząca poprawa klimatu wokół polskiej gospodarki i unormowanie stosunków bilateralnych z krajami wierzycielskimi, co stanowi korzystny impuls dla wzrostu inwestycji zagranicznych w Polsce. Dalszy wzrost wiarygodności kredytowej może generować stopniowe zmniejszenie nawisu długu, napływ inwestycji bezpośrednich na dużą skalę i zwiększenie dostępności do międzynarodowych rynków finansowych. Jednak w wyniku między innymi pogarszającej się sytuacji bilansu handlowego, pojawiły się poważne zagrożenia dla przebiegu tego mechanizmu, związane z ewentualnym obniżeniem atrakcyjności naszego kraju w oczach inwestorów zagranicznych. Istotnym wyzwaniem będzie również umiejętność dostosowywania przez NBP struktury rezerw dewizowych państwa do koszyka walut w których denominowany jest polski dług. Wspomniane trudności mogą prowadzić do niepełnego wykorzystania szansy, jaką była redukcja zadłużenia zagranicznego przez wierzycieli z Klubu Paryskiego, a nie ulega wątpliwości, że tak preferencyjne warunki redukcji i restrukturyzacji polskiego zadłużenia w obu klubach zamykają drogę do kolejnych renegocjacji postanowień podpisanych umów. Te i inne kwestie determinujące perspektywy ewolucji wielkości polskiego zadłużenia zagranicznego omówimy w ostatniej części naszej prezentacji.

Warto również zaznaczyć, że z perspektywy pozostałych krajów dłużniczych, ocena działalności Klubu Paryskiego jest mniej jednoznaczna: przykład wyjątkowych porozumień pomiędzy Klubem a Polską i Egiptem pokazuje, że decyzje podejmowane przez wierzycieli publicznych w dziedzinie redukcji zadłużenia wynikają bardziej z przesłanek politycznych, niż z obiektywnych kryteriów, uwarunkowanych rzeczywistą sytuacją gospodarczą dłużnika.

---

<sup>38</sup> Ibidem, s. 58.

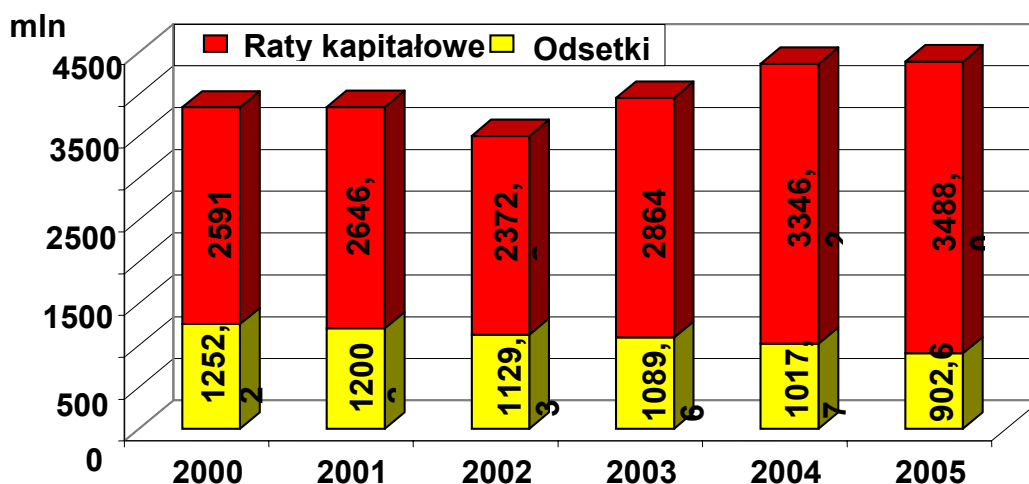
## 8. Perspektywy rozwiązania problemu zadłużenia zagranicznego Polski

Należy podkreślić, że najważniejszym celem Polski jest pełne odzyskanie wiarygodności kredytowej; dlatego też nawet znaczna redukcja zadłużenia, jeśli nie zapewnia przywrócenia równowagi płatniczej, nie ograniczy w sposób długookresowy nawisu długu (przykładem takiego porozumienia jest umowa zawarta pomiędzy Polską a Klubem Paryskim w 1990 r.). Tym samym, warto rozważyć pytanie: czy przedstawione warunki porozumień z klubami wierzycielskimi umożliwią Polsce trwale odzyskanie równowagi płatniczej?

Krótkookresowe projekcje bilansu płatniczego pokazują, że jest to możliwe; jednak w odniesieniu do lat późniejszych, gdzie element niepewności w prognozowaniu posiada istotne znaczenie, nie sposób pominąć kwestii ewolucji wielkości nawisu długu. W istocie, stopniowe zmniejszanie się nawisu będzie miało ogromny wpływ na wzrost zainteresowania zagranicznych inwestorów polskim rynkiem. Jak pokazuje przykład Meksyku, nawet operacje redukcji zadłużenia oceniane w pełni pozytywnie nie powodują zniknięcia, a jedynie zmniejszenie dyskonta, z jakim dług danego kraju jest notowany na rynku wtórnym. Równocześnie, przywołany przykład pokazuje, że dla zainicjowania napływu obcego kapitału na szeroką skalę nie jest niezbędne zniwelowanie nawisu długu; wystarczająca jest jego wyraźna tendencja spadkowa. O ile zatem będą szybko usuwane wszystkie inne bariery (zwłaszcza prawne, organizacyjne i infrastrukturalne) dla napływu kapitału zagranicznego do Polski, to redukcja naszego zadłużenia stwarza możliwości takiego napływu.

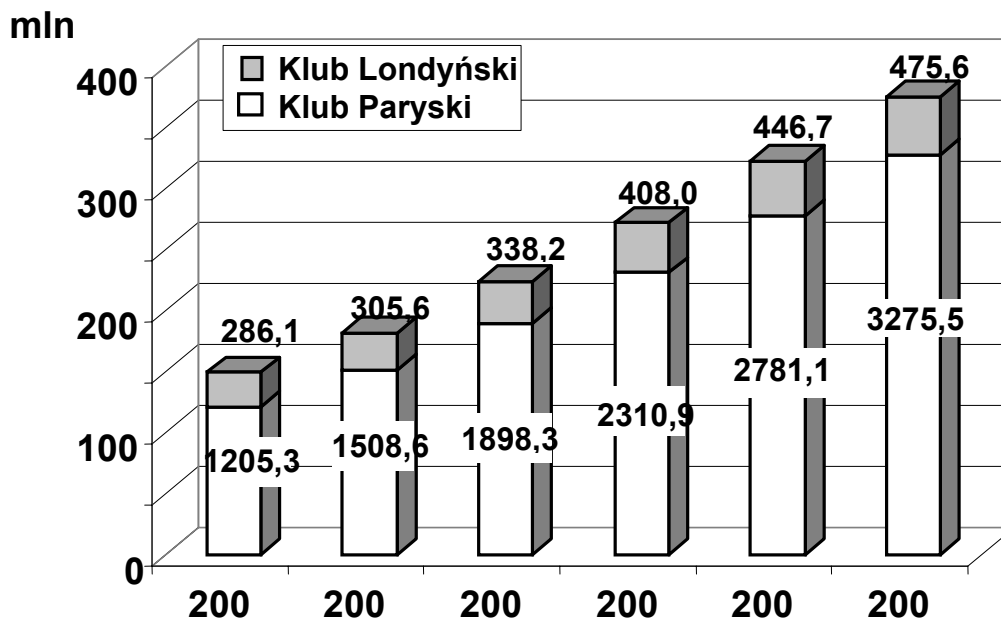
Należy zaznaczyć, że wielkość obsługi polskiego zadłużenia zagranicznego, w tym zobowiązań wobec Klubów Paryskiego i Londyńskiego będzie stopniowo wzrastała począwszy od 2000 r., co ilustrują rysunki 3 i 4. Dobiega bowiem końca okres przejściowy, w którym spłaty zadłużenia zostały ustalone w taki sposób, aby nie obciążać reformującej się gospodarki. Wzrost wymaganych zobowiązań zagranicznych przyniesie daleko idące implikacje dla całej polskiej polityki makroekonomicznej w nadchodzącym okresie.

Rys. 3. Harmonogram spłat odsetek i rat kapitałowych polskiego zadłużenia zagranicznego w latach 2000-2005 (w mln USD)



Źródło: opracowanie własne na podstawie: W. Czapiel, *Obsługa zadłużenia zagranicznego Polski a deficyt płatności bieżących*, „Bank i Kredyt”, nr 5/2000, s. 15.

Rys. 4. Harmonogram obsługi polskiego zadłużenia zagranicznego w Klubach Londyńskim i Paryskim w latach 2000-2005 (w mln USD)



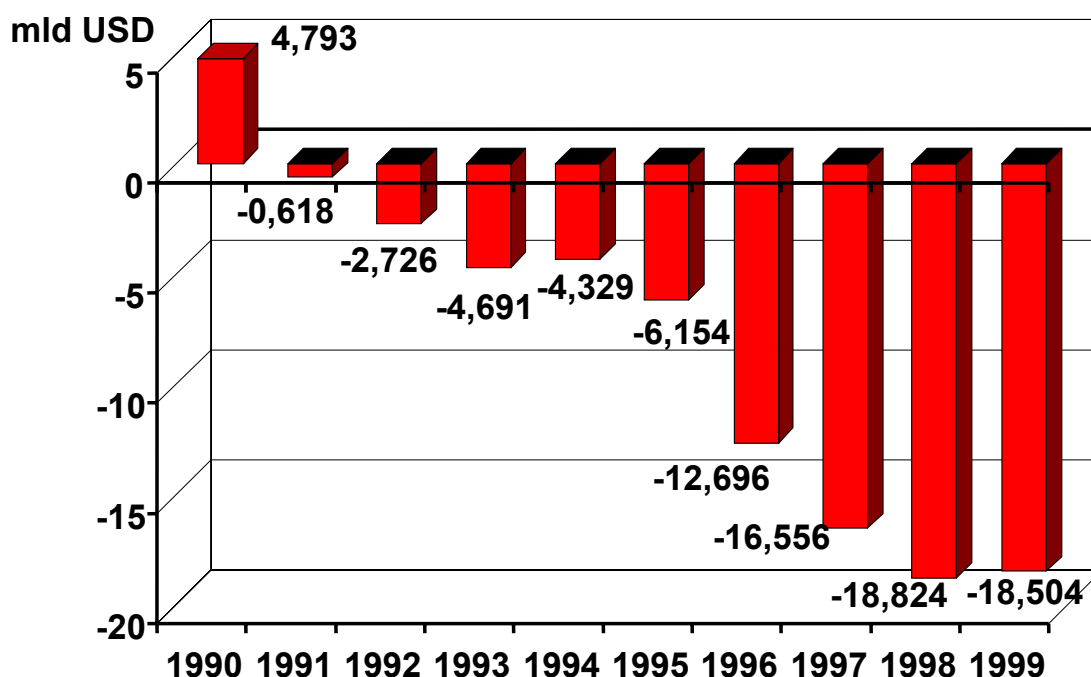
Źródło: opracowanie własne na podstawie: W. Czapiel, *Obsługa zadłużenia zagranicznego Polski a deficyt płatności bieżących*, „Bank i Kredyt”, nr 5/2000, s. 15.

Zapewnienie koniecznej do obsługi zadłużenia ilości dewiz będzie stanowiło istotne wyzwanie dla bilansu płatniczego Polski. Warto zaznaczyć, że finansowanie obsługi długu może się odbywać w dwojaki sposób<sup>39</sup>:

1. po pierwsze poprzez dodatnie saldo na rachunku obrotów bieżących bilansu płatniczego;
2. po drugie poprzez saldo na rachunku kapitałowym.

Warunkiem poprawy salda bilansu handlowego jest wzrost współczynnika pokrycia importu przez eksport co oznacza konieczność wystąpienia silniejszej dynamiki eksportu od dynamiki importu. Jednak w latach 1994-1999 zarysowała się zupełnie odwrotna tendencja przejawiająca się w narastającym deficycie bilansu handlowego, co obrazuje rys. 5.

Rys. 5. Ewolucja salda bilansu handlowego Polski w latach 1990-1999 (w mld USD)



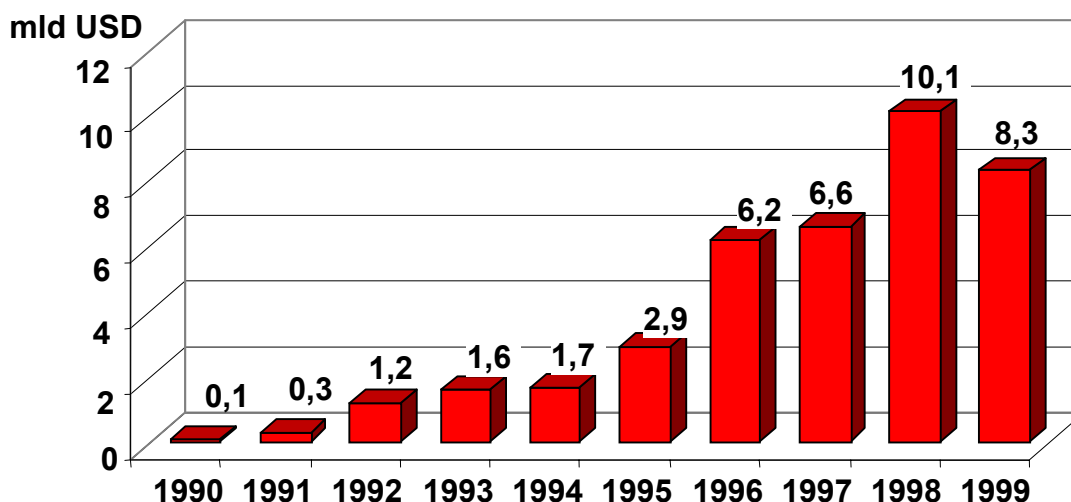
Źródło: oprac. wł. na podst. *Wybrane wskaźniki sytuacji społeczno-gospodarczej kraju w latach 1990-1999*, GUS, [www.stat.gov.pl/stale/wybrane.htm](http://www.stat.gov.pl/stale/wybrane.htm)

<sup>39</sup> W. Czapiel, *Obsługa zadłużenia zagranicznego Polski a deficyt płatności bieżących*, „Bank i Kredyt” nr 5/2000, s. 15, 16.

W 1999 r. przekroczony również został przez deficyt obrotów bieżących, próg 7% PKB, co może zostać odnotowane przez zagranicznych inwestorów jako sygnał o poważnym wzroście ryzyka inwestycyjnego w Polsce (w 1999 r., wielkość deficytu bilansu obrotów bieżących wyniosła 7,6% w relacji do PKB).

Początkowa znacząca poprawa wiarygodności kredytowej Polski w efekcie unormowania stosunków z klubami wierzycielskimi przyczyniła się do dynamicznego wzrostu inwestycji zagranicznych dokonywanych w Polsce. Ewolucję tej wielkości w Polsce w latach 1990-1999 ilustruje rys. 6.

Rys. 6. Ewolucja wielkości bezpośrednich inwestycji zagranicznych w Polsce w latach 1990-1999 (w mld USD)



Źródło: opracowanie własne na podstawie *Ocena sytuacji społeczno-gospodarczej w 1998 roku wraz z elementami prognozy na 1999 rok*, Departament Analiz i Monitorowania RCSS, Warszawa 1999, s. 54 (dane przytaczane za PAIZ); *Status of Foreign Direct Investment in Poland – 1999*, PAIZ, [www.paiz.gov.pl/invest1299pr.htm](http://www.paiz.gov.pl/invest1299pr.htm)

Warto zaznaczyć, że w początkowej fazie wdrażania, inwestycje te generują efekt popytowy i przyczyniają się do wzrostu importu, a w konsekwencji narastania deficytu bilansu handlowego, co w długim okresie może obniżać atrakcyjność rynku polskiego w oczach zagranicznych inwestorów.<sup>40</sup>

<sup>40</sup> J. Sulmicki, *Ryzyko wystąpienia kryzysu finansowego nowej generacji w Polsce*, „*Ekonomista*” nr 4/2000, s. 471.

W coraz mniejszym stopniu deficyt obrotów bieżących jest finansowany wpływami z bezpośrednich inwestycji zagranicznych: od 202% w 1996 r., przez 72% w 1998 r. do 57% w 1999 r.<sup>41</sup> W coraz większym stopniu jest on natomiast finansowany napływem krótkoterminowego kapitału, dzięki utrzymującej się wysokiej rentowności lokat w papiery wartościowe oraz wysokim realnym stopom procentowym.

W istocie, wielkość polskiego deficytu obrotów bieżących jak i struktura źródeł jego pokrycia nakazują stawiać pod znakiem zapytania kwestię jego przyszłego finansowania. Skalę tego problemu ilustrują wybrane wskaźniki bezpieczeństwa finansowego zaprezentowane w tabeli 5. Ich ewolucja w latach 1996-1999 wskazuje na stopniowy wzrost prawdopodobieństwa wystąpienia kryzysu finansowego w Polsce. Szczególnie niepokojący jest wspomniany, znaczący spadek stopnia „pokrycia” deficytu bilansu obrotów bieżących (BOB) przez napływ bezpośrednich inwestycji zagranicznych (por. rys. 3 i 4) oraz wzrost wielkości zadłużenia zagranicznego w relacji do PKB.

W wielu krajach o znacznie niższym poziomie deficytu obrotów bieżących nastąpiło niespodziewane zahamowanie napływu inwestycji zagranicznych. Prowadziło ono jednak tylko do przejściowej deprecjacji waluty krajowej i stopnienia rezerw dewizowych państwa. Tym samym, nie istnieje żadna mechaniczna zależność pomiędzy wielkością wspomnianego deficytu, a prawdopodobieństwem wystąpienia kryzysu walutowego. Gospodarki niektórych krajów o analogicznym poziomie deficytu obrotów bieżących (np. Australia i Nowa Zelandia w latach 90) lub nawet wyższym (np. Norwegia w drugiej połowie lat 70) nie przeżywały trudności związanych z kryzysem walutowym, inne natomiast posiadające mniejszy deficyt (np. państwa Azji Południowo-Wschodniej w 1997 r.) stanęły w obliczu masowej ucieczki kapitału spekulacyjnego i związanej z nią szokową deprecjacją walut krajowych.<sup>42</sup>

<sup>41</sup> Dane Departamentu Analiz i Prognoz NBP.

<sup>42</sup> Z. Polański, *Promoting Financial Development and Preventing Crises: Lessons from Poland* (materiały niepublikowane), s. 24.

Tabela 5. Wybrane wskaźniki bezpieczeństwa finansowego Polski w latach 1996-1999

Lata	Relacja rezerw oficjalnych do miesięcznego eksportu (w miesiącach)	Relacja wartości BIZ do deficytu BOB (w %)	Relacja zadłużenia zagranicznego do PKB (w %)	Relacja zobowiązań wynikających z obsługi długu zagranicznego do eksportu (w %)	Relacja krótkoterminowego zadłużenia zagranicznego do wielkości rezerw oficjalnych brutto (w %)
1996	6,6	202,7	33,1	8,6	26,5
1997	6,4	70,5	34,2	6,7	21,2
1998	7,5	72,4	36,2	9,5	22,2
1999	7,5	57,0	39,3	14,4	28,8

Źródło: Dane Departamentu Analiz i Prognoz NBP.

Należy niewątpliwie docenić istnienie solidnych mechanizmów instytucjonalnych redukujących ryzyko wystąpienia tradycyjnego kryzysu walutowego, z możliwością jego ekspansji na inne dziedziny gospodarki. Mowa tu oczywiście o płynnym kursie złotego i zaprzestaniu interwencji Narodowego Banku Polskiego na rynku walutowym. Decyzja Rady Polityki Pieniężnej z 12 kwietnia 2000 r. o upłynnieniu kursu złotego<sup>43</sup> stwarza szansę uniknięcia niekorzystnego wariantu rozwoju sytuacji; zagrożenie wystąpienia kryzysu bilansu płatniczego, w sensie gwałtownego spadku wielkości rezerw banku centralnego w Polsce i niemożności zagwarantowania ciągłości obsługi zadłużenia zagranicznego nie jest znaczne pod warunkiem, że NBP powstrzyma się od interwencji na rynku walutowym.

<sup>43</sup> Termin *upłynnienie* nie jest precyzyjny, ponieważ RPP zastrzega sobie prawo do interwencji na rynku walutowym. Bardziej adekwatnym określeniem obecnego systemu kursowego w Polsce jest *kurs płynny kierowany* (*managed float* lub *dirty float* w zależności od stopnia przewidywalności decyzji NBP w sferze regulowania mechanizmu rynkowego).