

Struktura zadłużenia zagranicznego Polski a ryzyko destabilizacji systemu finansowego

Autor: Jarosław Klepacki

Abstrakt:

Po roku 2008 gospodarki rynków rozwijających się ulegają coraz wyraźniejszemu rozwarstwieniu. Analizowanie ich w ramach jednego koszyka wydaje się coraz mniej uzasadnione. Niestabilne otoczenie zewnętrzne, przemieszczanie się mas kapitału stymulowanie procesami globalizacji generują zupełnie nowe ryzyka. Ich właściwa i szybka identyfikacja w przypadku polskiej gospodarki stanowi klucz do utrzymania pozycji lidera.

Słowa kluczowe: ryzyko, kapitał zagraniczny, finansowanie, zarządzanie, rynki wchodzące

JEL: F12, O16

Historia: Otrzymano 02.06.2014, poprawiono 23.09.2014, zaakceptowano 01.10.2014

Wstęp

Szeroko rozumiana wolność rynkowa, a wraz z nią możliwość praktycznie nieograniczonego transferu kapitału w postaci wolnych środków pieniężnych to bez wątpienia efekt szybko postępującego procesu globalizacji. Błyskawiczny przepływ kapitału stymulowany szybkim rozprzestrzenianiem się informacji wskazuje, że chcąc dzisiaj dookreślić zakres bezpieczeństwa ekonomicznego definiowanego jako: „nieinercyjny układ względnej równowagi prowadzenia w sposób swobodny oraz regulowany działalności zarobkowej, przy autonomii woli stron, konieczności utrzymania istniejącego wolumenu ryzyka poprzez zachowanie ograniczonego zaufania w relacjach ekonomiczno-prawnych pomiędzy umawiającymi się stronami, środowiskiem wewnętrznym oraz otoczeniem, w którym działa dany podmiot” (Raczkowski 2014: 38), a identyfikowanego przez pryzmat stabilności poszczególnych gospodarek konieczne staje się również uwzględnienie procesów globalizacji w wymiarze migracji kapitałów. Migracji utożsamianej jako zapis elektroniczny

na kontaktach bankowych, której skutki bardzo często nastawione są na ponadprzeciętny zysk w możliwie krótkim okresie czasu (Klepacki 2013: 1-2). Globalizacja w obecnym stanie zaawansowania techniki sama w sobie interpretowana jest jako proces nieuchronny (Bauman 2000: 56-57). Komisja Europejska bardzo trafnie definiuje globalizację jako proces, gdzie produkcja i rynki w różnych krajach stają się coraz bardziej współzależne w związku z dynamiką wymiany towarów i usług, przepływem kapitału i technologii (Liberska 2002: 18). Jest to proces pogłębiania się światowych powiązań we wszystkich aspektach współczesnego życia politycznego, społecznego, ekonomicznego i kulturowego (Liberska 2002: 11). Globalizacja to też proces budowania, czy też zacieśniania określonych zależności i powiązań w aspekcie nie tylko gospodarczym, ale również polityczno-prawnym. Pojawia się w związku z tym pytanie, czy tworzenie się coraz większych procesów w zakresie również gospodarczym przekłada się wprost proporcjonalnie na poprawę bezpieczeństwa ekonomicznego poszczególnych gospodarek. Wiązi

kształtowane w ramach procesu globalizacji z pewnością stwarzają możliwości przyspieszonego rozwoju, bez wątpienia jednak z racji chociażby skali zjawiska generują jednocześnie ponadprzeciętną ilość potencjalnych ryzyk (Klepacki 2013: 1-2). Stają się one szczególnie wyraźne w okresach destabilizacji otoczenia zewnętrznego, kiedy to dochodzi do silnych zaburzeń dotychczasowych zależności i powiązań. Na bazie takiej destabilizacji mówić można o wykształceniu się określonych patologii polegających na bezpośrednim niekorzystnym wpływie kapitałów zewnętrznych na stan i funkcjonowanie całej gospodarki.

Celem artykułu jest analiza wrażliwości wpływu kapitału zewnętrznego na stan polskiej gospodarki oraz próba przybliżenia potencjalnych skutków wynikających z takiej zależności. Badanym obszarem są zmiany w szeroko pojętej strukturze zadłużenia zagranicznego Polski po okresie załamania na światowych rynkach finansowych w 2008 roku na tle krajów gospodarek rozwijających się (*ang. emerging markets, EM*).

Polska gospodarka w grupie rynków wschodzących

Uwolnienie (wprowadzenie na rynek instytucji finansowych) szerokiego strumienia kapitałów realizowane poprzez programy stymulowania gospodarek w wykonaniu banków centralnych Stanów Zjednoczonych (*ang. Quantitative easing (QE)*), państw Europejskiej Unii Walutowej (*ang. Long Term Refinancing Operation*), Japonii czy Wielkiej Brytanii w latach 2009 – 2012 miało na celu pomoc w wychodzeniu z kryzysu. Metoda ta polegająca głównie na skupowaniu przez banki centralne obligacji, nigdy dotąd jednak nie była stosowana na tak szeroką skalę. Trudno w związku z tym mówić o pełnej identyfikacji wszystkich potencjalnych skutków takiego procesu.

Szybko przemieszczające się masy kapitału w zmiennym otoczeniu zewnętrznym generują silne zależności i ryzyka nie tylko na płaszczyźnie poszczególnych segmentów rynków finansowych, ale też całych gospodarek. Charakterystycznym obszarem dla analizy tego procesu są rynki wschodzące

(*ang. emerging markets*). W literaturze przedmiotu brak obecnie jest jednak ostrej definicji tego wyrażenia. Rynki wschodzące identyfikowane i klasyfikowane są zależności od różnych parametrów.

FTSE Group w swoim raporcie z września 2008 roku kieruje się dochodem narodowym i poziomem rozwoju infrastruktury rynkowej, co pozwala rozróżnić rynki wschodzące na zaawansowane i drugorzędne. Zaawansowane wśród których wymienione są Brazylia, Meksyk, Polska, Tajwan, Republika Południowej Afryki i Węgry charakteryzuje wyższy średni dochód narodowy i zaawansowana infrastruktura, natomiast drugorzędne (Argentyna, Chile, Chiny, Czechy, Egipt, Filipiny, Indie, Indonezja, Kolumbia, Malezja, Maroko, Pakistan, Peru, Rosja, Tajlandia, Turcja) - wyższy średni, niższy średni albo niski dochód narodowy, solidna infrastruktura rynkowa i rozmiar. Do drugorzędnych zalicza się również te rynki, które normalnie określono by jako zaawansowane, gdyby nie słabiej rozwinięta infrastruktura rynkowa (*FTSE Global Equity Index Series Country Classification*, wrzesień 2008).

Szybkie zmiany w gospodarkach rynków wschodzących w połączeniu ze skutkami globalnego załamania na rynkach finansowych determinują modyfikacje w tak przyjętej klasyfikacji. Capital Economics - renomowana i niezależna instytucja, której badania skupiają się głównie na sprawach makroekonomicznych w swoim raporcie z lutego 2014 roku wskazuje, że obecnie najważniejszym elementem rozgraniczającym poszczególne grupy państw w ramach rynków wschodzących są ich słabe punkty. Rynki wschodzące w związku z takim kluczem podzielone zostały na pięć grup - „Źle zarządzane” (*ang. Mismanaged*), „Żyjące ponad standard” (*ang. Living beyond means*), „ Posiadające słabe banki” (***Weak banks***), „Krajowe problemy strukturalne” (*ang. Domestic structural problems*) oraz na takie, których przyszłość wygląda „Coraz lepiej” (*ang. Brightening Outlook*). Do pierwszego „koszyka” zaliczają się Argentyna, Ukraina oraz Wenezuela. W krajach tych spodziewany jest kryzys walutowy związany z błędami w

polityce rządów. Drugi zestaw państw to: między innymi Turcja, RPA, czy Tajlandia, gdzie „rozwój był pobudzony przez tani kredyt oraz konsumpcję, co spowodowało znaczny wzrost importu. W scenariuszu zacieśniania polityki monetarnej na świecie kraje te będą miały problemy, by finansować ich wysoki deficyt na rachunku obrotów bieżących”. Dalej w raporcie Capital Economics wskazuje, że Węgry, Rumunia i Bułgaria mają problemy z systemem bankowym, natomiast Indie, Brazylia oraz Rosja, jak również Chiny będą musiały się „zmierzyć z przerostem akcji kredytowej. Do najlepszej grupy krajów EM została zaliczona Korea Południowa, Filipiny, Meksyk, Polska oraz Czechy.

Z kolei Bank Inwestycyjny Morgan Stanley w stworzonym przez siebie indeksie Morgan Stanley Capital International (MSCI) EMFR, przeznaczonym do pomiaru wydajności rynku akcji rynków wschodzących definiuje te rynki poprzez wskaźnik kapitalizacji. W ramach tego podziału do rynków EM zalicza: Argentynę, Brazylię, Chile, Chiny, Kolumbię, Czechy, Egipt, Węgry, Indie, Indonezję, Izrael, Jordanię, Koreę, Malezję, Meksyk, Maroko, Pakistan, Peru, Filipiny, Polskę, Rosję, RPA, Tajwan, Tajlandię, Turcję i Wenezuelę².

W związku z powyższym można stwierdzić, że grupa państw identyfikowana jako rynki wschodzące nie jest ściśle określona. Zasadniczo są to gospodarki o wskaźnikach potwierdzających ich szybki rozwój, które na przestrzeni ostatnich lat odznaczały się dynamicznym wzrostem inwestycji, a ich rynki finansowe nabierały coraz większego znaczenia w ujęciu globalnym. Wyraźnym punktem odniesienia w tej grupie pozostaje ogólnoswiatowy kryzys finansowy, a dokładniej załamanie na rynkach z sierpnia 2008 roku. To właśnie to wydarzenie i jego skutki zainicjowały silne rozwarstwienie w ramach struktury EM.

² MSCI (ang. *Morgan Stanley Capital International Index*) jest wiodącym dostawcą indeksów wykorzystywanych do podejmowania decyzji inwestycyjnych przez inwestorów na całym świecie. Indeksy MSCI obliczane są od 1970 roku przez amerykański bank inwestycyjny Morgan Stanley, <http://www.morganstanley.com>

Polska plasowana jest w czołówce praktycznie wszystkich rankingów rynków rozwijających się. Doskonałym odzwierciedleniem pozycji lidera jest fakt, że polski złoty w ciągu ostatnich 12 miesięcy był trzecią najmniej zmienną walutą z koszyka 31 walut rynków rozwijających się. Koszty ubezpieczenia polskiego długu, czyli **CDS-y**, są o 166 punktów bazowych niższe niż indeks Markit i Traxx SovX CEEMEA, obliczany dla krajów **Europy Wschodniej, Bliskiego Wschodu i Afryki**³. Jest to w związku z tym doskonały obszar do zbadania powiązań i zależności gospodarki rozwijającej się z zewnętrznym kapitałem inwestycyjnym. W ujęciu ogólnie gospodarczym praktycznie na każdym kroku widać jakiś wpływ kapitałów zewnętrznych na stan finansów państwa. Bez wątplenia jednak miejscem o znaczeniu fundamentalnym dla tych zależności jest pozyskanie środków dla sfinansowania i obsługi długu. Kapitał zewnętrzny stanowi jedno z podstawowych źródeł takich działań, obszarem badań jest więc struktura polskiego zadłużenia zagranicznego.

Struktura polskiego zadłużenia zagranicznego

Narodowy Bank Polski zestawia informację dotyczącą stanu zadłużenia zagranicznego zgodnie z 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”⁴. Definicja ta została określona przez organizacje międzynarodowe mianem definicji bazowej (core definition). Zgodnie z wymogami Międzynarodowego Zespołu Zadaniowego do spraw Statystyki Zadłużenia Zagranicznego, NBP zestawia

³ Dane z serwisu informacyjnego Bloomberg, 25.02.2014

⁴ External Debt: Definition, Statistical Coverage and Methodology, BIS, IMF, OECD, World Bank, Paryż 1988

zobowiązania zagraniczne z podziałem na następujące podmioty (Mesjasz 2009: 5):

- Narodowy Bank Polski,
- sektor rządowy i samorządowy,
- sektor bankowy,
- sektor pozarządowy i pozabankowy.

Spośród instrumentów finansowych do pojęcia zadłużenia zagranicznego zaliczono następujące kategorie (Ministerstwo Finansów, *Zadłużenie Skarbu Państwa 11/2013, Biuletyn miesięczny, styczeń 2014*):

- kredyty inwestorów bezpośrednich,
- rachunki bieżące i depozyty nierezydentów w bankach polskich,
- dłużne papiery wartościowe w posiadaniu zagranicznych inwestorów portfelowych,
- kredyty handlowe
- pozostałe kredyty i pożyczki (w tym leasing finansowy).

Zgodnie z wyliczeniami Narodowego Banku Polskiego zadłużenie zagraniczne Polski ogółem wyniosło 274,10 mld euro na koniec II kw. 2013 r. wobec 279,05 mld euro kwartał wcześniej. Na koniec II kw. 2012 roku zadłużenia zagraniczne wynosiło 265,79 mld euro. Zadłużenie długoterminowe na koniec czerwca 2013 r. wynosiło 218,12 mld euro (wobec 223,57 mld euro kwartał wcześniej), a krótkoterminowe 57,01 mld euro (wobec 55,48 mld euro kwartał wcześniej). Zadłużenie zagraniczne przedsiębiorstw (czyli sektora pozarządowego i poza bankowego) wyniosło na koniec czerwca 2013 roku 110,57 mld euro wobec 110,84 mld euro kwartał wcześniej i 108,91 mld euro rok wcześniej. Zadłużenie zagraniczne sektora rządowego i samorządowego spadło w II kw. 2013 roku do 109,75 mld euro z 114,34 mld euro w poprzednim kwartale i zwiększyło się wobec 102,05 mld euro odnotowanych rok wcześniej. W tym samym czasie zadłużenie zagraniczne sektora bankowego wzrosło do 49,83 mld euro z 48,22 mld euro na koniec marca b.r. i zwiększyło się wobec 48,82 mld euro odnotowanych rok wcześniej (NBP, *Raport zadłużenia zagranicznego Polski z 23 grudnia 2013 roku, www.nbp.pl*).

Z punktu widzenia badanego zagadnienia warto podkreślić, że największy udział w długu

publicznym ma zadłużenie Skarbu Państwa, które na koniec listopada 2013 roku wyniosło 203,1 mld EUR (tj. ok. 853.06 mld zł) (Ministerstwo Finansów, *Zadłużenie Skarbu Państwa 11/2013, Biuletyn miesięczny, styczeń 2014*). Przeszło połowa (51,3%) długu SP znajdowała się w posiadaniu inwestorów zagranicznych, co zobrazowane zostało na wykresie poniżej (rysunek 1.)

Obserwowany wzrost zaangażowania kapitału zewnętrznego (inwestorów zagranicznych - nierezydentów) ma charakter ciągły, jednak dopiero po 2008 roku widać jego silny i systematyczny wzrost. Rok 2013 jest najprawdopodobniej w ujęciu statystycznym pierwszym, kiedy to zaangażowanie rok do roku spadnie (z 54,5% pod koniec 2012 roku do 51,3% pod koniec listopada 2013). Nadal jednak mówić można o wysokiej lub nawet bardzo wysokiej wrażliwości struktury zadłużenia Skarbu Państwa na kapitał zagraniczny.

Zobowiązania denominowane w walutach obcych stanowiły 30,6% całości zadłużenia Skarbu Państwa (NBP, *Raport zadłużenia zagranicznego Polski z 23 grudnia 2013 roku, www.nbp.pl*) (rysunek 2.).

Udział procentowy walut obcych w strukturze zadłużenia SP również od przynajmniej 2008 roku wykazuje tendencję rosnącą. W tym przypadku warto jednak doprecyzować, że wrażliwość struktury zadłużenia zagranicznego SP na kapitał zewnętrzny nie jest liniowo powiązana z wielkością długu wyrażoną w walutach obcych. Oczywistym jest, że zmiany w wycenie złotego (negatywne ryzyko zmian kursu walutowego), szczególnie jego deprecjacja powodują zwiększenie długu i kosztu jego obsługi. Zazwyczaj jednak są one jedynie pochodną przemieszczania się strumienia kapitałów zewnętrznych. Jest to zatem czynnik zwiększający wrażliwość, który nie może być jednak określany mianem podstawowego lub zasadniczego.

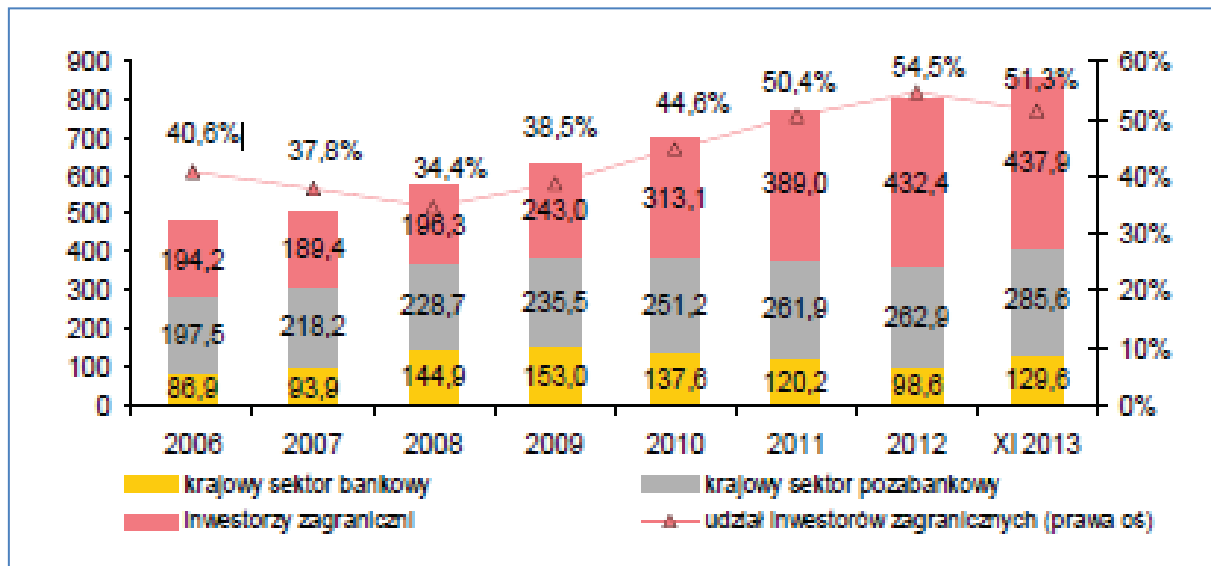
Potencjalny miernik wrażliwości ryzyka: rynek obligacji skarbowych

Głównym źródłem pozyskania kapitału na finansowanie długu SP jest rynek papierów dłużnych (rysunek 3.). Cykliczne przetargi

obligacji skarbowych realizowane przez Ministerstwo Finansów umożliwiają sprawne zarządzanie długiem.

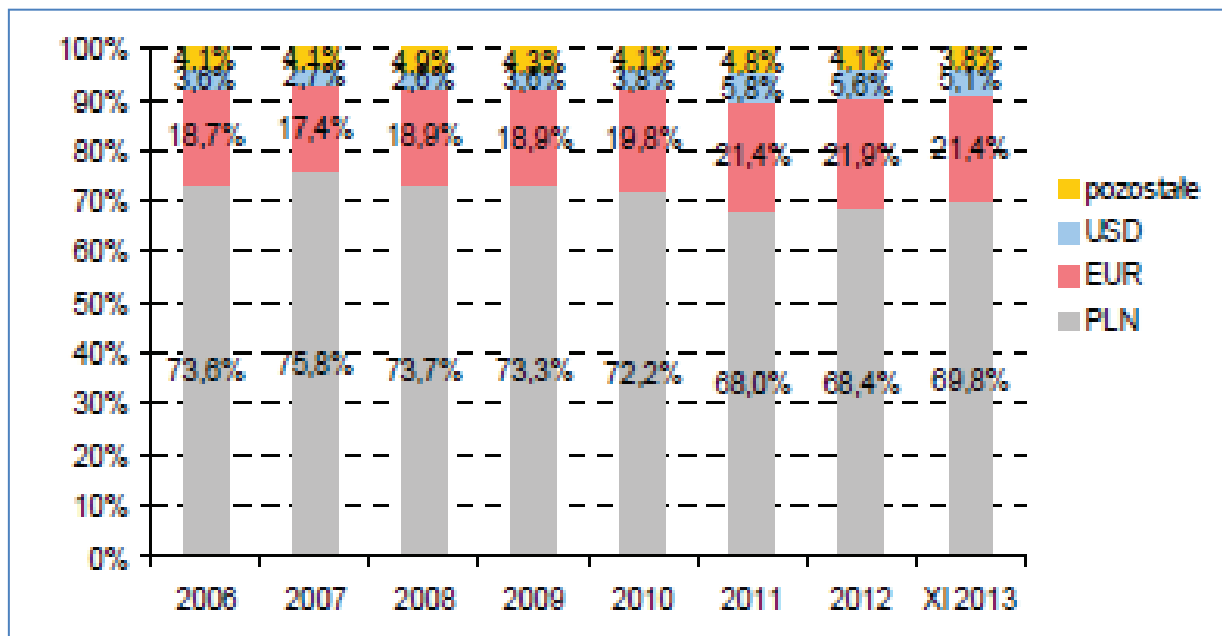
Inwestorzy zagraniczni (tzw. nierezydenci) jak wykazuje Ministerstwo Finansów w ogromnej mierze finansują dług właśnie poprzez krajowy rynek obligacji skarbowych, czyli walory których wartość wyrażona jest w polskich złotych.

Rysunek 1. Zadłużenie Skarbu Państwa w układzie podmiotowym (w mld PLN)



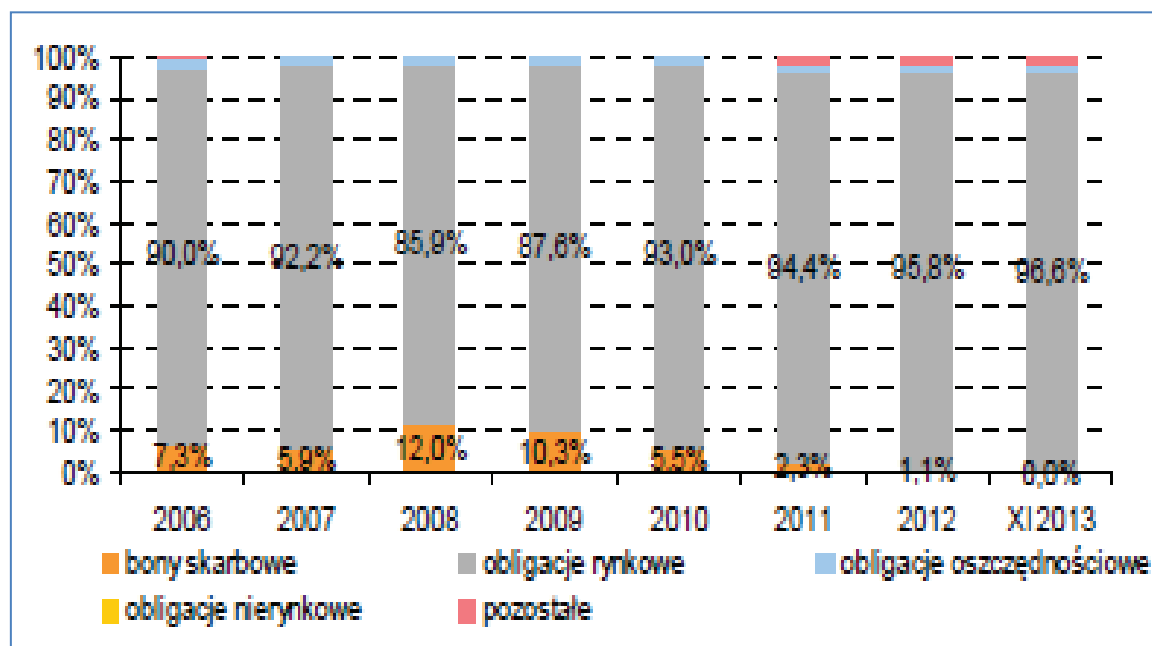
źródło: Ministerstwo Finansów, Zadłużenie Skarbu Państwa 11/2013, Biuletyn miesięczny, styczeń 2014

Rysunek 2. Struktura walutowa zadłużenia Skarbu Państwa



źródło: Ministerstwo Finansów, Zadłużenie Skarbu Państwa 11/2013, Biuletyn miesięczny, styczeń 2014

Rysunek 3. Zadłużenia Skarbu Państwa wg kryterium miejsca emisji



źródło: Ministerstwo Finansów, Zadłużenie Skarbu Państwa 11/2013, Biuletyn miesięczny, styczeń 2014

W strukturze rodzajowej portfela papierów skarbowych w posiadaniu inwestorów zagranicznych (nierezydentów) od 2008 roku dynamicznie wzrasta szczególnie portfel obligacji 10-letnich (od końca 2011 r. do września 2013 wzrost o prawie 80%) (*Ministerstwo Finansów, Strategia zarządzania długiem sektora finansów publicznych w latach 2014 – 2017, wrzesień 2013, s. 28 – 29*) (rysunek 4.) Wynikać to może między innymi z relatywnie wysokiej płynności rynku tego rodzaju walorów.

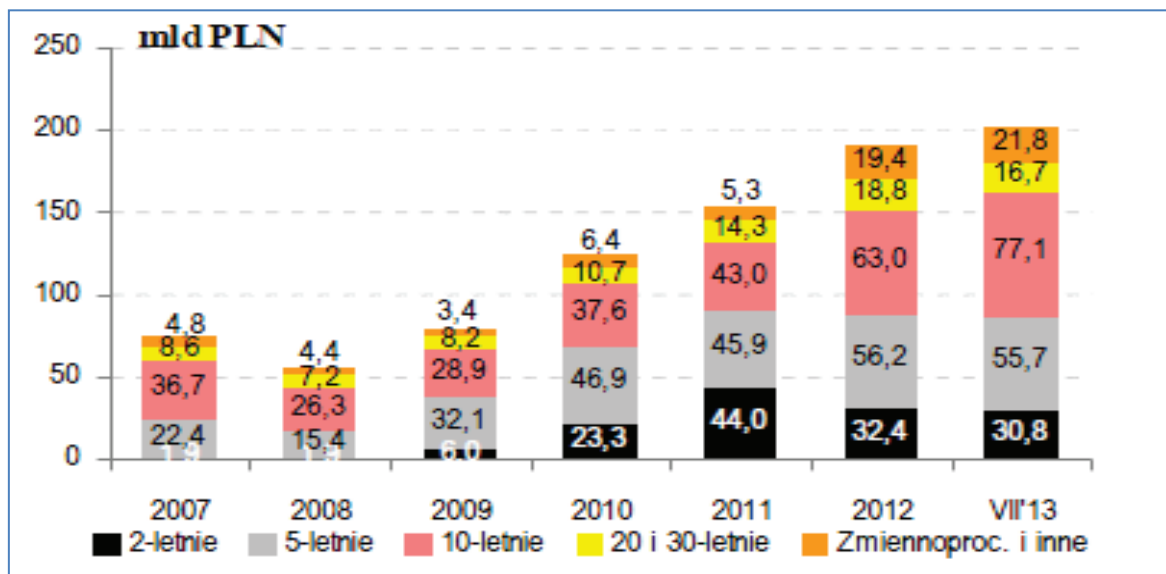
Biorąc pod uwagę właśnie strukturę portfela obligacji skarbowych u inwestorów zagranicznych (nierezydentów) rynek 10-letnich obligacji skarbowych określić można mianem charakterystycznego. Wyraźna tendencja do alokacji widoczna jest od 2008 roku. Lata 2012 i 2013 określić można mianem rekordowych pod względem ilości zainwestowanego kapitału. Tak wysoki transfer kapitału zewnętrznego do Polski to wynik słabej lub bardzo słabej koniunktury w krajach strefy euro oraz dobrej kondycji naszej gospodarki na tle innych krajów rozwijających się. Można więc postawić tezę, że zmiany rentowności na tym rynku, w stopniu wyższym niż wcześniej, (szczególnie na krótko przed jak i po zmianach w OFE) odzwierciedlają

bezpośrednie postrzeżenie Polski przez inwestorów zagranicznych. (rysunek 5.)

Statystycznie od końca 2008 r., gdy kapitał zagraniczny panicznie z Polski uciekał, jego zaangażowanie w krajowe obligacje wzrosło ponad 3,5-krotnie z 52 mld zł do 197 mld zł pod koniec 2013 roku (z ok. 14 proc. do 35 proc.) (*NBP, Raport zadłużenia zagranicznego Polski z 23 grudnia 2013 roku, www.nbp.pl*). Bez wątplenia tak wysoki udział inwestorów zagranicznych identyfikowany powinien być jako czynnik podwyższonego ryzyka w ujęciu negatywnym dla płynności i stabilności rynku długu. Kapitał zagraniczny, szczególnie ten ulokowany w szybko zbywalne instrumenty finansowe nosi znamiona niestabilnego. Zmienne otoczenie zewnętrzne, zwłaszcza po 2008 roku sprzyja nagłym destabilizacjom strumienia kapitału zewnętrznego. Ewentualna gwałtowna zmiana w strukturze jego alokacji przełożyć się może bardzo szybko na gwałtowny wzrost podaży na rynku obligacji skarbowych, co oznaczać będzie równie gwałtowny wzrost rentowności walorów. W krótkim terminie efekt domina spowodować może silną deprecjację złotego (inwestorzy zagraniczni chcąc wycofać swój kapitał z Polski i pozbywając się obligacji skarbowych będą zamieniać polskie złote na międzynarodowe środki płatnicze: (głównie

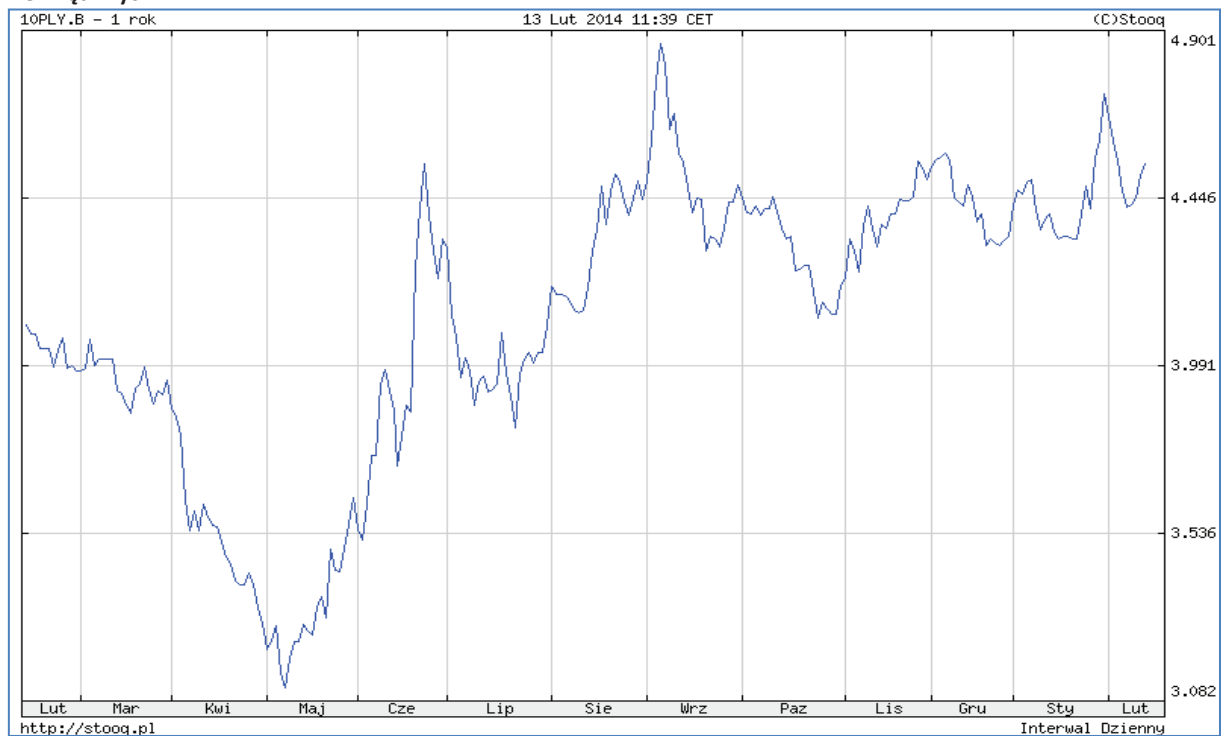
dolary lub euro), w długim natomiast znacznie wyższy koszt obsługi długu i możliwości jego finansowania.

Rysunek 4. Struktura portfeli obligacji skarbowych u nierezydentów



źródło: Ministerstwo Finansów, Strategia zarządzania długiem sektora finansów publicznych w latach 2014 – 2017, s. 29, wrzesień 2013

Rysunek 5. Zmiany rentowności polskich 10-letnich obligacji skarbowych wskutek wydarzeń zewnętrznych i wewnętrznych.



źródło: opracowanie własne, na podstawie: www.stooq.pl

Obok wyraźnie wyłaniającego się ryzyka głównego jakim bez wątpienia jest rekordowo wysoki udział kapitału zagranicznego w rynku polskich obligacji skarbowych i w efekcie końcowym w strukturze polskiego zadłużenia zagranicznego wskazać należy również wydarzenia będące swoistym katalizatorem tego ryzyka. Wydarzenia te źródło swoje mają zarówno w otoczeniu zewnętrznym (makro) jak i działaniach wewnętrznych (mikro). Z punktu widzenia samego ryzyka są one szczególnie istotne, ponieważ realizacja ich już miała lub ma miejsce. Co więcej jest to ryzyko z kategorii niestandardowych, ponieważ determinowane jest skutkami globalnego kryzysu finansowego. Narzędzia do jego ograniczenia również w związku z tym mogą nosić znamiona niekonwencjonalnych, przez co nie uwzględnionych w opracowanej przez Ministerstwo Finansów strategii zarządzania długiem sektora finansów publicznych w latach 2014 – 2017.

W zakresie otoczenia zewnętrznego jednym z takich kluczowych wydarzeń jest rozpoczęty przez Zarząd Rezerwy Federalnej w Stanach Zjednoczonych pod koniec zeszłego roku proces stopniowego ograniczania poluzowania polityki pieniężnej (ang. *quantitative easing*, *QE*). Polskie Ministerstwo Finansów zidentyfikowało ten proces jako zjawisko, które może zainicjować początek odpływu kapitału pożyczkowego z krajów wschodzących w kierunku inwestycji na rynkach bazowych (rozwinętych) (*Ministerstwo Finansów, Strategia zarządzania długiem sektora finansów publicznych w latach 2014 – 2017, wrzesień 2013, s.30*). Obserwując rynki finansowe można przyjąć, że już na początku 2014 roku byliśmy świadkami materializacji takiego zagrożenia. Najlepszym przykładem jest tutaj skumulowany odpływ kapitału obserwowany w styczniu 2014 roku, kiedy to doszło do gwałtownej wyprzedaży walut regionu z turecką lirą i argentyńskim peso na czele, a z funduszy rynków wschodzących wyparowało łącznie ponad 12 mld dolarów. Statystycznie to zaledwie 2,8 mld dolarów mniej niż w całym 2013 r. (*Raport firmy EPFR Global, luty 2014*). Ewentualna kontynuacja tego procesu w kolejnych miesiącach z pewnością przełoży się na wzrost

zmienności i w konsekwencji zapewne rentowności polskich obligacji skarbowych. Sfinansowanie przez Resort Finansów już na początku stycznia 2014 roku aż 53 proc. całorocznych potrzeb pożyczkowych poprzez między innymi przeprowadzenie dwóch rekordowych pod względem wartości oferowanych obligacji przetargów (pod koniec 2013 roku było to 10 mld złotych, a w styczniu 12 mld) można zinterpretować jako swoiste działania wyprzedzające. Daje to podstawy by sądzić, że możliwość realizacji tego zagrożenia jest relatywnie wysoka.

Kolejnym wydarzeniem - katalizatorem identyfikowanym w ramach działań wewnętrznych są zmiany dokonane przez polski rząd w zasadach funkcjonowania Otwartych Funduszy Emerytalnych. Zgodnie z zapisami ustawy z dnia 25 marca 2011 r. o zmianie niektórych ustaw związanych z funkcjonowaniem systemu ubezpieczeń społecznych, w czerwcu 2013 r. został opublikowany przegląd funkcjonowania systemu emerytalnego, a następnie 4 września 2013 r. przedstawiona została koncepcja zmian w systemie emerytalnym, które zostały wprowadzone w życie w 2014 r. OFE na rynku obligacji przed zmianami były jednym z głównych inwestorów skupiając w swoich portfelach (na początku 2014 roku) około 120 mld zł obligacji skarbowych, czyli 20 proc. wszystkich znajdujących się w obrocie (*Ministerstwo Finansów, Strategia zarządzania długiem sektora finansów publicznych w latach 2014 – 2017, wrzesień 2013, s.21-26*). Tak wysoki udział stanowił naturalną przeciwwagę dla inwestorów zagranicznych gwarantując jednocześnie relatywnie wysoką płynność i stabilność tego rynku. Po zmianach (od 2014 roku), czyli po przeniesieniu obligacji do ZUS i ich umorzeniu, wartość jawnego krajowego zadłużenia zmniejszyła się z ok. 587,4 mld zł w 2013 r. do 504,2 mld zł w 2014 r., ale jednocześnie znacząco wzrósł udział inwestorów zagranicznych w całości długu. Zgodnie z danymi Ministerstwa Finansów udział nierezydentów w długu Skarbu Państwa wzrósł do rekordowego poziomu ok. 44 proc podnosząc tym samym ryzyko destabilizacji polskiego rynku długu. Umorzenie części długu krajowego wynikające z nabycia przez Ministrowo

Finansów Skarbowych Papierów Wartościowych wpłynęło także na wzrost udziału długu nominowanego w walutach z 30,6% na koniec czerwca 2013 r. do ok. 35-37%. Bank Goldman Sachs w swoim raporcie z dnia 29 stycznia 2014 roku dotyczącym sytuacji gospodarczej Polski jednoznacznie stwierdził, że "transfer obligacji do ZUS wyeliminuje największego krajowego posiadacza obligacji, co potencjalnie zmniejszy płynność rynku i sprawi, że polski rynek długu - podobnie jak złoty - stanie się bardziej wrażliwy na zewnętrzny sentyment do ryzyka i popyt na dług rynków wschodzących" (*Komunikat Banku Goldman Sachs z dnia 29 stycznia 2014*). Aspekt zmniejszenia płynności wydaje się szczególnie istotny z punktu widzenia przypadających na najbliższe lata zapadalności polskich papierów dłużnych znajdujących się w rękach nierezydentów. Agencje ratingowe Moody's oraz Fitch zmiany w systemie emerytalnym określiły jako neutralne pod warunkiem, że progi relacji długu do PKB zostaną odpowiednio dostosowane (*Komentarz agencji Moody's z 5 września 2013 r. oraz agencji Fitch z 10 września 2013 r.*).

Oczywistym jest, że swoistą tarczą dla pojawienia się destabilizacji na polskim rynku długu wywołanej gwałtownym odpływem kapitału jest coraz lepszy stan polskiej gospodarki. Wyróżnianie się w ujęciu pozytywnym w koszyku krajów rozwijających się z pewnością jest w stanie ograniczyć skalę i dynamikę takiego procesu. Trudno jednak sądzić, aby doszło w ten sposób do jego zanegowania. Globalizacja, a więc czynniki zewnętrzne i stojący za nimi sentyment inwestorów zagranicznych zawsze będą odgrywać pierwszoplanową rolę w kształtowaniu kierunków alokacji kapitału.

Wskazane powyżej ryzyko wraz z towarzyszącymi mu potencjalnymi katalizatorami wykazując wysoki stopień materializacji powinno być identyfikowane jako szczególnie istotne. Jego bezpośredni wpływ na strukturę zadłużenia zagranicznego okazać się może bardzo gwałtowny. Ryzyko te określić można obecnie mianem zasadniczego, głównie ze względu na fakt, że odczuwalne skutki identyfikowane będą najprawdopodobniej jako długoterminowe. Co

więcej ewentualna jego realizacja wywołać może efekt śnieżnej kuli w zakresie innych, typowych ryzyk w tym obszarze. Ryzyka te wraz z technikami ich ograniczenia sklasyfikowane zostały w strategii zarządzania długiem sektora finansów publicznych w latach 2014 – 2017 przedstawionej przez Ministerstwo Finansów we wrześniu 2013 roku. Wymienione wśród nich zostały (Ministerstwo Finansów, Strategia zarządzania długiem sektora finansów publicznych w latach 2014 – 2017, s.32, wrzesień 2013):

- ryzyko refinansowania,
- ryzyko stopy procentowej,
- ryzyko płynności budżetu państwa,
- ryzyko kredytowe i operacyjne,
- ryzyko rozkładu kosztów obsługi długu w czasie.

W kategorii wyliczonych enumeratywnie ryzyk szczególnie istotne wydają się te identyfikowane jako ewidentnie rynkowe, a więc takie których zaistnienie jest bardzo trudne do precyzyjnego zdiagnozowania.

Podsumowanie:

Udział kapitału zewnętrznego w zadłużeniu Polski przy tak mało stabilnym otoczeniu zewnętrznym nigdy nie był jeszcze tak wysoki. Praktycznie brak perspektyw na znaczące ograniczenie deficytu budżetowego oraz deficytu na rachunku obrotów bieżących w ciągu najbliższych lat wskazuje, że silne relacje z kapitałem zewnętrznym zostaną utrzymane. Ich skuteczne ograniczanie w krótkiej perspektywie wydaje się bardzo ograniczone. Katalizatorem takiego scenariusza jest bez wątpienia proces globalizacji umożliwiający praktycznie nieograniczony transfer szerokiego strumienia kapitału spekulacyjnego. Szybki odpływ takiego kapitału z gospodarki takiej jak polska (średniej wielkości) już sam w sobie (czyli kiedy nie jest stymulowany dodatkowym plusem w postaci realizacji zysków lub ucieczki z rynku długu do innego obszaru inwestycyjnego) jest w stanie nadwyrężyć polski system bezpieczeństwa ekonomicznego. (polska gospodarka doświadczyła tego w okresie załamania finansowego na początku 2009 roku). Można w związku z tym mówić o

wykształceniu się ryzyka destabilizacji stanu polskiej gospodarki w nowej odsłonie i na niespotykaną dotąd skalę.

Bibliografia

Bauman Z. (2000), *Globalizacja: I co z tego dla ludzi wynika*, PIW, Warszawa.

EPFR Global (2014), Raport, luty 2014.

External Debt Definition, Statistical Coverage and Methodology, OECD Publications,

External Debt: Definition, Statistical Coverage and Methodology, BIS, IMF, World Bank, Paris 1998.

Fitch, Komentarz agencji, 10 września 2013 r.

FTSE Group (2008), *FTSE Global Equity Index Series Country Classification*.

Klepacki J. (2013), *Ryzyko walutowe – wyznacznik bezpieczeństwa w wymianie handlowej*, Społeczna Akademia Nauk, Wolters Kluwer Polska Sp.z o.o., Warszawa.

Liberska B. (red.) (2002), *Globalizacja: Mechanizmy i wyzwania*, PWE, Warszawa,

Mesjasz L. (2000), *Zadłużenie zagraniczne Polski w świetle nowej definicji długu*, w: *Internacjonalizacja i globalizacja gospodarki polskiej. Handel międzynarodowy i inwestycje zagraniczne*, red. Rymarczyk J., Sutkowski M.,

Prace Naukowe Akademii Ekonomicznej we Wrocławiu, nr 867, Wrocław.

Ministerstwo Finansów (2013), *Strategia zarządzania długiem sektora finansów publicznych w latach 2014 – 2017*.

Ministerstwo Finansów (2014), *Zadłużenie Skarbu Państwa 11/2013*, Biuletyn miesięczny, styczeń.

Moody's, Komentarz agencji, 5 września 2013 r.

NBP, *Międzynarodowa pozycja inwestycyjna Polski w 2009 roku*, NBP, Warszawa.

NBP, *Raport zadłużenia zagranicznego Polski*, 23 grudnia 2013 roku, www.nbp.pl.

NBP, *Uwagi metodyczne*, Departament Statystyki NBP, www.nbp.pl.

Noga M. (2014), *Kultura, a ekonomia*, CEDEWU, Warszawa 2014.

Noga M., Stawicka M. (red.) (2008), *Globalizacja a konkurencyjność w gospodarce światowej*, CEDEWU, Warszawa 2008.

Sokołowska B. (2009), *Zadłużenie zagraniczne Polski*, w: *Gospodarka i handel zagraniczny Polski w 2008 roku*, IBR, KiK, Warszawa.

The structure of Polish foreign debt and the risk of destabilizing the financial system

Abstract:

After 2008 the emerging market economy have become more clearly stratified. Analyzing them in one basket seems to be less and less justified. Unstable external environment, the movement of huge masses of capital to stimulate the processes of globalization generate completely new risks. Their accurate and rapid identification in the case of the Polish economy is the key to maintain its leadership position.

Keywords: risk, foreign capital, financing, management, emerging markets