

*Tomasz Motowidlak**

ZADŁUŻENIE ZEWNĘTRZNE A WZROST GOSPODARCZY
– ANALIZA DŁUGOOKRESOWA

W analizie związków i współzależności między zadłużeniem a wzrostem gospodarczym dokonywanej w długim okresie punktem wyjścia jest stwierdzenie, że zadłużenie zagraniczne stanowi rezultat importu netto kapitału przez gospodarkę narodową w okresach poprzednich. Importowany kapitał występuje w dwóch zasadniczych formach – transferów kapitałowych oraz inwestycji bezpośrednich.

Analizy rozwoju gospodarczego wielu krajów pokazują, że kapitał zagraniczny stanowi bardzo istotny czynnik w procesie rozwoju gospodarczego. Z tego względu zadłużenie rozpatrywane jest zwykle w kontekście wzrostu gospodarczego, wyrażającego się we wzroście produktu globalnego i dochodu narodowego, inwestycji i spożycia. Przyjmuje się przy tym założenie, że dopływ kapitału zagranicznego umożliwia przyspieszenie wzrostu gospodarczego, natomiast jego brak (lub dopływ w niedostatecznej ilości) stanowi barierę ograniczającą możliwości wzrostu.

Przyspieszenie wzrostu gospodarczego kraju dzięki zagranicznym środkom finansowym nie dokonuje się jednak automatycznie. Wykorzystanie kredytu zagranicznego nie jest bowiem równoznaczne ze wzrostem dochodu narodowego. W tym celu muszą być spełnione określone warunki, których analiza jest treścią niniejszego artykułu.

MODEL DWÓCH LUK – LUKA OSZCZĘDNOŚCIOWA A LUKA DEWIZOWA

Rozpatrując problem zadłużenia w kontekście wzrostu gospodarczego przyjmuje się, że dopływ kapitału z zagranicy pozwala na przyspieszenie tego wzrostu i odwrotnie – jak wspomniano wcześniej – ograniczenie

* Mgr, asystent, Katedra Handlu i Finansów Międzynarodowych UŁ.

możliwości zadłużania się niejednokrotnie stanowi jego barierę. W danym okresie gospodarka jest w stanie wytworzyć dochód narodowy określonej wielkości. Dochód ten jest częściowo przeznaczony na konsumpcję jego wytwórców (spożycie), natomiast pozostała część jest inwestowana (pomijając problem wzrostu rezerw). Inwestycje te decydują o dynamice zmian dochodu narodowego w okresach przyszłych. Będzie ona zależała bezpośrednio od współczynnika kapitałochłonności w danej gospodarce. Im wyższy jego poziom, tym więcej trzeba inwestować w celu osiągnięcia określonego przyrostu dochodu narodowego. Zatem przy danym poziomie współczynnika kapitałochłonności przyrost produktu globalnego o określonej strukturze – a co za tym idzie wzrost gospodarczy – będzie zależał bezpośrednio od wielkości środków zainwestowanych, a więc przy danym wolumenie dochodu narodowego od proporcji jego podziału. Zwiększenie udziału akumulacji kosztem spożycia bieżącego może oznaczać zwiększenie konsumpcji w przyszłych okresach.

Decyzja o przyspieszeniu wzrostu gospodarczego jest zawsze kompromisem między maksymalizacją spożycia bieżącego i przyszłego. W gospodarce rynkowej przyjmuje się, że skłonność do oszczędzania – krańcowa skłonność do oszczędzania wyznacza proporcje podziału dochodu narodowego – rośnie wraz ze wzrostem dochodu narodowego na jednego mieszkańca. Zależność ta zapewnia wypracowanie środków do dalszego wzrostu gospodarczego.

W przypadku jednak stagnacji dochodu na jednego mieszkańca (lub jego spadku) i innych warunków niezmiennych wzrost gospodarczy w ogóle nie jest możliwy. W takiej gospodarce pozostaje więc pewna luka oszczędności koniecznych do zainwestowania w celu osiągnięcia wzrostu gospodarczego. Powstaje ona również w sytuacji, gdy krajowy poziom oszczędności jest zbyt niski do osiągnięcia określonego tempa wzrostu dochodu narodowego¹.

O wielkości tej luki decyduje z jednej strony poziom skłonności do oszczędzania, który w znacznym stopniu zdeterminowany jest przez wielkość dochodu na jednego mieszkańca, z drugiej strony przez postulowane tempo tego dochodu. Im niższa skłonność do oszczędzania i wyższe aspiracje co do tempa wzrostu dochodu narodowego, tym większa występuje luka oszczędności. Luka ta może być pokryta jedynie importem kapitału z zagranicy. Wielkość niezbędnego importu z kolei jest wynikiem m. in. realizowanego tempa wzrostu dochodu narodowego. Im niższy jest stopień rozwoju danej gospodarki, tym wyższa jest z reguły importochłonność wzrostu tego dochodu. Import ten zwykle przewyższa możliwości eksportowe kraju. Powstaje wówczas luka dewizowa, która określa nam, jak wielki jest niedobór zagranicznych środków płatniczych gwarantujących niezbędny poziom importu.

¹ I. Antowska-Bartosiewicz, *Zadłużenie a wzrost gospodarczy*, Instytut Finansów, Warszawa 1987.

Wzajemny stosunek luki dewizowej i luki oszczędnościowej można określić w ten sposób, iż są to pojęcia oznaczające to samo zjawisko (niedobór środków na realizację danego tempa wzrostu dochodu narodowego) z dwóch punktów widzenia – zachowania równowagi zewnętrznej lub wewnętrznej. Stosunek ten można scharakteryzować za pomocą następujących zależności:

$$Y + M = C + J + X \quad (1)$$

gdzie:

- Y – dochód narodowy,
- M – import,
- C – konsumpcja,
- I – inwestycja,
- X – eksport,
- S – oszczędności.

Zależność (1) przedstawia z jednej strony źródła środków rozdysponowanych w gospodarce w pewnym okresie, a z drugiej kierunku ich rozdysponowania. Ponieważ $S = Y - C$, to po dokonaniu przekształceń w równaniu (1)

$$M - X = I - Y + C \quad (2)$$

$$M - X = I - S \quad (3)$$

otrzymujemy zależność (3), która wyraża równość luki dewizowej i oszczędnościowej.

Równość (3) zachodzi jedynie *ex post*, tzn. jeżeli rozpatrujemy stosunek wielkości tych luk w okresach przeszłych.

W sferze przewidywania (czyli *ex ante*) luki te różnią się zazwyczaj znacznie i dopiero w procesie realizacji następuje ich wyrównanie. W przypadku gdy *ex ante* luka dewizowa przewyższa lukę oszczędnościową, czyli:

$$M - X > I - S \quad (4)$$

to wówczas ich wyrównanie może nastąpić na kilka sposobów:

– może nastąpić spadek importu; sytuacja taka jest najbardziej prawdopodobna w krajach, które mają niewielkie możliwości uzyskania kredytów zagranicznych; ograniczenie importu spowoduje jednak obniżenie zakładanego tempa wzrostu dochodu narodowego, w krajach o stosunkowo dużych możliwościach zadłużania się następuje powiększenie luki oszczędnościowej poprzez pojawienie się tzw. *frustrated savings*, czyli wydatkowanie nadwyżki oszczędności na konsumpcję; w tym wypadku tempo wzrostu dochodu narodowego zostaje zachowane przy zwiększonej konsumpcji;

– przez wzrost inwestycji, jednak bez wyraźnego wpływu na tempo wzrostu dochodu narodowego, gdyż zwiększenie tych inwestycji następuje poza przyjętym programem przyspieszania wzrostu gospodarki i przez to może nie wykazywać dostatecznej z nią spójności;

– przez wzrost eksportu; możliwość taka jest jednak mało prawdopodobna w sytuacji kraju, który realizując określony program rozwoju cały wysiłek skupia na maksymalnym wykorzystaniu krajowego potencjału produkcyjnego na potrzeby wewnętrzne; odwrotne procesy dostosowawcze są wywołane w sytuacji, gdy *ex ante* luka dewizowa jest mniejsza niż luka oszczędnościowa, tzn. gdy:

$$M - X < I - S \quad (5)$$

– przez spadek wolumenu inwestycji, co wiąże się oczywiście z obniżeniem tempa wzrostu dochodu narodowego;

– przez zwiększenie oszczędności (przy zachowaniu tempa inwestycji) bądź w formie przymusowej (podatki, ustalenie wyższego udziału akumulacji przy podziale dochodu narodowego), bądź też przez dobrowolne zwiększenie skłonności do oszczędzania.

Która z tych dwóch luk ma decydujące znaczenie w procesie wzrostu zależy od tego, w jakiej fazie zadłużenia znajduje się gospodarka danego kraju. W pierwszym okresie intensywnego zadłużania się głównym czynnikiem ograniczającym wzrost są możliwości kredytowe danego kraju (luka oszczędnościowa dostosowuje się do luki dewizowej), natomiast w okresie spadku zadłużenia netto decyduje poziom luki oszczędnościowej. Wobec tego dostosowanie polega zawsze na spadku tempa wzrostu dochodu narodowego do poziomu wynikającego z mniejszej luki. Wynika to z faktu, że rozważania te odnoszą się zwykle do początkowego stadium realizacji programów wzrostu w krajach słabo rozwiniętych, gdzie elastyczność i efektywność gospodarowania są stosunkowo niewielkie.

MODEL CYKLU ZADŁUŻENIA ZAGRANICZNEGO – PRZEDSTAWIENIE ALGEBRAICZNE

Sprecyzowanie i analiza głównych czynników określających nasilenie oraz termin pojawienia się głównych strumieni finansowych w zależności od realizowanego – za pomocą kredytów zagranicznych – tempa wzrostu pozwala na wyznaczenie związków funkcjonalnych, jakie zachodzą między tymi czynnikami. Dzięki temu istnieje możliwość prowadzenia procesu optymalizacyjnego, który polegałby na doborze wielkości tych czynników, aby w sposób najbardziej optymalny realizować wyznaczone cele gospodarcze.

Jak już stwierdzono, podstawowym i ostatecznym celem ogólnogospodarczym kredytowania zagranicznego jest przyspieszenie rozwoju gospodarki, przejawiające się we wzroście tempa powiększania produktu narodowego brutto. Tempo to będzie zależało z jednej strony od wielkości poczynionych nakładów inwestycyjnych, a z drugiej strony od kapitałochłonności przyrostu dochodu narodowego, co można ująć za pomocą następującej zależności²:

$$r = 1 + \frac{1}{k} \times \frac{I_0}{Y_0} \quad (6)$$

gdzie:

- r – stopa wzrostu produktu narodowego brutto,
- k – współczynnik kapitałochłonności,
- I_0 – inwestycje w roku zerowym,
- Y_0 – produkt narodowy brutto w roku zerowym.

Z tej zależności wynika, że wzrost produktu narodowego brutto będzie następował tym szybciej, im większy będzie udział inwestycji w roku wyjściowym oraz im niższy będzie współczynnik kapitałochłonności, tzn. im mniej będzie potrzeba nakładów inwestycyjnych na jednostkę przychodu tego produktu.

Wyznaczając postulowaną szybkość tego wzrostu, określa się jednocześnie niezbędny poziom udziału inwestycji w produkcie globalnym (przy założeniu, że współczynnik kapitałochłonności jest niezmienny i dany z zewnątrz – określony przez aktualny poziom rozwoju tej gospodarki). Stąd też wielkość inwestycji w roku n -tym będzie określona następującą zależnością³:

$$I_n = k \cdot r \cdot Y_0 \cdot (1 + r)^n \quad (7)$$

Im wyższe więc założone tempo wzrostu produktu globalnego oraz im wyższa kapitałochłonność inwestycji, tym wyższe należy ponieść nakłady inwestycyjne. Kluczowym problemem jest wynik porównania tych koniecznych nakładów inwestycyjnych z możliwymi do mobilizacji środkami krajowymi, czyli z oszczędnościami poczynionymi przez tę gospodarkę w danym okresie. Przy danej wielkości produktu globalnego fundusz oszczędności jest określony przez właściwą dla danego poziomu rozwoju gospodarczego skłonność do oszczędzania. Przyjmuje się, iż rośnie ona wraz ze wzrostem tego produktu.

Stąd też na wielkość globalnego funduszu oszczędności mają wpływ zarówno przeciętna stopa skłonności do oszczędzania, jak i stopa krańcowa,

² T. Wasilewski, *Optymalizacja poziomu zadłużenia struktury obrotów kredytowych i rezerw płatniczych w gospodarce narodowej*, Instytut Finansów, Warszawa 1979.

³ Tamże.

przyjmowana jako stała część nowo kreowanego produktu krajowego brutto. Wobec tego⁴

$$S_n = Y_0^*(S_0^a + S^*((1+r)^n - 1) - 1) \quad (8)$$

gdzie:

- S_n – fundusz oszczędności w roku n -tym,
- S_0^a – średnia skłonność do oszczędzania w roku zerowym,
- S – krańcowa skłonność do oszczędzania.

Przyjęcie w zależności założenia, że krańcowa stopa oszczędności jest stałą częścią nowo wytworzonego produktu narodowego powoduje, iż przeciętna wartość tej skłonności do oszczędzania w każdym następnym roku jest wyższa. Ta przeciętna wartość nie może nigdy osiągnąć wartości krańcowej, gdyż zawsze część produktu globalnego odpowiadająca jej wielkości w roku zerowym będzie generowała oszczędności jedynie według stopy S_0^a . Oznacza to przyjęcie założenia – nieco uproszczonego – że skłonność do oszczędzania wzrasta jedynie w nowo uruchamianych inwestycjach. Jest ona związana z wielkością dochodu, może więc także rosnąć w „starej” części gospodarki, o ile i tam wzrosną przeciętne dochody. Według tego założenia, tempo wzrostu funduszu oszczędności zależne jest od stosunku krańcowej skłonności do przeciętnej w roku początkowym. Im wyższy jest ten stosunek, tzn. im większa jest różnica między krańcową skłonnością do oszczędzania a jej wielkością średnią dla roku zerowego na korzyść tej pierwszej, tym szybciej przyrasta globalny fundusz oszczędności krajowych.

Znając wielkość oszczędności wewnętrznych i wielkość nakładów inwestycyjnych w danym okresie, można określić wielkość luki oszczędnościowej, która powinna być pokryta dopływem kredytów zagranicznych, jako⁵:

$$F_n = J_n - S_n = Y_0^*((k*r - S)^*(1+r)^n - (S_0^a - S)) \quad (9)$$

gdzie:

F_n – dopływ kapitału netto, tzn. ogólna wartość wykorzystanych kredytów w roku n -tym minus obsługa długu w tym roku.

Wielkość tej luki będzie stopniowo malała tylko wówczas, jeżeli tempo przyrostu oszczędności będzie wyższe od niezbędnej dynamiki ogólnego funduszu inwestycyjnego. Wynika z tego, że warunkiem prawidłowego wykorzystania kredytowania zagranicznego dla przyspieszenia tempa wzrostu gospodarczego jest to, żeby tempo to było skorelowane z realnymi moż-

⁴ Tamże.

⁵ Tamże.

liwościami zwiększenia stopy akumulacji do odpowiedniego poziomu w dającej się określić przyszłości.

Globalna wielkość zadłużenia na koniec n -tego roku będzie kształtowała się zgodnie z formułą⁶:

$$D_n = Y_0 * \left((k * r - S) * \frac{(1+i)^{n+1} - (1+r)^{n+1}}{i-r} - (S_0^a - S) * \frac{(1+i)^{n+1} - 1}{i} \right) \quad (10)$$

dla $i \neq r$, gdzie:

D_n – zadłużenie zagraniczne na koniec roku n -tego,

i – średnie oprocentowanie kredytów.

Z przyczyn natury algebraicznej formuła ta znajduje zastosowanie jedynie w przypadkach, gdy stopa procentowa kredytów nie jest równa stopie wzrostu produktu globalnego ($i \neq r$). W przypadku gdy $i = r$ przybiera ona postać⁷:

$$D_n = Y_0 * \left(n * (k * r - S) * (1+r)^n - (S_0^a - S) * \frac{(1+r)^{n+1} - 1}{r} \right) \quad (11)$$

Są to więc formuły pozwalające szybko ustalić wielkość zadłużenia w dowolnym roku trwania cyklu kredytowego.

MODEL CYKLU ZADŁUŻENIA ZAGRANICZNEGO – PRZEDSTAWIENIE GRAFICZNE

Przedstawione w sposób sformalizowany zależności pozwalają na prześledzenie zmienności podstawowych parametrów gospodarczych w różnych wariantach zestawień i w dowolnym momencie cyklu zadłużania się. Oto możliwie realistyczny poziom danych wyjściowych, zarówno odnośnie do stanu gospodarki, jak i warunków kredytowania zagranicznego, umożliwiające przeprowadzenie tej analizy⁸.

1. Tempo wzrostu produktu globalnego wynosi 5% rocznie w ciągu całego rozpatrywanego okresu; wielkość ta była ustalona na podstawie analizy stanu faktycznego rozwoju krajów słabo rozwiniętych oraz danych organizacji międzynarodowych.

2. Początkowy poziom skłonności do oszczędzania wynosi 10% produktu globalnego, a jej krańcowy poziom 20%; przyznano jednocześnie, że zmienność

⁶ Tamże.

⁷ Tamże.

⁸ D. Avramovic, *Economic Growth and External Debt*, The J. Hopkins Press, Baltimore 1958.

w tej dziedzinie w poszczególnych krajach była znaczna; przy takich parametrach wyjściowych średnia stopa oszczędności osiągnie poziom 15% po upływie 15 lat.

3. Wielkość współczynnika kapitałochłonności wynosi 3:1, tzn., że potrzeba trzykrotnie wyższych nakładów na inwestycje niż wielkość uzyskanego przyrostu produktu globalnego. W rzeczywistości dokładne ustalenie wartości współczynnika kapitałowego w szeregu krajach jest niezwykle trudne; biorąc jednak ostateczny rezultat – wielkość nakładów inwestycyjnych, okazuje się, iż wynikające z modelu 15% produktu globalnego odpowiada mniej więcej istniejącej rzeczywistości w krajach słabo rozwiniętych.

4. Przyjmuje się, że gospodarka modelowego kraju nie jest w ogóle zadłużona w momencie początkowym, co jest znacznym uproszczeniem powodującym, iż sytuacja płatnicza tego kraju będzie się przedstawiała bardziej korzystnie.

5. Zakłada się doskonałą drożność kanałów kredytowych, tzn., że każdy niedobór środków inwestycyjnych może być natychmiast pokryty kredytem zagranicznym.

6. Oprocentowanie zostało ustalone na poziomie 6% rocznie przy średnim okresie kredytowania 15 lat; są to więc warunki sprzyjające finansowaniu rozwoju gospodarczego.

7. Wielkość wpływów dewizowych z eksportu stanowi w momencie wyjściowym 10% produktu globalnego i będzie ona rosła w tempie 4% rocznie; i w tej dziedzinie istnieje duża rozpiętość między poszczególnymi krajami słabo rozwiniętymi; dla wielu z nich eksport jest główną dziedziną tworzenia dochodu narodowego, a przeciętnie udział ten waha się w granicach 20–30%; przyjęte założenia odnoszą się więc do kraju o dużej niezależności od wpływów eksportowych.

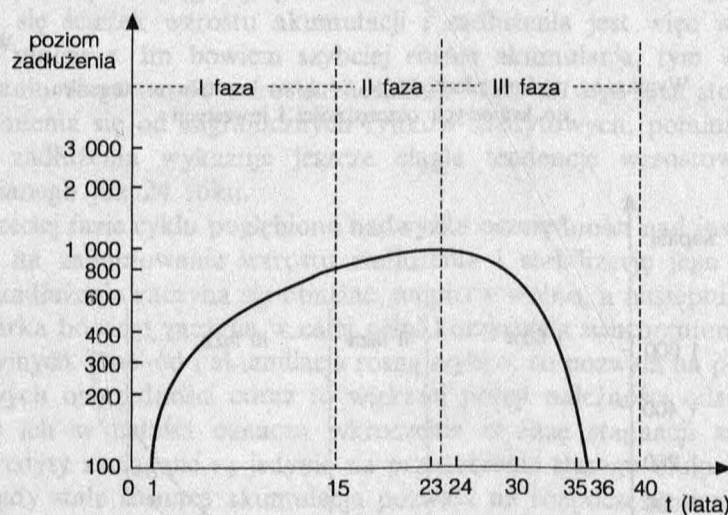
8. Stopa amortyzacji długu wynosi 6,6% rocznie.

Cały proces przyspieszenia wzrostu gospodarczego przez wykorzystanie kredytów zagranicznych daje się – przy przestrzeganiu powyższych założeń – podzielić na pewne etapy (wykres 1), przy czym kryterium tego podziału jest kształtowanie się wielkości zadłużenia netto całej gospodarki.

W pierwszej fazie cyklu, tj. w ciągu pierwszych 15 lat realizacja programu wzrostu gospodarczego wymaga ponoszenia dużych nakładów inwestycyjnych. Nakłady te nie mogą być pokryte ze środków krajowych, gdyż akumulacja wewnętrzna jest zbyt mała (wykres 2). Uwarunkowane jest to skłonnością do oszczędzania, która w krajach o niskim dochodzie na jednego mieszkańca jest nieznaczna. Przyjmuje się, że rośnie ona wraz ze wzrostem tego dochodu. Powstająca luka oszczędności pokrywana jest ze środków uzyskanych z kredytów zagranicznych. Inwestycje realizowane za pomocą tych kredytów wymagają jednak z reguły znacznie dłuższego okresu kredytowania, gdyż występuje luka technologiczna.

Wykres 1

Cykl zadłużania się



Źródło: D. Avramovic, *Economic Growth and External Debt*, The John Hopkins Press, Baltimore 1964, chart I, s. 60.

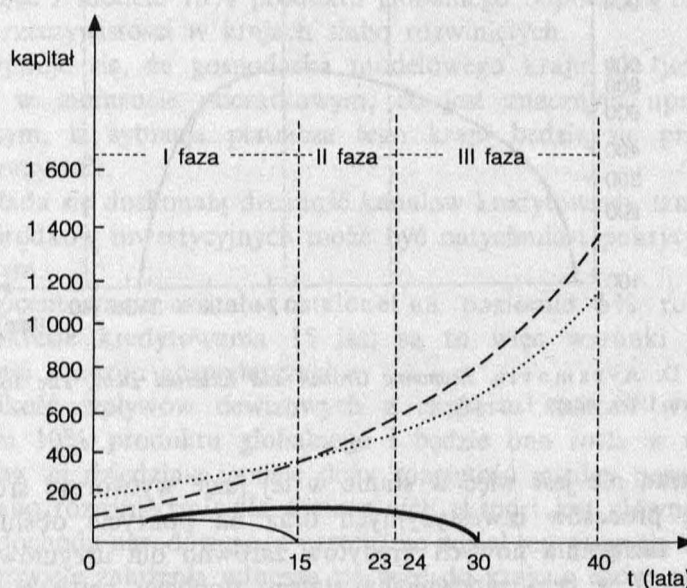
Gospodarka nie jest więc w stanie w tej fazie wytworzyć środków na kontynuację procesów inwestycyjnych oraz na pokrycie obsługi długu. Wymaga to zaciągania nowych kredytów zarówno dla uregulowania tych płatności, jak i w celu zapewnienia stałego dopływu netto środków do gospodarki, przy czym skala tego procesu *roll over*, czyli przenoszenia długu ulega stałemu zwiększaniu. Występuje tutaj bowiem z całą siłą zasada procentu składanego.

W efekcie w tej fazie cyklu wielkość globalnego zadłużenia szybko rośnie (wykładniczo). Kluczowym problemem jest zestawienie okresu potrzebnego na uzyskanie dostatecznego przyrostu krajowej akumulacji (skłonności do oszczędzania) z tą szybko rosnącą krzywą zadłużenia. Zbyt powolny proces wzrostu dochodu, a co za tym idzie zwiększania skłonności do oszczędzania może uniemożliwić „dogonienie” tempa wzrostu zadłużenia. Cechą funkcji wykładniczej – według której wzrasta obsługa długu i zadłużenia globalne – jest to, że kolejne podwojenia wartości zmiennej występują coraz szybciej. Dlatego też bardzo duże znaczenie ma wysokość oprocentowania. Jeżeli jest ono zbyt wysokie, to może się zdarzyć, iż będzie wyższe od stopy zysku w realizowanych inwestycjach i wówczas zagraniczny kredyt jest możliwy do wykorzystania jedynie wtedy, gdy zostanie udzielony na ulgowych warunkach. Wynika z tego, że aby proces finansowania wzrostu gospodarczego

ze środków zagranicznych mógł być pomyślnie realizowany, tempo przyrostu akumulacji musi być większe od przeciętnej stopy procentowej uzyskanych kredytów.

Wykres 2

Wymagany poziom niezbędnego dopływu kapitału w stosunku do krajowych oszczędności i inwestycji



Objaśnienia: ---- - oszczędności; - inwestycje (15% NBP); ——— - dopływ kapitału brutto.

Źródło: Jak przy wykresie 1 (chart II, s. 61).

W 15 roku cyklu jednak – tj. na początku drugiej fazy – następuje zrównanie oszczędności z inwestycjami (krzywa przerywana i kropkowana na wykresie 2), a co za tym idzie, konieczność importu netto kapitału z zagranicy spada do zera (krzywa ciągła cienka na wykresie 2). Dzieje się tak dlatego, że gospodarka, w wyniku poniesionych uprzednio nakładów może zgromadzić dostateczną ilość środków – przez wzrost dochodów i skłonności do oszczędzania – na pokrycie bieżących wydatków inwestycyjnych. Od tej chwili nadwyżka oszczędności nad inwestycjami pozwala na pokrywanie w coraz to większym stopniu należności odsetkowych, lecz w dalszym ciągu istnieje konieczność zaciągania kredytów w celu przenoszenia długu. Zadłużenie więc stale rośnie (wykres 1), choć znacznie wolniej niż w pierwszej fazie

osiągając swój punkt kulminacyjny w 24 roku. Poczynając więc od 16 roku, roczna wielkość zaciąganych kredytów brutto ulega systematycznemu zmniejszaniu się (krzywa ciągła pogrubiona na wykresie 2). Niebezpieczeństwo rozejścia się ścieżek wzrostu akumulacji i zadłużenia jest więc w tej fazie znacznie mniejsze. Im bowiem szybciej rośnie akumulacja, tym większemu ograniczeniu ulega tempo wzrostu zadłużenia. Jest to więc faza stopniowego uniezależnienia się od zagranicznych rynków kredytowych, pomimo tego że wartość zadłużenia wykazuje jeszcze ciągle tendencję wzrostową aż do wspomnianego już 24 roku.

W trzeciej fazie cyklu pogłębiona nadwyżka oszczędności nad inwestycjami pozwala na zahamowanie wzrostu zadłużenia i stabilizację jego poziomu. Poziom zadłużenia zaczyna się obniżać, najpierw wolno, a następnie szybciej. Gospodarka bowiem zaczyna w całej pełni korzystać z uruchomionych mocy produkcyjnych. Dochód i akumulacja rosną szybko, co pozwala na pokrywanie z krajowych oszczędności coraz to większej porcji należności odsetkowych. Pokrycie ich w całości oznacza wkroczenie w fazę stagnacji zadłużenia. Nowe kredyty zaciągane są jedynie na przenoszenie starego długu. Z chwilą jednak, gdy stale rosnąca akumulacja pozwala na rozpoczęcie rzeczywistych spłat rat kredytowych, zadłużenie globalne zaczyna spadać coraz szybciej. Ostatecznie w 30 roku cyklu kraj przestanie już zaciągać kredyty na rynku międzynarodowym. Od tego roku bowiem nadwyżka akumulacji nad inwestycjami pozwoli na całkowite pokrywanie obsługi zadłużenia zagranicznego. W latach następnych występują już bardzo szybkie spłaty, tak iż zadłużenie gwałtownie spada. Mamy wówczas do czynienia z procesem odwrotnym niż w fazie pierwszej. Zasada postępu wykładniczego działa bowiem wówczas w odwrotnym kierunku.

Z chwilą gdy zadłużenie spadnie do zera (36 rok cyklu), można mówić o tym, iż program przyspieszenia i ustanowienia samoistnego wzrostu został pomyślnie zakończony.

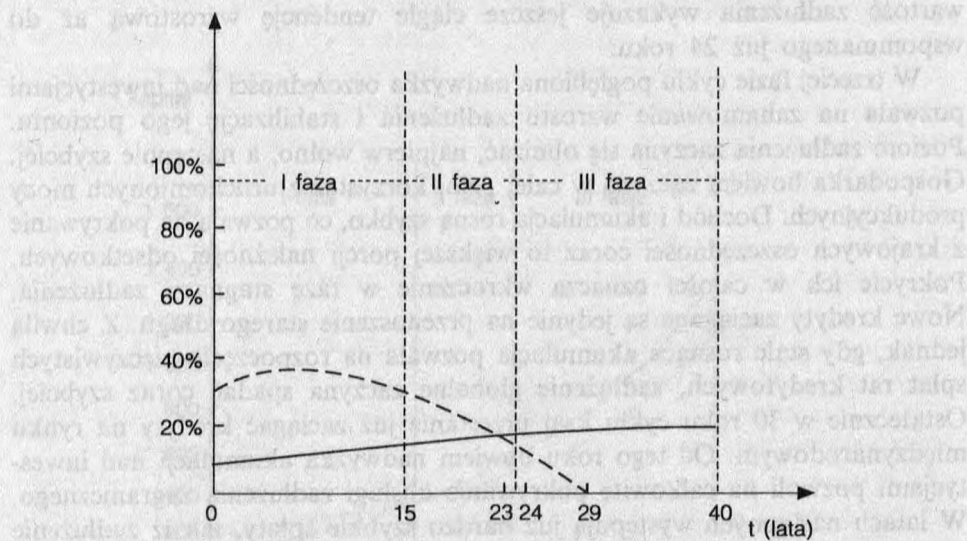
Należy jednak zwrócić uwagę na to, iż spadek lub nawet zmniejszenie się do zera zadłużenia netto gospodarki (saldo zobowiązań z tytułu uzyskanych kredytów oraz należności z tytułu kredytów udzielonych) wcale nie musi oznaczać zmniejszenia absolutnego poziomu zadłużenia. Pomyślnie rozwijający się kraj może z powodzeniem udzielać kredytów swoim partnerom. Praktyka wykazuje, iż kraje rozwinięte gospodarczo są jednocześnie znacznymi importerami i eksporterami kapitału. Ostatecznie zaś saldo nie zależy już wtedy jedynie od osiągniętego poziomu rozwoju gospodarczego, a w coraz większym stopniu od aktualnego stanu koniunktury.

Przedstawiony cykl zadłużenia zagranicznego reprezentuje podejście od „wewnątrz gospodarki”, kładąc nacisk na kształtowanie się dynamiki skłonności do oszczędzania oraz globalnej wielkości osiągniętej akumulacji. Nie uwzględnia natomiast problemów związanych z możliwością transferu

wypracowanej w kraju nadwyżki za granicę. Z tego względu bardziej bezpieczne jest podejście od strony bilansów zewnętrznych, czyli operowanie wielkościami wynikowymi – eksport, import, dopływ netto kapitału itd.

Wykres 3

Fundusz inwestycyjny, oszczędności i napływ kapitału w procesie wzrostu gospodarczego



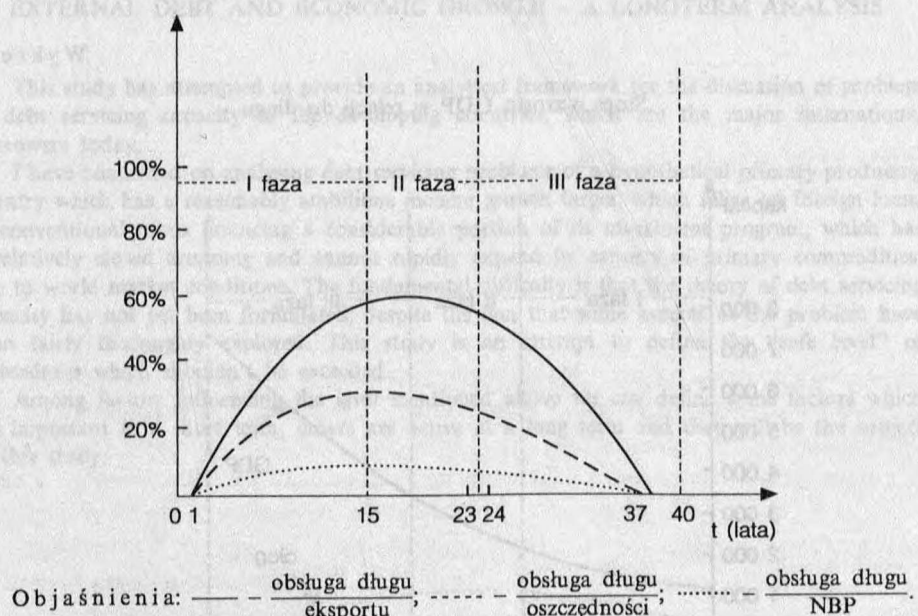
Objaśnienia: ---- – udział nowo zaciąganych kredytów w danym roku do przypadającej na ten rok kwoty funduszu inwestycyjnego; — – średnia stopa oszczędności do NBP.

Źródło: Jak przy wykresie 1 (chart III, s. 62).

Kształtowanie się udziału nowo zaciąganych kredytów w danym roku do przypadającej na ten rok kwoty funduszu inwestycyjnego w poszczególnych fazach cyklu obrazuje wykres 3. Udział ten ulega najpierw niewielkiemu wzrostowi z 30% do ok. 38%, a następnie systematycznie spada do zera w 30 roku cyklu. Średnia stopa oszczędności natomiast podnosi się z 10% do 15% produktu globalnego w ciągu pierwszych 15 lat, aby przez następne 16 lat powiększyć się do ok. 13%. Ten zwolniony wzrost wynika z tego, iż średnia skłonność do oszczędzania zbliża się asymptotycznie do wartości końcowej tego współczynnika, tzn. do 20%. Kształtowanie się współczynnika obsługi długu w poszczególnych fazach cyklu przedstawicne jest na wykresie 4. Współczynnik ten wykazuje w pierwszej fazie zadłużania się stały wzrost, osiągając swoje maksimum w połowie całego cyklu (w przykładzie wynosi ono ok. 50% wpływów eksportowych). Należy jednak zdawać sobie sprawę z tego, iż na skutek dosyć przypadkowych parameterów wyjściowych

Wykres 4

Stosunek długu do produktu globalnego, oszczędności i eksportu



Źródło: Jak przy wykresie 1 (chart IV, s. 65).

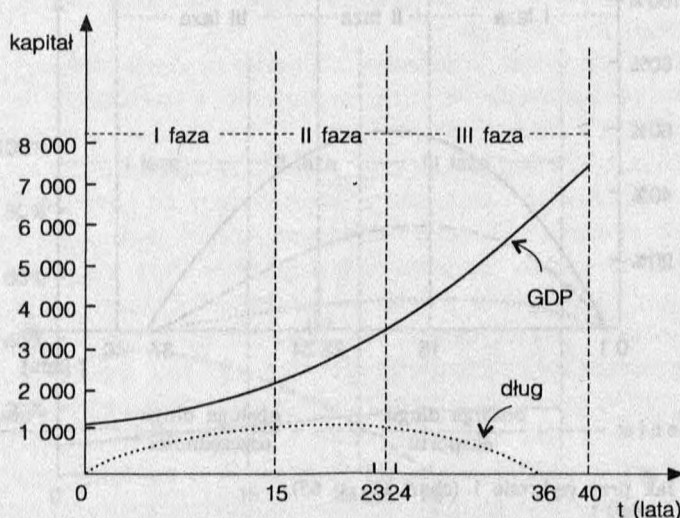
obliczeń (początkowy udział eksportu w produkcie globalnym 10% i zakładany czteroprocentowy jego wzrost), wartość jest luźno powiązana z realiami. Przyjęcie np. dwukrotnie wyższego udziału wpływów eksportowych w produkcie globalnym oznacza dwukrotne zmniejszenie się wartości współczynnika obsługi długu. Oczywiście odpowiednio niższe wartości będą osiągały relacje obsługi długu do produktu globalnego oraz do wewnętrznych oszczędności. Nieco wcześniej w tych wypadkach będą również występowały punkty kulminacyjne, gdyż tempo wzrostu produktu globalnego i oszczędności są wyższe od tempa wzrostu eksportu. Z tego wynika, iż w krajach, w których handel zagraniczny jest stosunkowo niewielki, a co za tym idzie współczynnik obsługi długu przybiera znaczne rozmiary, łatwiej jest o pojawienie się trudności płatniczych w wyniku niespodziewanego spadku wpływów eksportowych.

W rozważaniach długookresowych znaczenie tego współczynnika jest jednak ograniczone. Dynamika eksportu, czy też skala oszczędności importowych, w zależności od ukierunkowania się gospodarki danego kraju, zależą bowiem od głębszych zmian jej parametrów. Decydujące w tym względzie są: dochodowość inwestycji krajowych, napływ nowych, wydajnych technologii,

zakres reinwestycji zysków (skłonność do oszczędzania) oraz duża elastyczność produkcji szybko dostosowującej się do zmniejszającego się popytu zagranicznego.

Wykres 5

Stopa wzrostu GDP w relacji do długu



Objaśnienia: — — NBP, — dług.

Źródło: Jak przy wykresie 1 (chart V, s. 68).

Bardziej przydatna – z długookresowego punktu widzenia – jest analiza stopy wzrostu NPB w relacji do długu przedstawiona na wykresie 5. W pierwszej fazie NPB i dług rosną w identycznym niemal tempie. Po pewnym czasie realizowane za pomocą zagranicznych środków finansowych inwestycje zaczynają dawać produkcję, przyczyniając się do wyraźnego wzrostu NPB oraz wygospodarowują środki na spłatę odsetek, a następnie obsługę długu aż do jego całkowitej redukcji.

Tomasz Motowidlak

EXTERNAL DEBT AND ECONOMIC GROWTH – A LONGTERM ANALYSIS

This study has attempted to provide an analytical framework for the discussion of problem of debt servicing capacity of the developing countries, which are the major international borrowers today.

I have concerned on analysing debt servicing problems of a hypothetical primary producing country which has a reasonably ambitious income growth target; which relies on foreign loans at conventional terms financing a considerable portion of its investment program; which has a relatively closed economy and cannot rapidly expand its exports of primary commodities, due to world market conditions. The fundamental difficulty is that the theory of debt servicing capacity has not yet been formulated, despite the fact that some aspects of the problem have been fairly thoroughly explored. This study is an attempt to define the "safe level" of indebtedness which shouldn't be exceeded.

Among factors influencing the level mentioned above we can define some factors which are important in a short term, others are active in a long term and they will be the subject of this study.