

Andrzej Janowicz

Akademia Finansów i Biznesu Vistula – Warszawa

Międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto kluczowym miernikiem oceny stabilności zewnętrznej polskiej gospodarki w latach 2004-2016

Streszczenie

Artykuł otwiera informacja o poziomie otwartości polskiej gospodarki na przepływy finansowe, kapitałowe i wymianę handlową z krajami UE i innymi. W opracowaniu przeprowadzono analizę oceny nierównowagi zewnętrznej Polski na podstawie wielkości i struktury międzynarodowej pozycji inwestycyjnej, wskaźników zadłużenia zagranicznego brutto i netto oraz rachunku obrotów bieżących. Przyjęty zakres czasowy analizy, lata 2004–2016, pozwolił zbadać zmiany, które zaszły w polskiej gospodarce na tle państw członkowskich UE. Za cenne uznano uwagi UE i MFW dotyczące sposobów przywrócenia równowagi zewnętrznej i poprawy stanu finansów publicznych w Polsce. W konkluzji, poziom zadłużenia zagranicznego polskiej gospodarki uznano za nadmierny i grożący w przyszłości pogłębieniem nierównowagi zewnętrznej. W opracowaniu wykorzystano głównie metodę opisową i podstawowe metody statystyczne.

Słowa kluczowe: otwartość gospodarki, międzynarodowa pozycja inwestycyjna, zadłużenie zagraniczne, nierównowaga zewnętrzna, nowe kraje Unii Europejskiej.

Kody JEL: F21, F36, F41

Wstęp

Wraz z postępującą globalizacją gospodarki światowej stopień wzajemnego otwarcia gospodarek wzrasta, co oznacza, że wzrost gospodarczy staje się w coraz większym stopniu uzależniony od wzajemnych powiązań między gospodarkami i ugrupowaniami gospodarczymi. W literaturze przedmiotu najczęściej do najważniejszych kanałów wpływu globalizacji na gospodarkę wymienia się: handel zagraniczny, przepływy kapitałowe i finanse międzynarodowe, migrację oraz dyfuzję technologii. Akcesja Polski do Unii Europejskiej w 2004 roku i wiążąca się z tym liberalizacja działalności finansowej oraz deregulacja rynków, znacznie przyspieszyły proces otwierania polskiej gospodarki.

Poziom otwartości gospodarek

Można wyodrębnić kilka wskaźników pomocnych w ocenie stopnia otwartości gospodarek. Między innymi skalę rosnących związków kapitałowych między Polską a otoczeniem zewnętrznym, obrazuje kształtowanie się wskaźnika otwartości finansowej (Lane i in.

2006). Oblicza się go, jako stosunek sumy aktywów i pasywów zagranicznych kraju do jego PKB. W tabeli 1 przedstawiono dane obrazujące kształtowanie się tego wskaźnika (OF¹) w odniesieniu do polskiej gospodarki. Handel zagraniczny to najstarszy i wciąż najważniejszy wymiar globalizacji gospodarczej. Dlatego też często stosowanym wskaźnikiem oceny stopnia otwartości gospodarki, jest wskaźnik przedstawiający stosunek wartości obrotów handlowych (eksportu i importu) do wartości produktu krajowego brutto, przedstawiony w tabeli 1, jako OF² (Radło, Kowalewski 2008).

Tabela 1

Wskaźniki otwartości polskiej gospodarki Polski w latach 2004-2015

Rok	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
OF ¹	96,64	107,30	114,40	118,40	124,51	128,55	149,65	155,28	155,52	155,45	162,33	162,35
OF ²	71,21	70,27	77,79	80,66	80,75	75,23	82,11	87,08	89,33	90,69	93,74	96,01
UE ²⁾	67,31	70,33	74,80	75,86	77,49	68,33	75,85	81,06	82,52	82,25	82,62	83,10

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych NBP i Banku Światowego (2015).

Według tego wskaźnika większość gospodarek 11 krajów Europy Środkowo-Wschodniej nowych członków UE charakteryzuje wysoki poziom otwartości. W 2015 roku średni wskaźnik otwartości omawianych krajów stanowił 135% i był wyższy od współczynnika pozostałych 16 krajów UE wynoszącego 128% jak i od średniego 131% całej UE. Wysoki poziom otwartości gospodarek nowych krajów członkowskich UE jest wynikiem wieloletniego procesu transformacji i liberalizacji zasad prowadzenia handlu zagranicznego. Z nowych krajów UE najwyższą relację eksportu i importu do PKB charakteryzowały gospodarki Węgier – 173% oraz Czech – 160%. W przypadku większych gospodarek Polski i Rumunii wskaźnik ten był niższy i wyniósł odpowiednio 83% i 96%. Właściwość ta jest charakterystyczna dla innych dużych gospodarek strefy euro np. współczynnik otwartości gospodarki Wielkiej Brytanii wyniósł 56%, Francji – 61%, a Włoch – 57%. W sumie niski współczynnik dużych gospodarek ukształtował jego średnią dla 39 państw Europy na poziomie zaledwie 83% (por. tabela 1). Niższy poziom otwartości dużych gospodarek tłumaczy się tym, że są one w stanie w większym stopniu zaspokoić popyt wewnętrzny własną produkcją, jak również dysponując większym rynkiem wewnętrznym wykazują większą krajową absorpcję, która może obniżyć skłonność do eksportu. Natomiast wysoki współczynnik otwartości nowych krajów członkowskich implikuje ich większą podatność na czynniki o charakterze zewnętrznym (Wajda-Lichy 2013). Powszechnie uważa się, że najbardziej miarodajną ocenę otwartości gospodarek przedstawiono w raporcie *Open Markets Index* (OMI) opracowywanym przez Międzynarodową Izbę Handlową, opartym na punktacji w skali od jednego do sześciu, w którym uwzględnia się takie kluczowe czynniki, jak: otwarcie na wymianę handlową z zagranicą, politykę handlową, otwartość na bezpośrednie inwestycje zagraniczne (BIZ),

poziom infrastruktury dla handlu. Najnowsza wersja raportu z 2015 roku obejmuje badania-
mi grupę 75 państw podzielonych na 5 kategorii wg stopnia otwartości gospodarki:

- Kategoria 1: Najbardziej otwarta, doskonała (punktacja od 5-6).
- Kategoria 2: powyżej średniej otwartości (słabo 4-4,99).
- Kategoria 3: średnia otwartości (słabo 3-3,99).
- Kategoria 4: Poniżej średniej otwartości (słabo 2-2,99).
- Kategoria 5: Bardzo słaby (słabo 1-1,99).

Średni wynik 75 krajów w rankingu wzrósł stopniowo z 3,5 w 2011 roku do 3,6 w 2013 roku i 3,7 w 2015 roku. W tym rankingu Unia Europejska wyprzedziła Stany Zjednoczone.

Tylko dwie gospodarki sklasyfikowano, jako „doskonałe” pod względem ogólnej otwartości (punktacja powyżej 5,0), a konkretnie Hongkong i Singapur. Polska z wynikiem 4 punktów zaliczona została do drugiej kategorii, a łącznie zajęła 31. pozycję w rankingu (International Chamber 2015).

Charakterystyczne, że w edycji tego indeksu, aż 16 gospodarek G20 zostało sklasyfikowanych w kategorii „średnia” lub poniżej. Wyjątek stanowi gospodarka Niemiec zaliczona do pierwszej kategorii pod względem otwartości na handel. Autorzy raportu zalecają grupie państw G20 ograniczenie protekcjonizmu i wprowadzenie reform w celu ułatwienia przepływów handlowych, które powinny być filarem wzrostu i stabilności gospodarki światowej. Dane zawarte w tabeli 1, jak i pochodzące z innych źródeł pokazują, że od czasu akcesji Polski do UE znacząco wzrosły różne formy powiązań polskiej gospodarki z zagranicą, w tym także w zakresie przepływów finansowych i kapitałowych. Chociaż ogólny poziom otwartości polskiej gospodarki na tle państw UE czy OECD należy uznać za średni, ale stale wykazujący tendencję wzrostową. Stąd ważna jest próba szukania odpowiedzi na pytanie, jaki wpływ ma i może mieć w przyszłości rosnąca otwartość gospodarki na stabilność zewnętrzną Polski.

Ostatni kryzys finansowy i gospodarczy w 2008 roku spowodował, że stabilność zewnętrzna krajów stała się przedmiotem szczególnego zainteresowania UE i spowodowała podjęcie działań przez UE zmierzających do wzmocnienia nadzoru i lepszej koordynacji narodowych polityk gospodarczych. W tym celu w grudniu 2011 roku wprowadzono do prawa Unii Europejskiej, – jako część tzw. sześciopaku – procedurę identyfikowania zakłóceń równowagi w gospodarkach krajów UE (Procedura Nierównowagi Makroekonomicznej, *Macroeconomic Imbalance Procedure* – MIP). Mechanizm nadzorczy MIP zmierza do wczesnego wykrywania zagrożeń destabilizujących gospodarkę UE. W procesie tym istotną rolę odgrywa tzw. tabela ocen (*Scoreboard*), składająca się z jedenastu parametrów makroekonomicznych. Tabela wskaźników stanowi dla Komisji Europejskiej podstawę do sporządzania corocznego raportu ostrzegawczego (*Alert Mechanism Report*), który ma pozwolić na wczesne wykrywanie zakłóceń równowagi makroekonomicznej w krajach UE. Wskaźniki prezentowane w tabeli *Scoreboard* są podzielone na dwie grupy – wskaźniki

nierównowagi zewnętrznej i konkurencyjności oraz wskaźniki nierównowagi wewnętrznej. Wśród przyjętych w 2011 roku regulacji zawartych w tzw. „sześciopaku”, istotną rolę odgrywa monitoring wskaźników ostrożnościowych, wśród których znajduje się zarówno relacja międzynarodowej pozycji inwestycyjnej netto do PKB (w podstawowym katalogu), jak i zadłużenie zagraniczne wśród wskaźników dodatkowych).

Warto też wymienić podane w tych regulacjach wskaźniki nierównowagi wewnętrznej, do których zalicza się:

- stopa bezrobocia (3-letnia średnia) – poniżej 10%,
- dług publiczny (% PKB) – poniżej 60%,
- zadłużenie sektora prywatnego (% PKB) – poniżej 160%.

Wskaźniki obrazujące obie formy nierównowag makroekonomicznych wykazują wysoki stopień współzależności, wzajemnie przenikają się i oddziałują na siebie, co przypomina zasadę funkcjonowania naczyń połączonych. Przykładowo, finansowanie nierównowagi finansów publicznych długiem zagranicznym prowadzi do przekroczenia progów ostrożnościowych nierównowagi zewnętrznej.

Z prezentowanych w tabeli 2 danych wynika, że wartość najważniejszego miernika oceny nierównowagi zewnętrznej, jakim jest międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto Polski w badanym okresie znacznie przekracza statystyczny limit dla tej kategorii (-35% PKB).

Natomiast od 2013 roku na ustabilizowanym poziomie kształtuje się wskaźnik obrotów bieżących i kurs walutowy. Również Komisja Europejska nie widzi w tych wskaźnikach zagrożeń mogących przyczynić się do naruszenia procedur dot. zakłóceń makroekonomicznych (Komisja Europejska 2016).

Prezentowane w tabeli 2 progowe wskaźniki nierównowagi zewnętrznej gospodarki prezentują średnie wartości z trzech i pięciu lat, nie uwzględniają dynamicznych zmian zachodzących w polskiej gospodarce i w otoczeniu zewnętrznym. Jacek Pera uważa, że rola, znaczenie, a przede wszystkim skuteczność zastosowania tej tabeli będzie zależeć od ciągłego monitorowania sytuacji makro- i geopolitycznej oraz ewentualnego uzupełnienia jej o nowe wskaźniki, które będą identyfikować potencjalne zjawiska kryzysowe (Pera 2016). Również inni autorzy, np. Małgorzata Janicka (2014) odnosząc się do tabeli *Scoreboard*, przedstawia zestaw dodatkowych wskaźników, których analiza pozwoli dokładniej przyrzeć się uwarunkowaniom zaangażowania kapitałowego inwestorów zagranicznych i lepiej ocenić podatność na ewentualne zaburzenia równowagi zewnętrznej naszego kraju. Także Ł. Kaczmarczyk i A. Mika (2009) przedstawiają szeroki zestaw mierników zadłużenia wewnętrznego, których zastosowanie może znacznie poprawić zarządzanie długiem zewnętrznym, rezerwami, płynnością oraz wypłacalnością gospodarki i mogą przyczynić się do zapobiegania potencjalnemu kryzysowi zadłużeniowemu. W niniejszym opracowaniu przyjęto, że dla oceny nierównowagi zewnętrznej Polski najbardziej przydatna będzie analiza

międzynarodowej pozycji inwestycyjnej netto, zadłużenia zagranicznego i salda obrotów bieżących bilansu płatniczego.

Tabela 2

Wskaźniki dotyczące procedury nierównowagi zewnętrznej Polski

Wyszczególnienie			Wartości progowe	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Zakłócenia równowagi w kategoriach zewnętrznych oraz konkurencyjność	Saldo obrotów bieżących (% PKB)	Średnia z 3 lat	4% / 6%	-5,7	-5,3	-4,8	-4,8	-3,4	-2,4	-1,3
	Międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto (% PKB)		-35%	-57,3	-65,1	-62,4	-65,4	-69,0	-69,1	-62,8
	Realny efektywny kurs walutowy – 42 partnerów handlowych deflator HICP	zmiana w % w okresie 3 lat	±5% i ±11%	-3,9	-1,4	-11,5	-1,2	-4,3	-1,3	-1,0
	Udział w rynkach eksportowych – % światowego eksportu	zmiana w % w okresie 5 lat	-6%	34,7	25,1	15,7	4,8	0,5	5,3	9,7
	Wskaźnik nominalnego jednostkowego kosztu pracy (2010 = 100)	zmiana w % w okresie 3 lat	9% i 12%	12,3	11,3	4,2	5,3	3,1	2,9	-0,4

Źródło: Komisja Europejska (2016).

Międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto (MPIN)

Międzynarodowa pozycja inwestycyjna jest zestawieniem statystycznym stanów zagranicznych aktywów i pasywów finansowych na koniec danego okresu sprawozdawczego. Saldo międzynarodowej pozycji inwestycyjnej informuje o tym, czy dany kraj jest wierzycielem czy dłużnikiem netto. Na zmianę stanów należności i zobowiązań wpływa wielkość obrotów z zagranicą, a także różnice kursowe, różnice z wyceny aktywów i pasywów oraz pozostałe zmiany (NBP 2015).

Skumulowany efekt napływu do polskiej gospodarki kapitału zagranicznego w ostatnich latach odzwierciedlony jest w ujemnej międzynarodowej pozycji inwestycyjnej netto (MPIN). Międzynarodowa pozycja inwestycyjna jest przedmiotem zainteresowania instytucji dokonujących ocen gospodarek (np. Komisji Europejskiej, MFW, agencji ratingowych) ze względu na to, że jej wielkość i struktura istotnie wpływają na zdolność gospodarki do obsługi zobowiązań wobec nierezydentów oraz ewentualnego zaciągania nowych zobowiązań, a także oddziałują na bilans płatniczy, przede wszystkim poprzez dochody pierwotne w ramach rachunku bieżącego (NBP 2016a).

Tabela 3
Międzynarodowa pozycja inwestycyjna (w mln EUR)

Wyszczególnienie	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	III kw. 2016
Międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto	-93 451	-107 187	-125 493	-163 187	-171 308	-191 517	-237 511	-221 411	-260 441	-275 431	-278 760	-263 549	-264 115
Ogółem aktywa	63 141	83 313	96 290	114 566	104 937	117 306	154 280	164 513	179 629	172 709	189 643	210 960	225 135
Inwestycje bezpośrednie	6 102	9 722	16 546	21 366	23 755	28 055	47 029	50 863	54 656	52 044	54 187	57 819	55 639
Inwestycje portfelowe	4 920	7 420	10 515	14 942	7 515	9 764	10 999	8 280	9 871	11 779	16 732	28 268	30 142
Pochodne instrumenty finansowe	222	422	418	872	1 679	681	2 767	4 461	4 631	4 081	6 476	4 279	3 198
Pozostałe inwestycje ¹⁾	24 931	29 779	31 978	32 695	27 848	23 586	23 494	25 187	27 894	27 660	29 603	33 700	36 077
Oficjalne aktywa rezerwowe	26 966	35 970	36 833	44 691	44 140	55 220	69 991	75 722	82 577	77 145	82 645	86 894	99 174
Ogółem pasywa	156 592	190 500	221 783	277 753	276 245	308 823	391 791	385 924	440 070	448 140	465 099	470 868	489 250
Inwestycje bezpośrednie	66 934	80 852	100 812	127 409	122 279	134 940	176 802	167 645	190 150	199 988	205 313	202 868	212 127
Inwestycje portfelowe	41 518	60 312	64 412	71 287	55 250	70 840	98 580	97 963	129 764	127 131	133 463	140 005	140 078
Inwestycje portfelowe jako % inwestycji bezpośrednich	62,02	74,59	59,19	55,95	45,18	52,49	55,75	58,43	68,24	63,56	65,00	69,01	66,03
Pochodne instrumenty finansowe	305	443	469	1 081	3 181	960	4 555	5 554	5 370	4 417	7 012	5 973	4 515
Pozostałe inwestycje	47 835	48 893	56 090	77 976	95 535	102 083	111 854	114 762	114 786	116 604	119 311	122 022	132 530

¹⁾ Pozostałe inwestycje – obejmują stany pozostałych aktywów i pasywów finansowych, które nie są ujęte w inwestycjach bezpośrednich, inwestycjach portfelowych lub oficjalnych aktywach rezerwowych. Pozostałe inwestycje zawierają: pozostałe udziały kapitałowe, kredyty handlowe, kredyty i pożyczki, rachunki bieżące i depozyty, rezerwy techniczno-ubezpieczeniowe, alokacja SDR (tylko po stronie pasywów) oraz pozostałe aktywa i pasywa.

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych NBP.

Na uwagę zasługuje zwłaszcza bardzo obszerny raport (635 stron) przygotowany przez Departament Statystyki MFW dotyczący bilansu płatniczego i międzynarodowej pozycji inwestycyjnej (International Monetary Fund 2014). We wcześniejszej wersji tego raportu z 2009 roku MFW zaleca, aby coraz większą wagę przywiązywać nie tylko do samej wartości MPI (brutto i netto) i jej relacji do PKB, lecz także do struktury bilansu płatniczego w tym oceny skali niedopasowań walutowych, tzw. *currency mismatches*. Za istotne uważa także analizę wpływu rodzaju wykorzystywanych instrumentów na poziom bezpieczeństwa i płynności w gospodarce.

W Polsce występuje stale względnie duża ujemna wartość międzynarodowej pozycji inwestycyjnej netto, znacznie przekraczając wspomnianą wartość progową -35% PKB.

Międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto Polski na koniec 2015 roku, podobnie jak w latach ubiegłych, była ujemna i wyniosła 263 549 mln euro. W porównaniu z 2014 rokiem jej poziom netto poprawił się o 15 211 mln euro, tj. o 5,7%.

Na poprawę ujemnej pozycji inwestycyjnej wpłynęły przede wszystkim operacje nie-transakcyjne, tj. dodatnie różnice kursowe i zmiany wyceny w wysokości 14 mld euro.

Przyczynił się też do tego silny spadek wyceny akcji notowanych na GPW, będących w posiadaniu zagranicznych inwestorów bezpośrednich i portfelowych. (Była to tylko pozorną poprawa MPIN, bo, jeśli powszechnie giełdę uznaje się za „barometr” gospodarki to ogromny spadek jej kapitalizacji o 40% w wyniku ucieczki kapitału zagranicznego źle wróży dla gospodarki – przyp. AJ). W tym samym kierunku działało osłabienie złotego w stosunku do euro i dolara amerykańskiego, skutkujące silniejszym wzrostem aktywów zagranicznych niż pasywów zagranicznych przeliczonych na złote. Relacja międzynarodowej pozycji inwestycyjnej netto do PKB na koniec 2015 roku wyniosła minus 62,8% i, w stosunku do 2014 roku, wskaźnik ten poprawił się o 6,3 p.p. Na poprawę tego wskaźnika wpłynęła poprawa ujemnej międzynarodowej pozycji netto przy jednoczesnym wzroście PKB (o 4,1% w porównaniu z 2014 rokiem). Dominującą pozycją w pasywach zagranicznych stanowią inwestycje bezpośrednie, których udział w badanym okresie wynosił średnio ok. 44% (por. tabela 3).

W literaturze przeważa pogląd, który podziela też Komisja Europejska, że bezpośrednio inwestycje zagraniczne (BIZ), kwalifikowane jako kapitał długoterminowy, są „najzdrowszą” formą napływu kapitału, ze względu na stabilność oraz transfer zasobów materialnych i niematerialnych. Stąd też strukturę polskiej pozycji inwestycyjnej netto uważa się za korzystną, z uwagi na wysoki udział inwestycji bezpośrednich w pasywach zagranicznych. Te teoretyczne założenia często przegrywają konfrontację z realnym rozwojem wydarzeń, czego dowodzą skutki wywołane ostatnim kryzysem finansowym, kiedy tylko w 2008 roku inwestorzy zagraniczni wytransferowali z Polski rekordową kwotę ponad 9 mld euro. Powtórzeniu tego procederu w 2009 roku zapobiegł wprowadzony przez Komisję Nadzoru Finansowego zakaz wypłacania dywidend przez banki (kontrolowane w ok. 75% przez

Tabela 4
Międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto krajów Europy Środkowo-Wschodniej [w mln EUR
oraz jako % w relacji do relacji do PKB (nawias)]

Kraj	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Bulgaria	-6 128 (-30,1%)	-10 255 (-44,1%)	-15 350 (-58,0%)	-24 966 (-81,1%)	-34 880 (-98,4%)	-35 569 (-101,8%)	-34 385 (-95,4%)	-33 089 (-85,9%)	-31 209 (-78,2%)	-30 434 (-76,2%)	-30 140 (-75,2%)	-27 171 (-60,0%)
Chorwacja	-15 380 (-46,6%)	-20 419 (-56,7%)	-30 504 (-76,8%)	-40 313 (-92,9%)	-35 284 (-74,2%)	-39 338 (-87,9%)	-42 028 (-94,6%)	-40 148 (-90,9%)	-38 964 (-89,6%)	-37 940 (-88,0%)	-37 304 (-86,8%)	-34 069 (-77,7%)
Czechy	-27 081 (-29,5%)	-28 877 (-27,6%)	-39 428 (-33,3%)	-53 249 (-40,4%)	-57 489 (-37,3%)	-65 268 (-45,9%)	-73 038 (-48,7%)	-70 486 (-45,3%)	-74 571 (-48,8%)	-64 600 (-43,2%)	-57 337 (-36,6%)	-51 257 (-30,7%)
Estonia	-8 374 (-86,4%)	-9 525 (-85,1%)	-9 892 (-73,8%)	-11 578 (-72,0%)	-12 455 (-76,7%)	-11 258 (-80,6%)	-10 405 (-71,6%)	-9 149 (-56,5%)	-9 400 (-53,8%)	-8 761 (-47,1%)	-9 227 (-46,7%)	-8 282 (-40,9%)
Litwa	-6 271 (-34,4%)	-8 924 (-42,6%)	-11 788 (-48,9%)	-16 035 (-55,8%)	-16 716 (-51,6%)	-15 277 (-57,3%)	-15 286 (-55,2%)	-16 196 (-52,3%)	-17 379 (-52,8%)	-15 842 (-45,7%)	-16 758 (-45,8%)	-16 686 (-44,7%)
Łotwa	-5 515 (-49,4%)	-7 630 (-59,0%)	-11 073 (-69,3%)	-15 654 (-74,4%)	-18 083 (-79,0%)	-15 375 (-83,0%)	-14 607 (-81,0%)	-14 891 (-73,7%)	-14 694 (-66,0%)	-15 158 (-64,9%)	-15 179 (-64,3%)	-15 217 (-62,5%)
Polska	-94 197 (-46,1%)	-108 156 (-44,3%)	-126 347 (-46,4%)	-164 093 (-52,8%)	-173 025 (-47,6%)	-192 710 (-62,0%)	-233 161 (-65,8%)	-219 522 (-59,2%)	-260 702 (-68,3%)	-272 982 (-70,1%)	-278 760 (-69,1%)	-263 549 (-62,8%)
Rumunia	-16 568 (-27,1%)	-23 127 (-29,0%)	-36 872 (-37,7%)	-54 261 (-43,5%)	-68 367 (-48,9%)	-73 613 (-62,3%)	-78 263 (-62,9%)	-84 323 (-64,1%)	-89 163 (-67,8%)	-87 624 (-61,6%)	-86 154 (-57,3%)	-83 021 (-51,9%)
Słowacja	-14 000 (-41,2%)	-19 070 (-49,5%)	-25 722 (-57,8%)	-28 397 (-51,8%)	-38 345 (-59,5%)	-41 880 (-66,7%)	-41 612 (-63,1%)	-45 197 (-65,5%)	-45 579 (-64,1%)	-46 953 (-65,1%)	-48 453 (-63,8%)	-48 157 (-61,0%)
Słowenia	-2 125 (-7,8%)	-3 161 (-11,0%)	-5 306 (-17,1%)	-7 553 (-21,8%)	-13 375 (-35,9%)	-14 103 (-39,8%)	-15 338 (-43,2%)	-14 747 (-40,8%)	-16 160 (-45,8%)	-13 661 (-38,7%)	-16 500 (-44,2%)	-14 926 (-38,7%)
Węgry	-71 725 (-87,3%)	-82 218 (-92,6%)	-96 678 (-107,9%)	-103 466 (-104,1%)	-105 507 (-100,0%)	-111 093 (-121,5%)	-108 107 (-112,3%)	-94 347 (-95,4%)	-93 140 (-94,0%)	-84 738 (-83,5%)	-79 554 (-75,8%)	-64 857 (-60,8%)

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych: Eurostat (2014; 2016).

kapitał zagraniczny), których udział w transferowanych zyskach stanowił ok 30%. Zjawisko to pokazuje, że kapitał ma jednak „ojczyznę”, do której wraca w razie kryzysu i że zawsze istnieje takie niebezpieczeństwo w przyszłości (Janowicz 2016). Doświadczenia ostatniego kryzysu wskazują także, że stabilność BIZ, jak i ich pozytywny wpływ na gospodarkę kraju przyjmującego, może jednak zależeć od struktury sektorowej inwestycji bezpośrednich. Nie ma też chyba większego sensu stopniowanie poziomu „bezpieczeństwa” różnych form kapitału zagranicznego dla finansów publicznych kraju przyjmującego. Na pożyczkobiorcy zawsze ciąży przymus konieczności i nieuchronności spłaty tego kapitału, bez względu na jego rodzaj.

Celem tego opracowania nie jest ocena wpływu BIZ na gospodarkę kraju przyjmującego, ale należy mieć na uwadze, że głównym motywem ich działalności jest maksymalizacja zysku przy ograniczonym ryzyku (Sadowski 1999). Pokazuje to relacja z zagranicą, która jest praktycznie jednostronna – nasze inwestycje za granicą stanowią ok. 1/4 inwestycji zagranicznych w naszym kraju.

Od czasu przystąpienia Polski do UE widoczny jest stały wzrost inwestycji portfelowych w polskich pasywach zagranicznych. Kapitał portfelowy uznawany jest za mniej bezpieczną formę kapitału i finansowania – często nazywany jest *hot money*. Określenie to wynika z jego większej zmienności i wrażliwości na czynniki zewnętrzne, co sprawia, że przepływy te w większym stopniu niż BIZ mają charakter procykliczny a nawet spekulacyjny (Brzozowski i in. 2014). Na koniec 2015 roku ich udział w pasywach wyniósł 29%, a w odniesieniu do BIZ ponad 69%. Ponadto, zobowiązania dłużne, które wynikają z tego rodzaju inwestycji, wiążą się zwykle z koniecznością płatności niezależnie od sytuacji gospodarczej (np. brak możliwości zawieszenia płatności odsetkowych bądź kapitałowych w efekcie znacznego pogorszenia koniunktury) (NBP 2016b).

Z danych przedstawionych w tabeli 4 widać, że w latach 2004-2015 wszystkie kraje naszego regionu przyjęte do UE w 2004 roku i później, mają ujemną pozycję inwestycyjną, czyli są dłużnikami netto wobec zagranicy. W 2005 roku Polska, z relacją międzynarodowej pozycji inwestycyjnej netto do PKB wynoszącej -62,8%, była najbardziej zadłużonym krajem w tej grupie, gorszy wynik miała tylko Chorwacja -77,7 %. W 2015 roku najlepszy wynik pozycji MPI miały Czechy -30,7%. Natomiast największą poprawę tego wskaźnika w ciągu roku odnotowała Bułgaria z -75,25% w 2014 roku do -60,0% w 2015 roku i odpowiednio Węgry, które poprawiły wynik z -75,8% do -60,8%.

Zadłużenie zagraniczne i saldo obrotów bieżących Polski

Narodowy Bank Polski zestawia informację dotyczącą zadłużenia zagranicznego zgodnie z przedstawioną definicją: „Zadłużenie zagraniczne brutto, na koniec danego okresu, jest kwotą nieuregulowanych i rzeczywiście istniejących zobowiązań (nie warunkowych), które

Tabela 5
Zadłużenie zagraniczne i saldo obrotów bieżących bilansu płatniczego (w mln EUR)

Wyszczególnienie	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	III kw. 2016
Zadłużenie zagraniczne brutto	95 439	112 446	129 145	158 800	173 928	194 610	239 000	250 948	279 739	278 948	293 510	302 063	315 137
Zadłużenie zagraniczne netto	31 515	33 752	45 748	67 481	102 101	104 627	118 262	124 539	139 392	147 596	147 937	151 040	144 123
Zadłużenie zagraniczne netto jako % zadłużenia zagranicznego brutto	33,02	30,01	35,42	42,49	58,70	53,76	49,48	49,62	49,82	52,71	50,40	50,00	45,73
Rachunek obrotów bieżących¹⁾	-11 174	-6 429	-11 005	-19 925	-24 389	-12 645	-19 485	-19 654	-14 456	-5 031	-8 534	-2 653	-2 180
Dochody podatkowe	45 182	53 059	60 007	75 237	70 151	66 817	74 741	73 039	79 619	78 173	79 182	83 452	b.d.
Zadłużenie zagraniczne netto jako % dochodów podatkowych	69,75	63,61	76,23	89,69	145,54	156,58	158,22	170,51	175,07	188,80	186,83	180,99	b.d.
Investycje	6 61	8 70	11 171	14 824	14 739	16 771	20 427	20 761	18 834	16 493	18 182	18 585	b.d.
Investycje jako % zadłużenia zagranicznego brutto	6,92%	7,73%	8,64%	9,33%	8,47%	8,61%	8,54%	8,27%	6,73%	5,91%	6,19%	6,15%	b.d.
Struktura podmiotowa zadłużenia zagranicznego brutto													
Saldo obrotów towarowych	-6 629	-4 464	-7 874	-16 491	-23 488	-7 708	-10 940	-13 295	-8 131	-335	-3 255	2 213	-735
Sektor rządowy i samorządowy	42 340	49 640	51 587	53 343	47 534	60 255	83 710	90 296	115 146	111 933	119 150	124 869	123 462
% długu ogółem	44,3	44,1	40,0	33,6	27,3	31,0	35,0	36,0	41,1	40,1	40,0	40,7	39,1
Banki (z wyłączeniem NBP)	10 840	12 696	17 754	27 303	42 621	42 905	51 746	51 203	48 828	48 872	50 185	50 007	48 772
% długu ogółem	11,3	11,3	13,7	17,3	24,5	22,0	21,6	20,4	17,4	17,5	16,9	16,3	15,4
Pozostałe sektory (Przedsiębiorstwa)	26 014	29 339	32 943	40 605	47 544	50 223	44 589	47 567	48 249	46 695	47 038	48 263	50 276
% długu ogółem	27,2	26,0	25,5	25,5	27,3	25,8	18,6	18,9	17,2	16,7	15,8	15,7	15,9
Investycje bezpośrednie	16 141	19 073	25 928	31 921	34 519	37 498	53 795	57 982	63 303	65 927	70 739	72 528	76 657
% długu ogółem	16,9	16,9	20,0	20,1	19,8	19,2	22,5	23,10	22,6	23,6	23,8	23,7	24,3

¹⁾ Definicje wyodrębnionych pozycji rachunku obrotów bieżących są podane (w: NBP (2015)).

Źródło: opracowanie własne; na podstawie bilansów płatniczych NBP – dane roczne i kwartalne.

wymagają spłaty kapitału i/lub odsetek przez dłużnika w jakimś momencie w przyszłości, a które są należne nierezydentom od rezydentów”. Definicja ta dotyczy zadłużenia brutto, czyli obejmuje określone zobowiązania zagraniczne Polski (niepomniejszone o należności zagraniczne). Natomiast zadłużenie zagraniczne netto jest różnicą między należnościami zagranicznymi a zadłużeniem zagranicznym brutto.

Należności zagraniczne, podobnie jak zadłużenie zagraniczne brutto, nie obejmują stanów kapitałów własnych i reinwestowanych zysków, udziałowych papierów wartościowych oraz pochodnych instrumentów finansowych.

Pasywa zagraniczne międzynarodowej pozycji inwestycyjnej nie są tożsame z zadłużeniem zagranicznym, ponieważ obejmują zarówno instrumenty dłużne, jak i kapitały własne oraz udziały. Natomiast zadłużenie zagraniczne obejmuje tylko instrumenty dłużne. Wynika stąd, że MPIN w szerszym zakresie odzwierciedla powiązania kraju z zagranicą niż zestaw transakcji składających się na zadłużenie zagraniczne.

Zadłużenie zagraniczne brutto Polski charakteryzuje stały trend wzrostowy i wysoka wartość nominalna. Na koniec III kwartału 2016 roku wyniosło 315 137 mln euro i zwiększyło się o 21 627 mln euro, tj. o 4,32%, w stosunku do 2015 roku. W porównaniu z 2004 rokiem zwiększyło się ponad 3-krotnie. Nieznacznie natomiast obniżyła się III kwartale 2016 roku wartość zadłużenia zagranicznego netto, które wyniosło 144 123 mln euro. Biorąc natomiast pod uwagę pełne dane dotyczące 2015 roku, to wg Eurostatu zadłużenie zagraniczne netto w odniesieniu do PKB wyniosło 35,5% i należało do jednego z najwyższych w UE (tylko osiem państw miało wyższe zadłużenie).

O tym, jak znaczne jest to zadłużenie, świadczy fakt, że przekracza ono statystyczny limit określony w tablicy *Scoreboard* dla międzynarodowej pozycji inwestycyjnej netto (-35% PKB). Wszystkie podmioty gospodarcze bez wyjątku, w bardzo wysokim stopniu finansowały się bezpośrednio na rynkach zagranicznych, korzystając z łatwego dostępu do nich i nieporównanie niższych stóp procentowych niż oferowane przez krajowy sektor bankowy.

Saldo rachunku obrotów bieżących

Bardzo ważny wpływ na saldo bilansu płatniczego i stan równowagi zewnętrznej ma rachunek obrotów bieżących, który stanowi miarę zapożyczenia się gospodarki za granicą w danym okresie i określa tempo wzrostu długu zagranicznego. Rachunek obrotów bieżących jest częścią bilansu płatniczego, w której zestawiono wszystkie transakcje między rezydentami a nierezydentami danego kraju obejmujące saldo obrotów towarowych, usług, dochodów oraz transferów bieżących. Saldo rachunku obrotów bieżących jest łączną miarą rozliczeń danego kraju z gospodarką światową, wynikających z bieżących operacji, głównie kupna i sprzedaży towarów i usług (Czarny, Śledziwska 2013). Po trwającej kilka lat korek-

cie, saldo obrotów bieżących nadal wykazuje niezmienny, ale umiarkowany deficyt, który w III kwartale 2016 roku wyniósł -2180 mln euro (por. tabela 5). W największym stopniu do zmiany salda rachunku bieżącego przyczyniła się poprawa ujemnego salda obrotów towarowych (z minus 3255 mln euro do plus 2135 mln euro). Deficyt lub nadwyżka na rachunku obrotów bieżących są miarą zewnętrznej konkurencyjności gospodarki. Kraje, które odnotowują wysokie deficyty na rachunku bieżącym, postrzega się jako mniej konkurencyjne w wymianie handlowej. Ponadto, deficyty na rachunku obrotów bieżących są równoznaczne ze wzrostem zadłużenia zagranicznego netto danego kraju (zarówno sektora prywatnego, jak i publicznego). Zwiększa to ryzyko kredytowe i ryzyko niewypłacalności rządu. Przede wszystkim stan rachunku obrotów bieżących z zagranicą wyznacza możliwość spłaty zadłużenia naszego kraju.

Zadłużenie zagraniczne sektora rządowego i samorządowego

Największy udział w zadłużeniu zagranicznym ma sektor rządowy i samorządowy. Na koniec III kwartału 2016 roku jego zadłużenie wyniosło 123,4 mld euro i stanowiło 39,1% ogólnej kwoty zadłużenia zagranicznego Polski. W tej kwocie zadłużenie sektora rządowego stanowiło 97,3% i wyniosło 119,3 mld euro. Zdecydowana większość tego zadłużenia miała charakter długoterminowy. Największą pozycją w strukturze zadłużenia zagranicznego sektora rządowego i samorządowego były dłużne papiery wartościowe, których udział wynosił 83,5% całości zadłużenia zagranicznego tego sektora. Na koniec września 2016 roku wartość zadłużenia z tego tytułu wyniosła 102,4 mld euro. Ta struktura zadłużenia ma istotny wpływ na koszty jego obsługi z powodu wysokiego oprocentowania tych papierów dłużnych (por. tabela 6). Nierezydenci posiadali w swoim portfelu obligacje wyemitowane na rynki zagraniczne o wartości 55,7 mld euro oraz dłużne papiery wartościowe wyemitowane na rynek krajowy o wartości 202,4 mld złotych. Pozostałą część zadłużenia zagranicznego tego sektora stanowiły przede wszystkim kredyty (16,4%) zaciągnięte od organizacji międzynarodowych (NBP 2016b). Do głównych czynników determinujących rentowność obligacji można zaliczyć, takie jak: stan rachunku obrotów bieżących do stanu rezerw walutowych, międzynarodową pozycję inwestycyjną brutto oraz netto, zmienność kursu walutowego. Można również wskazać takie czynniki ryzyka, jak apetyt na ryzyko inwestorów międzynarodowych oraz płynność rynku obligacji. Ogromny wpływ na rentowność obligacji ma też stan finansów publicznych, tj. deficyt/nadwyżka budżetowa oraz wielkość zadłużenia jako % PKB (Kujawa i in. 2015). Rentowność 10-letnich obligacji państwowych jest dla wielu inwestorów globalnych miarą ryzyka dla danego kraju. Są też wyznacznikiem kwoty wolnej od ryzyka w wielu modelach wycen. W czasie wielkiego kryzysu, który zaczął się w 2008 roku, to właśnie ta miara była często używana w odniesieniu do skali problemów gospodarczych poszczególnych państw.

Tabela 6

Rentowność obligacji 10-letnich (%) w UE w latach 2010-2016

Wyszczególnienie	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Grecja	9,09	15,75	22,50	10,05	6,93	9,67	8,33
Włochy	4,04	5,42	5,49	4,32	2,89	1,71	1,44
Portugalia	5,40	10,24	10,55	6,29	3,75	2,42	3,18
Cypr	4,60	5,79	7,00	6,50	6,00	4,54	B.d.
Belgia	3,46	4,23	3,00	2,41	1,71	0,84	0,40
Hiszpania	4,25	5,44	5,85	4,56	2,72	1,73	1,31
Francja	3,12	3,22	2,54	2,30	1,67	0,84	0,43
Irlandia	5,74	9,60	6,17	3,79	2,37	1,18	0,68
Strefa euro	3,62	4,41	3,88	2,99	2,04	1,22	1,32
Wielka Brytania	3,36	2,87	1,74	2,03	2,14	1,79	1,18
Chorwacja	x	x	6,13	4,68	4,05	3,55	3,54
Austria	3,23	3,32	2,37	2,01	1,49	0,75	0,33
Unia Europejska	3,82	4,30	3,65	2,96	2,20	1,45	1,94
Słowenia	3,83	4,97	5,81	5,81	3,27	1,71	1,12
Węgry	7,28	7,64	7,89	5,92	4,81	3,43	3,23
Niemcy	2,74	2,61	1,50	1,57	1,16	0,50	0,10
Holandia	2,99	2,99	1,93	1,96	1,45	0,69	0,27
Malta	4,19	4,49	4,13	3,36	2,61	1,49	b.d.
Finlandia	3,01	3,01	1,89	1,86	1,45	0,72	0,32
Europa Środkowo-Wschodnia	5,45	4,97	5,27	4,17	3,24	2,11	1,98
Słowacja	3,87	4,45	4,55	3,19	2,07	0,89	1,12
Polska¹⁾	5,78 (4)	5,96 (5)	5,00 (9)	4,03 (7)	3,52 (6)	2,70 (5)	3,08 (5)
Szwecja	2,89	2,61	1,59	2,12	1,72	0,72	0,50
Litwa	5,57	5,16	4,83	3,83	2,79	1,38	0,85
Czechy	3,88	3,71	2,78	2,11	1,58	0,58	0,45
Dania	2,93	2,73	1,40	1,75	1,32	0,69	0,32
Rumunia	7,34	7,29	6,68	5,41	4,49	3,47	3,49
Łotwa	5,57	5,16	4,57	3,34	2,51	0,96	0,70
Bułgaria	6,01	5,36	4,50	3,47	3,35	2,49	2,30
Luksemburg	3,17	2,92	1,82	1,85	1,34	0,37	b.d.
Estonia ²⁾							

¹⁾ Miejsce Polski w rankingu w nawiasach). ²⁾ Estonie nie emituje obligacji 10-letnich.

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych: MF; <https://pl.investing.com> [dostęp: 22.02.2016].

Rentowność obligacji to nic innego jak wielkość odsetek od długu, które musi płacić emitent obligacji. Im wyższa rentowność, tym większą kwotę odsetek płaci emitent. W przypadku obligacji Skarbu Państwa wzrost rentowności oznacza większe koszty obsługi długu dla budżetu państwa. Dane prezentowane w tabeli 6 pokazują, że oprocentowanie polskich obligacji 10-letnich należy do najwyższych w Europie, co jest premią za ryzyko dla inwestorów, a zarazem określa niski poziom zaufania do Polski jako emitenta. Można z przykrością stwierdzić, że ten poziom zaufania jeszcze się obniżył, co pokazują najnowsze notowania obligacji (por. tabela 7).

Tabela 7

Poziomy rentowności wybranych obligacji na świecie w dniu 22.02.2017 r. (w %)

Kraj	2-letnie	5-letnie	10-letnie
Francja	-0,44	0,04	1,09
Japonia	-0,26	-0,11	0,08
Kanada	0,79	1,17	1,72
Niemcy	-0,90	-0,54	0,27
Polska	2,26	3,20	3,87
USA	1,23	1,92	2,43
W. Brytania	0,11	0,42	1,22
Włochy	0,12	0,97	2,23

Źródło: <http://www.inwestinfo.pl/notowania-na-swiecie/notowania-obligacji-na-swiecie> [dostęp: 22.02.2017].

Inwestycje bezpośrednie

Wartość zadłużenia zagranicznego w ramach inwestycji bezpośrednich wyniosła 76,6 mld euro, co stanowiło 24,4% zadłużenia zagranicznego ogółem. W III kwartale 2016 roku wśród instrumentów dłużnych zaliczanych do inwestycji bezpośrednich największą część, tj. 70,4% stanowiły kredyty i pożyczki otrzymane w ramach grup kapitałowych. Udział pozostałych instrumentów dłużnych otrzymanych od inwestorów bezpośrednich przedstawiał się następująco: kredyty handlowe 16,3%, pozostałe pasywa zagraniczne 8,1% oraz dłużne papiery wartościowe 5,0% (NBP 2016a).

Struktura walutowa zadłużenia zagranicznego

W zadłużeniu zagranicznym na koniec III kwartału 2016 roku największy udział miały dwie waluty euro – 616,8 mld, tj. 45,4% i złoty – 465,5 mld, tj. 34,3%. Łączny udział obu walut w zadłużeniu zagranicznym ogółem wyniósł 79,7%. Wśród pozostałych walut dominowały dolar amerykański i frank szwajcarski. Ich udział wyniósł odpowiednio 11,5%

i 5,3%. Stosunkowo wysoki udział złotego w zadłużeniu zagranicznym wynikał w głównej mierze z zakupionych przez inwestorów zagranicznych obligacji Skarbu Państwa nominowanych w złotych oraz z otrzymanych przez polskie podmioty kredytów w złotych. Warto zauważyć, że struktura walutowa zadłużenia zagranicznego Polski w ostatnich pięciu latach jest stabilna i nie ulega istotnym wahaniom.

Kapitał zagraniczny nie wspiera inwestycji

Warte uwagi jest przedstawione w tabeli 5 porównanie zadłużenia zagranicznego netto z dochodami podatkowymi. Lata 2004-2007 cechuje przewaga kwoty wpływów podatkowych nad wielkością zadłużenia. W 2008 roku nastąpiła gwałtowna reorientacja obu wskaźników (mająca trwały charakter), objawiająca się gwałtownym wzrostem zadłużenia zagranicznego i znacznym spadkiem przychodów podatkowych. W 2015 roku nominalne zadłużenie zagraniczne netto prawie dwukrotnie przewyższało wpływy podatkowe. Płynie z tego niepokojący sygnał o stagnacji gospodarki, kiedy malejące przychody podatkowe wiążą się ze spadkiem PKB przy stale rosnącym uzależnieniu od kapitału zagranicznego. Jeszcze wyraźniej zestawienie to uwidacznia wielkości inwestycji w odniesieniu do zadłużenia zagranicznego brutto. Wprawdzie porównanie to nie daje odpowiedzi, jaki jest bezpośredni udział kapitału zagranicznego w finansowaniu inwestycji w Polsce, ale pokazuje ogromne i rosnące dysproporcje między tymi wielkościami.

Tabela 8

Skala wpływu poszczególnych kategorii na wzrost realny PKB (w p.p.) w latach 2012-2016 (ceny średnioroczne roku poprzedniego)

Wyszczególnienie	2012	2013	2014	2015	2016
Produkt krajowy brutto	1,6	1,4	3,3	3,9	2,8
Popyt krajowy	-0,5	-0,6	4,7	3,3	2,7
Spożycie ogółem	0,4	0,6	2,2	2,3	2,8
w tym:					
Spożycie w sektorze gospodarstw domowych	0,5	0,2	1,5	1,9	2,1
Akumulacja brutto*	-0,9	-1,2	2,5	1,0	-0,1
w tym:					
Nakłady brutto na środki trwałe	-0,4	-0,2	1,9	1,2	-1,1
Saldo obrotów z zagranicą	2,1	2,0	-1,4	0,6	0,1
Wartość dodana brutto	1,5	1,3	2,9	3,3	2,3

Definicja * Przyrost majątku narodowego w określonym czasie obejmujący, w ujęciu wartościowym, nakłady brutto na środki trwałe, przyrost rzeczowych środków obrotowych, nabycie aktywów o wyjątkowej wartości pomniejszone o ich rozdysonowanie.

Źródło: GUS (2017).

Natomiast tylko częściowo odpowiedzi na to pytanie dostarcza nam raport GUS (GUS 2017), ponieważ przedstawione w nim dane nie obejmują całej gospodarki, a dotyczą podmiotów z liczbą pracujących przekraczającą 49 osób. Wg tego raportu, w 2015 roku łączna kwota nakładów finansowych na środki trwale oraz wartości niematerialne i prawne w podmiotach gospodarczych wyniosła 159,8 mld zł. Największy udział w finansowaniu miały odpowiednio: środki własne – 68,3%, kredyty bankowe – 11,9%, środki z zagranicy – 9,2% i środki budżetowe – 3,8%. Obecna strategia rządu zakłada rozwój gospodarczy głównie na bazie funduszy europejskich, ale ich absorpcja w ciągu roku znacząco się obniżyła, a wiele wskazuje, że dostęp do nich będzie utrudniony. Dane prezentowane w tabeli 8 pokazują, że główną przyczyną znacznego spadku wzrostu gospodarczego, do 2,8% PKB, była ujemna stopa inwestycji, która w stosunku do 2015 roku obniżyła się o 1,6% (liczona jako relacja nakładów brutto na środki trwale do produktu krajowego brutto w cenach bieżących). Wg danych GUS, spożycie ogółem w 2016 roku przekroczyło poziom z 2015 roku o 3,6%, w tym spożycie w sektorze gospodarstw domowych o 3,6%. Spożycie czyli to, co jest najmniej korzystne dla gospodarki, w znacznej mierze było finansowane długiem zagranicznym. Ponadto, widoczne jest, że stale rosnąca wielkość nominalna zadłużenia zagranicznego brutto/netto nie przekłada się na wzrost polskiej gospodarki.

Podstawowe czynniki wpływające na stan nierównowagi zewnętrznej gospodarki Polski

W tabeli 9 zestawione zostały wskaźniki, których analiza może ułatwić ocenę bezpieczeństwa zewnętrznego kraju. Jeśli chodzi o pierwszy wskaźnik, najważniejszy z punktu widzenia tej analizy, to widać, że stosunek MPIN do PKB stale niebezpiecznie przekracza wartość referencyjną 35%. Wartość drugiego wskaźnika skłania do refleksji i daje powody do niepokoju. Widoczny jest utrzymujący się na bardzo wysokim poziomie MPIN w odniesieniu do oficjalnych aktywów rezerwowych (w porównaniu z samymi rezerwami walutowymi byłby jeszcze wyższy). Oznacza to, że gdyby inwestorzy zagraniczni chcieli wycofać z polskiego rynku wszystkie zainwestowane kapitały, to nawet ściągając nasze aktywa denominowane w walutach obcych z rynków zagranicznych, nie byłibyśmy w stanie zapewnić wymiany polskiej waluty na waluty zagraniczne (Janicka 2010). Taki scenariusz jest mało prawdopodobny, ale uświadamia fakt znaczącego i rosnącego uzależnienia naszej gospodarki od kapitału zagranicznego. Relatywnie w całym badanym okresie utrzymuje się wysoki poziom wskaźnika obsługi zadłużenia zagranicznego. Przykładowo, kiedy w 2015 roku po raz pierwszy saldo obrotów towarowych osiągnęło wartość dodatnią 2213 mln euro, to kwota ta tylko w 93,4% pokrywała koszty obsługi zadłużenia zagranicznego, które wyniosło 2284,5 mln euro. W publikacjach przeważa pogląd, że niski udział zadłużenia krótkoterminowego w odniesieniu do długoterminowego jest korzystny i odsuwa w czasie presję spłaty zobowiązań.

Tabela 9
Wybrane wskaźniki dotyczące oceny nierównowagi zewnętrznej Polski

Wyszczególnienie	Jed- nostka	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
<u>Międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto</u> Produkt krajowy brutto	%	-46,0	-44,2	-46,4	-52,6	-47,5	-58,5	-66,4	-62,9	-65,9	-68,8	-68,1	-61,9
<u>Międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto</u> Oficjalne aktywa rezerwowe	%	364,5	298,0	340,7	365,1	388,1	346,8	339,3	292,4	315,4	357,0	333,3	299,1
Saldo rachunku bieżącego Produkt krajowy brutto	%	-1,5	-2,6	-3,8	-5,0	-5,5	-5,0	-5,5	-5,6	-3,0	-1,2	-1,7	-0,8
Zadłużenie zagraniczne Produkt krajowy brutto	%	46,4	45,9	47,3	50,9	48,0	62,5	66,6	67,5	72,7	70,9	72,4	71,6
Zadłużenie zagraniczne netto Produkt krajowy brutto	%	15,4	13,8	16,8	21,6	28,1	33,6	33,4	33,6	36,9	37,3	37,9	35,3
Obsługa zadłużenia zagranicznego Oficjalne aktywa rezerwowe	%	4,0	2,59	3,18	3,0	2,79	2,95	2,67	2,65	3,06	3,17	2,73	2,60
Zadłużenie zagraniczne ogółem Międzynarodowa pozycja inwestycyjna pasywa	%	60,8	59,0	58,2	57,8	62,9	63,0	61,0	65,0	63,6	62,3	62,8	65,0
Zadłużenie zagraniczne krótkoterminowe Zadłużenie zagraniczne ogółem	%	19,1	20,3	20,1	25,9	26,9	25,0	24,3	22,4	19,3	19,9	17,3	18,3

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych: NBP, MF, KNF.

Istotnie wskaźnik ten od 2012 roku jest poniżej 20%, co oznacza, że ok. 80% przypada na zadłużenia zagraniczne długoterminowe. Przy ogromnej niepewności i nieprzewidywalności na światowym rynku finansowym, wyciąganie optymistycznych wniosków z tej struktury zadłużenia jest zupełnie bezzasadne. Wydłużenie okresu zapadalności różnych instrumentów dłużnych wprawdzie zmniejsza ryzyko refinansowania, ale jest to swoistego rodzaju *moral hazard* w stosunku do przyszłych pokoleń, które będą obciążone obsługą długu. Odroczenie płatności spowoduje również wzrost obciążenia budżetu przez wiele kolejnych lat (Borowski 2014).

Dominujący udział kapitału zagranicznego w najważniejszych działach gospodarki: finansach, przemyśle, usługach czy handlu zagranicznym, ma istotny wpływ na strukturę i wielkość PKB. Dlatego też budzi wątpliwości rzetelność i przydatność danych uzyskanych przez zestawienie różnych wskaźników zadłużenia zagranicznego do PKB. Tak uzyskane dane mogą być tylko przydatne dla uchwycenia ich zmian w określonym czasie. Natomiast interesujące dane można byłoby uzyskać odnosząc te wskaźniki do PKB, którego definicja brzmi: Produkt Narodowy Brutto PNB to produkt krajowy brutto PKB uzupełniony o saldo przepływu dochodów z własności między krajem a zagranicą (Wikipedia). Wg szacunkowych danych, PNB stale ma niższą wartość niż PKB, co pokazuje niekorzystne dla gospodarki relacje z zagranicą. Symptomatyczne jest więc, że nie tylko wśród państw UE, ale i OECD tylko Polska i Węgry nie ujawniają PNB. Wątpliwości budzi także zasadność przypisywana w wielu publikacjach Oficjalnym Aktywom Rezerwowym (często samym rezerwom walutowym) roli „bezpiecznika”, „stabilizatora”, gwarantującego zdolność do obsługi zadłużenia zagranicznego. Ten optymistyczny pogląd podważają choćby wydarzenia z jesieni 2008 roku, kiedy to wartość aktywów rezerwowych NBP obniżyła się w ciągu 5 miesięcy (od sierpnia 2008 roku do stycznia 2009 roku) o 9,2 mld euro, a więc 16,6%. Wszystkie powyższe aktywa podlegają codziennej wycenie wg aktualnych kursów walutowych. Natomiast największe z nich – należności w walutach wymiennalnych – są swoistego rodzaju rachunkiem *avista*, na który stale wpływa część środków z nowych emisji rządowych papierów wartościowych, a wypływa część środków potrzebnych na wykup poprzednich.

Podsumowanie

Definicję bardzo trafnie ujmującą sedno problematyki dotyczącej równowagi gospodarki, znajdujemy w raporcie NBP, która stwierdza, że: „Równowaga zewnętrzna gospodarki zachowana jest, gdy transakcje z zagranicą (zarówno w sferze realnej, jak i finansowej) są spójne z utrzymaniem równowagi wewnętrznej” (NBP 2016a). W świetle tej definicji wyraźnie zachwiana jest równowaga zewnętrzna polskiej gospodarki ze względu na nadmierne uzależnienie od kapitału zagranicznego i to w dwojakiej formie. Po pierwsze, wiele znaczących dla gospodarki działów jest w pełni albo w znacznym stopniu kontrolowanych przez kapitał zagraniczny, np. sektor bankowy, ubezpieczeniowy, usługi, przemysł, a także han-

del zagraniczny. Po drugie, sam poziom zadłużenia zagranicznego należy uznać za bardzo wysoki w odniesieniu do małych oszczędności krajowych, niskiej stopy inwestycji, i relatywnie malejących przychodów budżetowych w stosunku do kosztów obsługi zadłużenia (Ziółkowska 2016).

Najważniejszy jest fakt, że tak naprawdę to Polska nie spłaca zadłużenia zagranicznego; zadłużenie nie spada, jest ono tylko obsługiwane. Postępujący w Polsce szybki wzrost zadłużenia i kosztów jego obsługi, uprawnia do stwierdzenia, że Polska znalazła się w spirali zadłużenia, tzn. kiedy zapada termin wykupu obligacji czy spłaty kredytów, środki na ten cel są pozyskiwane z nowych emisji i kredytów, z reguły wraz ze wzrostem ryzyka pożyczkobiorcy, po coraz wyższych cenach.

Cenne uwagi, jak przywrócić równowagę zewnętrzną i poprawić stan finansów publicznych w Polsce, zawierają dokumenty UE i MFW (International Monetary Fund 2016). Udzielanie takich porad dla Polski jest w pełni uprawnione, z podstawowego powodu, znaczna część państw UE jak i MFW, są naszymi wierzycielami, a my ich dłużnikami. Dlatego też rząd polski (zamiast zasłaniać się, co ma miejsce w różnych relacjach z UE wolą „Suwerena”) powinien przyjąć do realizacji zalecenia Rady Unii Europejskiej, co jest jedynym sposobem na przywrócenie równowagi zewnętrznej polskiej gospodarki. Zwłaszcza, że oprócz zawartej w pierwszej części tego dokumentu oceny stanu gospodarki, w drugiej przedstawione są zalecenia, które mają służyć przywróceniu równowagi makroekonomicznej Polski (Rada Unii... 2016). Należy również zauważyć, że Polska jest jedynym państwem członkowskim UE, które nie posiada niezależnej rady budżetowej, ani nie planuje jej ustanowienia.

Bibliografia

- Borowski K. (2014), *Zarządzanie długiem publicznym jako ważny instrument polityki państwa*, „Finanse i Prawo Finansowe”, nr 003.
- Brzozowski M. i in., (2014), *Wpływ zmienności kursu walutowego na strukturę napływu kapitału. Implikacje dla Polski*, „Materiały i Studia”, nr 309, NBP, Warszawa.
- Czarny E., Śledziwska K. (2013), *Analiza determinantów bilansów obrotów bieżących państw członkowskich Unii Europejskiej w latach 1995-2011*, „Materiały i Studia”, nr 299, NBP, Warszawa.
- Szczech-Pietkiewicz E. (2015), *Nadzór nad równowagą makroekonomiczną w Unii Europejskiej z punktu widzenia gospodarki polskiej*. „Unia Europejska. pl”, nr 5.
- Eurostat (2016), *Gross domestic product at market prices*, <http://ec.europa.eu/eurostat/tgm/table.do?tab=table&plugin=1&language=en&pcode=tec00001> [dostęp: 20.02.2017].
- Eurostat (2014), *International investment position – annual data*, http://appsso.eurostat.ec.europa.eu/nui/show.do?dataset=bop_ext_intpos&lang=en [dostęp: 22.02.2017].
- GUS (2017), *Produkt krajowy brutto w 2016 r. Szacunek wstępny*, Warszawa.
- International Chamber of Commerce (2015), *ICC Open Markets Indeks, 3RD Edition*.

- International Monetary Fund (2014), *Balance of payments and international investment position compilation guide*, Washington.
- International Monetary Fund (2016), *Poland: Staff Concluding Statement of the 2016 Article IV Mission*, Washington.
- Janicka M. (2014), *Ocena stabilności zewnętrznej Polski w latach 2000-2012*, „Biznes międzynarodowy w gospodarce globalnej”, nr 43, Uniwersytet Gdański, Gdańsk.
- Janicka M. (2010), *Liberalizacja przepływów kapitałowych w gospodarce światowej: przypadek Polski*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź.
- Janowicz A. (2016), *Ocena wpływu środków Unii Europejskiej na wybrane wskaźniki społeczno-gospodarcze Polski*, „Myśl Ekonomiczna i Polityczna”, nr 1(52).
- Kaczmarczyk Ł., Mika A. (2009), *Przegląd i znaczenie mierników zadłużenia zewnętrznego w kontekście krajowej globalnej problematyki długu zewnętrznego: analiza sytuacji zadłużeniowej Polski*, „Zeszyty Naukowe. Szkoła Główna Handlowa. Kolegium Gospodarki Światowej”.
- Komisja Europejska (2015), *Sprawozdanie komisji do Parlamentu Europejskiego, Rady, Europejskiego Banku Centralnego i Europejskiego Komitetu Społecznego*, COM(2015) 691 final, Bruksela.
- Komisja Europejska (2016), *Sprawozdanie krajowe – Polska 2016 r. Dokument roboczy służb komisji*, SWD (2016) 89 final, Bruksela.
- Kujawa L. i in. (2015), *Determinanty rentowności obligacji skarbowych Polski i wybranych krajów europejskich w latach 2005-2013*, „Materiały i Studia”, nr 313, NBP, Warszawa.
- Lane P. i in. (2006), *The External Wealth of Nations Mark II: Revised and Extended Estimates of Foreign Assets and Liabilities*, “IMF Working Paper”, No. 06/69.
- NBP (2016a), *Raport o stanie równowagi polskiej gospodarki*, Warszawa.
- NBP (2016b), *Bilans Płatniczy Rzeczypospolitej Polskiej za III kwartał 2016 r.*, Warszawa.
- NBP (2015), *Statystyka bilansu płatniczego. Uwagi metodyczne*, Warszawa.
- Pera J. (2016), *Ocena stabilności makroekonomicznej w gospodarkach unijnych w świetle procedury nierównowagi ekonomicznej. Aspekt zjawisk kryzysowych*. „Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu”, nr 416.
- Rada Unii Europejskiej (2016), *Zalecenia Rady w: w sprawie krajowego programu reform Polski na 2016 r. oraz zawierające opinię Rady na temat przedstawionego przez Polskę programu konwergencji na 2016 r.* (9224/16), Bruksela.
- Radło M., Kowalewski O. (2008), *Wpływ globalizacji na polską gospodarkę*, „Materiały i Studia”, nr 230, NBP, Warszawa.
- Sadowski Z. (red.) (1999), *Kapitał zagraniczny w Polsce, Warunki działania*, Dom Wydawniczy Bellona, Warszawa.
- The World Bank (2015), *Trade of % GDP*, http://data.worldbank.org/indicator/NE.TRD.GNFS.ZS?end=2015&locations=EU-PL&start=1960&view=chart&year_high_desc=false [dostęp: 22.02.2017].
- Wajda-Lichy M. (2013), *Ożywienie wymiany handlowej nowych krajów członkowskich Unii Europejskiej po kryzysie finansowym 2009-2010*, Referat na IX Kongres Ekonomistów Polskich, Warszawa.
- Ziółkowska W. (2016), *Efekt wypierania a pożyczki publiczne*, referat na konferencję PTE, <http://www.pte.pl/kongres/referaty> [dostęp 20.07.2016].
- <https://pl.investing.com> [dostęp: 22.02.2016].
- <http://www.inwestinfo.pl/notowania-na-swiecie/notowania-obligacji-na-swiecie> [dostęp: 22.02.2017].

The International Net Investment Position as the Key Measure of Assessment of External Stability of Poland's Economy in 2004-2016

Summary

The article begins from information on the level of openness of the Polish economy to financial and capital flows as well as trade with the UE countries and other ones. In his study, the author carried out an analysis of assessment of Poland's external disequilibrium based on the volume and structure of international investment position, gross and net external debt ratios, and current accounts. The adopted time-frame of the analysis, the years 2004-2016, allowed examining the changes occurred in the Polish economy against the background of the EU member states. As valuable were considered the remarks made by the EU and IMF on the ways of external rebalancing and improvement of the state of public finance in Poland. In conclusion, the level of foreign indebtedness of Poland's economy is considered as the excessive and threatening with aggravation of its external disequilibrium in the future. In his study, the author made use mainly of the descriptive method and basic statistical methods.

Key words: openness of the economy, international investment position, foreign debt, external disequilibrium, new countries of the European Union.

JEL codes: F36, F41, F21

Artykuł nadesłany do redakcji w maju 2017 roku

© All rights reserved

Afiliacja:

dr Andrzej Janowicz

Akademia Finansów i Biznesu Vistula

Wydział Biznesu i Stosunków Międzynarodowych

ul. Stokłosa 3

02-787 Warszawa

tel.: 22 457 23 00

e-mail: a.janowicz@vistula.edu.pl