

ZNACZENIE OBROTÓW BIEŻĄCYCH I KAPITAŁOWYCH DLA STABILNOŚCI FINANSÓW ZAGRANICZNYCH. PRZYKŁAD KRAJÓW GRUPY WYSZEHRADZKIEJ

Janusz Sawicki*

Transakcje finansowe między rezydentami i nierezydentami zapisywane na rachunku bieżącym i kapitałowym (RBK) bilansu płatniczego pokazują strumienie środków w walutach obcych wpływających do gospodarki i z niej wypływających. Saldo na rachunku bieżącym i kapitałowym, jak napisał P. Sulmicki, informuje o stanie równowagi zewnętrznej gospodarki i stabilności finansów zagranicznych¹. Wystąpienie szoku w gospodarce, której finanse są niestabilne powoduje kryzys. Przykładem takiej sytuacji jest kryzys azjatycki z 1997 roku lub kryzys zadłużeniowy w unii gospodarczej i walutowej (UGW) z 2010 roku². W żadnym z krajów dotkniętych kryzysem w Azji (Indonezja, Korea Płd., Tajlandia, Malezja i Filipiny) udział długu publicznego w PKB nie przekraczał w 1996 roku 50% (poza Filipinami – 53%). W Tajlandii, gdzie kryzys się rozpoczął, dług publiczny nie był większy niż 4% PKB. Jednak w krajach tych (poza Koreą Płd.) przed wybuchem kryzysu znacząco wzrastał dług zagraniczny. Deficyt na rachunku bieżącym przekraczał przed kryzysem 5% PKB (średnio dla tych czterech krajów), a dług zagraniczny 53% PKB (w Tajlandii deficyt bilansu płatniczego przekroczył w 1996 r. 8% PKB)³. Podobnie w UGW, kraje, które musiały skorzystać z pomocy finansowej zagranicy notowały w 2010 roku wysokie i rosnące zobowiązania zagraniczne: Grecja – 99%⁴, Portugalia – 104,3%, Irlandia – 113,9%, Hiszpania – 88,6%, Łotwa – 83,0%, Estonia – 71,2%. Natomiast Włochy, z zadłużeniem publicznym w 2010 roku na poziomie 119% PKB, miały dług zagraniczny netto w wysokości 23,4% PKB, co umożliwiło im stabilizowanie sytuacji finansowej. Podobną sytuację obserwujemy obecnie w Japonii, gdzie krajowe zadłużenie publiczne wynosi ponad 215% PKB, a zagraniczne jedynie około 18% PKB. Różnica między zadłużeniem krajowym i zagranicznym sprowadza się między innymi do kierunku transferu środków. Dług krajowy oznacza międzypokoleniowy transfer środków, a dług zagraniczny międzynarodowy transfer środków. Oczywiście wysokie zadłużenie krajowe zwiększa prawdopodobieństwo niestabilności finansowej i wystąpienia szoków. Saldo na rachunku bieżącym (suma eksportu netto, sald dochodów z inwestycji zagranicznych i transferów) stanowi różnicę między oszczędnościami prywatnymi, inwestycjami i saldem rachunków publicznych, zatem gdy inwestycje i oszczędności prywatne są stabilne w czasie, to deficytowi budżetowemu towarzyszyć będzie deficyt na rachunku bieżącym.

J. Pisani-Ferry i S. Merler⁵ przytaczają szereg analiz, z których wynika, że kryzys finansowy w UGW był kryzysem bilansu płatniczego. W Grecji, Portugalii, Irlandii, Włoszech oraz Hiszpanii notowano gwałtowny odpływ kapitału,

destabilizujący równowagę zewnętrzną i wewnętrzną. Kraje UGW próbowały opanować sytuację spowodowaną odpływem kapitału korzystając ze środków publicznych, Międzynarodowego Funduszu Walutowego (MFW) oraz Eurosystemu, które dostarczały płynności systemom finansowym tych krajów. Eurosystem okazał się w tym okresie skutecznym instrumentem ochrony przed szokiem wywołanym nagłym odpływem kapitału prywatnego. Takiego instrumentu nie mają kraje, których waluta nie jest walutą rezerwową i których bank centralny nie może pełnić roli gwaranta płynności w walucie obcej⁶. W przypadku zahamowania napływu lub gwałtownego odpływu środków kraje, które nie mogą liczyć na wsparcie banku centralnego (jak było w przypadku kryzysu azjatyckiego), muszą albo wykorzystywać zgromadzone rezerwy dewizowe, albo pozwolić na gwałtowną dewaluację waluty, która w zależności od elastyczności cenowej popytu na eksport danego kraju, może przyspieszyć wzrost eksportu i poprzez mnożnik eksportowy umożliwić utrzymanie wzrostu dochodu. Dotyczy to trzech krajów Grupy Wyszehradzkiej (KGW): Czech, Węgier i Polski.

Celem artykułu jest porównanie dynamiki równowagi zewnętrznej KGW w latach 1994-2015, pokazanie elementów wspólnych i różniących te gospodarki z punktu widzenia stabilności finansów zagranicznych. Różne znaczenie poszczególnych składowych rachunku bieżącego i kapitałowego dla stabilności finansów poszczególnych krajów wskazuje na różnice w ich wrażliwości na szoki zewnętrzne i na możliwe źródła pogorszenia stabilności finansowej Polski i jej ważnych partnerów gospodarczych w Europie Środkowej.

Czynniki kształtujące rachunek bieżący i kapitałowy bilansu płatniczego

Po wybuchu światowego kryzysu w 2008 roku, a następnie kryzysu zadłużeniowego w unii gospodarczej i walutowej w 2010 roku, w MFW i Unii Europejskiej zapoczątkowano prace nad instrumentami oceny stanu równowagi zewnętrznej gospodarek. Podjęto próbę określenia właściwego, z punktu widzenia bezpieczeństwa finansowego, poziomu salda na rachunku bieżącym i udziału zobowiązań zagranicznych netto (międzynarodowej pozycji inwestycyjnej netto – MPIN) w PKB. Zgodnie z art. 3 i 4 rozporządzenia (UE) nr 1176/2011 w sprawie zapobiegania zakłóceniom równowagi makroekonomicznej i ich korygowania Komisja Europejska przyjęła granice ostrzegawcze relacji salda na rachunku bieżącym bilansu płatniczego do PKB liczone według wzoru (1) na poziomie minus 4% dla gospodarek deficytowych i na poziomie plus 6% dla gospodarek z nadwyżkami na rachunku bieżącym.

$$W = [(RB_t / Y_t) + (RB_{t-1} / Y_{t-1}) + (RB_{t-2} / Y_{t-2})] / 3 \quad (1)$$

gdzie:

RB = rachunek bieżący bilansu płatniczego,

Y = PKB.

Saldo na rachunku bieżącym jest wynikiem realizowanego w danym okresie t eksportu netto (SH), salda dochodów z inwestycji zagranicznych⁷ (D) oraz salda transferów bieżących (T)⁸. Eksport netto jest różnicą między wartością eksportu i importu towarów i usług. Saldo dochodów z inwestycji zagranicznych jest funkcją wielkości i struktury zagranicznych zobowiązań netto, czyli zagranicznych pasywów i aktywów oraz poziomu zwrotu ze zrealizowanych inwestycji (z_t). Saldo transferów bieżących jest sumą przekazów autonomicznych⁹ (głównie przekazy zarobków, transfery rzeczowe itp.) oraz umownych (np. przekazów w ramach kolejnych perspektyw finansowych Unii Europejskiej). Saldo rachunku bieżącego powiększane jest w statystyce bilansu płatniczego o saldo rachunku kapitałowego (K)¹⁰. Saldo rachunku bieżącego i kapitałowego (w walucie obcej) przyjmuje więc postać (2):

$$RBK_t = SH_t + D_{t-1} * z_t + TK_t \quad (2)$$

W celu określenia stopnia wrażliwości (odporności) systemu finansowego na nagłe zmiany otoczenia (szok) istotne jest poznanie dynamiki relacji zachodzących na rachunku bieżącym i kapitałowym opisanych wzorem (2). W tym celu dane w równaniu (2) przeliczamy na walutę krajową¹¹, a następnie dzielimy obustronnie przez PKB w okresie t . W efekcie otrzymujemy równanie (3):

$$\frac{(RBK_t * \phi_t) / Y_t = (SH_t * \phi_t) / Y_t + [\phi_t * (D_{t-1} * z_t)] / [Y_{t-1} * (1 + r_t)] + (TK_t * \phi_t) / Y_t}{(3)}$$

gdzie, poza wcześniej wyjaśnionymi symbolami:

ϕ – kurs waluty obcej w walucie krajowej w okresie t ,

r_t – stopa wzrostu PKB w okresie t ,

z_t – zwrot z inwestycji zagranicznych netto ważony udziałem zagranicznych aktywów i pasywów.

Zapisując małymi literami relacje: salda rachunku bieżącego i kapitałowego, eksportu netto, zobowiązań zagranicznych netto oraz transferów, do dochodu narodowego otrzymujemy równanie (4):

$$rbk_t = sh_t + (d_{t-1} * z_t) / (1 + r_t) + tk_t \quad (4)$$

Równanie (4) pokazuje od czego zależy relacja salda rachunku bieżącego i kapitałowego do dochodu narodowego w okresie t . Wskaźnik udziału RBK do PKB w okresie t jest funkcją zrealizowanego w tym okresie salda handlowego (eksportu netto), zobowiązań zagranicznych netto¹² zakumulowanych w okresie 1,..., $t-1$, kosztów obsługi zobowiązań zagranicznych netto (zależnych od ceny pieniądza oraz zyskowności inwestycji bezpośrednich, czyli stóp zwrotu z inwestycji zagranicznych z_t), transferów bieżących i kapitałowych otrzymanych w okresie t , a także od tempa zmian PKB (r_t) w okresie t .

W celu objaśnienia znaczenia kursu walutowego¹³ dla zmian salda rachunku bieżącego wprowadzamy równania (5)–(7)¹⁴. Gdy salda rachunku bieżącego (w walucie krajowej), przekształcamy na salda w walucie obcej w okresach

t oraz $t-1$, to wtedy otrzymujemy odpowiednio równania (5) i (6):

$$A = RB_t * \phi_t = SH_t * \phi_t + D_{t-1} * \phi_t * z_t \quad (5)$$

$$B = RB_{t-1} * \phi_{t-1} = SH_{t-1} * \phi_{t-1} + D_{t-2} * \phi_{t-1} * z_{t-1} \quad (6)$$

Zakładamy utrzymanie poziomu salda na rachunku bieżącym w kolejnych latach, gdy $A=B$. Po przekształceniach znajdujemy poziom eksportu netto wyrażony w walucie obcej. Gdy $(\phi_t / \phi_{t-1}) = \phi^{\wedge} < 1$ oznacza deprecjację kursu waluty krajowej oraz gdy dla uproszczenia założymy, że $\phi_{t-1} = 1$, wtedy poziom eksportu netto stabilizujący udział zagranicznych zobowiązań w PKB zapisujemy równaniem (7):

$$SH_t = \{[(1+r_t) / \phi^{\wedge}] * (SH_{t-1} + D_{t-2} * z_{t-1})\} - (D_{t-1} * z_t) \quad (7)$$

Z równania (7) wynika, że stabilizowanie relacji salda na rachunku bieżącym do PKB w okresie t wymaga realizacji eksportu netto na poziomie uzależnionym od wartości zobowiązań zagranicznych netto, tempa zmian salda obsługi zobowiązań zagranicznych, tempa wzrostu PKB oraz zmian kursu walutowego¹⁵. Wzrost kosztów obsługi zobowiązań zagranicznych netto w okresie t wiąże się z koniecznością zwiększenia wartości eksportu netto, podobnie jak dewaluacja waluty (przy powyższych założeniach) czy jak *ceteris paribus* spadek tempa wzrostu nominalnego PKB.

Analiza statystyczna luki pożyczkowej w bilansie płatniczym

Eksport netto stanowi z reguły główną pozycję rachunku bieżącego bilansu płatniczego i daje podstawową informację o stanie równowagi zewnętrznej gospodarki. Tak jest w szczególności, gdy przepływy kapitałowe niezwiązane z przepływem towarów i usług są relatywnie niewielkie¹⁶. Jeżeli w danym kraju występuje nadwyżka importu nad eksportem, to jest ona finansowana wzrostem zobowiązań zagranicznych tego kraju. Zobowiązania zagraniczne netto są sumą rozliczeń wszystkich podmiotów uczestniczących w stosunkach gospodarczych z zagranicą (zarówno publicznych, jak i prywatnych). Do obsługi zobowiązań zagranicznych kraj może wykorzystywać własne oszczędności lub zaciągać zobowiązania zagraniczne. Zatrzymanie wzrostu zobowiązań zagranicznych wymaga w związku z tym wygosparowania oszczędności w kraju. Jeżeli przyjmiemy za definicję salda bilansu płatniczego różnicę między dochodami a płatnościami dokonanymi między rezydentami i nierezydentami¹⁷, to oszczędności mające na celu zmniejszenie zobowiązań zagranicznych mogą mieć formę nadwyżek eksportu nad importem lub spłaty kapitałowych zobowiązań brutto (inwestycji realnych, udziałowych, dłużnych, spłaty kredytów itp.). Na faktyczny poziom zobowiązań, inny niż wynikający wyłącznie z wymiany handlowej, wpływają transgraniczne przepływy kapitału oraz zmiany waloryzacji zobowiązań zagranicznych¹⁸. Równowaga w bilansie płatniczym wymaga w związku z tym spełnienia zależności opisanych równaniem (8):

$$EX_t * P_{ex} + \Delta D_t = P_{im} * IM_t * \Phi_t \quad (8)$$

gdzie:

ΔD – przepływy netto kapitału będące, wg stosowanych standardów statystycznych NBP (BPM6), sumą sald dochodów pierwotnych, dochodów wtórnych oraz sald transferów kapitałowych¹⁹,

P_{ex} – cena eksportowa,

P_{im} – cena importowa.

Przepływ kapitału ΔD rejestrowany na rachunku bieżącym i kapitałowym, w zależności od relacji opisanych równaniami (7) i (8), wpływa na równowagę zewnętrzną i akumulację zagranicznych zobowiązań kraju. W tabeli 1 pokazujemy rejestrowane w bilansie płatniczym strumienie przepływów handlowych i kapitałowych, które kreują pierwotne walutowe potrzeby pożyczkowe kraju (w % PKB; dane MFW w USD).

Tabela 1

Pierwotne zagraniczne potrzeby pożyczkowe krajów Grupy Wyszehradzkiej (w walutach obcych) w latach 2004-2015

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Razem 2004-2015
A. eksport netto													
Czechy	-2,4%	-1,5%	-2,7%	-3,5%	-3,8%	-4,1%	-5,1%	-5,5%	-5,4%	-5,3%	-6,1%	-5,0%	-50,5%
Polska	-2,6%	-1,0%	-2,2%	-3,6%	-5,1%	-0,9%	-2,1%	-2,1%	-0,6%	1,8%	1,3%	2,8%	-14,2%
Słowacja	-4,0%	-5,4%	-4,1%	-0,8%	-2,3%	-1,0%	-1,1%	-0,5%	4,0%	4,7%	3,9%	2,5%	-4,1%
Węgry	-3,3%	-1,2%	-1,0%	0,5%	0,4%	4,1%	5,3%	6,2%	6,8%	7,3%	7,2%	8,6%	40,9%
B. luka pożyczkowa													
Czechy	-2,3%	1,2%	0,4%	-0,7%	-1,6%	-0,4%	-2,1%	-1,6%	-0,4%	0,5%	0,5%	1,4%	-5,3%
Polska	-4,6%	-3,4%	-4,9%	-6,4%	-8,5%	-3,9%	-5,3%	-5,6%	-4,2%	-1,8%	-2,0%	-0,2%	-50,8%
Słowacja	-12,2%	-12,9%	-11,7%	-7,5%	-7,1%	-4,4%	-4,1%	-3,5%	0,6%	1,2%	-0,3%	-1,1%	-63,1%
Węgry	-7,1%	-5,7%	-6,2%	-5,3%	-6,8%	-5,2%	-3,2%	-1,2%	-0,1%	1,5%	3,1%	2,7%	-33,3%
C. transfery i saldo kapitałowe													
Czechy	-0,8%	0,6%	0,0%	0,2%	0,0%	0,9%	1,1%	0,3%	1,3%	2,7%	1,7%	3,6%	11,6%
Polska	2,1%	2,2%	2,9%	3,3%	2,7%	2,9%	3,2%	3,6%	3,7%	3,8%	3,8%	3,4%	37,6%
Słowacja	2,5%	2,4%	2,1%	2,3%	1,8%	1,4%	2,7%	2,5%	3,0%	1,9%	1,7%	5,2%	29,4%
Węgry	0,8%	1,3%	1,3%	0,9%	1,2%	2,9%	3,1%	4,0%	4,7%	6,7%	6,4%	7,3%	40,6%
Reinwestowane zyski - saldo													
Czechy	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	-0,4%	-0,1%	-0,1%	2,2%	2,3%	0,7%	-0,3%	0,6%	1,7%
Polska	2,4%	1,1%	1,5%	2,2%	-0,3%	1,5%	1,5%	1,3%	1,1%	1,0%	1,4%	1,1%	15,8%
Słowacja	1,8%	2,6%	2,0%	1,8%	1,9%	0,8%	1,5%	1,6%	0,2%	1,5%	1,5%	1,2%	2,3%
Węgry	2,2%	1,9%	1,6%	2,1%	0,3%	-3,3%	-2,2%	-0,4%	0,3%	0,7%	3,9%	1,3%	8,5%

Źródło: Opracowanie własne; dane RBK w USD wg MFW, dane RBK w walutach narodowych wg Ameco, dane PKB wg OECD.

Przez pierwotne zagraniczne potrzeby pożyczkowe (lukę/nadwyżkę płatniczą w walutach obcych) rozumiemy sumę eksportu netto oraz sald dochodów inwestycyjnych (zwrotów – dywidend, odsetek – z zagranicznych aktywów i pasywów) korygowaną o saldo reinwestowanych zysków. Saldo reinwestowanych zysków odgrywa w poszczególnych KGW różną rolę w określaniu luki pożyczkowej. W latach 2004-2015 w Polsce wyniosło średnio 15,8% PKB, w Czechach 25%, a na Węgrzech około 9%. Relatywnie niski poziom sald reinwestowanych zysków na Węgrzech wynikał z diametralnie innej struktury tej pozycji, tj. reinwestowanych zysków rezydentów i nierezydentów realizowanych z ich inwestycji bezpośrednich. Pokazują to dane przedstawione w tabeli 2.

W Polsce rezydenci *de facto* nie reinwestowali swoich zysków, podobnie jak w Słowacji. Natomiast na Węgrzech reinwestowane przez rezydentów skumulowane zyski wyniosły w badanym okresie prawie 40% PKB. Po akcesji KGW do UE największą skumulowaną lukę pożyczkową notowano w Słowacji, najmniejszą w Czechach. Luka pożyczkowa jest w bilansie płatniczym finansowana transferami (bieżącymi i kapitałowymi) lub wzrostem zadłużenia. Od 2004 roku największe transfery bieżące²⁰ i kapitałowe, liczone w relacji do PKB, notowały Węgry, najmniejsze Czechy. Od 2009 roku na Węgrzech szybko zmniejszyły się potrzeby pożyczkowe bilansu płatniczego, co pozwoliło osiągnąć równowagę zewnętrzną i zmniejszyć zależność stabilności finansowej od napływu transferów zagranicznych.

Tabela 2

Skumulowana wartość reinwestowanych zysków z zagranicznych aktywów i pasywów BIZ w latach 2004-2015 (udział % w PKB)

Czechy		Polska		Słowacja		Węgry	
aktywa	pasywa	aktywa	pasywa	aktywa	pasywa	aktywa	pasywa
5,8%	24,9%	0,1%	15,8%	0,5%	7,1%	39,7%	48,2%

Źródło: Jak w tabeli 1. BIZ – bezpośrednie inwestycje zagraniczne.

nych. Z danych prezentowanych w tabelach 1 i 2 wynika znaczna zależność stabilności finansowej Polski od transferów zagranicznych. Skumulowane saldo transferów bieżących i kapitałowych wyniosło, od wejścia Polski do UE, około 38% PKB²¹. W Słowacji ciągle wysokie potrzeby pożyczkowe bilansu płatniczego są zaspokajane w ramach Eurosystemu. Sytuacja Węgier jest inna z uwagi na wysoki poziom eksportu netto i zysków reinwestowanych przez inwestorów bezpośrednich. Na tym tle sytuacja finansów zagranicznych Czech jest zrównoważona.

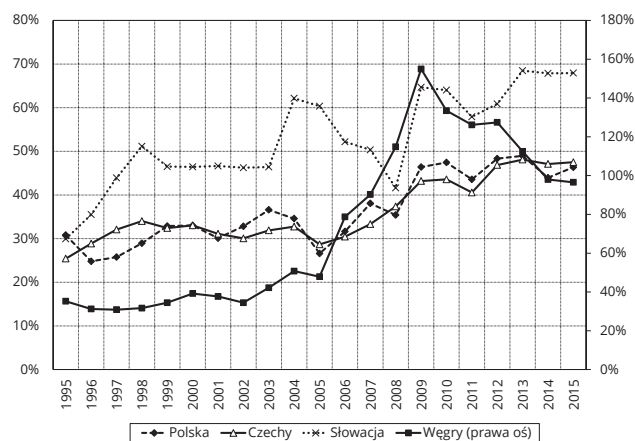
Konieczność pokrywania potrzeb pożyczkowych nowymi zobowiązaniami powoduje narastanie zobowiązań

zagranicznych. Na wykresach 1 i 1A przedstawiamy zmiany udziału zadłużenia zagranicznego (długu instytucji rządowych, kredytu komercyjnego, depozytów itp.) oraz bezpośrednich inwestycji zagranicznych (BIZ) w PKB. W pewnym stopniu korespondują one ze zmianami struktury rachunku bieżącego w krajach Grupy Wyszehradzkiej.

Zamknięcie luki pożyczkowej w bilansie płatniczym w 2012 roku pozwoliło gospodarce węgierskiej na zmniejszenie udziału zobowiązań zagranicznych w PKB. Udział zadłużenia portfelowego, kredytu komercyjnego, pożyczek itp. w PKB zmalał w tym kraju z 160% do około 100%, tj. do

Wykres 1

Udział pasywów BIZ brutto w PKB (USD)

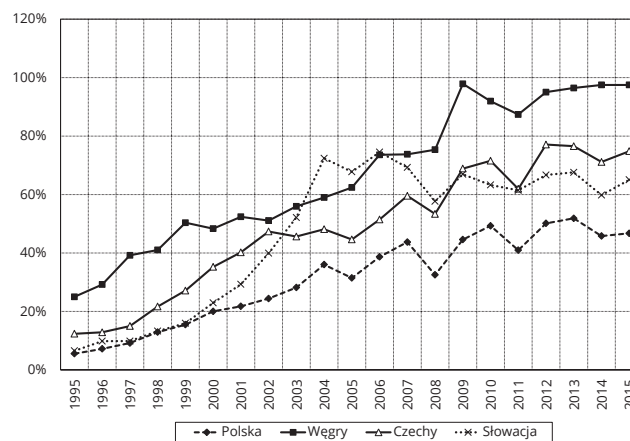


Źródło: Jak w tabeli 1; dane BIZ dla Węgier wg Narodowego Banku Węgier.

poziomu rejestrowanego od początku kryzysu finansowego w Polsce i Czechach. Na Słowacji udział zobowiązań brutto z powyższych tytułów wzrósł do ponad 150%. Natomiast we wszystkich KGW od początku kryzysu zadłużeniowego UGW rejestrujemy stabilny udział BIZ w PKB (najwyższy na Węgrzech). Zwraca uwagę, że w Polsce udział BIZ w PKB jest najniższy, co wobec relatywnie niskiego udziału eksportu netto w PKB i znacznej luki pożyczkowej stawia pytanie o skuteczność polityki wobec inwestycji bezpośrednich. Relatywnie niski, w stosunku do pozostałych KGW,

Wykres 1A

Udział zadłużenia zagranicznego brutto w PKB (USD)



udział BIZ w PKB tłumaczy w pewnym stopniu różnica potencjałów gospodarek mierzona poziomem PKB. Jednak przy relatywnie wysokim udziale reinwestowanych zysków netto w PKB notujemy znaczną lukę gotówkową w bilansie płatniczym. Oznacza to, że zrealizowane już inwestycje bezpośrednie stanowią znaczne obciążenie dla bilansu płatniczego. Wynikać to może z niskiego poziomu eksportu netto będącego efektem tych inwestycji, jak również z wysokich zwrotów z tytułu zagranicznych inwestycji ulokowanych w Polsce.

Analiza statystyczna relacji salda na rachunku bieżącym i kapitałowym do PKB w krajach Grupy Wyszehradzkiej w latach 1994-2015

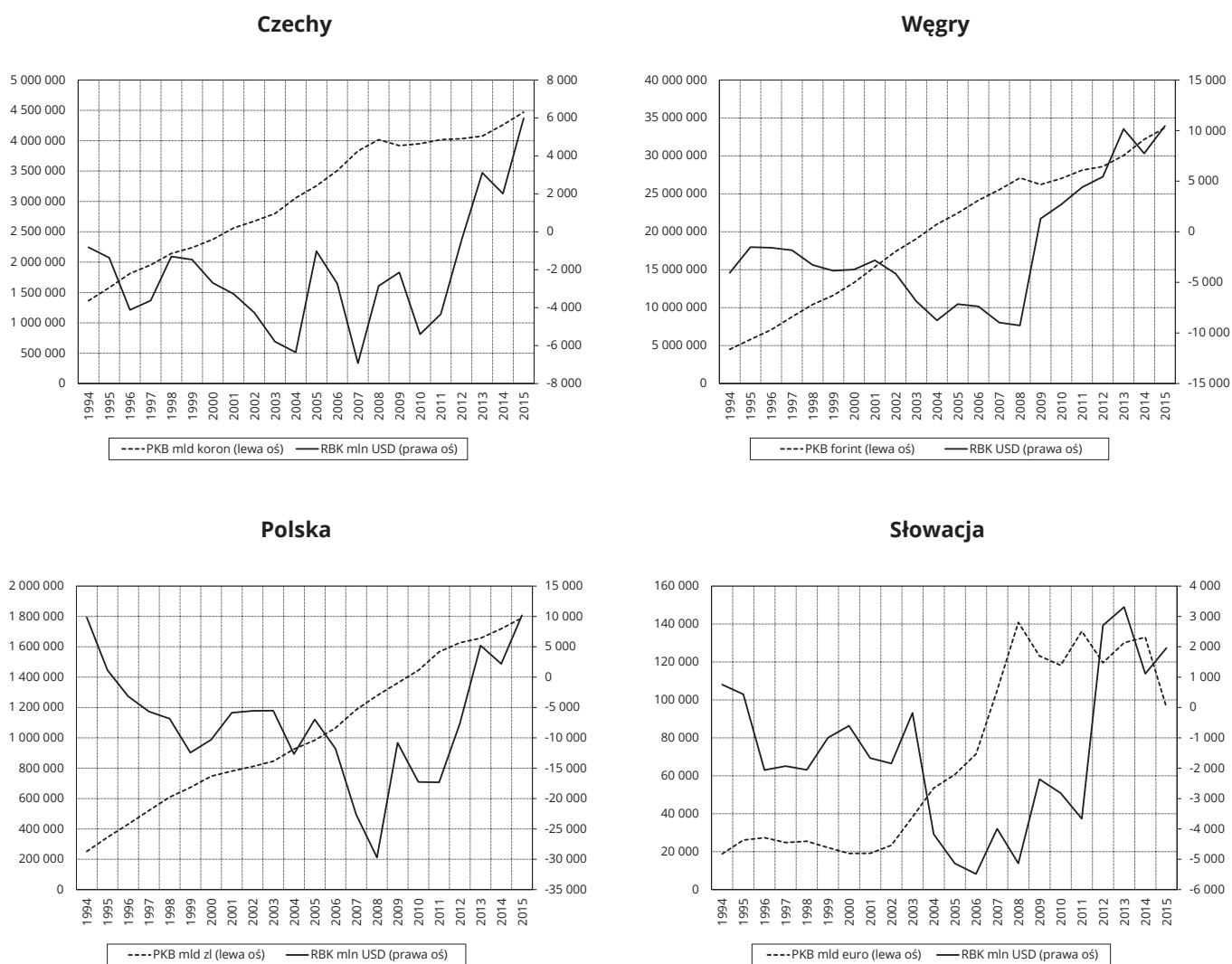
Wejście KGW do Unii Europejskiej w 2004 roku spowodowało zmiany stanu równowagi zewnętrznej tych gospodarek. Były to przemiany istotne, dotyczyły bowiem powiązań gospodarki z otoczeniem, relacji współdecydujących o stabilności finansowej. Od 2008 roku na stosunki z zagranicą istotny wpływ wywarł światowy kryzys finansowy, a następnie, w 2010 roku – szok spowodowany destabilizacją wywołaną problemami zadłużenia sektora publicznego i bankowego w UGW. Zmieniający się poziom awersji do ryzyka, zmienność kursów walutowych i cen aktywów czy skutki polityki finansowej i monetarnej prowadzonej przez główne światowe centra gospodarcze, mają istotny wpływ na poziom równowagi zewnętrznej mierzonej udziałem salda na rachunku bieżącym i kapitałowym w PKB. Na czyn-

niki zewnętrzne kraje nie mają wpływu. Natomiast prowadzona polityka gospodarcza powinna uwzględniać siłę związku, jaki zachodzi między podstawowymi składowymi rachunku bieżącego i kapitałowego a PKB. W analizie porównawczej krajów Grupy Wyszehradzkiej saldo na rachunku bieżącym bilansu płatniczego RB_t i PKB $_t$ w okresie t zapisujemy w walucie zagranicznej (dolarach – USD). Dane porównywalne podaje MFW. W artykule analizujemy relacje między saldem na rachunku bieżącym i kapitałowym a PKB. Porównanie zmian tych wielkości w badanym okresie wskazuje przyczyny odmiennego kształtowania się równowagi zewnętrznej w każdym z krajów Grupy Wyszehradzkiej (wykres 2).

Na wykresie 2 zmiany PKB przedstawione są w walutach narodowych, a salda RBK w dolarach. Do 2008 roku wszystkie KGW cechował pogłębiający się deficyt na rachunku bieżącym i kapitałowym²². W krajach tych, podobnie jak

Wykres 2

Zmiany salda na rachunku bieżącym i kapitałowym (w USD) na tle zmian PKB (w walutach narodowych)



Źródło: Jak w wykresie 1.

w innych gospodarkach wschodzących, deficyt był w znacznym stopniu pochodną niedoboru kapitału, słabo rozwiniętego sektora finansowego, a z drugiej strony – znaczącego potencjału wzrostu (*catch-up growth potential*), tj. czynników przyciągających kapitał. Znaczną rolę odgrywały: członkostwo w Unii Europejskiej, liberalizacja handlu zagranicznego i przepływów kapitałowych oraz sztywność rynku pracy i rynku produktów, a także zachowania sektora gospodarstw domowych wynikające z wysokiej skłonności do konsumpcji. Po kryzysie z 2008 roku spowolnieniu wzrostu PKB liczonego w walutach narodowych nie towarzyszyło spowolnienie poprawy salda na rachunku bieżącym i kapitałowym liczonego w dolarach. Obserwowany wzrost dodatniego salda na rachunku bieżącym generowany był przez nadwyżki handlowe we wszystkich KGW, w szczególności na Węgrzech. Wzrost konkurencyjności, także w wyniku deprecjacji walut narodowych, stymulował wzrost eksportu netto²³. Średni spadek efektywnego realnego kursu waluty (REER) w KGW wyniósł w tym okresie 5,1 pkt.²⁴ Istotną rolę

w przywracaniu równowagi zewnętrznej miała w badanych krajach poprawa równowagi sektora publicznego wyrażająca się spadkiem deficytu budżetowego.

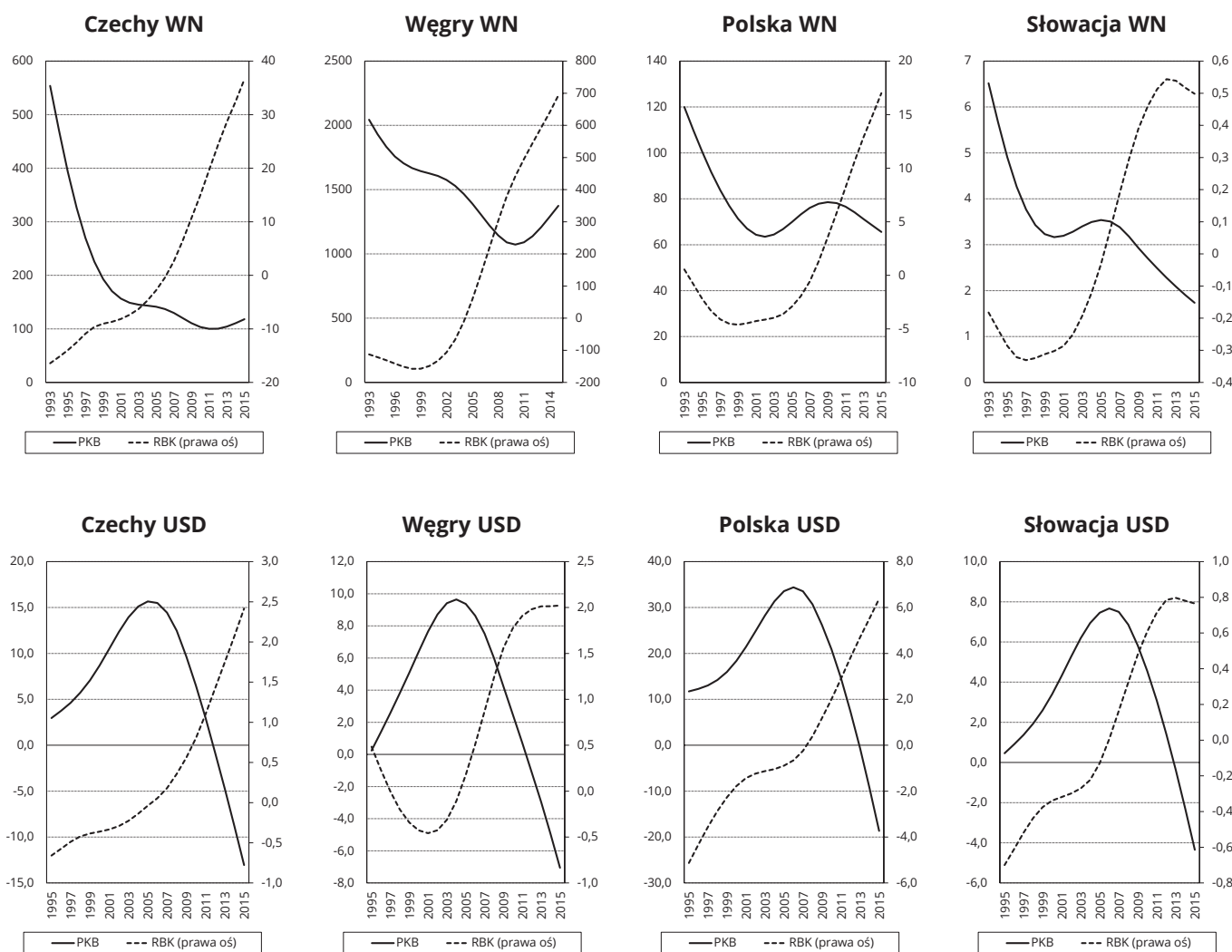
Na wykresie 3 przedstawiamy różnice w przebiegu trendów różnic (HP; 100) rocznych zmian dochodu (PKB_t – PKB_{t-1}) oraz RBK (RBK_t – RBK_{t-1}) wyrażone w walutach narodowych (WN) oraz w dolarach (USD).

Zwraca uwagę pewne podobieństwo przebiegu trendów różnic (HP) omawianych dwóch wielkości wyrażonych w walutach narodowych i dolarach – por. wykres 3. W przypadku walut narodowych pod koniec badanego okresu maleje tempo wzrostu PKB (poza Węgrami) i utrzymuje się wzrostowy trend RBK (z wyjątkiem Słowacji).

Biorąc pod uwagę dane denominowane w dolarach, w KGW notujemy spadkowy trend zmian PKB. We wszystkich KGW w latach 2009, 2012 i 2015 obserwowano szokowy spadek PKB liczonego w dolarach (związany ze zmiana-

Wykres 3

Trendy (HP) zmian PKB i RBK w krajach Grupy Wyszehradzkiej w latach 1995-2015



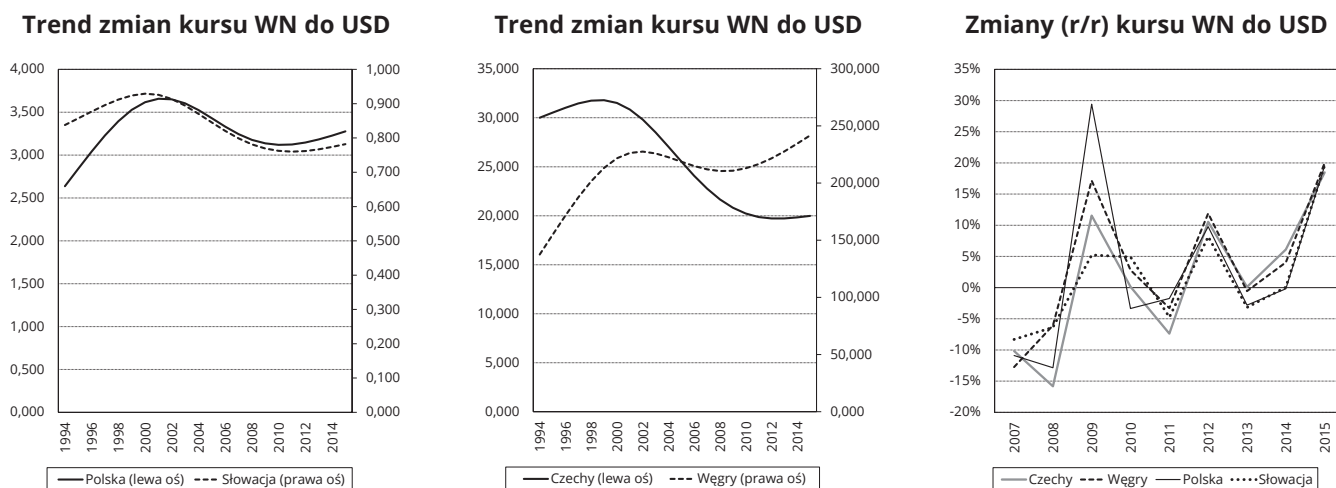
Źródło: Opracowanie własne; dane w USD wg MFV, dane w walutach narodowych (WN) wg Eurostatu.

mi kursowymi). Czeski PKB wyrażony w dolarach zmaleł także w 2014 roku. Natomiast we wszystkich KGW wzrastał, choć w różnym tempie, trend zmian (r-r) salda na rachunku bieżącym i kapitałowym. W Polsce i Czechach obserwujemy silny wzrostowy trend RBK w dolarach; na Węgrzech i w Słowacji trend wzrostu dodatniego salda na rachunku bieżącym i kapitałowym został zahamowany w ostatnich latach badanego okresu. Jedną z głównych przyczyn zaob-

serwowanych różnic są wahania kursu walut narodowych do dolara, wynikające z prowadzonej przez kraje polityki monetarnej. W wykresie 4 przedstawiono trendy zmian relacji kursów walut narodowych do dolara w latach 1995-2015. Zmiany na rynku kapitałowym zachodzące od czasu światowego kryzysu finansowego powodowały znaczną zmienność kursową w KGW, wpływając na poziom wskaźników stabilności finansowej.

Wykres 4

Zmiany kursów (trendu) walut narodowych do USD w krajach Grupy Wyszehradzkiej w latach 1995-2015



Źródło: Opracowanie własne; dane MFW; (lo) – lewa os , (po) – prawa os.

W wykresie 4 widać zróżnicowanie przebiegu trendów kursów walut narodowych do dolara w KGW w długim okresie. W analizowanych latach na Węgrzech prowadzono politykę deprecjacji kursu, a w Czechach około 2010 roku zahamowano aprecjację korony w stosunku do dolara. W Polsce zmiany kursu były zbliżone do zmian kursu euro do dolara w Słowacji, gdzie euro jest walutą narodową od 2009 roku. Natomiast od 2009 roku w KGW obserwuje się znaczne i podobne krótkookresowe wahania kursowe. Podobne są też zmiany wskaźnika udziału RBK w PKB, choć punkty przegięcia występowały w różnych latach. Maksymalny udział ujemnego salda RBK w PKB w Czechach przypadł na rok 2003 (-4,6%), a na Węgrzech na rok 2004 (-9,6%). W Polsce wystąpiły dwa maksyma: w 2004 r. (-5,8%) i w 2008 r. (-5,8%), podobnie jak w Słowacji, gdzie największy deficyt na rachunku bieżącym zanotowano w 2002 r. (-9,5%) i w 2005 r. (-8,9%). Do 2008 roku wszystkie KGW korzystały, choć w różnym zakresie, z rosnącej płynności finansowej na światowych rynkach, co dokumentują przedstawione w tabeli 3 średnie wskaźniki udziału RBK w PKB.

Największy średni udział zagranicznych oszczędności w kreowaniu PKB miały Polska i Słowacja w latach 2004-2009. W Czechach, podobnie jak na Węgrzech, większy deficyt na rachunku bieżącym bilansu płatniczego wystę-

pował natomiast w latach 1995-2003. Od początku kryzysu strefy euro w analizowanych krajach maleje, choć w różnym stopniu, deficyt na rachunku bieżącym. Po 2010 roku, mierząc w dolarach, Słowacja, Czechy i w szczególności Węgry stały się eksporterami netto oszczędności krajowych. Wynikało to nie tylko z dodatniej wartości eksportu netto, lecz także ze znacznego, w porównaniu z eksportem netto, napływu netto transferów prywatnych i publicznych (świadczeń jednostronnych). Nasuwa się pytanie, jak na zmiany absorpcji zagranicznych oszczędności reagował PKB, czyli jak kształtowała się *quasi* efektywność wykorzystania zewnętrznych oszczędności w postaci zmian PKB w całym badanym okresie (lata 1995-2015) oraz w podokresach wyodrębnionych z uwagi na wstąpienie obecnych krajów UGW do UE, a także kryzys zadłużeniowy w UGW. W okresie 1995-2009, a także w dwóch jego podokresach, tj. 1995-2003 i 2004-2009, we wszystkich KGW zanotowano ujemne skumulowane saldo na rachunku bieżącym i kapitałowym, któremu towarzyszył przyrost PKB. Średnioroczną efektywność wykorzystania zewnętrznych oszczędności, mierzoną relacją między przyrostem PKB i sumą sald na rachunku bieżącym i kapitałowym, czyli przyrostem zadłużenia nominalnego, w KGW przedstawiono na wykresie 5. Wyniki różnią się w zależności od tego, czy były liczone w dolarach czy walutach narodowych.

Tabela 3

Średni udział rachunku bieżącego i kapitałowego w PKB w krajach Grupy Wyszehradzkiej w latach 1995-2015

Średni udział RBK w PKB	Czechy	Polska	Słowacja	Węgry
1995-2015	-2,4%	-2,3%	-3,8%	-2,9%
1995-2003	-4,1%	-2,2%	-4,4%	-6,2%
2004-2009	-2,3%	-4,0%	-7,2%	-5,4%
2010-2015	0,2%	-0,8%	0,5%	5,2%

Źródło: Jak w tabeli 1.

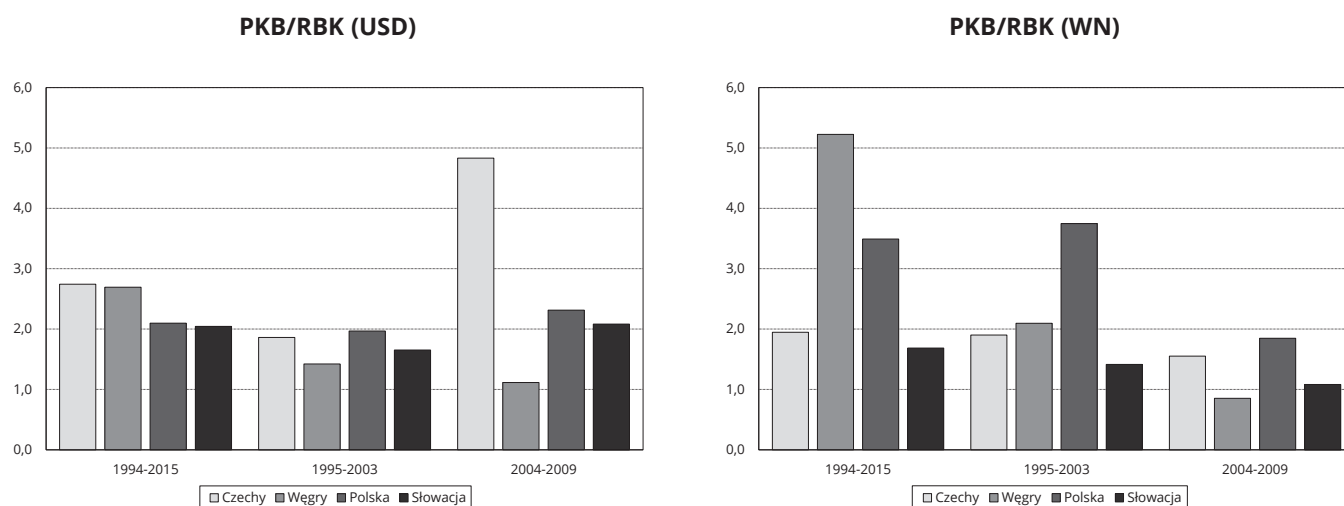
Liczone w dolarach relacje między przyrostem PKB i sumą sald na RBK były zbliżone w całym dwudziestoleciu 1995-2015, podobnie jak w latach 1995-2003. Natomiast

różnice efektywności wykorzystania oszczędności zagranicy są widoczne w okresie po wejściu KGW do UE, tj. w latach 2004-2009, zwłaszcza między gospodarkami Czech i Węgier. W Czechach na jeden dolar przyrostu długu przypadało trzykrotnie więcej przyrostu PKB niż na Węgrzech. Natomiast w przypadku kalkulacji w walutach narodowych, we wszystkich KGW zanotowano przyrost PKB i ujemną sumę sald na RBK.

W latach 1995-2009, jak i w całym dwudziestoleciu 1995-2015, przyrost PKB można odnieść do sumy ujemnych sald RBK, bowiem w tych wszystkich latach omawiane kraje kumulowały zobowiązania zagraniczne netto. Natomiast w ostatnich sześciu latach sytuacja w tym zakresie była zróżnicowana. Dane w tabeli 4 przedstawiają przyrost PKB w badanym okresie (Σ_t PKB) oraz sumę sald na rachunku bieżącym i kapitałowym (Σ_t RBK) ($t = 2010, \dots, 2015$).

Wykres 5

Relacja przyrostu PKB do sumy sald rachunku bieżącego i kapitałowego w krajach Grupy Wyszehradzkiej w latach 1995-2009



Źródło: Jak w wykresie 1.

Tabela 4

Zmiany skumulowanych PKB oraz rachunku bieżącego i kapitałowego w latach 2010-2015 w mld USD i walut narodowych

Kraj	Dolary (USD)		Waluty narodowe	
	Σ_t PKB	Σ_t RBK	Σ_t PKB	Σ_t RBK
Czechy	-23,92	0,93	550,00	-202,00
Polska	38,31	-24,66	428,00	-51,00
Słowacja	-2,07	2,60	14,00	-1,00
Węgry	-9,09	40,92	7 453,00	9 888,00

Źródło: Jak w tabeli 1.

Jeżeli do 2009 roku zmiany relacji PKB i RBK były w KGW zbliżone, to po roku 2010, a w szczególności pod koniec badanego okresu, kierunki zmian były różne. Licząc w dolarach, w latach 2010-2015 jedynie Polska zanotowała przyrost PKB, ale równocześnie tylko w Polsce suma sald na RBK była ujemna. W Czechach, Słowacji i na Węgrzech skumulowane saldo na RBK było dodatnie, ale towarzyszył mu spadek PKB. Innymi słowy, większość krajów Grupy Wyszehradzkiej – poza Polską – zaczęła od 2013 roku proces oddłużania zagranicznego. Kosztem był spadek PKB. Natomiast w przypadku analizy danych w walutach narodowych, wszystkie KGW zanotowały przyrost PKB, a tylko na Węgrzech towarzyszyło mu dodatnie saldo RBK. Trzeba podkreślić, że na Węgrzech przyrost dodatniego salda RBK był większy niż przyrost PKB. W Słowacji i Polsce przyrostowi

zobowiązań zagranicznych (w Polsce suma zmian salda na RBK wyniosła w tych latach 51 mld zł) towarzyszył znaczny przyrost PKB (w Polsce o 428 mld zł. tj. o 31% w stosunku do 2009 r.). Pokazuje to znaczenie polityki kursowej dla makroekonomicznych analiz stabilności finansów zagranicznych.

Znaczenie poszczególnych składników rachunku bieżącego i kapitałowego dla zmian RBK w krajach Grupy Wyszehradzkiej

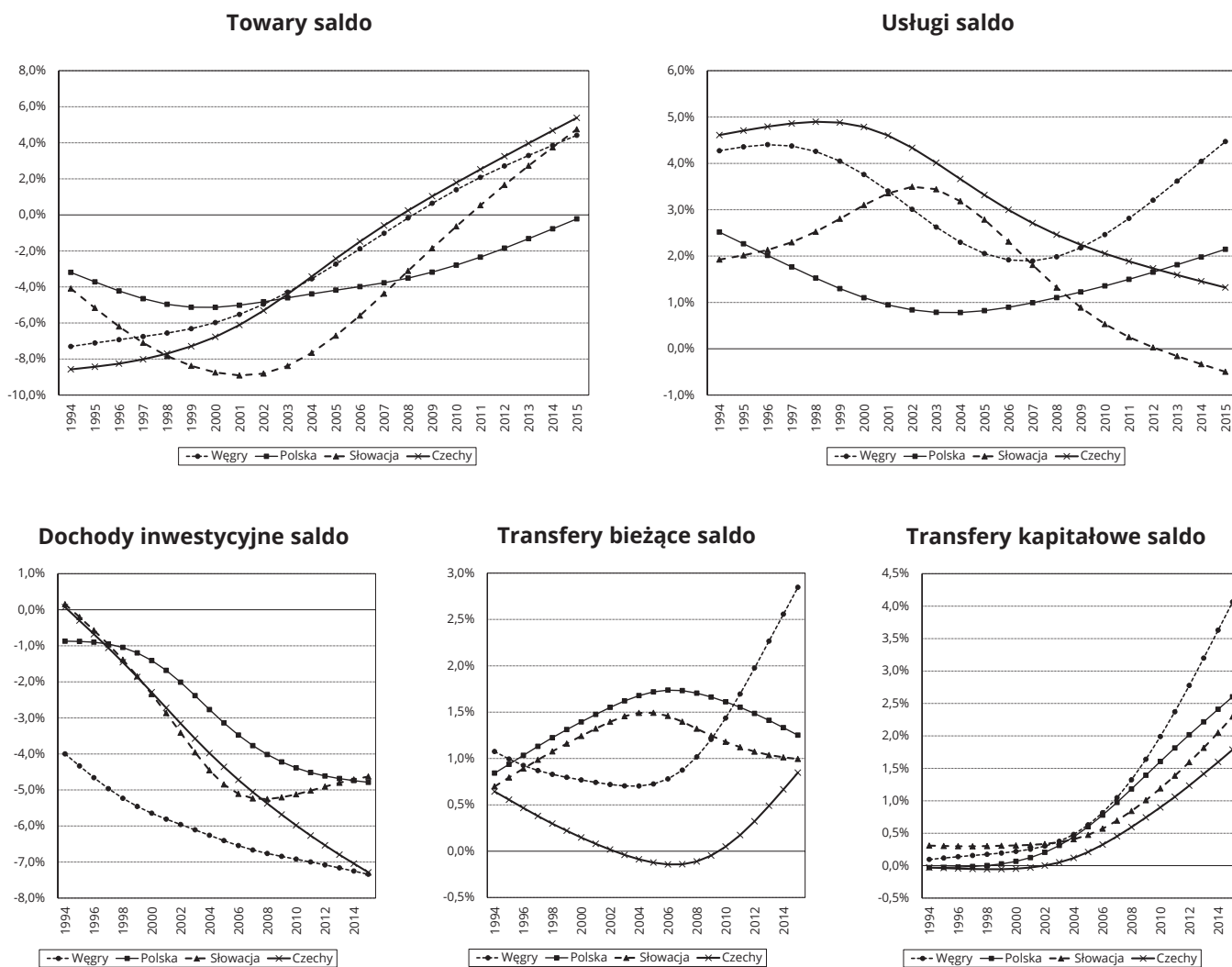
O trendzie zmian salda na rachunku bieżącym decydują składowe tego rachunku. Jak już wskazano, na saldo rachunku bieżącego wpływają przychody i wydatki z tytułu obrotów towarowych, usług, dochodów inwestycyjnych, transferów bieżących oraz salda na rachunku kapitałowym²⁵. Na wykresie 6 przedstawiono trend zmian udziału

poszczególnych składowych RBK w PKB w krajach Grupy Wyszehradzkiej.

Od 2004 roku we wszystkich KGW rósł udział eksportu netto w PKB. W 2015 roku Węgry i Czechy odnotowały udział przekraczający 4%. Wszystkie kraje miały też znaczny (w stosunku do PKB) poziom ujemnego salda dochodów inwestycyjnych, największy Czechy i Węgry (odpowiednio 7,3% PKB i 6,7% PKB), najmniejszy Polska (4% PKB). Innymi słowy, w Polsce trend kosztów obsługi netto zobowiązań zagranicznych jest relatywnie korzystniejszy niż w pozostałych KGW (z wyjątkiem Słowacji). W Polsce i Słowacji spadkowy jest też trend udziału w PKB transferów bieżących i salda na rachunku kapitałowym. Pokazuje to bezpieczniejszą sytuację Polski w przypadku wystąpienia szoku wywołanego zmianami kosztów obsługi zagranicznych zobowiązań czy zatrzymania transferów.

Wykres 6

Trend zmian udziału składowych rachunku bieżącego w PKB w krajach Grupy Wyszehradzkiej w latach 1994-2015



Źródło: Jak w wykresie 1.

Tabela 5

Szacunek przychodów i rozchodów z inwestycji zagranicznych w krajach Grupy Wyszehradzkiej w 2015 r.

Kraj		Stan na koniec 2014 r.	Przychody/wypłaty w 2015 r.	Saldo statystyczne	Rozchody (zwroty)	Wzrost wypłat o jeden pkt.	Hipotetyczne dochody /wypłaty	Saldo hipotetyczne	Różnica
Czechy	aktywa	181 874	4 077		2,2%	3,2%	5 895		
	pasywa	250 989	16 199	-12 122	6,5%	7,5%	18 709	-12 813	-691
Węgry	aktywa	297 943	7 192		2,4%	3,4%	10 172		
	pasywa	391 691	15 898	-8 706	4,1%	5,1%	19 815	-9 643	-937
Polska	aktywa	230 472	3 602		1,6%	2,6%	5 907		
	pasywa	565 236	22 724	-19 122	4,0%	5,0%	28 376	-22 469	-3 348
Słowacja	aktywa	64 991	1 084		1,7%	2,7%	1 734		
	pasywa	128 358	5 818	-4 734	4,5%	5,5%	7 101	-5 367	-634

Źródło: Jak w tabeli 1.

W tabeli 5 pokazujemy skumulowany udział poszczególnych pozycji RBK w PKB w dwóch okresach od wejścia KGW do UE, tj. w okresie od 2004 r. do 2009 r. i od 2010 r. do 2015 r.

Wśród analizowanych krajów najmniejszy wzrost udziału eksportu netto w PKB obserwujemy w Polsce. Wobec spadkowego trendu udziału transferów w PKB może to oznaczać, że o stabilizacji finansowej zdecyduje zdolność do utrzymania dodatniego salda towarowego. W Czechach natomiast obserwujemy najszybszy wzrost udziału deficytu dochodów z inwestycji i relatywnie niski udział transferów w PKB. Zabezpieczeniem stabilności jest w tym przypadku wysoki poziom eksportu netto. Na Węgrzech wysokie koszty obsługi zagranicznych zobowiązań pokrywa eksport netto i wysoki poziom transferów. W Słowacji istotne problemy płynności są rozwiązywane w ramach Eurosystemu.

Udział ujemnego salda dochodów z inwestycji zagranicznych w PKB jest funkcją zrealizowanych inwestycji finansujących nadwyżkę absorpcji nad produkcją krajową oraz prowadzonej polityki monetarnej, oddziałującej na poziom inwestycji kapitałowych. Wysoki, w porównaniu z eksportem netto towarów i usług, deficyt dochodów z inwestycji może ograniczać swobodę działania kierownictwa gospodarczego. Dlatego trend zmian salda dochodów inwestycyjnych netto na rachunku bieżącym jest jednym z istotnych wskaźników stabilności finansów zagranicznych. Niepewność odnośnie do tempa zmian salda dochodów pierwotnych wynika ze zmienności polityki stóp procentowych (głównych banków centralnych), zmian kursu walutowego, zmian cen aktywów oraz struktury pasywów, w tym udziału papierów wartościowych (dłużnych i udziałowych) w zobowiązaniach zagranicznych. Innymi słowy, można postawić tezę, że w celu utrzymania stabilności finansowej, mierzonej relacją deficytu na rachunku bieżącym do PKB, przyszły wzrost kosztów obsługi zobowiązań zagranicznych netto (abstrahując od transferów bieżących i kapitałowych) musi być kompensowany wzrostem eksportu netto w proporcji zależnej od tempa wzrostu kosztów

obsługi zobowiązań oraz udziału zobowiązań zagranicznych netto w eksporcie netto. Jeżeli $S_t > SH_t$, to znaczy, gdy wydatki z tytułu obsługi inwestycji bezpośrednich, portfelowych i pozostałych inwestycji dłużnych ($S_t = D_t * z_t$) są większe od eksportu netto (SH_t), obsługa zobowiązań zagranicznych następuje z rezerw dewizowych lub nowo zaciąganych zobowiązań w walutach obcych. W tym ostatnim przypadku, z punktu widzenia rozliczeń z zagranicą (rachunku bieżącego bilansu płatniczego), podmiot gospodarczy w rozumieniu Minskiego staje się jednostką typu Ponzi²⁶. Jeżeli tempo wzrostu obsługi zobowiązań zagranicznych jest większe niż tempo wzrostu eksportu netto:

$$S_{t-1} * (1+s_t) > SH_{t-1} * (1+sx_t) \quad (9)$$

to wymagane dla stabilizacji finansowej tempo zmian eksportu netto (sx_t), przy prognozowanym tempie wzrostu obsługi zobowiązań zagranicznych (s_t) wynika z zależności (10):

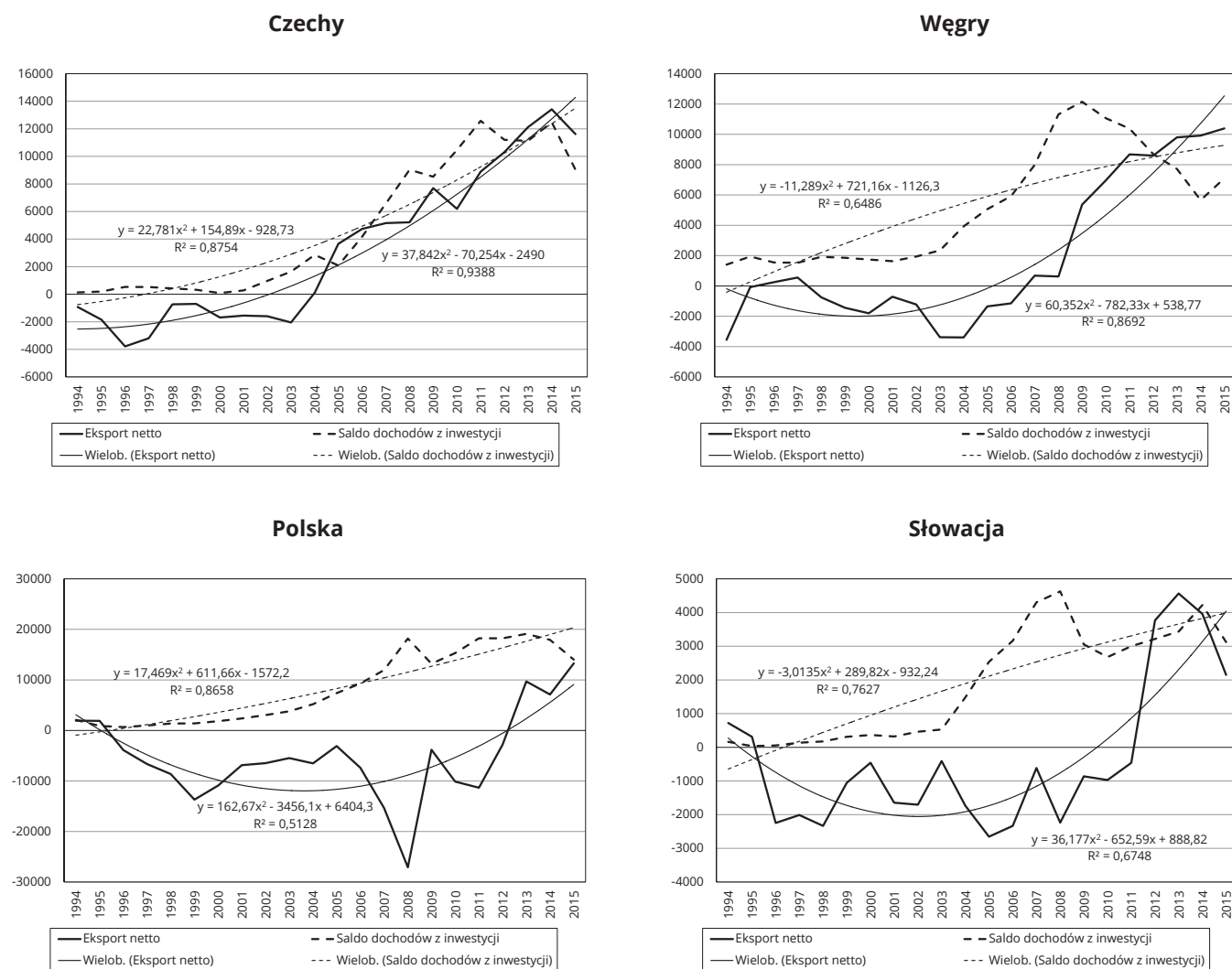
$$(S_{t-1} / SH_{t-1}) + s_t \sim sx_t + 1 \quad (10)$$

Równoważenie bilansu walutowego gospodarki wymaga szybszego tempa wzrostu eksportu netto niż tempa wzrostu kosztu obsługi inwestycji, które zależy nie tylko od zmian poziomu inwestycji zagranicznych, ale także od zmian zyskowności BIZ, kosztów pieniądza i kursu walutowego. Stabilność finansowa jest funkcją nie tylko wyników makroekonomicznych gospodarki (w tym tempa wzrostu PKB), ale zależy również od zmian koniunktury w otoczeniu, które wpływają zarówno na możliwości eksportowe, jak i na poziom obsługi zobowiązań podjętych wobec zagranicy. W wykresie 7 przedstawiono zmiany poziomu eksportu netto oraz salda dochodów z inwestycji zagranicznych pomniejszonych o saldo reinwestowanych zysków.

Z punktu widzenia stabilności finansowej KGW trzeba zauważyć, że od 2010 roku we wszystkich tych krajach wzrostowemu trendowi eksportu netto towarzyszy wolniejszy trend wzrostu salda dochodów inwestycyjnych. Na

Wykres 7

Zmiany poziomu eksportu netto i salda dochodów inwestycyjnych w krajach Grupy Wyszehradzkiej w latach 1994-2015



Źródło: Jak w wykresie 1.

Węgrzech obserwujemy wzrost tempa eksportu netto i równocześnie spadek tempa wydatków z tytułu dochodów inwestycyjnych, głównie dzięki zmniejszeniu reinwestowanych zysków. Podobna sytuacja występuje w Słowacji, lecz tam poziom reinwestowanych zysków jest niższy. Słowacja, jako państwo członkowskie UGW, nie ma problemów z płynnością w bilansie płatniczym, choć podobnie jak Polska, wykazuje lukę gotówkową w ostatnich dwóch badanych latach. Problemy ze stabilnością mogą być obserwowane w Czechach, gdzie trend dochodów inwestycyjnych netto jest zbliżony do trendu eksportu netto. W Polsce przyspieszenie tempa przyrostu deficytu na rachunku dochodów pierwotnych i zmniejszenie dodatniego salda handlowego może upodobnić sytuację do występującej w Czechach.

Jak wskazano, wysokość salda dochodów z inwestycji zagranicznych jest zależna zarówno od decyzji już podjętych (*path dependent*), jak i od zmian ceny pieniądza oraz

poziomu norm regulacyjnych (np. opodatkowania zysków). Wysokość wypłat z tytułu inwestycji zagranicznych waży na strukturze bilansu płatniczego w szczególności wtedy, gdy strumienie przepływów kapitałowych są w gospodarce wysoce niesymetryczne. O symetryczności przepływów informuje np. wskaźnik definiowany przez M. Obstfelda²⁷ zgodnie z równaniem (11):

$$GL = 1 - \{|A-L| / (A+L)\}, \quad (11)$$

gdzie: A oznacza zagraniczne aktywa brutto, a L zagraniczne pasywa brutto. W Polsce wskaźnik ten jest jednym z najniższych wśród nowych krajów UE (przyjętych do Unii po 2004 r.). Średni wskaźnik dla lat 2010-2015 wyniósł w Polsce 0,57, a w krajach UGW przekroczył 0,9. Na Węgrzech wynosił 0,83, w Czechach – 0,78, a w Słowacji – 0,67. We wszystkich KGW poziom wskaźnika wzrósł, wskazując na poprawę symetryczności przepływów kapitałowych.

Znaczenie symetryczności przepływów kapitałowych dla obciążenia bilansu płatniczego kosztami obsługi zadłużenia pokazuje symulacja wrażliwości salda dochodów inwestycyjnych na zmiany wielkości zwrotów zagranicznych zobowiązań netto. W tabeli 5 przedstawiono szacunek przychodów i rozchodów z tytułu inwestycji zagranicznych. Zwrot z zagranicznych aktywów i pasywów jest ilorazem wypłat z tytułu obsługi inwestycji rejestrowanych w bilansie płatniczym w 2015 roku i stanu zobowiązań z roku 2014.

Wzrost zwrotów z inwestycji o 1 pkt. proc. w Polsce zwiększa wypłaty o około 5,7 mld dolarów, a na Węgrzech o około 3 mld dolarów. Warto przy tym zauważyć, że w Polsce ujemne saldo dochodów z inwestycji wzrasta o około 3,3 mld dolarów, tj. o 17,5%, podczas gdy na Węgrzech o około 1 mld dolarów, tj. 10,7%, w Czechach o 5,7%, a w Słowacji o 13%. Jak wynika z przedstawionych szacunków, równowaga zewnętrzna zależy nie tylko od wysokości zwrotów z inwestycji zagranicznych, ale również od symetryczności przepływów kapitałowych. W tym zakresie sytuacja Polski znacznie odbiega na niekorzyść od obserwowanej w pozostałych KGW.

Podsumowanie. Wnioski

Poziom i dynamika zmian udziału salda na rachunku bieżącym i kapitałowym w PKB są miarami stabilności finansów zagranicznych gospodarki. Do czynników kształtujących trend tych wskaźników należą, poza eksportem netto: przepływy środków wynikające z obsługi zagranicznych inwestycji, transfery bieżące i kapitałowe²⁸ oraz tempo zmian PKB i kursu waluty narodowej. W artykule przeanalizowano zmiany, jakie zachodziły w bilansach płatniczych krajów Grupy Wyszehradzkiej w latach 1995-2015. Przystąpienie do Unii Europejskiej w 2004 roku, ułatwiające KGW dostęp do kapitału zagranicznego, przyczyniło się do pogłębienia deficytu na rachunku bieżącym i kapitałowym tych gospodarek. Od początku światowego kryzysu ekonomicznego obserwujemy w KGW, podobnie jak w UGW, zmniejszenie deficytu na rachunkach bieżących. Wzrasta, choć w różnym tempie, udział eksportu towarów netto w PKB. Równocześnie, zwiększające się zobowiązania zagraniczne netto powodują wzrost poziomu ujemnych sald dochodów inwestycyjnych w relacji do PKB; największy na Węgrzech i w Czechach (odpowiednio do 7,21% PKB i 6,7% PKB), najmniejszy w Polsce (4% PKB). Węgry i Czechy kompensowały go wzrostami transferów bieżących i kapitałowych. Licząc w dolarach, po 2010 roku Słowacja, Czechy i w szczególności Węgry stały się netto eksporterami oszczędności krajowych, zmniejszając swoje zobowiązania zagraniczne. Analizując pierwotne potrzeby pożyczkowe w bilansie płatniczym badanych krajów (definiowane jako suma eksportu netto oraz salda dochodów z inwestycji zagranicznych korygowanych o saldo reinwestowanych zysków), dostrzega się, że wszystkie one wykazują w ostatnich latach zrównoważoną pozycję. Utrzymanie stabilności finansów zagranicznych zależy jednak od utrwalenia znac-

nego udziału eksportu netto w PKB i realizacji znacznych transferów bieżących i kapitałowych.

Przeprowadzona w artykule statystyczna analiza relacji między PKB a saldem na rachunku bieżącym i kapitałowym wskazuje na niektóre przyczyny zróżnicowania trendów PKB i RBK w badanych krajach. Relacje między przyrostem PKB i sumą sald na RBK (liczonych w dolarach) były w latach 1995-2003 w KGW zbliżone. Natomiast w latach 2004-2009 (od wejścia do UE do kryzysu zadłużeniowego w UGW) widoczne stały się różnice w efektywności wykorzystania oszczędności zagranicy, w szczególności między gospodarzami Czech i Węgier. W Czechach na jeden dolar przyrostu długu przypadało trzykrotnie więcej przyrostu PKB niż na Węgrzech. W latach 2010-2015, licząc PKB w dolarach, jedynie Polska zanotowała wzrost PKB. Jednocześnie tylko w Polsce z przyrostem PKB związane było ujemne skumulowane saldo RBK. Oznacza to, że przyrost PKB był w tym okresie w Polsce w znacznym stopniu finansowany przyrostem zagranicznych zobowiązań. W Czechach, Słowacji i na Węgrzech skumulowane saldo na RBK było dodatnie, lecz towarzyszył temu spadek PKB. Innymi słowy, KGW (poza Polską), ponosząc określone koszty, zaczęły w tych latach proces oddłużania zagranicznego (w ujęciu dolarowym).

Prognozując przyszłe zmiany trzeba wskazać, że we wszystkich KGW wzrostowemu trendowi eksportu netto towarzyszy wolniejszy trend salda dochodów inwestycyjnych korygowany saldem reinwestowanych zysków. Jest to zjawisko pozytywne. Na Węgrzech wysokiemu udziałowi eksportu netto w PKB towarzyszy spadające tempo dochodów inwestycyjnych, głównie dzięki wysokiemu poziomowi reinwestowanych zysków. Podobna sytuacja występuje w Słowacji, lecz tam poziom reinwestowanych zysków jest niższy. W Czechach, gdzie trend dochodów inwestycyjnych netto jest zbliżony do trendu eksportu netto, w ostatnich latach zwiększa się udział transferów w PKB. Kraj ten ma też stabilny i wysoki udział eksportu netto w PKB. Z uwagi na wysoki *rating* inwestycyjny nie powinien mieć problemów z dostępem do rynku kapitałowego w przypadku wzrostu kosztów obsługi inwestycji zagranicznych. W Polsce potencjalny szokowy wzrost kosztów pieniądza na rynku kapitałowym spowoduje wzrost deficytu na rachunku dochodów z inwestycji zagranicznych, co może zahamować obserwowaną obecnie poprawę równowagi finansów zagranicznych. W najbliższych latach utrzymanie stabilności zależeć będzie od zwiększenia udziału transferów bieżących i kapitałowych w PKB oraz zdolności do równoważenia wymiany zagranicznej przy utrzymaniu dotychczasowego tempa wzrostu PKB. Konieczność zahamowania wzrostu zagranicznych zobowiązań brutto poprzez eksport kapitału może jednak, podobnie jak to obserwowaliśmy w pozostałych KGW, spowodować spadek tempa wzrostu PKB.

* Dr Janusz Sawicki, Instytut Badań Rynku, Konsumpcji i Koniunktur. E-mail: janusz.sawicki@ibrkk.pl

¹ P. Sulmicki, *Międzynarodowa wymiana gospodarcza*, PWE, Warszawa 1977.

² A. Bagnai, *CEEC vs. PIGS. A comparative assessment of financial sustainability and twin deficits*, LLEE Working Document, No. 89, 2010; C. Reinhart, K. Rogoff, *This Time is Different*, Princeton University Press, 2009.

³ D. Błaszczuk et al., *Ryzyko kryzysu finansowego w Polsce*, Wyższa Szkoła Ubezpieczeń i Bankowości, Warszawa 2001, rozdziały II i III; D. Błaszczuk et al., *Ryzyko kryzysu finansowego w Polsce. Identyfikacja i monitorowanie*, Poltext, Warszawa 2006.

⁴ Eurostat, *Net international investment position - annual data*, <http://epp.eurostat.ec.europa.eu/tgm/table.do?tab=table&language=en&pcode=tipsii10> [dostęp 31.8.2016]; Zadłużenie publiczne brutto (% PKB) w tych krajach wynosiło: Grecja – 148,3%, Portugalia – 94%, Irlandia – 91,2%, Hiszpania – 61,6%, Łotwa – 44,4%, Estonia – 6,1% i Włochy – 119,3%.

⁵ J. Pisani-Ferry, S. Merler, *Sudden stops in the Euro Area*, 2 April 2012, <http://voxeu.org/article/public-capital-flows-replacing-private-flows-eurozone-what-it-means-policy> [dostęp: 5.10.2016].

⁶ Instrumentem umożliwiającym pewne obejście tego ograniczenia stały się w ostatnich latach linie swapowe banków centralnych.

⁷ Innymi słowy możemy mówić o saldzie dochodów z tytułu własności, tj. inwestycji bezpośrednich, portfelowych, pozostałych czy derywatów.

⁸ W artykule do transferów bieżących wliczamy ujemne w bilansie płatniczym, wg standardów statystycznych BPM6 MFW, dochody wtórne oraz wynagrodzenia pracowników i pozostałe dochody pierwotne (zaliczane wg BPM6 do dochodów pierwotnych). Celem jest wyodrębnienie z rachunku bieżącego salda dochodów z tytułu inwestycji zagranicznych (BIZ, portfelowych i pozostałych) od pozostałych przepływów.

⁹ Przekazy autonomiczne to np. przekazy zarobków, przepływy podatkowe, związane z usługami ubezpieczeniowymi itp.

¹⁰ Suma sald rachunku bieżącego i kapitałowego równa się saldu rachunku finansowego powiększonemu o saldo błędów i opuszczeń.

¹¹ Aby saldo handlowe, saldo rachunku bieżącego oraz skumulowane zobowiązania zagraniczne można było odnieść do PKB, muszą być one przeliczane na walutę krajową po kursie okresu t .

¹² Zobowiązania i należności zagraniczne są sumą inwestycji bezpośrednich, portfelowych (zmiany długu, inwestycji udziałowych), kredytów, depozytów i innych transakcji kapitałowych.

¹³ Zmiany kursu walutowego są kluczowe, gdy rozważamy rachunek bieżący i PKB w walutach obcych.

¹⁴ Dla uproszczenia przyjmujemy, że $TK=0$.

¹⁵ P. Gourinchas, H. Rey, *External Adjustment, Global Imbalances and Valuation Effects*, "Working Paper", No. 19240, 2013, NBER.

¹⁶ A.P. Thirlwall, *The balance of payments constraint as an explanation of international growth rate differences*, (w:) *Essays on Balance of Payments Constrained Growth: Theory and Evidence*, J.S.L. McCombie, Routledge, London 2004, s. 21-28.

¹⁷ G.H. Johnson, *Towards a General Theory. The Monetary Approach to Balance-of-Payments Theory*, (w:) J.A. Frenkel, H.G. Johnson, *The Monetary Approach to the Balance of Payments*, George Allen & Unwin Ltd, London 1976, s. 46-63; 147-167; A.P. Thirlwall, *The Absorption Approach to the Balance of Payments*, (w:) *Balance-of-*

Payments Theory and the United Kingdom Experience, Macmillan Publishers Ltd, 1980, s. 98-109.

¹⁸ Zmiany waloryzacji zagranicznych aktywów i pasywów nie są wykazywane w bilansie płatniczym. Waloryzacja ma istotny wpływ na bilansowy poziom zagranicznych zobowiązań netto. Por. np. Ph.R. Lane, G.M. Milesi-Ferretti, *Global Imbalances and External Adjustment after the Crisis*, "IMF Working Paper", WP/14/151, 2014. Waloryzacja ma istotny wpływ na bilansowy poziom zagranicznych zobowiązań netto.

¹⁹ Zgodnie z nowymi standardami bilansu płatniczego (BPM6) na saldo dochodów pierwotnych składają się: saldo dochodów z inwestycji zagranicznych, saldo wynagrodzeń i pozostałych dochodów pierwotnych (w tym transfery unijne). Do dochodów wtórnych zaliczamy bieżące transfery unijne, przekazy zarobków, podatki, transfery rzeczowe i inne. Transfery kapitałowe (głównie między UE i KGW) zapisywane są na rachunku kapitałowym bilansu płatniczego.

²⁰ Do transferów bieżących wliczamy w artykule saldo dochodów wtórnych oraz saldo transferów pracowniczych i pozostałych dochodów (rejestrowanych w saldzie dochodów pierwotnych (BPM6)).

²¹ Saldo transferów prywatnych (pracowniczych, przekazów itp.) stanowiło w tym okresie ponad 60% salda transferów bieżących.

²² Przyczyny sekularnej nierównowagi na rachunku bieżącym obserwowane w większości gospodarek wschodzących analizuje raport Holenderskiego Biura Analiz Ekonomicznych: O. Ciocytę, H. Rojas-Romagosa, *Literature survey on the theoretical explanations and empirical determinants of current account balances*, CPB Background Document, CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis, April 2015.

²³ Tak działo się w wielu gospodarkach wschodzących przed kryzysem 2008 r. Zrównoważenie gospodarki światowej wymaga np. wg B. Bernanke zmniejszenia interwencjonizmu kursowego w gospodarkach wschodzących. Por. R. Rajan, *Going bust for growth* (w:) O. Blanchard et al. (eds.), *Progress and confusion*, Cambridge, Massachusetts, MFW, MIT, 2016. Spadek popytu w krajach rozwiniętych spowodował zmniejszenie nadwyżek w bilansie płatniczym krajów rozwijających się. Przeciwny trend obserwujemy w KGW, które zwiększają nadwyżki w bilansie płatniczym.

²⁴ REER w całej UGW ulegał od 2008 r. systematycznej obniżce. REER przy uwzględnieniu jednostkowych kosztów pracy spadł w latach 2010-2015 o 3,3 pkt. proc. (w szczególności w Hiszpanii, Portugalii i Irlandii), co w znacznej mierze wynikało z tzw. wewnętrznej dewaluacji, czyli prowadzonej twardej polityki fiskalnej (według danych Ameco).

²⁵ Stosujemy podział taki, jak przy opisie równania (2).

²⁶ H. Minsky, *Stabilizing an Unstable Economy*, Yale University Press, 2008.

²⁷ M. Obstfeld, *External adjustment*, "Working Paper", NBER, 2004.

²⁸ Przepływy środków wynikające z obsługi dokonanych inwestycji zagranicznych, transferów bieżących i kapitałowych to według terminologii statystyki BPM6 dochody pierwotne i wtórne. ■