

dents of the European Council, the European Commission, the European Central Bank and the Eurogroup *Towards a genuine Economic and Monetary Union*, (2012/2151(INI)), 20 November 2012, <http://www.europarl.europa.eu/sides/getDoc.do?type=TA&language=EN&reference=P7-TA-2012-430#top>.

<sup>24</sup> Propozycja przewiduje, że wpłaty na rzecz tego instrumentu byłyby włączone do ogólnego budżetu UE jako zewnętrzne dochody. Jednakże instrument ten, finansowany przez celowe dochody, nie byłby umiejscowiony poniżej pułapu ustanowionego w Wieloletnich ramach finansowych. Komisja Europejska, *W kierunku pogłębionej i rzeczywistej unii gospodarczej i walutowej. Wprowadzenie instrumentu na rzecz konwergencji i konkurencyjności*, KOM(2013) 165 wersja końcowa.

<sup>25</sup> C. Allard, P. K. Brooks, J. C. Bluedorn, F. Bornhorst, K. Christopherson, F. Ohnsorge, T. Poghosyan, and an IMF Staff Team, *Toward a Fiscal Union for the Euro Area*, "IMF Staff Discussion Note", September 2013.

<sup>26</sup> A. Kosior, M. Rubaszek (red.), *Ekonomiczne wyzwania integracji Polski ze strefą euro*, op. cit. Ich szersze omówienie jest zawarte m.in. w: E. Kawecka-Wyrzykowska, *Budżet strefy euro: utopia czy realistyczna propozycja?*, (w druku).

<sup>27</sup> J. Von Hagen, Ch. Wyplosz, *EMU's Decentralized System of Fiscal Policy*, "Economic Papers", No. 306/2008; C. Allard et al., *Toward a Fiscal Union for the Euro Area*, op. cit., s. 19-20; G.B. Wolff, *A budget for Europe's monetary union*, "Bruegel Policy Contribution", 2012; J. Pisani-Ferry, E. Vihriälä, G. Wolff, *Options for a Euro-Area Fiscal Capacity*, op. cit. Tłumaczenie przyjęte w opracowaniu: „Ekonomiczne wyzwania integracji Polski ze strefą euro”, op. cit.

<sup>28</sup> *Completing the Euro. A road map towards fiscal union in Europe*, Report of the "Tommaso Padoa-Schioppa Group", "Studies and Reports", No. 92/2012, Notre Europe, Paris.

<sup>29</sup> J. Von Hagen, Ch. Wyplosz, *EMU's Decentralized System of Fiscal Policy*, op. cit.

<sup>30</sup> C. Allard et al., *Toward a Fiscal Union for the Euro Area*, op. cit., s. 20.

<sup>31</sup> Ibidem, s. 21. Por. też: G.B. Wolff, *A budget for Europe's monetary union*, op. cit. oraz P. De Grauwe, *What Have We Learnt about Monetary Integration since the Maastricht Treaty?*, "Journal of Common Market Studies", Vol. 44, No. 4, 2006.

<sup>32</sup> Rozwiniętą koncepcję budżetu federalnego przedstawiła dużo wcześniej grupa ekonomistów w wyżej cytowanym Raporcie MacDougall'a z 1977 r. przygotowanym na zlecenie Komisji.

<sup>33</sup> C. Allard et al., *Toward a Fiscal Union for the Euro Area*, op. cit.; A. Kosior, M. Rubaszek (red.), *Ekonomiczne wyzwania integracji Polski ze strefą euro*, op. cit., s. 33-34; J. Pisani-Ferry, E. Vihriälä, G. Wolff, *Options for a Euro-Area Fiscal Capacity*, op. cit.

<sup>34</sup> Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 806/2014 z dnia 15 lipca 2014 r. ustanawiające jednolite zasady i jednolitą procedurę restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji instytucji kredytowych i niektórych firm inwestycyjnych w ramach jednolitego mechanizmu restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji oraz jednolitego funduszu restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji oraz zmieniające rozporządzenie (UE) nr 1093/2010, DzUrz UE L 225/2014, art. 15.

<sup>35</sup> A. Kosior, M. Rubaszek (red.), *Ekonomiczne wyzwania integracji Polski ze strefą euro*, op. cit., s. 32.

<sup>36</sup> P. Krugman, *Revenge of the Optimum Currency Area*, op. cit.

<sup>37</sup> D. Gros, *The False Promise of a Eurozone Budget*, Centre for European Policy Studies (CEPS), 2012.

<sup>38</sup> P. De Grauwe, *What Have We Learnt...*, op. cit., s. 29.

## STABILNOŚĆ FINANSÓW ZAGRANICZNYCH W NOWYCH PAŃSTWACH UNII EUROPEJSKIEJ

Janusz Sawicki\*

Doświadczenia kryzysu finansowego i zadłużeniowego wpłynęły na decyzję o wprowadzeniu na szczeblu unijnym nadzoru makroostrożnościowego nad europejskim systemem finansowym. Utworzona w grudniu 2010 r. Europejska Rada ds. Ryzyka Systemowego (ESRB) ma od 2011 r. zapobiegać nierównowagom makroekonomicznym, przekazując państwom członkowskim ostrzeżenia i wydając zalecenia podjęcia niezbędnych działań zaradczych. ESRB nie ma jednak uprawnień do wprowadzania środków regulacyjnych w państwach członkowskich. Większość uprawnień z zakresu polityki makroostrożnościowej pozostawiono szczeblom krajowym. W Polsce na mocy ustawy z 2008 r. utworzono Komitet Stabilności Finansowej<sup>1</sup>, nie utworzono jednak struktury, która analizowałaby stabilność finansową całej gospodarki i mogłaby podejmować decyzje przeciwdziałające narastaniu nierównowag. Narodowy Bank Polski prowadzi na bieżąco politykę stabilności systemu sektora finansowego<sup>2</sup>, a w zakresie równowagi zewnętrznej rejestruje zmiany w bilansie płatniczym i międzynarodowej pozycji inwestycyjnej odnoszone do PKB.

W artykule analizujemy zmiany wskaźników związanych z finansami zagranicznymi<sup>3</sup> nowych państw członkowskich UE (NPC)<sup>4</sup> – bilansu płatniczego i międzynarodowej pozycji inwestycyjnej netto. Dynamika tych parametrów makroostrożnościowych, jak również analiza niektórych przyczyn obserwowanych i prognozowanych zmian pozwalają ocenić poziom stabilności finansowej całego regionu, w tym Polski.

### Zmiany wskaźników stabilności finansów zagranicznych w nowych państwach członkowskich UE

Zgodnie z Rozporządzeniem Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 1176/2011 z 16 listopada 2011 r. w sprawie zapobiegania zakłóceniom równowagi makroekonomicznej i ich korygowania<sup>5</sup> (art. 3 i 4) Europejski Urząd Statystyczny – Eurostat rozpoczął obserwację istotnych wskaźników stabilności makroekonomicznej. W zakresie stabilności finansów zagranicznych kraju szczególną uwagę zwraca się na poziom salda na rachunku bieżącym bilansu płatniczego oraz stan międzynarodowej pozycji inwestycyjnej netto<sup>6</sup>. Oceny zamieszczone w *Alert Mechanism Report 2015* z listopada 2014 roku<sup>7</sup> i *Scoreboard 2013*<sup>8</sup> potwierdzają utrzymywanie się stabilnej sytuacji w finansach zagranicznych w następujących nowych krajach UE: Czechach, Estonii, Litwie, Łotwie, Malcie, Polsce i Słowacji. W ocenie sytuacji w Polsce zwraca się uwagę na poprawę salda na rachunku bieżącym bilansu płatniczego<sup>9</sup> przy pogłębiającej się ujemnej międzynarodowej pozycji inwestycyjnej netto (MPIN). Ocenę taką potwierdzają następujące dane: od

pierwszego kwartału 2012 r. do trzeciego kwartału 2014 r. udział salda na rachunku bieżącym w PKB spadł o 3,5 p.p., natomiast udział ujemnej międzynarodowej pozycji inwestycyjnej netto w PKB wzrósł w tym okresie o kolejne 7,6 p.p. – por. tabela 1.

**Tabela 1**

**Zmiany udziału MPIN i salda na rachunku bieżącym w PKB, 3 kw. 2014/1 kw. 2012**

Kraj	MPIN/PKB – różnica udziałów, w p.p.	Rachunek bieżący /PKB średni poziom w okresie, w %
Bułgaria	1,3	2,7
Czechy	10,2	-0,8
Estonia	10,3	-1,0
Chorwacja	0,0	0,3
Cypr	-11,7	-5,7
Łotwa	9,2	-3,1
Litwa	12,0	0,9
Węgry	24,4	3,5
Malta	79,2	4,8
Polska	-7,6	-2,1
Rumunia	4,0	-0,7
Słowenia	8,0	4,5
Słowacja	-5,6	1,5

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Eurostatu (21.02.2015 r.).

Równoważenie salda na rachunku bieżącym w Polsce przypisuje się zwiększeniu eksportu netto i poprawie salda dochodów pierwotnych<sup>10</sup>. O ile saldo towarowe i usługowe uległo rzeczywiście znaczącej poprawie (w 2013 roku w porównaniu z 2012 r. o ponad 9,5 mld euro), to ujemne saldo dochodów pierwotnych wzrosło w 2013 r. o ponad 600 mln euro. W 2014 roku notujemy stabilizację na rachunku bieżącym – saldo obrotów towarowych i usługowych zmniejszyło się o 1,1 mld euro, a ujemne saldo dochodów pierwotnych o około 400 mln euro (o 3% deficytu z 2013 roku)<sup>11</sup>. Wzrost w Polsce udziału minusowej MPIN w PKB pod koniec 2013 roku do 68% (w trzecim kwartale 2014 r. udział dalej rósł do 71,9%) Komisja Europejska tłumaczy dużym udziałem w pasywach brutto MPI inwestycji bezpośrednich. Jednak przyrost pasywów BIZ w okresie 1 kwartał 2012 r. – 3 kwartał 2014 r. wyniósł 15%, czyli tyle, ile wzrost wszystkich pasywów zagranicznych kraju. W tabeli 1 przedstawiono zmiany omawianych wskaźników stabilności w nowych państwach członkowskich UE w ostatnich trzech latach (bez czwartego kwartału 2014 r.) Z przedstawionych danych wynika, że Polska jest jedynym krajem (obok Cypru), w którym wzrosła ujemna MPIN. Także w Polsce, mimo znacznego zmniejszenia deficytu na rachunku bieżącym, skumulowany udział deficytu na rachunku bieżącym w PKB był największy w ostatnim okresie (obok Cypru i Łotwy).

Pozytywna ocena stabilności finansów zagranicznych Polski przez Komisję Europejską jest szczególnie ważna w sytuacji wzrostu niepewności, co do skutków dla rynków finansowych sposobów rozwiązania kryzysu zadłużeniowego Grecji, następstw polityki luzowania monetarnego EBC<sup>12</sup>, zmian cen surowców czy też dynamiki kryzysu politycznego na wschodzie Europy. Niespodziewane rozwiązania mogą skutkować wzrostem niestabilności na rynkach kapitałowych i powodować istotne zakłócenia (szoki) w zagranicznym finansowaniu potrzeb sektora publicznego i finansowego. Istotne jest w związku z tym zbadanie warunków ważnych dla utrzymywania stabilności finansowej, a także porównanie sytuacji w Polsce z sytuacją obserwowaną w nowych państwach UE. W analizie stabilności finansowej NPC zwracamy uwagę na wiarygodność prognoz Eurostatu, na których oparto ocenę sytuacji makroekonomicznej. W przypadku przeszacowania wzrostowych trendów eksportu netto czy wzrostu PKB, w niektórych NPC utrzymanie stabilności będzie zależać od poziomu skłonności do ryzyka na rynku finansowym. W przypadku Polski prognoza z grudnia 2014 r. przyjmowała na 2014 rok wzrost eksportu netto o około 870 mln euro, tymczasem dodatni eksport netto w 2014 roku zmniejszył się według NBP o około 1,1 mld euro.

Zmiany sald na rachunku bieżącym, czy szerzej salda zagranicznych potrzeb pożyczkowych kraju, są głównie funkcją eksportu netto (towarów i usług) oraz salda na rachunku pierwotnym (dochody wtórne oraz przepływu kapitałowe są w większości wynikiem autonomicznych decyzji podmiotów dokonujących świadczeń jednostronnych (np. przekazy UE<sup>13</sup>). Eksport netto jest wynikiem podaży i popytu na krajowe dobra eksportowalne oraz poziomu importochłonności całej gospodarki, zaś saldo dochodów pierwotnych jest zależne od wielkości, struktury i efektywności zagranicznych aktywów i pasywów brutto, które stanowią o międzynarodowej pozycji inwestycyjnej netto. Realizowane saldo na rachunku bieżącym zmienia z kolei stan zadłużenia zagranicznego netto<sup>14</sup>. Deficyt na rachunku bieżącym i kapitałowym zwiększa ujemne saldo MPI, nadwyżka poprawia MPIN. Ponieważ poziom stabilności rozpatruje się odnosząc saldo na rachunku bieżącym i saldo zagranicznych aktywów i pasywów brutto do PKB, poprawa odporności gospodarki na zewnętrzne szoki wymaga utrzymania relacji tempa zmian MPIN do tempa zmian PKB na poziomie akceptowanym przez rynek finansowy.

Ponieważ wszystkie NPC (według danych statystycznych i prognozy UE na lata 2014-2016) zanotują ujemne saldo dochodów pierwotnych, stabilizacja udziału MPIN w PKB będzie polegać na dwóch działaniach. Pierwsze to równoważenie ujemnego salda dochodów pierwotnych rosnącym eksportem netto (abstrahujemy od dodatniego salda kapitałowego, które ma charakter świadczeń jednostronnych, oraz dochodów wtórnych, które pokrywają ujemne saldo dochodów pierwotnych jedynie w Bułgarii i na Łotwie<sup>15</sup>)<sup>16</sup>. Po drugie, NPC powinny stopniowo bilansować relacje między zagranicznymi aktywami i pasywami brutto, tak jak to ma miejsce w krajach rozwiniętych. Oba

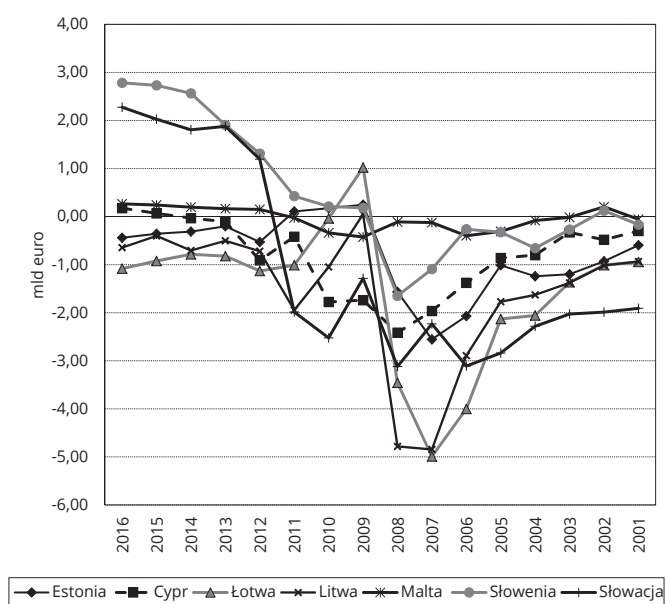
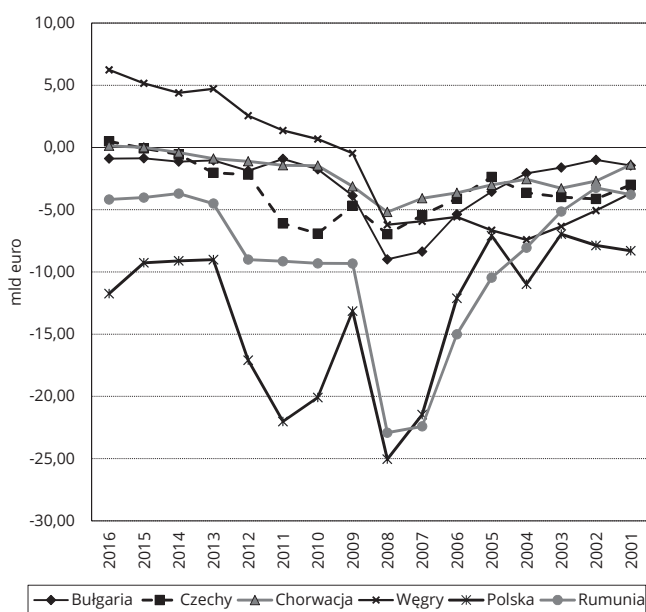
te działania wymagać będą zwiększenia poziomu oszczędności krajowych.

Prognozę kształtowania się trendu sumy sald bilansu handlowego i dochodów pierwotnych przedstawiamy na wykresie 1.

Wszystkie NPC po roku 2008 poprawiały saldo eksportu netto i dochodów pierwotnych, choć obserwowane zmiany były różne. Dla krajów niebędących członkami UGW zdecydowany wzrost poziomu dodatniego salda handlowego i dochodów pierwotnych obserwujemy na Węgrzech, a w krajach UGW – na Słowenii i Słowacji.

## Wykres 1

### Zmiany poziomu salda handlowego i dochodów pierwotnych (HP;100)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie AMECO (21.02.2015 r.).

Utrzymywanie stabilności finansowej, wymaga nie tylko ograniczania deficytu na rachunku bieżącym<sup>19</sup>. Istotne jest także utrzymywanie, akceptowanej przez rynek, relacji między MPIN i PKB<sup>20</sup>. Ten wskaźnik wprowadziła do nadzoru nad stanem równowagi zewnętrznej Komisja Europejska. Określa on wymagane dla utrzymania pożądanej relacji MPIN i PKB, tempo wzrostu PKB przy danej zmianie potrzeb pożyczkowych i poziomie MPIN (przy danym poziomie importochłonności PKB i poziomie kursu walutowego). Innymi słowy, gdy wzrasta skłonność kraju do zadłużania się i zagranicznym potrzebom pożyczkowym netto nie towarzyszy rosnący w wyższym tempie dochód narodowy brutto, to maleje stabilność mierzona relacją MPIN do PKB.

Przyjmujemy, że celem jest utrzymanie relacji między MPIN a PKB z okresu t. Zakładamy, że zmiana MPIN ( $\Delta MPIN_t$ ) jest równa zmianie potrzeb pożyczkowych ( $\Delta RB_{t-1}$ ) i nie ma zmian waloryzujących zagraniczne aktywa i pasy-

miast utrwalenie stabilności finansowej wymaga utrzymania tempa wzrostu eksportu netto, z uwagi na rosnący deficyt dochodów pierwotnych i relatywnie stały poziom dochodów wtórnych (około 3 mld euro rocznie). Obecnie w Polsce zagraniczne potrzeby pożyczkowe są równoważone przekazami kapitału<sup>17</sup>. Zwraca uwagę w tym kontekście rosnące znacznie w Polsce eksportu netto usług w stosunku do eksportu netto towarów. Jest to istotne z punktu widzenia prowadzonej polityki kursowej, ponieważ elastyczność cenowa eksportu usług jest w większości przypadków wyższa niż eksportu towarów<sup>18</sup>.

wa<sup>21</sup>. Oznacza to, że zmianie potrzeb pożyczkowych ( $\Delta RB_{t-1}$ ) (odpowiadających zmianie między przychodami i wydatkami zagranicznymi całej gospodarki) powodujących zmianę  $MPIN_t$  powinien towarzyszyć wzrost dochodu narodowego PKB ( $\Delta Y_t$ ) na poziomie nie mniejszym niż relacja  $RB^W$ , tj.

$$RB^W = [RB_t / (MPIN_{t-1})].$$

Innymi słowy, stabilność, rozumiana jako zdolność do utrzymywania na akceptowanym przez rynek poziomie relacji między MPIN i PKB, jest realizowana wtedy, gdy  $RB^W$  wskazujący na minimalny poziom tempa wzrostu PKB stabilizującego tę relację, będzie co najmniej równy realizowanemu tempu wzrostu PKB. Jeżeli przy określonym poziomie zagranicznych potrzeb pożyczkowych (skłonności do zadłużania gospodarki) tempo wzrostu PKB będzie mniejsze niż wskaźnik  $RB^W$ , wtedy zobowiązania netto gospodarki, mierzone udziałem MPIN w PKB,

będą wzrastały. W celu kalkulacji dla analizowanych krajów tak rozumianego wskaźnika ( $RB^W$ ) przyjmujemy następujący algorytm:

$$RB^W = [RB_t / MPIN_{t-1}] \text{ gdy } MPIN_{t-1} < 0 \text{ oraz } RB_t < 0, \quad (1)$$

jeżeli nie, to

$$RB^W = 0.$$

Jeżeli obliczony według algorytmu (1) miernik  $RB_t^W$  jest różny od poziomu zrealizowanego w danym kraju wzrostu gospodarczego ( $Y_t^R$ ),  $RB_t^W \neq Y_t^R$ , to oznacza, że gospodarka zmieniała w stosunku do ubiegłego okresu skłonność do zadłużania zagranicznego.

Przyjmując, że MPIN zmienia się zgodnie z wielkością salda na rachunku bieżącym i uwzględniając prognozy Komisji kształtowania się zagranicznych potrzeb pożyczkowych w latach 2014-2106 szacowany poziom udziału MPIN w PKB NPC powinien ulegać poprawie (por. tabela 2).

**Tabela 2**

**Prognoza MPIN w relacji do PKB (mld euro), w %**

Rok	Bułgaria	Czechy	Estonia	Cypr	Łotwa	Litwa	Węgry	Malta	Polska	Rumunia	Słowenia	Słowacja
2016	-70	-39	-46	-159	-64	-39	-63	73	-65	-56	-20	-125
2015	-73	-41	-47	-164	-64	-42	-71	73	-66	-58	-26	-130
2014	-76	-42	-47	-165	-65	-45	-79	72	-67	-60	-33	-135
2013	-78	-41	-47	-157	-65	-46	-84	72	-68	-62	-38	-140

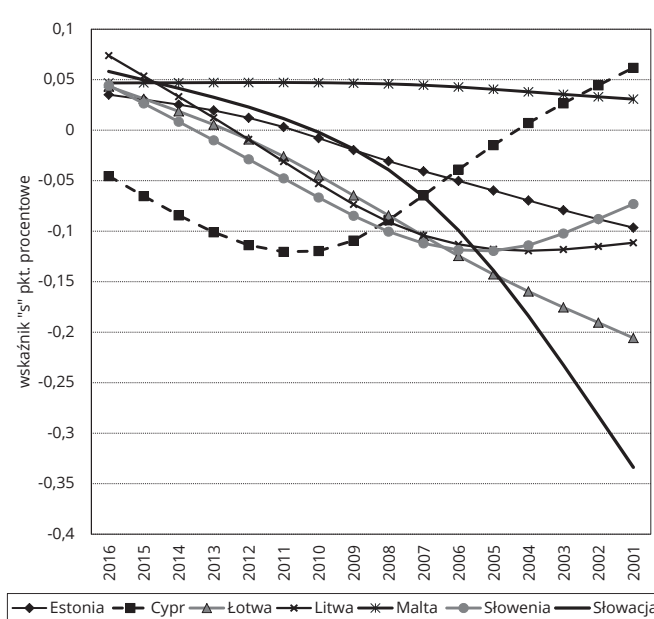
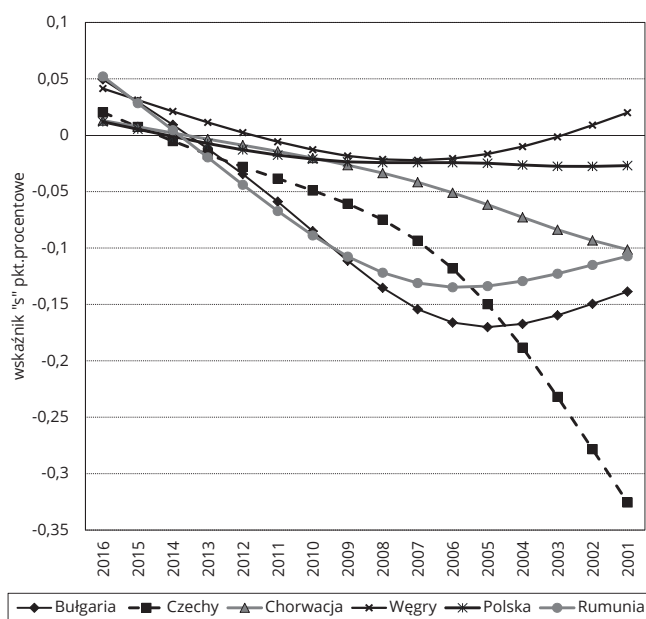
Źródło: Opracowanie własne na podstawie prognozy Komisji Europejskiej.

Na podstawie danych statystycznych (do 2013 r.) oraz hipotetycznego poziomu MPIN możemy przedstawić dynamikę stabilności finansów zagranicznych w postaci trendu (przy użyciu filtru Hodricka-Prescotta, 100) zmian poziomu wskaźnika („s”), który dla danego roku jest różnicą między poziomem wzrostu PKB stabilizującym udział MPIN

w dochodzie ( $RB^W$ ), a faktycznym zrealizowanym w danym roku tempem wzrostu PKB ( $Y^R$ ). Ujemny poziom wskaźnika „s” oznacza, że realizowany wzrost PKB był, przy danym poziomie zagranicznego finansowania netto, za niski dla stabilizacji zagranicznego zadłużenia netto w dochodzie narodowym (por. wykres 2).

**Wykres 2**

**Dynamika zmian stabilności zagranicznej nowych państw UE**



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych MFW i Komisji Europejskiej.



Prognoza trendu stabilności finansowej oparta na założeniach Komisji Europejskiej wskazuje na stabilizację relacji między MPIN i PKB, choć w różnym tempie. Wyraźną poprawę widzimy na Węgrzech, w Słowenii, na Słowacji, Malcie i w Bułgarii. Oznacza to poprawę postrzegania stabilności zagranicznej NPC, co może mieć istotne znaczenie dla skłonności do ryzyka inwestorów kapitałowych zaangażowanych w inwestycje portfelowe i bezpośrednio. Spojrzenie na równowagę zewnętrzną kraju w ujęciu dynamicznym różni się od podejścia przyjętego przez Komisję Europejską. Definiuje ona jako akceptowalny, z punktu widzenia stabilności finansowej, udział MPIN w PKB na poziomie 35%. Takie ujęcie nie pokazuje jednak ani dynamiki zmian, ani ich przyczyn. Oczywiście, że kraje o ujemnej pozycji inwestycyjnej netto różnią się poziomem stabilności – wystarczy porównać Polskę z udziałem MPIN w PKB na poziomie 68% i Francję z udziałem 15,6% (w 2013 r.). Jednak z punktu widzenia krajów uzależnionych historycznie od zagranicznego kapitału, jak NPC, istotny dla oceny stabilności zagranicznej nie jest ich nominalny udział MPIN w PKB, który jest najwyższy wśród krajów UE (poza Hiszpanią, Portugalią, Irlandią i Grecją), lecz dynamika zachodzących zmian.

Istotną przyczyną kryzysu finansowego, który spowodował utratę stabilności finansowej peryferyjnych krajów UE, był wzrost kredytów udzielanych przez sektor finansowy wszystkim sektorom gospodarki<sup>22</sup>. Zalecenia G-20 w sprawie wdrożenia regulacji Basel III w odniesieniu do wielkości kapitału, płynności czy kwestii upadłości instytucji bankowych doprowadziły także w UE do zmian architektury nadzoru i regulacji<sup>23</sup>, a w końcu do utworzenia unii bankowej

z jej trzema filarami, mającymi zapobiec kryzysom bankowym<sup>24</sup>. Wprowadzanie reformy systemu bankowego w trakcie utrzymujących się w wyniku kryzysu zmian w wielkości i strukturze bilansów instytucji finansowych powoduje (obok innych czynników jak np. brak popytu) zahamowanie akcji kredytowej. Rozpoczęte procesy *deleverage*, tam gdzie poziom kredytu skorelowany jest z poziomem długu zagranicznego i tempem wzrostu gospodarczego (w UGW dotyczy to głównie krajów peryferyjnych), z jednej strony utrudniają ożywienie<sup>25</sup>, z drugiej ograniczają wzrost zadłużenia zagranicznego. Ten drugi czynnik jest szczególnie istotny w krajach, w których waluta nie jest walutą rezerwową. Wysoki i rosnący poziom długu zagranicznego (w szczególności krótkookresowego) powoduje, w przypadku zewnętrznych czy wewnętrznych szoków, gwałtowny odpływ kapitału destabilizujący finanse kraju<sup>26</sup>. Jedną z przyczyn powodujących wzrost podaży kredytu jest transgraniczny (*cross-border*) przepływ kapitału w ramach sektora finansowego. Dlatego uzależnienie gospodarki od zagranicznego finansowania jest obserwowane przez *European Systemic Risk Board* w procesie nadzoru makroostrożnościowego<sup>27</sup>.

Obserwując w tym kontekście NPC, trzeba przypomnieć, że w latach 2009-2012 wszystkie gospodarki wschodzące doświadczyły przyływu kapitału<sup>28</sup>, który powodował wzrost kredytu, a także cen aktywów i zwiększenie zmienności kursowej<sup>29</sup>. Np. Polska w okresie 1 kw. 2010 r. – 4 kw. 2012 r. otrzymała ponad 53,3 mld USD netto kapitału portfelowego (więcej niż Malezja czy Indonezja). Przyływ kapitału do omawianych krajów był jednak mocno zróżnicowany (por. tabela 3).

**Tabela 3**

**Zmiany zobowiązań brutto – dłużnych inwestycji portfelowych**

Lata	Bułgaria	Chorwacja	Cypr	Czechy	Estonia	Węgry	Łotwa	Litwa	Malta	Polska	Rumunia	Słowacja	Słowenia
2012 /2009	11,1%	36,7%	-71,6%	51,3%	40,6%	10,8%	164,3%	99,7%	-13,3%	67,2%	152,1%	79,7%	21,3%
2013/ 2012	40,3%	23,7%	1,6%	13,6%	17,9%	11,3%	5,0%	-10,2%	18,2%	-0,2%	54,6%	42,1%	38,4%

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych MFW; <http://elibrary-data.imf.org/ViewData.aspx?qb=5ae57dd8e31808dd1f6b7139dabef2d3>

Różna też była reakcja sektora finansowego na szybki napływ kapitału. Dane Bank for International Settlements (BIS)<sup>30</sup> pokazują np., że w okresie 2009-2012 kredyt sektora bankowego dla prywatnego sektora niefinansowego zmalał na Węgrzech o 10%, wzrósł natomiast w Czechach o 16% i w Polsce o 34%. Powstaje pytanie, w jakim stopniu zmiana kredytu bankowego dla sektora prywatnego powodowała zmiany w wysokości zadłużenia zagranicznego brutto kraju<sup>31</sup>. Regresja między kredytem (jako zmienną niezależną) a zadłużeniem zagranicznym gospodarki, pomimo różnej siły związku obu tych zmiennych w przypadku omawianych krajów, ma jednokierunkowy charakter. Wzrost kredytu

sektora bankowego dla sektora prywatnego powodował wzrost zadłużenia zagranicznego brutto. Współczynniki regresji obliczone zostały dla dwóch okresów 2004-2008 oraz 2009-2012 z równań regresji (szeregów stacjonarnych będących różnicą danych kwartalnych) zagranicznego długu brutto i transgranicznych kredytów udzielanych przez banki sektorowi prywatnemu (por. tabela 4). W przypadku Słowacji niski współczynnik determinacji może wynikać z wejścia kraju do UGW (od 2009 roku). Natomiast wzrost korelacji na Węgrzech wynika ze zmniejszania zadłużenia zagranicznego gospodarki; spadkowi kredytu towarzyszył spadek zadłużenia zagranicznego<sup>32</sup>.

Tabela 4

## Współczynniki regresji zadłużenia zagranicznego i kredytu bankowego

Współczynnik	Polska	Czechy	Węgry	Litwa	Słowacja	Słowenia	Rumunia
<b>2009-2012</b>							
w	2,93	1,98	2,58	1,50	0,31	2,40	2,36
t	6,39	3,37	5,52	3,74	0,81	5,66	7,39
R2	0,74	0,45	0,66	0,50	0,04	0,70	0,74
<b>2004-2008</b>							
w	2,19	1,59	0,70	1,65	1,41	1,08	b.d.
t	11,05	5,91	1,29	7,43	5,36	3,55	b.d.
R2	0,87	0,66	0,03	0,75	0,61	0,41	b.d.

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych BIS.

Wzrostowi kredytów udzielonych przez sektor bankowy sektorowi prywatnemu o jednostkę w latach 2009-2013 towarzyszył w Polsce, Czechach, Słowenii i na Węgrzech większy niż w poprzednich latach wzrost zadłużenia zagranicznego brutto<sup>33</sup>. Inną reakcją obserwowaliśmy na Słowacji i Litwie. Jedną z przyczyn zmniejszenia przyrostu długu zagranicznego w reakcji na wzrost kredytu mógł być w przypadku Słowacji wzrost przepływów między-granicznych kapitałów w postaci różnego typu *fundingu* systemu bankowego (transakcji repo, depozytów czy też zadłużenia portfelowego). W przypadku Litwy obniżenie poziomu korelacji między kredytem i długiem zagranicznym mogło być związane z rozpoczęciem przygotowań do wejścia kraju do UGW.

Wzrost akcji kredytowej w okresie 2009-2012<sup>34</sup>, a przede wszystkim wzrost inwestycji portfelowych i bezpośrednich, powodował przyrost zadłużenia zagranicznego brutto i pogorszenie MPIN we wszystkich NPC, poza Estonią, Łotwą, i Bułgarią, gdzie kryzys wymusił szybkie dostosowanie i zmniejszenie MPIN już w 2011 r. (odpowiednio o 30%, 18% i 25% PKB)<sup>35</sup>. Wzrost ujemnej pozycji inwestycyjnej netto oznacza wzrost wydatków z tytułu obsługi zadłużenia. Gdy dochodowość zagranicznych aktywów jest mniejsza od dochodowości zagranicznych pasywów brutto, równowaga zewnętrzna kraju wymagać będzie, przy *ceteris paribus* napływie środków zagranicznych niezwiększających zadłużenia, ograniczania wydatków w relacji do osiągniętych dochodów. Równowaga zewnętrzna kraju obserwowana poprzez pryzmat zmian na rachunku bieżącym jest bowiem zależna głównie od dwóch czynników, salda handlowego i salda dochodów pierwotnych. W 2013 roku wszystkie NPC poza Polską, Słowacją i Rumunią obniżają ujemną MPIN, choć w różny sposób. Czechy w 2103 r. zwiększają poziom rezerw dewizowych i inwestycji bezpośrednich (o około 25%), Węgrzy zmniejszają kredyty zagraniczne o około 15%, w Bułgarii aktywa zagraniczne rosą o 3 p.p. szybciej od pasywów, podobnie na Słowenii wzrost aktywów zagranicznych brutto był o 6 p.p. szybszy od wzrostu pasywów. Na Litwie obniżono poziom pasywów zagra-

nicznych o 1% przy wzroście aktywów brutto o ponad 4%. W Estonii utrzymano poziom MPIN, co przy wzroście PKB pozwoliło na obniżenie udziału MPIN w PKB, na Łotwie podobny efekt wynikał z większego niż wzrost ujemnej pozycji inwestycyjnej wzrostu PKB. Na Słowacji udział rezerw dewizowych w aktywach zagranicznych maleje w okresie 2008-2009 z 43% do 4%, maleją też zagraniczne kredyty, ale rosną inwestycje bezpośrednie i portfelowe. Udział MPIN w PKB spada o 1,8 p.p. do 67,7% PKB. W Polsce pogorszenie udziału MPIN w PKB o 2,8 p.p. wynikało głównie ze wzrostu inwestycji bezpośrednich (o 7,7%) oraz kredytów zagranicznych (o 5,7%), przy niezmiennym poziomie aktywów brutto.

Utrzymanie rosnącego trendu stabilności, oznaczającego w naszym rozumieniu spadek skłonności do zadłużenia zagranicznego, będzie zależne nie tylko od zmian eksportu netto, ale także od korelacji między tempem wzrostu PKB a tempem wzrostu zadłużenia zagranicznego netto (prywatnego i publicznego). Utrzymanie stabilności finansowej (w jej wymiarze zagranicznym) będzie więc funkcją tempa wzrostu oszczędności krajowych, w tym wzrostu prywatnych zagranicznych aktywów brutto.

#### Znaczenie struktury zagranicznych aktywów i pasywów brutto dla stabilności finansów zagranicznych

Deficyt międzynarodowej pozycji inwestycyjnej oddziałuje na stabilność finansową gospodarki nie tylko poprzez samą wysokość, czyli różnicę między aktywami i pasywami brutto. Istotne są także: struktura aktywów i pasywów brutto oraz poziom obsługi długu brutto, jak i wysokość zwrotu z posiadanych aktywów. Obserwowany od połowy lat dziewięćdziesiątych w gospodarce światowej wzrost przepływu aktywów brutto w gospodarkach rozwiniętych wynikał z rosnącej efektywności (zwrotu) z aktywów zagranicznych<sup>36</sup>. Powodowało to wyrównywanie międzynarodowej pozycji inwestycyjnej netto krajów rozwiniętych. Znaczenie zagranicznych aktywów brutto dla stabilizacji MPIN

pokazuje indeks Grubela-Lloyda (GL)<sup>37</sup>, definiowany jako  $\{1 - [ |A^Z - P^Z| / (A^Z + P^Z) ]\}$ ; gdzie A<sup>Z</sup> i P<sup>Z</sup> oznaczają odpowiednio aktywa i pasywa zagraniczne brutto kraju. Indeks zbliżony do jedności wskazuje na zrównoważoną międzynarodową

pozycję netto kraju. Dla krajów deficytowych im mniejszy wskaźnik, tym mniej zrównoważony bilans. W 2013 roku indeks G-L dla analizowanych gospodarek przedstawiamy w tabeli 5.

**Tabela 5**

**Indeks G-L dla wybranych nowych krajów UE w 2005 roku**

Rumunia	Polska	Bułgaria	Słowacja	Litwa	Łotwa	Czechy	Słowenia	Estonia	Węgry
0,54	0,55	0,68	0,68	0,69	0,76	0,78	0,84	0,84	0,85

Źródło: Jak w tabeli 4.

Najbardziej zrównoważoną pozycję inwestycyjną obserwowaliśmy na Węgrzech, w Estonii i Słowenii, najmniej – w Rumunii i Polsce. Brak zbilansowania inwestycyjnego w Polsce staje się jeszcze wyraźniejszy, gdy pamięta się o wysokim udziale oficjalnych rezerw dewizowych w aktywach zagranicznych brutto krajów niebędących członkami strefy euro (por. tabela 6)<sup>38</sup>.

Porównując wskaźnik G-L dla poszczególnych krajów (i) ze średnią arytmetyczną dla całego zbioru (i = 1 ... 10 krajów) według wzoru:

$$1 - \{ [\sum_i |A_i^Z - P_i^Z| / \sum_i (A_i^Z + P_i^Z)] \}$$

możemy podzielić kraje na dwie grupy. Pierwsza, w której bilansowanie pozycji międzynarodowej jest szybsze niż średnia dla badanych gospodarek, i druga, gdzie wyrównywanie pozycji biegnie w odwrotnym kierunku. Zmiany od 2005 roku przestawiamy na wykresie 3.

Brak symetryczności przepływów kapitałowych, obserwowany w niektórych krajach Europy Środkowo-Wschodniej, spowodowany jest m.in. niskim poziomem oszczędno-

ści krajowych, umiarkowanie rozwiniętym sektorem finansowym oraz prawdopodobnie słabo rozwiniętymi związkami kapitałowymi między przedsiębiorstwami krajowymi i zagranicznymi. Innymi słowy, obecna struktura przepływów kapitałowych w NPC oznacza stosowanie przez tę gospodarkę wysokiego poziomu dźwigni finansowej, a wobec niskiego poziomu handlu aktywami, rosnący poziom wymiany międzypokoleniowej<sup>39</sup>. Zwraca uwagę fakt, że średnio w NPC nie widać wyraźnej tendencji do wyrównywania deficytu MPIN. Może to wynikać zarówno ze znacznego wzrostu pasywów, jak i ciągle niskiego poziomu inwestycji krajowych lokowanych w aktywach zagranicznych. Relatywnie niski wzrost poziomu aktywów brutto (w relacji do PKB) w krajach należących do strefy euro wynika z radykalnego zmniejszenia poziomu rezerw dewizowych po ich wejściu do UGW. Wyjątkiem jest Łotwa, gdzie utrzymany został udział rezerw zagranicznych w PKB, głównie z uwagi na ostry kryzys ekonomiczny w 2011 roku.

Polska należy do krajów, w których dynamikę międzynarodowej pozycji inwestycyjnej kształtuje w dominującym zakresie dynamika zobowiązań brutto. Utrzymywanie

**Tabela 6**

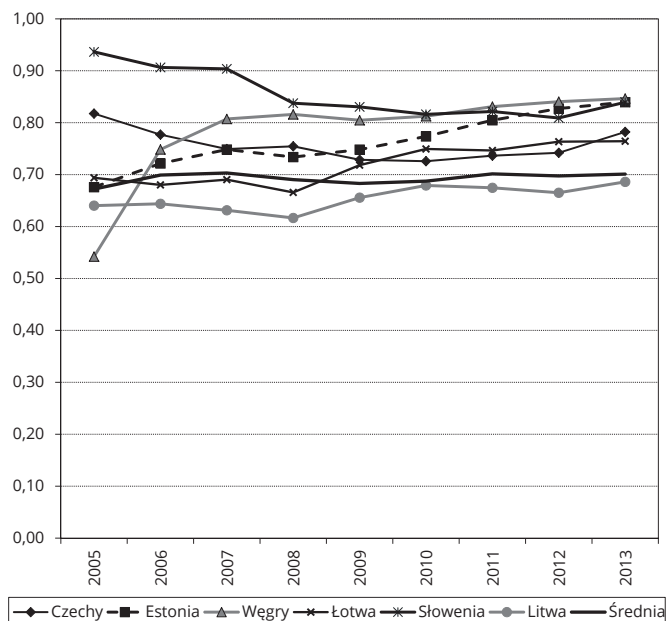
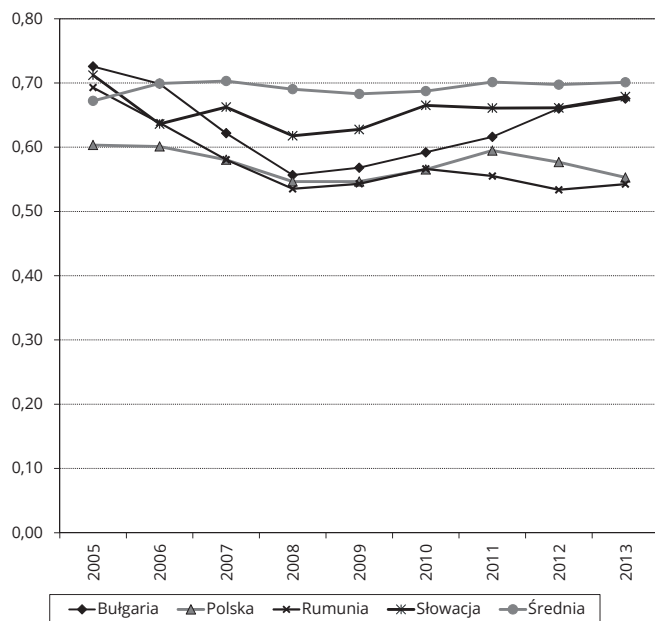
**Udział rezerw dewizowych w zagranicznych aktywach brutto NPC, w %**

Kraj	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Polska	44	39	39	43	48	46	47	47	46
Czechy	39	35	30	30	33	33	32	32	35
Węgry	32	12	9	10	13	15	16	14	14
Rumunia	70	71	72	71	69	70	70	68	68
Bułgaria	54	50	58	58	55	52	50	51	45
Litwa	40	41	38	34	31	31	38	37	34
Estonia	17	17	13	16	17	11	1	1	1
Łotwa	23	29	23	21	25	27	23	24	24
Słowacja	55	45	46	43	3	4	4	4	3
Słowenia	30	21	2	2	2	2	2	2	2

Źródło: Jak w tabeli 2.

### Wykres 3

#### Zmiany wskaźnika G-L w odniesieniu do średniej zbiorowości



Źródło: Jak w wykresie 2.

takiej sytuacji może oznaczać, iż stabilność finansów zagranicznych w rosnącym stopniu będzie zależna od kształtowania się poziomu zwrotów z pasywów brutto oraz tempa wzrostu eksportu netto. Innymi słowy utrzymanie stabilności wymagać będzie rosnącej różnicy między dochodem wytworzonym a dochodem podzielonym w kraju. W tabeli 7 przedstawiamy zmiany udziału aktywów i pasywów brutto oraz aktywów i pasywów BIZ w latach 2005-2013.

Dane przedstawione w tabeli 7 pokazują zróżnicowanie struktur aktywów i pasywów brutto w NPC. Zróżnicowanie aktywów i pasywów zagranicznych w PKB w NPC dotyczy nie tylko ich udziału w PKB, ale także struktury przedmiotowej i zyskowności. Zróżnicowanie dotyczy zarówno udziału BIZ w zobowiązaniach brutto, jak i relacji między zagranicznymi inwestycjami portfelowymi i pozostałymi. Takie zróżnicowanie jest istotne, bowiem BIZ uważane są jako inwe-

Tabela 7

#### Udział zagranicznych aktywów i pasywów brutto w PKB (USD)

Kraj	Aktywa			Pasywa		
	2008	2013	2013-2008 w p.p.	2008	2013	2013-2008 w p.p.
	w %			w %		
Bułgaria	59,6	82,4	22,8	154,5%	161,5	7,0
Czechy	54,5	80,6	26,1	89,9	125,5	35,6
Estonia	100,5	127,0	26,5	173,4	175,5	2,1
Węgry	211,6	243,6	32,0	307,1	331,9	24,8
Łotwa	75,9	108,4	32,5	152,2	175,2	23,0
Litwa	40,1	51,2	11,1	89,9	98,1	8,2
Polska	27,6	45,0	17,4	73,5%	117,7	44,2
Rumunia	27,3	38,2	10,9	74,8%	102,6	27,8
Słowacja	27,3	38,2	10,9	99,8%	139,0	39,2
Słowenia	87,3	100,3	13,0	121,1%	138,7	17,6

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych MFW, <http://elibrary-data.imf.org>



stycje względnie bezpieczne, patrząc z punktu widzenia stabilności finansów zagranicznych. W tabeli 8 przedstawiamy strukturę pasywów brutto.

**Tabela 8**

**Struktura przedmiotowa zobowiązań zagranicznych brutto w % PKB**

Kraj	BIZ	Portfel	Pozostałe	MPIN
Węgry	226	52	54	-88
Bułgaria	105	6	50	-79
Polska	52	34	32	-73
Słowacja	70	35	33	-68
Łotwa	54	15	107	-67
Rumunia	45	12	45	-64
Estonia	96	11	68	-49
Litwa	39	27	32	-47
Czechy	69	25	32	-45
Słowenia	35	46	57	-38

Źródło: Jak w tabeli 7.

Dane przedstawione w tabeli 8 świadczą o znacznym zróżnicowaniu przedmiotowym zobowiązań zagranicznych kraju. Struktura zobowiązań zagranicznych w Polsce zbliżona jest do struktury obserwowanej w 2013 roku w Czechach i na Słowacji. Najbardziej zadłużone Węgry charakteryzują się bardzo wysokim udziałem BIZ w PKB (na pozio-

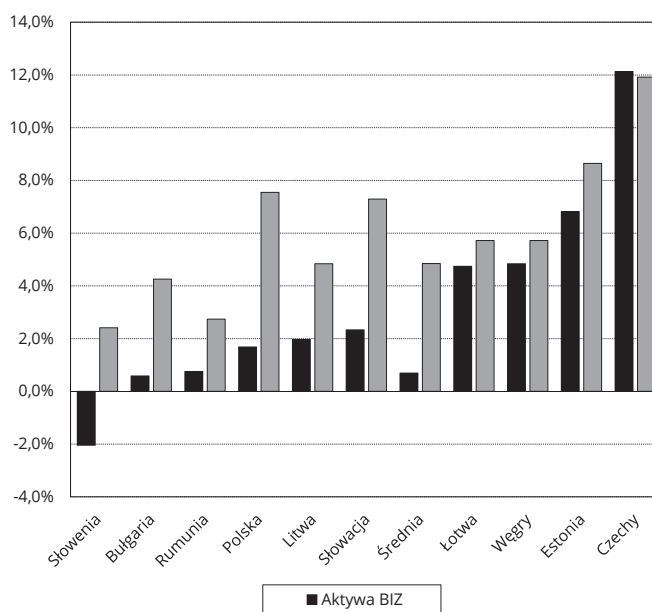
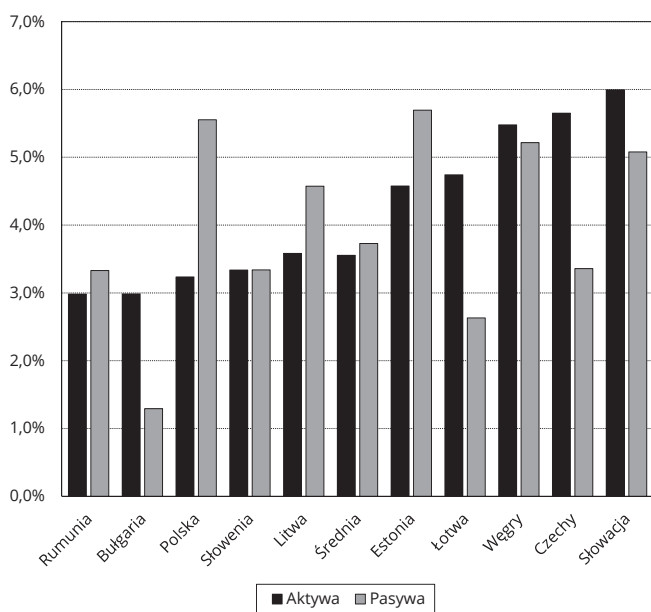
mie Irlandii – 340% czy Belgii – 240%). Dla porównania – średni udział BIZ w PKB w krajach centrum (Niemcy, Austria, Holandia, Francja i Finlandia) w 2013 r. wyniósł 58%. Z kolei udział inwestycji portfelowych był na poziomie 139% PKB, a pozostałych inwestycji – 112% PKB. W krajach peryferyjnych (bez Irlandii) udział zobowiązań zagranicznych brutto wynosił odpowiednio: 40,3%, 51% oraz 151,1%. Taka struktura zainwestowanego kapitału, z przewagą BIZ, stwarza określone wymagania dotyczące proeksportowego charakteru tych inwestycji. Wynika to z tego, że BIZ w NPC charakteryzują się wysokim poziomem zwrotu, który wpływa na poziom zagranicznych dochodów pierwotnych w bilansie płatniczym (o czym dalej). Z tytułu BIZ kraj zobowiązany jest do przekazu dywidend oraz odsetek od innych zobowiązań zaciągniętych przez inwestora. Reinwestowane zyski zmniejszają wpływ środków z gospodarki w danym okresie sprawozdawczym, lecz powiększając akcje lub inne formy udziałów kapitałowych zwiększają przyszłe krajowe zobowiązania dewizowe w stosunku do zagranicznego inwestora.

**Stabilność finansów zagranicznych i efektywność inwestycji zagranicznych**

Efektywność inwestycji zagranicznych szacujemy w artykule porównując poziom przychodów i rozchodów pierwotnych BIZ ze statystyczną wielkością aktywów i pasywów brutto (wg danych MFW). Na wykresie 4 przedstawiamy szacunkowy poziom zwrotu z aktywów i pasywów brutto oraz aktywów i pasywów BIZ analizowanych krajów.

**Wykres 4**

**Stopy zwrotu z zagranicznych aktywów i pasywów brutto – średnia z lat 2005-2013**



Źródło: Jak w tabeli 7.

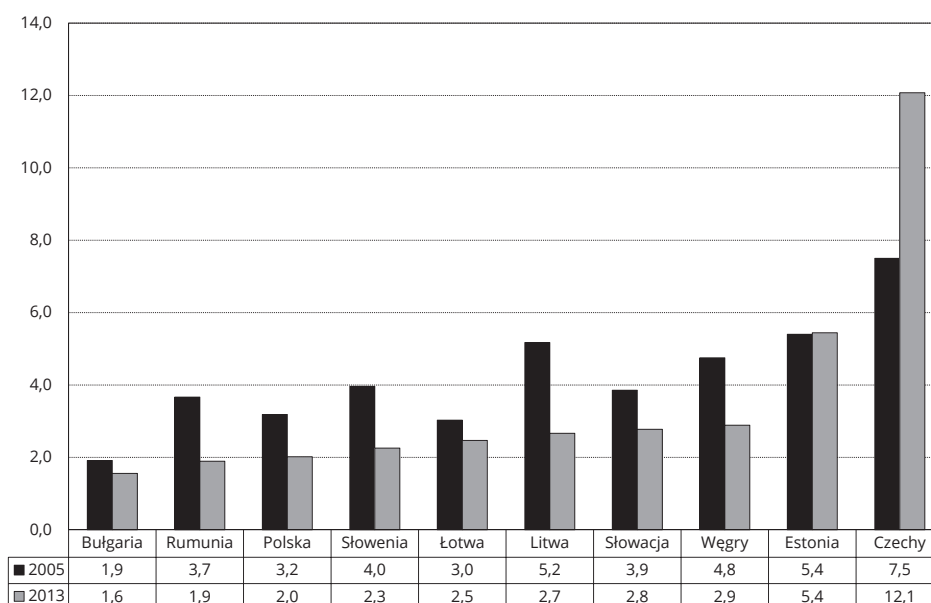
Obserwujemy znaczne zróżnicowanie między poszczególnymi krajami wysokości stóp zwrotu z aktywów i pasywów. Z wyjątkiem Czech, we wszystkich krajach stopy zwrotu z pasywów BIZ są wyższe niż stopy wypłat z aktywów BIZ. Natomiast stopy zwrotu z ogółu aktywów brutto są wyższe niż stopy zwrotu z ogółu pasywów brutto w Czechach, na Łotwie, w Słowacji, Bułgarii i na Węgrzech. Dotyczy to więc krajów, w których indeks G-L był najwyższy. W Polsce różnica między stopami zwrotu z pasywów i aktywów należy do największych wśród NPC. Nasuwa to pytanie o efektywność środków inwestowanych przez rezydentów, jak i efektywność inwestycji portfelowych (głównie sektora publicznego) i inwestycji bezpośrednich w Polsce. Efektywność inwestycji portfelowych jest w znacznej mierze wynikiem prowadzonej w kraju polityki monetarnej (wysokości realnych stóp procentowych) oraz sposobu finansowania wydatków sektora publicznego przez Ministerstwo Finansów. Rodzi to z kolei pytanie o stopień korelacji między zagranicznymi inwestycjami dłużnymi a zmiennością skłonności do ryzyka na rynkach finansowych. Ocenia się, że wzrost udziału inwestycji portfelowych w całkowitym zadłużeniu zagranicznym zwiększa wrażliwość na zewnętrzne szoki. Analizę takiej zależności wraz z przywołaniem analitycznej literatury przeprowadziła już w 2012 roku OECD<sup>40</sup>.

Natomiast zyskowność BIZ jest zarówno wynikiem otwartości przepływów kapitałowych (*open capital account*), jak i sposobu (efektywności) sterowania napływem kapitału zagranicznego. Ponieważ indeks otwartości przepływu kapitału w Polsce jest najniższy spośród wszystkich analizowanych krajów<sup>41</sup>, można wysunąć tezę o ograniczonej efektywności, z punktu widzenia stabilności finansów

zagranicznych i sposobu zarządzania napływem kapitału bezpośredniego do Polski. W latach 2004-2013 średniorocznemu wzrostowi pasywów BIZ na poziomie 12,8% (akcje i udziały rosły w tempie 11,2% średniorocznie, a saldo instrumentów dłużnych w tempie 16,9% rocznie) towarzyszył średnioroczny wzrost wydatków w bilansie płatniczym z tytułu zainwestowanych środków na poziomie 8,5%<sup>42</sup>. Dla porównania, notowany w dziewięciu państwach członkowskich z Europy Środkowo-Wschodniej (EŚW-9)<sup>43</sup> średni wzrost BIZ (dla lat 2005-2013<sup>44</sup>) kształtował się na poziomie 15,4% rocznie, a w Polsce wynosił 13,9%. Natomiast średnioroczny wzrost dochodów inwestorów zagranicznych z inwestycji<sup>45</sup> bezpośrednich w krajach EŚW-9 wynosił 26,5%, a w Polsce aż 34,3%<sup>46</sup>. Te szacunkowe dane pokazują jedynie relacje między tempem napływu inwestycji, a tempem wzrostu wynikających z nich zobowiązań finansowych wpływających na bilans płatniczy. Nie pokazują znaczenia zainwestowanych środków dla stabilności finansów zagranicznych kraju przyjmującego inwestycje, czyli relatywnych wielkości obciążeń z tytułu wzrostu długu. Powstaje pytanie o wpływ na zmiany poziomu kosztów obsługi BIZ zmian zachodzących w samej strukturze BIZ, to znaczy w relacjach między poziomem akcji i udziałów oraz wykorzystywanych instrumentów dłużnych. Polityka inwestora polegać może na wyborze źródeł finansowania działalności, to jest wykorzystywaniu zysków zatrzymanych lub przekazywania dywidend i wykorzystywaniu instrumentów dłużnych własnych lub dostępnych na rynku. Intuicyjnie, w tych krajach, gdzie koszty długu są niskie powinien wzrastać udział instrumentów dłużnych. Relacje wielkości (*stock*) inwestycji kapitałowych (akcje, udziały) do poziomu (*stock*) instrumentów dłużnych BIZ obserwowane w badanych krajach przedstawiamy na wykresie 5.

## Wykres 5

### Relacja między inwestycjami kapitałowymi i dłużnymi BIZ



Źródło: Jak w tabeli 7.

Poza Czechami, we wszystkich krajach spadła relacja między inwestycjami kapitałowymi i dłużnymi BIZ. Rosnący do 2010 roku udział BIZ w PKB został w Polsce i innych nowych krajach UE zahamowany. Z jednej strony, funkcjonujące BIZ są relatywnie (w porównaniu z innymi krajami) drogie dla gospodarki, z drugiej natomiast – biorąc pod uwagę spadający udział finansowania zagranicznego gospodarki w PKB oraz jednocześnie rosnący udział w finansowaniu zagranicznym innych instrumentów niż BIZ – rodzi to pytanie o stabilność finansów w przypadku utrzymania się takiego trendu (por. tabela 9).

**Tabela 9**

**Udział BIZ i inwestycji portfelowych w PKB nowych państw członkowskich w latach 2010-2013, w %**

Kraj	BIZ		Portfel	
	2010	średnia 2011-2013	2010	średnia 2011-2013
Polska	49	48	27	31
Czechy	65	65	21	22
Węgry	219	222	45	47
Rumunia	43	44	5	9
Bułgaria	103	100	5	5
Litwa	39	38	27	28
Estonia	98	92	10	10
Łotwa	48	50	7	12
Słowacja	65	67	18	26
Słowenia	35	35	33	38

Źródło: Jak w tabeli 7.

Spadek zagranicznych potrzeb pożyczkowych w Polsce w ostatnich dwóch latach wynikał ze wzrostu eksportu netto finansującego deficyt na rachunku dochodów pierwotnych. Było to zjawisko pozytywne z punktu widzenia równowagi zewnętrznej. Z drugiej strony, przy utrzymującym się udziale BIZ w PKB na stałym poziomie (około 51-52% PKB), wzrost udziału inwestycji portfelowych o ponad 10 p.p. i kredytów zagranicznych o około 2 p.p. będzie tworzył nacisk na wzrost walutowej obsługi odsetkowej, tworząc presję na dalszy wzrost eksportu netto. Analiza wymaga efektywności wykorzystania tych inwestycji. W znacznej mierze inwestycje portfelowe są inwestycjami sektora publicznego. Gdy są one wykorzystywane przez rząd do finansowania niedoborów budżetowych i finansują wydatki nieprodukcyjne, to ich obsługa, przy długi emitowanym w walutach obcych, wymaga zaciągania nowych kredytów albo wykorzystywania walut generowanych przez inne sektory gospodarki. Zwiększa też podatność gospodarki na zmiany ryzyka na rynkach kapitałowych, na zmienność kursu i kosztów kapitału. W tym miejscu stabilność finansów zagranicznych zbiega się ze stabilnością finansów publicznych i problemem tzw. deficytów bliźniaczych. Kwestia ta wymaga jednak odrębnej analizy.

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

<sup>1</sup> Ustawa z 7 listopada 2008 r. o Komitecie Stabilności Finansowej (Dz. U. z 2008 r. nr 209, poz. 1317).

<sup>2</sup> Por.: NBP, *Raport o stabilności systemu finansowego 2015*; <http://www.nbp.pl/systemfinansowy/rsf012015.pdf>; A. Dobrzańska, *Polityka makroostrożnościowa – zagadnienia instytucjonalne*, „Materiały i Studia”, nr 307, NBP, 2014; T. Smaga, *Wpływ Europejskiej Rady Ryzyka Systemowego na stabilność finansową w UE*, „Gospodarka Narodowa”, nr 3, Marzec 2013, s. 5- 35.

<sup>3</sup> Pod pojęciem finanse zagraniczne rozumiemy rozliczenia finansowe rezydentów krajowych z nierezydentami, będące wynikiem przepływów handlowych i kapitałowych.

<sup>4</sup> Pod pojęciem nowe państwa członkowskie Unii Europejskiej (NPC) rozumiemy państwa, które zostały członkami UE w 2004 i 2007 roku.

<sup>5</sup> DzUrz UE L 306 z 23.11.2011 r.

<sup>6</sup> Eurostat śledzi także w odniesieniu do finansów zagranicznych trzyletnie zmiany REER w relacji do deflatora HIPC, pięcioletnie zmiany udziału krajowego eksportu w eksporcie globalnym i zmiany ULC (jednostkowych kosztów pracy) – określające poziom konkurencyjności gospodarki. Stabilnością finansową zajmuje się też m.in. MFW, por. „IMF Working Paper”, *A Toolkit to Assessing Fiscal Vulnerabilities and Risks in Advanced Economies*, WP/12/11, January 2012.

<sup>7</sup> Sprawozdanie Komisji przedkładane w ramach mechanizmu ostrzegania (*Alert Mechanism Report 2015*), KOM(2014) 904, 28.11.2014 r.

<sup>8</sup> *Innovation Union Scoreboard 2013*, [http://ec.europa.eu/enterprise/policies/innovation/files/ius-2013\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/enterprise/policies/innovation/files/ius-2013_en.pdf) [dostęp 17.04.2015 r.]. Analizę empiryczną powiązania innego „zestawu” wskaźników stabilności finansowej kraju (rezerwy dewizowe, PKB, REER, kredyt, rachunek bieżący, zmiany ilości pieniądza) z tzw. indeksem napięcia rynkowego (*market pressure index*) przedstawiają J. Frankel, G. Sarvelos, *Can Leading Indicators Assess Country Vulnerability?* Harvard Kennedy School, June 2011.

<sup>9</sup> M. Obstfeld, w polemice ze zwolennikami analizy zmian przepływów kapitałów brutto, znacznie większych niż zmiany na rachunku bieżącym, podkreśla znaczenie bilansu płatniczego dla stabilności finansowej, M. Obstfeld, *Does the Current Account Still Matter?*, NBER Working Paper”, No. 17877, March 2012.

<sup>10</sup> G. Dobroczek, J. Kocerka, *Bilans Płatniczy – nowe standardy statystyczne (BPM6)*, NBP, 30.09.2014 r. Według dotychczasowej prezentacji (BPM5) dochody zapisywane są obecnie jako dochody pierwotne, zaś transfery bieżące jako dochody wtórne.

<sup>11</sup> Dane NBP.

<sup>12</sup> Por. analizę MFW: *Emerging Market Volatility: lessons from the taper tantrum*, „IMF Discussion Note”, September 2014, SDN/14/09.

<sup>13</sup> Dochody kapitałowe NPC wynikające z drugiej perspektywy finansowej 2014-2020 są oczywiście określone na podstawie decyzji o rozdziale funduszy europejskich.

<sup>14</sup> Przez zadłużenia zagraniczne netto rozumie się różnicę między zagranicznymi aktywami brutto i pasywami brutto.

<sup>15</sup> W Rumunii dochody wtórne pokrywały deficyt dochodów pierwotnych do 2012 roku.

<sup>16</sup> O potrzebie zmniejszania deficytu bilansu płatniczego piszą m.in. O. Blanchard i G.M. Milesi-Ferretti, *(Why) Should Current Account Balances Be Reduced?*, IMF Staff Discussion Note, March 1, 2011.

<sup>17</sup> Por. J. Sawicki, *Zmiany równowagi zewnętrznej a ograniczenia wzrostu polskiej gospodarki*, „Unia Europejska.pl”, 2014, nr 4 (227), s. 18-34.

<sup>18</sup> Z badań Natixis wynika, że w większości krajów (poza USA, Kanadą i Hiszpanią) elastyczność cenowa eksportu usług jest większa niż eksportu towarów. Natixis, „Flash Economics”, No. 163, 25.02.2013 r.

<sup>19</sup> Komisja Europejska określa jako maksymalny próg udziału deficytu na rachunku bieżącym średniorocznie 4-6% PKB; potrzeby pożyczkowe różnią się od deficytu na rachunku bieżącym o saldo kapitałowe.

<sup>20</sup> M. Everett z Central Bank of Ireland analizowała znaczenie MIPN dla nierównowag makro w UE, por. *Using external balance sheets to identify macro-economic imbalances in the euro area*, 2011, <http://isiproceedings.org/papers/450112.pdf>.

<sup>21</sup> Sprawa waloryzacji wymaga oddzielnej analizy.

<sup>22</sup> Patrz J. Sawicki, *UGW droga do pułapki zadłużenia*; IBRKK, 2012.

<sup>23</sup> Kwestiom regulacji finansowych poświęcono kilka wystąpień podczas konferencji MFW w 2013 roku, zebranych w publikacji MIT Press, *What we have learned*, wydanej przez G. Akerlof, O. Blanchard, D. Romer, J. Stiglitz w 2014 roku.

<sup>24</sup> Rozróżnienie kryzysu bankowego, walutowego i zadłużeniowego, ich wspólne i odmienne cechy przedstawił L. Laeven i F. Valencia w: *Systemic Banking Crises Database: An Update*, „IMF Working Paper”, WP/12/16, 2012; S. Claessens, M. Kose, *Financial Crises: Explanations, Types, and Implications*, „IMF Working Paper”, WP/13/28, January 2013.

<sup>25</sup> Analizę wpływu zadłużenia na wzrost przeprowadzili: S. Lo, K. Rogoff w: *Secular stagnation, debt overhang and other rationales for sluggish growth, six years on*, „BIS Working Papers”, No 482, January 2015; *International banking and financial market developments*, „BIS Quarterly Review”, Bank for International Settlements, March 2014.

<sup>26</sup> Mierzenie zmian napływu kapitału i ich przyczyn omawiają C. Forbes, F. Warnock, *Capital Flow Waves: Surges, Stops, Flight, and Retrenchment*, „NBER Working Paper”, 17351, August 2011; J.A. Cardelli et al., *Capital Inflows: Macroeconomic Implications and Policy Responses*, „IMF Working Paper”, WP/09/40.

<sup>27</sup> Por. ESRB Risk Dashboard, ECB, March 2015.

<sup>28</sup> Analizę korelacji cyklu kredytowego i przepływów kapitału netto w gospodarkach wschodzących przeprowadził Institute of International Finance (por. *Structural Challenges to Emerging Market Growth*, „IIF Research Note”, November 2013).

<sup>29</sup> Formalną analizę znaczenia przepływów kapitału dla stabilności finansowej przeprowadził w 2000 r. G. Calvo, *Balance-of-Payments Crises in Emerging Markets: Large Capital Inflows and Sovereign Governments*, <http://www.nber.org/chapters/c8690>; wpływ kredytu na dług zagraniczny i bilans handlowy analizuje też C. Borio, *The financial cycle and macroeconomics: What have we learnt?*, „BIS Working Paper”, No. 395, December 2012; także M. Obstfeld, *Trilemmas and Tradeoffs: Living with Financial Globalization*, University of California, Berkeley, NBER and CEPR, June 28, 2014, wskazuje na znaczenie przepływów transgranicznych dla poziomu kredytu krajowego w NPC (wykres 1); zwraca też uwagę na znaczenie relacji między inwestycjami dłużnymi i inwestycjami udziałowymi dla wzrostu stabilności finansowej.

<sup>30</sup> BIS, <http://www.bis.org/statistics/credtopriv.htm>, dane z 21.02.2015 r.

<sup>31</sup> A. Taylor pokazuje znaczenie kredytu bankowego dla sektora prywatnego: „It is private debts on bank balance sheets that far outweigh public debts on sovereign balance”, *The great leveraging*, „BIS Working Paper”, No 398, December 2012, s. 11.

<sup>32</sup> W latach 2002-2012 zobowiązania zagraniczne Węgier zmalały o 38 mld USD, w tym kredyty i pozostałe zobowiązania o 26,8 mld USD.

<sup>33</sup> Uzależnienie akcji kredytowej od prywatnego finansowania, także zagranicznego w Polsce, pokazuje relacja bankowego kredytu do prywatnego „funding’u” czy też „bank funding ratio”, które są najwyższe wśród NPC, por. *International banking and financial market developments*, „BIS Quarterly Review”, March 2014; Graph 1 i Graph A.

<sup>34</sup> Interesującą analizę przepływów kapitałowych przedstawia Shirakawa, Gubernur Bank of Japan, The Banque de France Financial Stability Launch Event, Paris, 18 February 2011.

<sup>35</sup> Średnio we wszystkich NPC udział BIZ (pasywa) w PKB w latach 2009-2012 wzrósł o 15%; udział inwestycji portfelowych (pasywa) w PKB tych krajów wzrósł o 12 p.p.

<sup>36</sup> Analizę przepływów kapitałowych i ich znaczenie dla narastania nierównowag zewnętrznych w UGW przedstawia G. Hale, M. Obstfeld, *The Euro and the Geography of International Debt Flows*, „Working Paper of Federal Reserve Bank of San Francisco”, March 31, 2014; <http://www.frbsf.org/economic-research/publications/working-papers/wp2014-10.pdf>

<sup>37</sup> P.R. Lane, G.M. Milesi-Ferretti, *G7 Current Account Imbalances: Sustainability and Adjustment*, NBER, May 2007.

<sup>38</sup> Optymalizacja poziomu rezerw w NPC wymaga odrębnej analizy. Różne są przyczyny akumulacji rezerw NPC, niebędących członkami UGW, i krajów uczestniczących w UGW. Także inne są przyczyny akumulacji rezerw w krajach notujących deficyt na rachunku bieżącym niż w krajach nadwyżkowych (jak np. gospodarkach wschodzących Azji, po kryzysie finansowym 1997 r.) – por. *Assessing Reserve Adequacy*, MFW, February 14, 2011; *Assessing Reserve Adequacy – Further Considerations*, „IMF Policy Paper”, November 2013; oraz M. Obstfeld et al., *Financial Stability, the Trilemma, and International Reserves*, „NBER Working Paper”, No. 14217, August 2008.

<sup>39</sup> M. Obstfeld, *Financial flows, financial crisis, and global imbalances*, „Journal of International Economy and Finance”, 2012, No. 31, s. 469-480.

<sup>40</sup> R. Ahrendt et al., *International capital mobility: Which structural policies reduce financial fragility?*, OECD Economic Policy Paper, No 2, June 2012. Inną opinię prezentują G. Bekaert et al. w: *Growth Volatility and Financial Liberalization*, „NBER Working Papers Series”, Working Paper 10560, June 2014.

<sup>41</sup> KNOEMA, The Chinn-Ito Financial Openness Index, <http://knoema.com/bzftmbe/the-chinn-ito-financial-openness-index>

<sup>42</sup> W latach 1994-2013 średnioroczny wzrost PKB w cenach bieżących w USD wynosił 10,4%.

<sup>43</sup> Bułgaria, Czechy, Litwa, Łotwa, Estonia, Słowacja, Słowenia, Węgry i Rumunia.

<sup>44</sup> Dla tych krajów MFW podaje szczegółowe dane bilansu płatniczego za lata 2005-2013.

<sup>45</sup> Obliczenia własne na podstawie danych MFW; <http://elibrary-data.imf.org/ViewData.aspx?qb=5ae57dd8e31808dd1f6b7139dabef2d3>

<sup>46</sup> W krajach UGW średnioroczne tempo wzrostu BIZ było mniejsze – 7,2% i mniejszy był też średnioroczny wzrost dochodów inwestorów – około 4 %.