

Andrzej Dorosz
Akademia Finansów i Biznesu Vistula – Warszawa

Zewnętrzna pozycja płatnicza Polski w 2014 roku i w pierwszych miesiącach 2015 roku

Streszczenie

W 2014 roku i w pierwszych miesiącach 2015 roku sytuacja płatnicza Polski była stabilna, o czym świadczyła choćby mała zmienność kursu złotego do euro. Analiza danych bilansu płatniczego wskazuje nawet na możliwość pojawienia się tendencji do jej wzmocnienia, gdyż duży deficyt płatności handlowych oraz deficyt rachunku bieżącego utrzymał się, drugi rok z rzędu, na znacznie zredukowanym poziomie w stosunku do lat poprzednich. Ponieważ Polska jest krajem dłużniczym netto, w dłuższej perspektywie zagrożenia wynikają ze struktury międzynarodowej pozycji inwestycyjnej – dużej przewagi pasywów nad aktywami, oraz z ich struktury – pasywa są znacznie bardziej rentowne niż aktywa. W rezultacie, rozchody w rachunku pierwotnym z tytułu obsługi pasywów przekraczają już 5% polskiego PKB. Może to w przyszłości doprowadzić polską gospodarkę do stagnacji, gdyż ograniczy wewnętrzną konsumpcję i inwestycje.

Słowa kluczowe: bilans płatniczy, kurs walutowy, rachunek bieżący, rachunek kapitałowy, rachunek finansowy, międzynarodowa pozycja inwestycyjna, rachunek dochodów pierwotnych, saldo błędów i opuszczeń, oficjalne aktywa rezerwowe.

Kody JEL: G01, G18, F21, F32

1. Ocena pozycji płatniczej *ex post* nie jest specjalnie trudna – w końcu wiadomo jak było; kłopotliwe jest natomiast zidentyfikowanie występujących w niej tendencji, które w bliskiej lub dalszej przyszłości mogą stać się ewentualnie źródłem kłopotów i określenie skali przyszłych problemów.

2. Jednym z istotnych czynników charakteryzujących stan sytuacji płatniczej kraju *ex post* jest zmienność kursu jej waluty, zakładając że jest ona w pełni wymierna – tak zresztą jak jest w przypadku polskiego złotego. Przyjmując powyższe kryterium należy uznać, że zewnętrzna sytuacja płatnicza Polski w 2014 roku i na początku 2015 roku, jak w poprzednich latach, była wyjątkowo stabilna. Świadczy o tym przede wszystkim kurs złotego do euro, gdyż polska gospodarka jest wyjątkowo ściśle powiązana stosunkami handlowymi i kapitałowymi z gospodarkami krajów Europy Zachodniej. Tak więc, średni, miesięczny kurs złotego do euro wynosił w grudniu 2012 roku – 4,09 zł, w grudniu 2013 roku – 4,18 zł, a w grudniu następnego roku – 4,22 zł. W marcu 2015 roku kurs ten wzrósł do 4,13 zł, a w maju podniósł się nawet do 4,17 zł. W wyniku zawirowań finansowych związanych z greckim kryzysem kurs złotego następnie trochę osłabł i w połowie roku kształtował się na poziomie 4,18-4,20 zł, czyli wrócił jakby do poziomu z końca lat 2013-2014 („Informacja

wstępna” 2014; 2015). Amplituda wahań kursu złotego do euro była więc w omawianym okresie bardzo mała. Zamykała się w przedziale ok. 4%, czyli +/- 2% od kursu średniego, co dowodzi – w warunkach swobodnego rynku walutowego – że kurs był stabilny. Należy przy tym podkreślić, iż NBP programowo powstrzymuje się od operacji interwencyjnych na tym rynku (*Sprawozdanie...* 2015, s. 26).

3. Najważniejszą walutą współczesnego świata jest dolar Stanów Zjednoczonych. Relacja złotego do tej waluty przedstawiała się jednak inaczej niż do euro, albowiem od połowy 2014 roku złoty deprecjonował się do waluty amerykańskiej. Wcześniej jego kurs do dolara był stabilny i w miarę wysoki. Średni, miesięczny kurs złotego do dolara wynosił w grudniu 2012 roku – 3,12 zł, w grudniu 2013 roku – 3,05 zł i w grudniu 2014 roku – 3,03 zł. Jeszcze w czerwcu 2014 roku kurs ten wynosił 3,04 zł, ale we wrześniu spadł już do 3,25 zł, a w grudniu nawet do 3,43 zł. Spadek kursu pogłębił się zresztą jeszcze w 2015 roku osiągając w marcu 3,81 zł, choć w maju podniósł się do 3,65 zł, aby dalej trochę obniżyć się w połowie roku („Informacja wstępna” 2014; 2015). Amplituda wahań kursu złotego do dolara była więc w omawianym okresie bardzo duża - wynosiła trochę ponad 25%. Nie było to jednak wynikiem pogorszenia się oceny sytuacji płatniczej Polski, a wiązało się głównie ze spadkiem kursu euro do dolara. Było to z kolei konsekwencją szybszego wychodzenia Stanów Zjednoczonych z recesji gospodarczej niż krajów strefy euro, a także perturbacji finansowych, które wynikały z kryzysu greckiego oraz możliwości porzucenia strefy euro przez Grecję. Falowanie kursu złotego do dolara, odpowiadające mniej więcej zmianom kursu euro do dolara¹, oraz mała amplituda wahań kursu złotego do euro jest dobitnym potwierdzeniem ścisłych związków gospodarczych, istniejących między Polską i krajami strefy euro i świadczy o faktycznym afiliowaniu polskiej gospodarki do tej strefy.

4. Dane bilansu płatniczego Polski za ostatnie dwa lata potwierdzają – jak się wydaje – wniosek, który można wyciągnąć z analizy kształtowania się w tym czasie kursu złotego do euro i dolara – głównych walut międzynarodowych, a mianowicie, że zewnętrzna sytuacja płatnicza kraju była nie tylko stabilna, ale nawet trochę poprawiała się. Zanim zostanie omówiony bilans płatniczy Polski, należy zaznaczyć, że w przypadku kraju rozwijającego się, a Polska jest zaliczana właśnie do tej grupy krajów, dość charakterystyczne jest występowanie deficytu w rachunku bieżącym oraz strukturalny import kapitału netto. Ważnymi wskaźnikami określającymi zewnętrzną pozycję płatniczą jest więc relacja deficytu w rachunku bieżącym do PKB oraz zmiany jej w czasie, a także skala i stabilność dopływu kapitału zagranicznego, który deficyt ten finansuje.

¹ W ostatnim dniu 2012 roku kurs zamknięcia dolara do euro wynosił 1,32, w końcu 2013 roku – 1,37, a w końcu 2014 roku – 1,21. W 2015 roku kurs dolara podniósł się jeszcze bardziej – 29.05.2015 r. wyniósł bowiem 1,10 i w połowie tego roku kształtował się mniej więcej na tym samym poziomie (Reuters 2013). Od końca 2013 roku do połowy 2015 roku kurs wspólnej, europejskiej waluty obniżył się do dolara prawie o 25%. Amplituda wahań kursu euro do dolara była więc taka sama jak złotego, a ich przebieg w czasie był zbliżony, choć nie nakładał się idealnie na siebie.

5. Ponieważ w innej części bilansu płatniczego, tj. w rachunku finansowym, rejestrowane są zmiany w stanie zagranicznych aktywów i zobowiązań (pasywów), strukturalny import netto kapitału powoduje, że typową cechą kraju rozwijającego jest ponadto ujemne saldo zestawienia obrazującego międzynarodową pozycję inwestycyjną. Relacja tego salda do PKB oraz relacja krótkoterminowych zobowiązań zagranicznych do oficjalnych aktywów rezerwowych są z kolei dodatkowymi, ważnymi wskaźnikami obrazującymi sytuację płatniczą kraju.

6. W tabeli 1, w której podano najważniejsze dane bilansu płatniczego Polski za okres 2013-2014, dla porównania dodano jeszcze informacje za dwa dodatkowe lata – 2005 i 2010. Te dwa dodane lata są o tyle istotne, że rok 2005 jest pierwszym pełnym rokiem po podpisaniu przez Polskę *Traktatu Akcesyjnego*, zaś 2010 to z kolei pierwszy względnie spokojny rok po erupcji globalnego kryzysu finansowego w okresie 2008-2009. Należy w tym miejscu także dodać, że w 2015 roku zmieniono metodologię zestawiania bilansu płatniczego, przechodząc – zgodnie z zaleceniem MFW – na podręcznik BPM 6 w celu uzyskania ściślejszej korelacji danych bilansu płatniczego z zestawieniem obrazującym międzynarodową pozycję inwestycyjną kraju. I z tego choćby tylko względu porównanie struktury obecnego bilansu płatniczego z poprzednimi latami wydaje się interesujące.

Tabela 1

Bilans płatniczy w wybranych latach okresu 2005-2014 (w mln EUR)

Wyszczególnienie	2005	2010	2013	2014
Rachunek bieżący	-6 276	-20 263	-5 148	-5 762
Saldo obrotów towarowych	-4 304	-10 396	635	-1 629
Saldo usług	1 998	3 324	7 910	9 063
Saldo dochodów pierwotnych	-4 155	-13 146	-13 266	-12 812
Saldo dochodów wtórnych	185	-45	-427	-384
Rachunek kapitałowy	786	6 446	9 006	10 036
Rachunek finansowy	-5 700	-22 610	-5 292	-2 618
Inwestycje bezpośrednie (a)	3 394	7 051	-2 502	3 940
Inwestycje bezpośrednie (p)	8 930	13 356	70	10 479
Inwestycje portfelowe (a)	2 006	616	1 650	4 100
Inwestycje portfelowe (p)	11 797	21 885	1 688	2 881
Pozostałe inwestycje (a)	2 179	2 281	262	1 737
Pozostałe inwestycje (p)	-1 129	9 634	3 146	-493
Derywaty finansowe	-138	821	-552	16
Oficjalne rezerwy (a)	6 457	11 496	754	456
Saldo błędów i opuszczeń	-210	-8 793	-9 150	-6 892

Oznaczenia: a – aktywa; p – pasywa

Źródło: *Sprawozdanie z wykonania założeń polityki pieniężnej za rok 2014* (2015, s. 40).

7. Dane z tabeli 1 potwierdzają, że w okresie 2013-2014 zewnętrzna sytuacja płatnicza Polski była stabilna, tak jak wynikało to zresztą z analizy sytuacji na rynku walutowym. Polska miała wprawdzie deficyt w rachunku bieżącym, ale w porównaniu z poprzednimi latami był on o wiele niższy, np. prawie czterokrotnie niższy niż w 2010 roku oraz dwuipółkrotnie niższy niż w 2012 roku. W 2014 roku, jak w roku poprzednim, deficyt rachunku bieżącego wrócił do poziomu z czasu przed akcesją Polski do Unii Europejskiej. Po akcesji sytuacja zmieniła się jednak o tyle, że deficyt ten był – można przyjąć – finansowany dodatnim saldem rachunku kapitałowego, które jest wynikiem transferów pomocowych z Unii Europejskiej. Dodatkowo saldo rachunku kapitałowego, w znaczącej skali – prawie 1,7 mld euro – pojawiło się już w 2006 roku i następnie szybko rosło, osiągając rekordowy poziom ponad 10 mld euro właśnie w 2014 roku. W 2013 roku pojawiła się znaczna nadwyżka tego salda ponad deficyt rachunku bieżącego i utrzymała się w roku następnym.

8. Ważną zmianą w strukturze rachunku bieżącego jest duże zmniejszenie deficytu handlowego – do niecałych 2 mld euro, co oczywiście poprawiło saldo rachunku bieżącego. W poprzednich latach deficyt handlowy dochodził do 23 mld euro (w 2008 roku), a w latach 2008-2012 wynosił średnio 9,3 mld euro. Gdy więc w 2013 roku NBP zarejestrował niewielką nadwyżkę handlową, a w 2014 roku deficyt zmniejszył się, może to świadczyć, że deficyt w płatnościach handlowych zmniejszył się na stałe, a nawet że wykształciła się tendencja do powstania nadwyżki. W kwietniu 2015 roku NBP zarejestrował znowu dodatnie saldo w płatnościach towarowych za pierwsze cztery miesiące i sporą nadwyżkę za okres dwunastu miesięcy – od maja 2014 roku do kwietnia 2015 roku („Informacja wstępna” 2014; 2015). Zmniejszenie deficytu w obrotach handlowych zarejestrował także GUS rozliczający transakcje na bazie faktur. W 2012 roku deficyt wynosił jeszcze 10,6 mld euro, ale w 2013 roku spadł już do niecałych 2 mld euro, a w 2014 roku był na poziomie zbliżonym do roku poprzedniego – 2,4 mld euro (GUS 2014, s. 5, 21). Świadczyć to może o tym, że polska gospodarka zaczyna coraz bardziej orientować się na rynki zagraniczne i coraz lepiej wykorzystuje możliwości, jakie daje międzynarodowy podział pracy, jakkolwiek analizowany okres jest zbyt krótki a analiza zbyt powierzchowna aby wyciągać zdecydowane wnioski. Choć można dodać, że tendencję tę potwierdza także powiększająca się nadwyżka w rachunku usług. W 2014 roku osiągnęła ona rekordowy poziom ponad 9 mld euro czyli była ponad czterokrotnie większa niż w 2005 roku, prawie trzykrotnie większa niż w 2010 roku i 15% większa niż w 2013 roku.

9. Deficyt rachunku bieżącego, utrzymujący się w ostatnich dwóch latach na poziomie 5-6 mld euro, jest wynikiem właściwie jednej pozycji bilansu płatniczego – dużego deficytu rachunku dochodów pierwotnych, który ukształtował się na poziomie 12-13 mld euro. Deficyt rachunku dochodów pierwotnych jest natomiast konsekwencją wysokich rozchodów z tytułu obsługi zobowiązań (pasywów) zagranicznych Polski, tj. zagranicznych inwestycji bezpośrednich oraz zagranicznych pożyczek i kredytów. W 2014 roku wynosiły

one aż 21,7 mld euro. Rozchody związane z obsługą zagranicznych pasywów (wyłacone dywidendy, zyski zatrzymane w przedsiębiorstwach, będących pod kontrolą nierezydentów, oraz odsetki) były częściowo kompensowane dodatnim saldem wynagrodzeń pozyskiwanymi przez polskich pracowników zatrudnianych za granicą i zagranicznych pracowników zatrudnionych w kraju na okres do jednego roku² (6%) oraz przychodami z zagranicznych aktywów (14%) (*Bilans płatniczy...* 2015, s. 22; obliczenia własne).

10. Silnym czynnikiem stabilizującym pozycję płatniczą Polski w poprzedniej dekadzie i przez pierwsze dwa lata dekady obecnej był duży napływ kapitału zagranicznego netto. Napływ kapitału zagranicznego utrzymywał się także w latach 2013-2014, ale przestał właściwie odgrywać jakąkolwiek rolę w stabilizowaniu pozycji płatniczej kraju, ponieważ wydaje się, że Polska stała się w tym czasie eksporterem kapitału netto. Świadczy o tym to, że istotnie zmniejszył się deficyt rachunku bieżącego, a dodatnie saldo rachunku kapitałowego finansuje go ze sporą nadwyżką (w obu latach po ok. 4 mld euro). Nadwyżka rachunku kapitałowego oraz import kapitału finansowały więc właściwie eksport polskiego kapitału wyrażający się we wzroście zagranicznych aktywów, będących w posiadaniu rezydentów. W 2014 roku zarejestrowano w bilansie płatniczym znaczący przyrost polskich inwestycji bezpośrednich za granicą – o 4,1 mld euro³ i inwestycji portfelowych – o 1,7 mld euro oraz zwiększenie oficjalnych rezerw NBP – o 0,5 mld euro. W 2013 roku odpowiednie wielkości wynosiły 1,65 mld euro, 0,3 mld euro i 0,8 mld euro. Wydaje się jednak, że w obu tych latach miał miejsce nawet większy odpływ kapitału z kraju niż wykazują wyżej wymienione pozycje. Bilans płatniczy zamyka bowiem duże ujemne saldo błędów i opuszczeń, a wydaje się, że skrywa ono głównie nie zarejestrowany odpływ kapitału. Badania przeprowadzone przez NBP w poprzednich latach wykazały, że część tej pozycji mogą stanowić wydatki związane z importem towarów. Wskazywałoby na to także porównanie salda płatności handlowych z saldem dostaw towarowych rejestrowanym przez GUS. Niemniej, wiele wskazuje na to, że przeważająca część salda błędów i opuszczeń to jednak eksport kapitału. W 2014 roku wynosiło ono prawie 7 mld euro. W poprzednim roku było aż o ponad 2 mld euro większe. Od 2007 roku jest ono zresztą ciągle ujemne i stanowi – należy to podkreślić – znaczącą pozycję w bilansie płatniczym Polski wahającą się w przedziale od 2 do 9 mld euro.

² Przychody pozyskiwane za granicą przez polskich pracowników rejestruje się obecnie w bilansie płatniczym w dwóch pozycjach. Pierwsza, jak podano wyżej, w odniesieniu do pracowników zatrudnionych do roku, w rachunku dochodów pierwotnych w przychodach w pozycji „wynagrodzenia pracowników” i druga w rachunku dochodów wtórnych w pozycji „przekazy zarobków” od polskich emigrantów, którzy wyjechali na stałe lub na długi okres. W 2014 roku ta ostatnia pozycja wynosiła 2,7 mld euro i była zbliżona do pierwszej – 2,8 mld euro. W rachunku dochodów pierwotnych rozchody z tytułu zatrudnienia pracowników zagranicznych w kraju były znaczące i wynosiły nieco ponad 1,5 mld euro.

³ W 2014 roku zagraniczne inwestycje bezpośrednie w Polsce były – jak na ostatnie lata – wyjątkowo wysokie. Wyniosły prawie 10,5 mld euro, ale w 52% było to reinwestowanie zysków (*Bilans płatniczy...* 2015, s. 30). Nie był to więc napływ nowego kapitału. W przypadku polskich zagranicznych inwestycji był to w całości odpływ kapitału z kraju, a pozycja reinwestowane zyski była ujemna, co oznaczało, że polscy właściciele ściągnęli do kraju wcześniej wypracowane zyski (*Bilans płatniczy...* 2015, s. 56).

11. Kolejnym ważnym elementem, charakteryzującym pozycję płatniczą kraju jest wielkość oficjalnych aktywów rezerwowych (zwanymi także oficjalnymi rezerwami walutowymi) Zmiany stanów tych rezerw wskazują na tendencje w kształtowaniu się pozycji płatniczej kraju. W końcu 2013 roku polskie aktywa rezerwowe, znajdujące się w dyspozycji NBP, wyceniano na 77,2 mld euro. W następnych dwunastu miesiącach ich stan zwiększył się, osiągając 82,6 mld euro w końcu grudnia 2014 roku, a w pierwszych miesiącach 2015 roku rósł dalej podnosząc się do ponad 88 mld euro w maju i czerwcu tego roku (NBP 2015a). Wykazane powyżej przyrosty rezerw są większe niż wynikałoby to z danych bilansu płatniczego podanych w tabeli 1 dla odpowiednich lat. Ich głównym komponentem (92-93%) są dewizy, które z kolei trzymane są w różnych walutach. Zmiana relacji kursowych ma oczywisty wpływ na wycenę odpowiednich walorów, a tym samym wpływa na ogólną wartość aktywów w przeliczeniu na określoną walutę, w tym przypadku na euro. Wzrost wartości aktywów rezerwowych w okresie 2013-2014 i w pierwszych miesiącach 2015 roku jest dodatkowym świadectwem tego, że zewnętrzna pozycja Polski uległa w tym czasie poprawie, mimo zawirowań, które miały miejsce na europejskich rynkach finansowych w związku z greckim kryzysem.

12. Bilans płatniczy jest ściśle powiązany z międzynarodową pozycją inwestycyjną, która ma duży wpływ na bieżącą sytuację płatniczą kraju. Po jednej stronie pozycja ta obejmuje aktywa zagraniczne, będące w posiadaniu rezydentów a po drugiej – aktywa krajowe, będące w posiadaniu nierezydentów. Przy zestawianiu międzynarodowej pozycji inwestycyjnej te ostatnie nazywa się pasywami zagranicznym. Różnica między aktywami i pasywami zagranicznymi stanowi pozycję netto, określającą, czy kraj ma charakter dłużnika, czy wierzyciela międzynarodowego. Polska, jak wiele innych krajów rozwijających się, jest znaczącym dłużnikiem międzynarodowym. W latach 2013-2014 jej międzynarodowa pozycja inwestycyjna zamykała się ujemnym saldem w wysokości 273 mld euro. W ostatnich dziesięciu latach, od 2005 roku saldo to zwiększyło się przy tym dwuipółkrotnie. Od wielu lat Polska importowała bowiem duże ilości kapitału zagranicznego, co wyrażało się w znaczącej nadwyżce w rachunku finansowym, a wynikało z relatywnie niskiej stopy oszczędzania oraz stosunkowo słabo rozwiniętego rynku kapitałowego, na którym głównie brakowało długoterminowych funduszy inwestycyjnych. Niedobór ten uzupełniano właśnie importem długoterminowego kapitału z Zachodu, co widać wyraźnie właśnie w strukturze zagranicznych aktywów i pasywów. W 2014 r. inwestycje bezpośrednie, a więc z definicji inwestycje długoterminowe, stanowiły zaledwie 28,4% polskich zagranicznych aktywów, natomiast w pasywach wynosiły aż 43,7%, przy czym te ostatnie były czterokrotnie większe od polskich. Wcześniej różnica była nawet jeszcze większa. Od 2005 r. zagraniczne inwestycje bezpośrednie w Polsce wzrosły wprawdzie aż czterokrotnie ale polskie inwestycje bezpośrednie za granicą wzrosły jednak aż dziesięć razy. Szczególnie szybko rosły w okresie 2005-2010 choć trzeba przyznać, że poziom wyjściowy był bardzo niski.

Tabela 2

Międzynarodowa pozycja Polski w wybranych latach (w mld EUR)

Wyszczególnienie	2005	2010	2013	2014
Pozycja netto	-108,1	-234,0	-273,0	-272,8
Aktywa	77,8	139,6	171,9	188,8
Inwestycje bezpośrednie	5,3	33,3	51,5	53,7
Akcje i inne udziały	4,0	16,8	24,0	25,1
Instrumenty dłużne	1,4	16,4	27,5	28,6
Inwestycje portfelowe	7,4	11,1	11,7	16,6
Papiery udziałowe	1,4	8,1	8,1	10,2
Papiery dłużne	6,0	3	3,6	6,4
Instrumenty pochodne	0,4	3,2	4,1	6,4
Pozostałe inwestycje	28,7	22,1	27,6	29,4
Oficjalne rezerwy	74,8	70,0	77,1	82,6
Pasywa	186,0	373,7	444,9	461,6
Inwestycje bezpośrednie	76,8	161,4	197,3	201,7
Akcje i inne udziały	61,8	120,3	131,7	132,8
Instrumenty dłużne	15,0	41,0	65,6	68,9
Inwestycje portfelowe	60,3	95,7	126,8	134,6
Papiery udziałowe	15,8	23,7	30,7	32,0
Papiery dłużne	38,4	69,0	96,1	102,6
Instrumenty pochodne	0,4	4,8	4,4	7,0
Pozostałe inwestycje	48,4	111,8	116,4	118,2

Uwaga: dane zaokrąglono.

Źródło: NBP (2015b).

13. Inwestycje portfelowe stanowiły 8,8% polskich aktywów, przy czym w analizowanym okresie wzrosły one ponad dwukrotnie, zaś szczególnie szybko rósł stan zagranicznych papierów udziałowych, będący w posiadaniu rezydentów. W 2014 roku wynosił 61% całego portfela. Z kolei inwestycje portfelowe w pasywach stanowiły 29,2%, w tym akcje i papiery udziałowe miały 24,5 p.p. W inwestycjach portfelowych w pasywach występowała więc odwrotna proporcja między papierami udziałowymi a papierami dłużnymi niż miało to miejsce w aktywach. W pasywach dominowały papiery dłużne, choć w ogóle zagraniczne inwestycje w polskie papiery udziałowe były trzykrotnie większe niż polskie inwestycje tego typu za granicą. Z kolei, w portfelu papierów dłużnych, będącym własnością zagranicy, dominowały papiery skarbowe. Duże zainteresowanie zagranicy polskimi papierami skarbowymi brało się natomiast stąd, że ocena standingu finansowego Polski była stosunkowo wysoka, a poziom oprocentowania konkurencyjny w stosunku do papierów skarbowych wielu innych krajów. Dzięki temu przez kilka ostatnich lat polski Skarb Państwa intensywnie

nie wykorzystywał zagraniczne rynki kapitałowe do finansowania zadłużenia budżetowego. W rezultacie zagraniczne inwestycje w polskie długoterminowe papiery dłużne zwiększyły się z 38,4 mld euro w 2005 roku do 69,0 mld euro w 2010 roku i do 102,6 mld euro w 2014 roku (NBP 2015b).

14. W pozostałych inwestycjach, po stronie pasywów, duży udział mają długoterminowe pożyczki udzielane polskim bankom przez banki zagraniczne, będące ich strategicznymi inwestorami, co też w pewnym stopniu potwierdza tezę o niedoborze zasobów długoterminowego kapitału na polskim rynku finansowym.

15. Struktura przedmiotowa międzynarodowej pozycji inwestycyjnej Polski odbija się naturalnie na bilansie płatniczym generując strumienie dewizowych rozchodów i przychodów oraz zmiany w stanach pewnych aktywów i pasywów, o ile strumienie zostaną, przynajmniej częściowo, zatrzymane w kraju, w którym powstały. W przypadku Polski rozchody są znacznie większe niż przychody, co wyraża się dużym deficytem rachunku dochodów pierwotnych, a to z kolei prowadzi do deficytu rachunku bieżącego. Nie dość bowiem, że Polska jest krajem dłużniczym netto, tj. mającym znaczące ujemne saldo zagranicznych aktywów i pasywów, to w jej pasywach dominują pozycje bardzo rentowne, co zwiększa rozchody. Sytuacja w aktywach jest natomiast odwrotna – dominują w nich pozycje o bardzo niskiej rentowności, takie jak np. oficjalne rezerwy walutowe, które ciągle stanowią ponad 40% wszystkich polskich aktywów zagranicznych, co powoduje, że rentowność tych inwestycji jest relatywnie niska i w konsekwencji przychody z nich są stosunkowo małe. Niemniej, dzięki – jak wspomniano wyżej – nadwyżce w rachunku kapitałowym, zmniejszeniu deficytu handlowego, nadwyżce w usługach i transferach płac oraz oszczędności, deficyt rachunku bieżącego Polski kształtował się w ostatnich dwóch latach bardzo niskim poziomem w stosunku do PKB. W 2014 roku wynosił -1,4%, podczas gdy w poprzednich dziesięciu latach wahał się między -1,3% (2013) i -6,5% (2008), osiągając średni poziom 4,43%. Z kolei wskaźnik obrazujący saldo obrotów bieżących i kapitałowych do PKB od 2013 roku jest dodatni. Wynosił on 1% zarówno w 2013 roku, jak i w następnym. W poprzednich latach wskaźnik ten był najpierw o 0,5 p.p., później o 1 p.p., a od 2010 roku o 2 p.p. niższy niż wskaźnik salda obrotów bieżących do PKB (*Sprawozdanie...* 2015, s. 41). Uważa się, że niski wskaźnik tego typu świadczy o stosunkowo stabilnej sytuacji płatniczej kraju.

16. Inne wskaźniki, których zwykle używa się do oceny sytuacji płatniczej kraju, to m.in. relacja aktywów rezerwowych do importu towarów i usług (w przeliczeniu na miesiące), zadłużenie zagraniczne do PKB oraz saldo międzynarodowej pozycji inwestycyjnej do PKB. W 2014 roku wskaźniki te dla Polski były następujące:

- oficjalnymi rezerwami można było sfinansować import towarów i usług przez 5,3 miesiąca i od 2005 roku wskaźnik ten poprawił się o 0,4 miesiąca, choć trzeba dodać, że w latach 2009-2012 był trochę wyższy;
- stosunek zadłużenia zagranicznego brutto do PKB wynosił 70,8% i od 2005 roku pogorszył się o 24,9 p.p.;

- stosunek międzynarodowej pozycji inwestycyjnej netto do PKB wynosił 66,7% i od 2005 roku pogorszył się o 22,8 p.p. (Ibidem).

Oceniając zdolność polskiej gospodarki, z punktu widzenia powyższych wskaźników, do absorpcji szoków płatniczych, wyłania się obraz – mimo wszystko – dość stabilny. Tak przynajmniej można sądzić o sytuacji w krótkim okresie, tj. w czasie najbliższego roku czy dwóch lat. Wskaźnik rezerw do importu jest bowiem na stosunkowo wysokim poziomie, mimo prawie dwukrotnego zwiększenia się miesięcznych płatności importowych od 2005 roku. Dość powszechnie uważa się bowiem, iż rezerwy walutowe są dostateczne, jeżeli pozwalają na sfinansowanie trzymiesięcznego importu. Z kolei, pozostałe dwa wskaźniki są wprawdzie dość wysokie, ale w ogólnym zadłużeniu zagranicznym Polski mocno przeważa zadłużenie długoterminowe (82,6%), a ponadto w zobowiązaniach sektora przedsiębiorstw oraz sektora bankowego przeważają kredyty i pożyczki od strategicznych inwestorów branżowych (odpowiednio - 60,0% i 53,3%), a więc są to środki, które nie mogą być łatwo wycofane bez szkody dla polskich afiliacji czyli bez szkody dla zagranicznych inwestorów. Ponadto, stosunek zadłużenia zagranicznego netto do PKB jest znacznie niższy niż relacja zadłużenia brutto, gdyż wynosi tylko 35,9%, a zadłużenie zagraniczne do spłaty z terminem do jednego roku stanowi już tylko 18,2% PKB i z 10% nadwyżką „kryte” jest rezerwami (*Bilans płatniczy...* 2015, s. 38-42, 68). Wydaje się więc, że zadłużenie zagraniczne Polski jest ciągle znacznie poniżej maksymalnego poziomu (tzw. „sustainable” level), który kraj może osiągnąć utrzymując zdolność płatniczą na podstawie finansowania rynkowego.

17. Podsumowując, można stwierdzić, że ani w strukturze bilansu płatniczego, ani w strukturze międzynarodowej pozycji inwestycyjnej Polski nie występują zagrożenia, które mogłyby spowodować perturbacje w gospodarce w tzw. krótkim okresie czyli w okresie najbliższych kilku lat, o ile nie będzie zbyt silnych szoków wewnętrznych lub zewnętrznych. W dłuższej perspektywie niebezpieczeństwo kryje się natomiast w bardzo dużych rozrachunkach związanych z obsługą zagranicznych pasywów. W 2014 roku stanowiły one równowartość 5,4% PKB, czyli były znacznie większe niż jego przyrost w tym czasie. Wydaje się, iż utrzymywanie się takiej sytuacji w dłuższej perspektywie może spowodować pogorszenie pozycji dłużniczej i w konsekwencji może mieć negatywny wpływ na perspektywy rozwojowe kraju, ograniczając jego zdolność do zwiększania konsumpcji i wzrostu inwestycji czyli rodząc tendencje stagnacyjne. Mając to na względzie władze gospodarcze powinny podjąć politykę, która prowadziłaby:

- do zwiększenia puli oszczędności krajowych (zwiększenia stopy oszczędzania) tak, aby w możliwym największym zakresie ograniczyć wykorzystanie zagranicznych zasobów do finansowania krajowych inwestycji w sektorze przedsiębiorstw niefinansowych i w sektorze przedsiębiorstw finansowych, głównie w bankach;
- do finansowania nowego i refinansowania starego długu publicznego w większym stopniu środkami pochodzącymi z zasobów rynku krajowego;

- do bardziej efektywnego wykorzystania oficjalnych aktywów finansowych przez wcześniejszą spłatę części długu publicznego, będącego w rękach zagranicy, np. przez operacje tzw. „poluzowania polityki pieniężnej” (*quantitative easing*) NBP.

Bibliografia

- Bilans płatniczy Rzeczypospolitej Polskiej za IV kwartał 2014* (2015), NBP, Warszawa.
- GUS (2014), *Handel Zagraniczny*, styczeń-grudzień 2013, Warszawa.
- GUS (2014a), *Obroty handlu zagranicznego – ogółem i według krajów I-XII 2014 (dane wstępne)*, <http://www.gus.gov.pl> – statystyki [dostęp: 16.07.2015].
- „Informacja wstępna” (2014), nr 1-12, NBP, Warszawa.
- „Informacja wstępna” (2015), nr 5, NBP, Warszawa.
- NBP (2015a), <http://www.nbp.pl>–statystyka/aktywa rezerwowe [dostęp: 12.07.2015].
- NBP (2015b), <http://www.nbp.pl>–statystyka bilansu płatniczego-międzynarodowa pozycja inwestycyjna [dostęp: 16.07.2015].
- Reuters (2015), <http://www.reuters.com/finance/currencies> [dostęp: 05.07.2015].
- Sprawozdanie z wykonania założeń polityki pieniężnej za rok 2014* (2015), NBP/RPP, Warszawa.

Balance of Payments and External Position of Poland in 2014 and in First Months of 2015

Summary

In 2014 and in the first months of 2015, the paying situation of Poland was stable what was evidenced at least by low variability of exchange rate of the zloty to the euro. An analysis of the data of the balance of payments even indicates the possibility of emergence the tendency to reinforce it as the high deficit of trade payments and the current account deficit remained, for the second year in a row, at a considerably reduced level vis-à-vis previous years. As Poland is a net debtor state, in a long run threats emerge from the structure of international investment position – the large advantage of liabilities over assets, as well as from their structure – liabilities are much more profitable than assets. In result, disbursements for the primary account by virtue of servicing of liabilities already exceed 5% of Polish GDP. This may have led the Polish economy in the future to stagnation as it will constrain internal consumption and investments.

Key words: balance of payments, exchange rate, current account, capital account, financial account, international investment position, primary income account, balance of errors and omissions, official reserve assets.

JEL codes: G01, G18, F21, F32

Artykuł nadesłany nadesłany do redakcji w czerwcu 2015 roku.

© All rights reserved

Afiliacja:

dr hab. Andrzej Dorosz

Akademia Finansów i Biznesu Vistula

Wydział Biznesu i Stosunków Międzynarodowych

ul. Stokłosa 3

02-787 Warszawa

tel.: 22 457 23 00

e-mail: dorosz24@gmail.com