

Andrzej Dorosz

Akademia Finansów i Biznesu Vistula – Warszawa

Pozycja płatnicza i międzynarodowa pozycja inwestycyjna Polski w 2012 roku i na początku 2013 roku

Streszczenie

W 2012 r. i na początku 2013 r. sytuacja płatnicza Polski była bardzo stabilna. Znacząco poprawiło się bowiem ujemne saldo rachunku bieżącego (o 25,5%) i rekordowo wysokie było dodatnie saldo rachunku kapitałowego. To ostatnie finansowało 63% deficytu rachunku bieżącego. Dużą nadwyżką, jakkolwiek mniejszą o 24% niż w 2011 r., zamknął się rachunek finansowy. Nadwyżka ta była jednak znacznie większa, niż wynikało to z potrzeby finansowania deficytu rachunku bieżącego. W rezultacie wzrosły oficjalne aktywa rezerwowe NBP o prawie 9 mld euro, osiągając poziom 82,6 mld euro. Na początku 2013 r. saldo rachunku finansowego uległo pogorszeniu, co ustabilizowało poziom rezerw, ale sytuacja w rachunku bieżącym poprawiała się dzięki większym wpływom eksportowym. Czynnikiem stabilizującym pozycję płatniczą Polski był niski poziom zadłużenia krótkoterminowego kraju, choć Polska jest krajem dłużniczym. W końcu 2012 r. jej ujemna międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto wynosiła 258,6 mld euro. Mocno odbija się to na bilansie płatniczym, gdyż powoduje duże ujemne saldo rachunku dochodów – 17,1 mld euro.

Słowa kluczowe: kursy walutowe, bilans płatniczy, rachunek bieżący, rachunek kapitałowy, rachunek finansowy, oficjalne aktywa rezerwowe, międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto, aktywa i pasywa zagraniczne, zadłużenie międzynarodowe, *Credit Default Swaps* – CDS.

Kody JEL: G01, G18, F21, F32

Pozycja płatnicza

Sytuacja na walutowym rynku

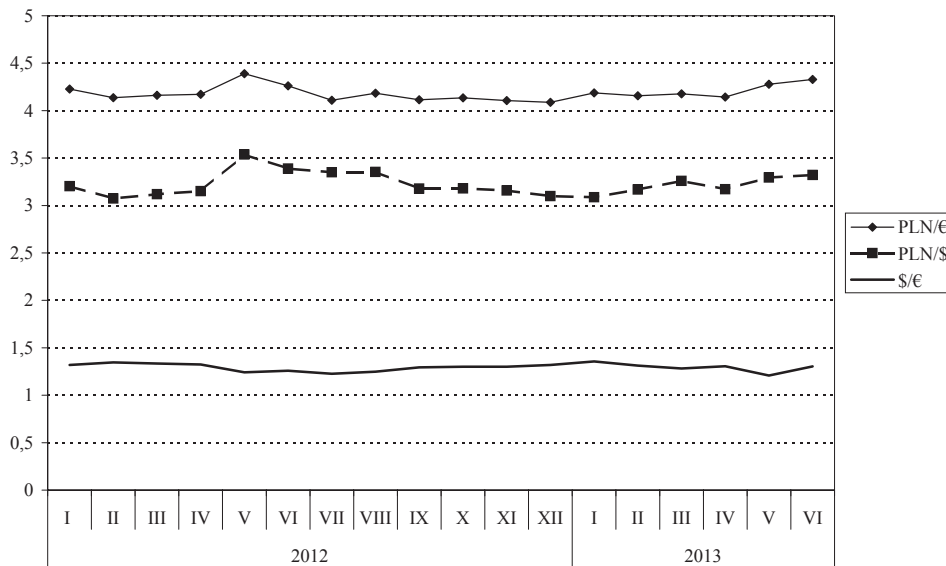
W 2012 r. i w pierwszych dwóch kwartałach 2013 r. kurs złotego do głównych międzynarodowych walut (euro i dolara) ulegał stosunkowo niewielkim fluktuacjom w zależności od zmieniającej się sytuacji płatniczej kraju. W 2012 r. kurs rósł aż do końca roku, stopniowo aprecjonując się – do euro o 8,5% i do dolara o 10%. Następnie, do czerwca 2013 r., złoty stracił do tych walut mniej więcej tyle samo (odpowiednio o 6% i 7,1%), ile zyskał w poprzednim roku. Na wykresie 1 przedstawiono kursy złotego do euro i dolara oraz kursy krzyżowe (*cross rates*) tych dwóch walut w omawianym okresie.

Polska gospodarka jest mocno powiązana z krajami strefy euro, dlatego kurs złotego do wspólnej waluty jest bardzo ściśle uzależniony od bieżącej sytuacji płatniczej Polski w stosunku do tych krajów. Z kolei, kurs złotego do dolara jest uzależniony od kształtowania się

jego kursu do euro. Pokazuje to przebieg krzywych na wykresie. Wzmocnienie kursów złotego do obu kluczowych walut jest równoznaczne ze wzmocnieniem pozycji płatniczej Polski w 2012 roku. Natomiast w pierwszej połowie następnego roku wystąpiła przeciwstawna tendencja. Kurs złotego osłabił się. Było to jednak o tyle korzystne dla gospodarki, że wspierało eksport. Stał się on czynnikiem podtrzymującym wzrost PKB w tym czasie. W drugiej połowie 2012 r. i na początku 2013 r. zmalały bowiem zarówno inwestycje, jak i popyt konsumpcyjny, co negatywnie wpływało na dynamikę PKB. Wprawdzie spadek popytu globalnego spowodował także obniżenie cen, aż do poziomu poniżej celu inflacyjnego NBP, ale obniżki stóp procentowych, które przyniosły następne decyzje Rady Polityki Pieniężnej, nie mogły zneutralizować występujących w polskiej gospodarce, tendencji stagnacyjnych. Zatem w kolejnym roku tzw. globalnego kryzysu finansowego przydatne okazało się posiadanie przez Polskę własnej waluty oraz fakt, że zmiany jej kursu mogły – przynajmniej częściowo – łagodzić szoki, które docierały do gospodarki z recesyjnej Europy Zachodniej.

Wykres 1

Średnie kursy PLN do euro i dolara oraz dolara do euro (cross rates), od stycznia 2012 r. do czerwca 2013 r.



Źródło: NBP – Tabela średnich kursów walut – archiwum_tab_a_2012;2013 (kursy na koniec miesiąca, zaokrąglenia i przeliczenia własne).

Oslabienie kursu złotego, które miało miejsce w pierwszym półroczu 2013 r., było konsekwencją lekkiego osłabienia pozycji płatniczej Polski. Zjawisko to mogło jednak także zo-

stać wzmocnione przez operacje walutowe prowadzone przez NBP lub MF. Od 2010 r. polski bank centralny porzucił politykę „zerowej” aktywności na rynku walutowym i od tego czasu sporadycznie przeprowadza transakcje interwencyjne, starając się łagodzić nadmierne wahania kursu i przeciwdziałać spekulacji dewizowej. Od czasu do czasu, za pośrednictwem BGK, operacje walutowe przeprowadza także MF, rozporządzając środkami dewizowymi z pożyczek w walutach obcych, zaciąganych za granicą oraz z transferów kapitałowych z UE. Ani wielkość tych operacji ani czas, kiedy były przeprowadzane, nie są podawane – nawet *ex post* – do publicznej wiadomości, nie sposób więc ustalić ich skutków¹.

Ogólnie rzecz biorąc, można przyjąć, że w omawianym okresie złoty był walutą dość stabilną, co świadczyło o stabilnej sytuacji płatniczej kraju. W 2012 r. wystąpiła wprawdzie lekka tendencja do aprecjacji kursu złotego, ale została odwrócona na początku następnego roku i w połowie 2013 r. kurs złotego wrócił do poziomu z początku 2012 r.

Oficjalne aktywa rezerwowe

Jedną z ważnych wielkości, charakteryzujących pozycję płatniczą kraju, jest poziom oficjalnych aktywów rezerwowych (inaczej mówiąc – oficjalnych rezerw walutowych) i kierunek zmian ich poziomu. W Polsce, w 2012 r. – podobnie jak w kilku poprzednich latach – oficjalne rezerwy walutowe znacznie wzrosły. Tendencja ta została jednak zahamowana w połowie 2013 r., co – podobnie jak lekka deprecjacja kursu złotego – świadczy przejściowym osłabieniu pozycji płatniczej. Tab. 1. obrazuje zmiany stanu rezerw.

Tabela 1

Stan oficjalnych aktywów rezerwowych w okresie od 2011 r. do czerwca 2013 r. (w mld EUR)

Stan/Struktura/Rok	2011	2012	06.2013
Ogółem	70,0	82,6	81,9
w tym dewizy	60,9	73,1	72,9
Złoto	3,5	4,2	3,1

Uwaga: dane na koniec okresu ; dane nie sumują się do 100% gdyż dla uproszczenia pominięto SDR, pozycję rezerwową w Funduszu oraz tzw. inne należności w walutach wymiennalnych. Pozostałe składniki stanowiły 7,2% łącznej wielkości rezerw.

Zródło: <http://www.nbp.pl> – rez98_2013.

W styczniu 2008 r. łączna kwota oficjalnych aktywów rezerwowych, będących w dyspozycji NBP, wynosiła 46,2 mld euro. Od tego czasu zwiększyła się prawie dwukrotnie,

¹ W raportach rocznych ze swojej działalności NBP podaje jedynie krótką informację, że przeprowadzał transakcje interwencyjne na rynku walutowym w określonym okresie. Por. np. *Annual Report 2011*, NBP, Warsaw 2012, s. 46.

osiągając w marcu 2013 r. 84,0 mld euro. Jak wynika z danych zamieszczonych w tabeli 1, w końcu czerwca 2013 r. oficjalne rezerwy zmniejszyły się trochę, co należałoby przypisać głównie spadkowi międzynarodowej ceny złota. Głównym komponentem oficjalnych rezerw walutowych Polski były dewizy (*foreign exchange*). Stanowiły one prawie 90% całości. Złoto stanowiło niecałe 4%, a na pozostałą część składały się trzy pozycje: zasoby SDR, pozycja rezerwowa w MFW i pozostałe zasoby walut wymiennalnych.

Struktura walutowa rezerw dewizowych odpowiadała – ogólnie rzecz biorąc – pozycji poszczególnych walut w rozliczeniach międzynarodowych. W ostatnich latach NBP, administrując rezerwami, utrzymywał rezerwy walutowe na poziomie: ok. 36-40% w dolarach, 32-35% w euro, 15% w funtach szterlingach, 8-10% w dolarach australijskich i 5-7% w norweskiej koronie. Te ostatnie dwie waluty nie są wprawdzie walutami międzynarodowymi, ale ich włączenie do rezerw było uzasadnione silną pozycją płatniczą ich krajów. Z kolei, w przedmiotowej strukturze oficjalnych aktywów dewizowych dominowały skarbowe papiery dłużne krajów odpowiednich walut. W ostatnich latach stanowiły one 80-81% całości. Nieskarbowe papiery dłużne miały udział w granicach 9,5-12%, a depozyty w starannie wybranych – jak zapewnia NBP – pierwszorzędnych bankach 8-9,5%².

Uważa się, że Polska posiada dostatecznie duże oficjalne aktywa rezerwowe. W końcu 2012 r. oficjalne aktywa rezerwowe wystarczały na sfinansowanie 5,4-miesięcznego importu towarów i usług. Znacznie przekraczały więc wielkość trzy miesięcznego importu, co zwyczajowo uważa się za minimalny poziom rezerw.

Chociaż spowolnienie gospodarcze z przełomu lat 2012-2013 nie spowodowało istotnego pogorszenia sytuacji finansowej ani w sektorze publicznym, ani w sektorze przedsiębiorstw (w tym w sektorze bankowym) istniały obawy, że utrzymujące się trudności finansowe w kilku krajach strefy euro mogą wywołać falę spekulacji na polskim rynku walutowym. Tak więc, aby ubezpieczyć zewnętrzną zdolność płatniczą Polski w czasie ewentualnego ataku spekulantów, władze monetarne (NBP w porozumieniu z MF) postanowiły odnowić Elastyczną Linię Kredytową – ELK (*Flexible Credit Line*) w MFW³. Odpowiednia decyzja zarządu Funduszu została podjęta w styczniu 2013 r. i Polska ponownie uzyskała możliwość korzystania ze środków dewizowych w okresie dwóch lat, tym razem w kwocie 33,8 mld dolarów (ok. 30 mld euro). Władze MFW podkreśliły w ocenie, którą opublikowały po rozpatrzeniu wniosku Polski, że otwarcie takiej linii miało charakter „ostrożnościowy” (*precautionary*) i że Polska właściwie nie zamierza korzystać z niej, chyba że znajdzie się w nadzwyczajnych okolicznościach. Jednocześnie pierwszy zastępca dyrektora zarządzającego Funduszu, podkreślił, że „Polska ma bardzo silne fundamenty gospodarcze i założenia polityki” (*“Poland has very strong economic fundamentals and policy framework”*)⁴.

² Annual Report 2011, *op. cit.*, s. 59-60.

³ NBP zawarł z MFW pierwszą umowę w sprawie ELK w 2009 r. Opiewała ona na kwotę niższą – 30 mld dolarów (ok. 22,7 mld euro). Następnie linię kilkakrotnie odnawiano. Poprzednia linia została uruchomiona styczniu 2011 r., także na dwa lata.

⁴ “IMF Press Release” 2013, No. 13/17.

Sytuacja w bilansie płatniczym

Dane bilansu płatniczego za 2011 r. i za pierwszy kwartał 2013 r. pokazują, jak koniunktura gospodarcza wpływa na sytuację płatniczą Polski. Szczególnie wyraźnie widać to w rachunku handlowym i w rachunku inwestycji bezpośrednich. W 2011 r., gdy rósł popyt globalny i stopa wzrostu gospodarczego była jeszcze wysoka, bilans handlowy Polski zamykał się dużym deficytem, a do kraju napływały znaczne kwoty inwestycji bezpośrednich. Polscy przedsiębiorcy zresztą także aktywnie inwestowali za granicą⁵. W następnym roku, gdy polską gospodarkę dosięgły zachodnie tendencje recesyjne, sytuacja w rachunku handlowym diametralnie zmieniła się. Popyt globalny skurczył się i pod koniec 2012 r. dynamika PKB spadła poniżej 1%. W rezultacie deficyt handlowy zmalał o połowę, a w pierwszym kwartale 2013 r. zbliżył się nawet do zera. Bardzo zmniejszyły się również inwestycje bezpośrednie – zarówno po stronie przychodów jak i rozchodów.

W 2012 r. salda pozostałych pozycji rachunku obrotów bieżących kształtowały się tak samo jak w roku poprzednim. O wiele mniejszy (o 47%) był jednak deficyt handlowy, a większe (o 19%) dodatnie saldo usług. Dodatnie saldo transferów było wprawdzie drobinę niższe i o kilka procent pogorszyło się saldo dochodów, ale ujemne zmiany były znacznie mniejsze niż dodatnie, co w konsekwencji przyniosło znaczącą poprawę (o 25%) salda rachunku bieżącego. Rachunek bieżący Polski jest strukturalnie deficytowy ze względu na strukturalny deficyt handlowy i duży strukturalny deficyt rachunku dochodów. W 2012 r., mimo spowolnienia gospodarczego, zyskowność w sektorze przedsiębiorstw była dość wysoka i zagraniczni właściciele mogli utrzymać poziom wypłaty dywidend. Słaba koniunktura w kraju i za granicą nie zachęcała przy tym do inwestycji. W rezultacie wielkość reinwestowanych zysków zmniejszyła się o 17%⁶. Znacznie zwiększyły się ponadto wypłaty odsetek i to głównie z portfelowych lokat w papiery dłużne, w których przeważają lokaty w papiery skarbowe.

Deficyt obrotów bieżących często zestawia się z wielkością salda rachunku kapitałowego. W przypadku Polski, od kilku lat ten ostatni zamyka się znaczącym saldem dodatnim. W 2012 r. dodatnie saldo tego rachunku było rekordowo wysokie – o 18% większe niż w 2011 r. Finansowało ono aż 63,4% deficytu rachunku bieżącego, podczas gdy w poprzednim roku było to tylko 40,4%. W 2012 r. deficyt rachunku obrotów bieżących w stosunku do PKB wyniósł 3,5% PKB. Jest to relacja – jak uważa się dość powszechnie – bezpieczna. Jeżeli uwzględni się przy tym łączne saldo rachunków bieżącego i kapitałowego, relacja ta kształtuje się jeszcze lepiej – na poziomie 1% PKB⁷. Wiele wskazuje na to, że w 2013 r.,

⁵ Część inwestycji bezpośrednich rejestrowanych jest jednocześnie po stronie przychodów i rozchodów. Jest to tzw. „kapitał w tranzycie”, przechodzący przez spółki specjalnego przeznaczenia. W 2012 r. odnotowano istotny odpływ takiego kapitału i jednocześnie odpowiednie zwiększenie polskich inwestycji zagranicznych. Por. *Bilans płatniczy Rzeczypospolitej Polskiej za IV kwartał 2012 r.*, NBP, Warszawa 2013, s. 43-44.

⁶ *Bilans płatniczy Rzeczypospolitej Polskiej...*, op. cit., s. 56 (przeliczenia własne).

⁷ Tamże, s. 65.

w wyniku zmniejszenia ujemnego salda rachunku bieżącego, powyższe wskaźniki poprawią się. Nie oznacza to jednak, że w ostatnich latach w polskiej gospodarce zaszły na tyle istotne przekształcenia, że bilans płatniczy Polski zmienił swój strukturalny charakter. Ma on bowiem typową strukturę bilansu płatniczego rozwijającego się kraju dłużniczego, tj. kraju ze względnie niskimi cenami podstawowych czynników produkcji (pracy i ziemi) oraz niedoborem kapitałów inwestycyjnych⁸. Bilans płatniczy takiego kraju, tak jak bilans płatniczy Polski, cechuje się zazwyczaj strukturalnym deficytem bilansu handlowego, dużym ujemnym saldem rachunku dochodów, dodatnim saldem transferów pracowniczych, dodatnim saldem rachunku kapitałowego (w Polsce dotacje z UE) oraz dużym, dodatnim saldem rachunku finansowego, stanowiącym źródło pokrycia deficytu rachunku bieżącego i eksportu kapitału. W przypadku Polski, poprawa wskaźników – o której wspomniano powyżej – odzwierciedla typowe koniunkturalne oddziaływanie spowolnienia gospodarczego na bilans płatniczy kraju.

Tabela 2

Bilans płatniczy Polski w okresie od 2011 r. do I kw. 2013 r. (w mln EUR)

Wyszczególnienie	2011	2012	I kw. 2012	I kw. 2013
A. Rachunek bieżący	-17 977	-13 480	-4 515	-2 055
Saldo obrotów handlowych	-10 059	-5 311	-2 115	-139
Saldo usług	4 048	4 816	1 083	1 239
Saldo dochodów	-16 381	-17 082	-3 903	-3 515
Saldo transferów bieżących	4 415	4 099	420	360
B. Rachunek kapitałowy	7 254	8 545	1 333	820
C. Rachunek finansowy	22 019	16 234	5 393	4 520
Polskie inwestycje bezpośrednie za granicą	-5 276	-644	1 090	329
Zagraniczne inwestycje bezpośrednie w Polsce	13 646	2 664	-1 808	360
Saldo inwestycji portfelowych	11 942	15 357	4 329	1 781
Saldo pozostałych inwestycji	2 107	-4 689	1 313	-1 819
Pochodne instrumenty finansowe	-400	2 258	469	231
D. Saldo błędów i opuszczeń	-4 694	-2 562	-1 479	-1 338
Razem A-D	4 694	8 737	732	1 947
E. Zmiany w oficjalnych aktywach rezerwowych	-4 694	-8 737	-732	-1 947

Źródło: *Bilans płatniczy Rzeczypospolitej Polskiej za IV kwartał 2012 r.*; NBP, Warszawa 2013, oraz http://www.nbp.pl/home.aspx?f=/statystyka/BOP_Q_EUR (przeliczenia własne).

⁸ Według szacunków MFW, w Polsce w 2012 r. stopa inwestycji krajowych wynosiła 20,4% PKB, stopa oszczędności – 17,1%, a różnicę – 3,3% finansowały zagraniczne oszczędności. W 2013 r. powyższe wielkości mają utrzymać się mniej więcej na tym samym poziomie. Por.: *IMF Executive Board Concludes 2013 Article IV Consultations with the Republic of Poland*, IMF Press Release 2013, No. 13/211, <http://www.imf.org/external/np/sec/pr/2013/pr13271.htm> [dostęp: wrzesień 2013].

Rok 2012 przyniósł duże zmiany nie tylko w bilansie handlowym i w rachunku kapitałowym, ale także w rachunku finansowym. Spowolnienie gospodarcze zahamowało dopływ inwestycji bezpośrednich. W 2011 r. zagraniczni inwestorzy zainwestowali w Polsce prawie 14 mld euro, a w 2012 r. niecałe 3 mld euro (spadek prawie o 80%). Dodatkowo saldo rachunku finansowego obniżyło się, ale jednak w mniejszym stopniu. Do Polski napłynęło bowiem więcej inwestycji portfelowych niż w roku poprzednim. Inwestorzy zagraniczni głównie zwiększyli (o 36%) swoje zakupy skarbowych papierów wartościowych, lokując w nich prawie 13 mld euro. Dotyczyło to zarówno papierów emitowanych na rynku krajowym, jak i na rynkach zagranicznych. W pierwszym przypadku ich inwestycje wzrosły o 14,5% (mimo ryzyka kursowego, ubezpieczonego zapewne na walutowym rynku terminowym), a w drugim aż o 72%. Czynnikiem sprzyjającym tym inwestycjom było obniżenie się ceny CDS dla polskiego długu – z ok. 200 pb na początku roku do ok. 100 p.b. w czwartym kwartale. Kwotowania CDS dla polskiego długu były na poziomie długu Francji i były trzykrotnie niższe niż długu Hiszpanii⁹. Obniżka ceny CDS, która miała miejsce w 2012 r., była wyrazem pozytywnej oceny analityków oraz inwestorów międzynarodowych co do perspektyw kształtowania się zdolności Polski w wywiązywaniu się z zobowiązań dłużniczych.

W zagranicznych inwestycjach portfelowych znaczącą pozycją, choć nie tak dużą jak lokaty w skarbowe papiery dłużne, są zakupy udziałowych papierów wartościowych. W 2012 r. wyniosły one 2,8 mld euro i były wyższe o 30% niż w roku poprzednim. Zagraniczne inwestycje w inne papiery wartościowe (KPD, komercyjne obligacje czy obligacje komunalne) mają natomiast sporadyczny charakter i są stosunkowo nieduże.

W rachunku finansowym zwracają uwagę jeszcze dwie pozycje w tzw. pozostałych inwestycjach po stronie przychodów (pasywów). Po pierwsze, w 2012 r., podobnie jak w 2011 r., zagraniczne banki zmniejszyły swoje zaangażowanie w polski sektor bankowy. Znacząco obniżyły (o 4,9 mld euro) swoje salda na rachunkach bieżących i depozytowych. Wynikało to z faktu, że w 2012 r. polskie banki w dalszym ciągu były „nadpłynne”, a jednocześnie bardzo ostrożnie rozwijały akcję kredytową zarówno w stosunku do gospodarstw domowych, jak i przedsiębiorstw, a szczególnie ograniczyły kredytowanie w walutach obcych. Z drugiej jednak strony, wysoka rentowność polskiego sektora bankowego i jego stabilna sytuacja kapitałowa były bodźcami, szczególnie dla zagranicznych banków macierzystych, dla udostępniania kredytów polskim bankom tak, aby mogły one utrzymać działalność kredytową przy odpowiedniej strukturze terminowej pasywów. W rezultacie zagraniczne banki zwiększyły (o niecałe 1,3 mld euro) swoje zaangażowanie w kredytach i innych pasywach udostępnionych polskim bankom w 2012 roku.

Po drugie, polski sektor przedsiębiorstw zmniejszył swoją absorpcję zagranicznych kredytów handlowych i innych pasywów (o 1,1 mld euro), kontynuując tendencję, która pojawiła się w połowie poprzedniego roku. Wiąże się to z lekkim zmniejszeniem importu

⁹ *Bilans płatniczy Rzeczypospolitej Polskiej...*, op. cit., s. 26.

w ogóle i stosunkowo niezłą sytuacją finansową sektora przedsiębiorstw, w tym szczególnie przedsiębiorstw zaangażowanych w handel międzynarodowy.

Kolejną pozycją, która w 2012 r. uległa istotnej zmianie, to pochodne instrumenty finansowe. Była ona nadwyżkowa i wyniosła 2,3 mld euro, gdy w poprzednim roku była to pozycja ujemna na kwotę 0,4 mld euro. Spora zmiana miała miejsce także w przypadku ujemnego salda „błędów i opuszczeń”. Zmalało ono z 4,7 mld euro do niecałych 2,3 mld euro. Ujemne saldo „błędów i opuszczeń” było w 2012 r. najniższe od kilku lat. W poprzednich latach była to pozycja bardzo duża, obejmująca kwoty od kilku do kilkunastu miliardów euro. „Błędy i opuszczenia” są pozycją jakby „równoważącą” cały bilans płatniczy. Należy przypomnieć, że w 2010 r. NBP zweryfikował metodę zestawiania tej pozycji, co jednocześnie oznaczało urealnienie innych pozycji zarówno w rachunku bieżącym, jak i finansowym.

Na końcu bilansu płatniczego, pozycją zamykającą go, są zmiany w stanie oficjalnych aktywów rezerwowych. W 2012 r., podobnie jak prawie we wszystkich latach ostatniej i obecnej dekady, miało miejsce zwiększenie tych rezerw. Wrosły one prawie o 9 mld euro, co było wynikiem napływu kapitału zagranicznego (głównie w formie inwestycji portfelowych). Był on większy niż wynikałoby z potrzeb pokrycia deficytu w rachunku bieżącym i eksportu polskiego kapitału w formie inwestycji bezpośrednich, lokat portfelowych i zwiększenia lokat bankowych.

Międzynarodowa pozycja inwestycyjna w 2012 roku i w I kwartale 2013 roku

Międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto

Polska, od lat 70. XX wieku, jest krajem dłużniczym, przy czym w obecnym stuleciu jej ujemna, międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto szybko rosła. W 2000 r. wynosiła ona tylko 59,5 mld euro, natomiast w ciągu ostatnich dwunastu lat zwiększyła się ponad czterokrotnie – podniosła się bowiem aż do 258,6 mld euro. Licząc we wspólnej walucie europejskiej, w 2012 r. pozycja ta pogorszyła się o 39,7 mld euro. Analizując ją należy jednak pamiętać, że zarówno na wielkość netto, jak i na wycenę poszczególnych elementów składowych, mają wpływ zmiany relacji walutowych i zmiany cen aktywów finansowych. Tak więc – na przykład – aprecjacja kursu złotego do euro powoduje, po przeliczeniu, wzrost denominowanych w złotych kwot wierzycelności lub innych aktywów, będących własnością zagranicznych inwestorów. W 2012 r. napływ netto kapitału zagranicznego do Polski wyniósł – jak wynika z danych z tabeli 2 – ok. 7,5 mld euro, pozostała część przyrostu ujemnej pozycji netto była więc wynikiem zmian relacji kursów walutowych i cen aktywów finansowych. W I kwartale 2013 r., jak wspomniano wyżej, sytuacja na rynku walutowym zmieniła się. Deprecjacja złotego i spadek cen niektórych aktywów finansowych zahamowały pogłębianie się ujemnej międzynarodowej pozycji inwestycyjnej netto, mimo pewnego

napływu kapitału zagranicznego. W końcu tego kwartału wyniosła ona 251,3 mld euro, czyli 3% mniej niż w ostatnim dniu 2012 roku.

Tabela 3

Międzynarodowa pozycja inwestycyjna Polski w 2012 roku

Wyszczególnienie	Kwota aktywów (w mld EUR)	Udział (w %)	Kwota pasywów (w mld EUR)	Udział (w %)
Ogółem	166,4	100	424,9	100
Inwestycje bezpośrednie	43,3	26,0	176,9	41,6
Inwestycje portfelowe	10,0	6,0	128,8	30,3
Pozostałe inwestycje	26,0	15,6	113,9	26,8
Derywaty finansowe	4,5	2,7	5,2	1,2
Oficjalne rezerwy	82,6	49,6	X	X
Pozycja netto	-258,6	X	X	X

Źródło: http://www.nbp.pl/home.aspx?f=/statystyka/iip_kw_2004_2013.html (przeliczenia własne, wielkości zaokrąglono).

Aktywa zagraniczne

W 2012 r. polskie aktywa zagraniczne wyniosły 166,4 mld euro. W stosunku do końca poprzedniego roku wzrosły o 15,4 mld euro. Inwestycje bezpośrednie stanowiły w nich 26%, inwestycje portfelowe – 6% i pozostałe inwestycje – 15,6%. Największy udział – aż 49,6% – miały oficjalne aktywa rezerwowe trzymane przez NBP. W polskich aktywach zagranicznych przeważają, jak widać, lokaty płynne i krótkookresowe. W stosunku do poprzedniego roku, udział poszczególnych rodzajów (klas) aktywów w ogólnej ich kwocie zmienił się na bardzo nieznacznie, tak że nie warto tych zmian omawiać.

Aktywa zagraniczne Polski przyniosły łączny dochód, zarejestrowany w bilansie płatniczym, w wysokości trochę ponad 6,1 mld euro. Średnia rentowność wyniosła więc 3,7%. Polskie zagraniczne inwestycje bezpośrednie przyniosły przy tym dochody w wysokości 1,2 mld euro, co dawało rentowność 2,8%. Największą część (aż 62%), dochodów z polskich inwestycji bezpośrednich za granicą stanowiły odsetki od kredytów. Polscy właściciele reinwestowali natomiast tylko 11% zysków. Stosunkowo niska rentowność polskich aktywów zagranicznych jest konsekwencją ich struktury podmiotowej. Krótkoterminowe i płynne aktywa (lokaty bankowe, lokaty w dłużne papiery skarbowe) przynoszą z założenia niższe dochody niż inwestycje długoterminowe (udziały akcje, obligacje komercyjne).

Pasywa zagraniczne

Struktura zobowiązań (pasywów) Polski jest zupełnie inna niż struktura aktywów. Największy udział mają w nich inwestycje bezpośrednie – 41,6%. Następne miejsca zaj-

mują inwestycje portfelowe – 30,3%, pozostałe inwestycje – 26,8% i na końcu – derywaty 1,2%. W 2012 r. w strukturze pasywów zaszła dość istotna zmiana – o 3,2 p.p. wzrósł udział inwestycji portfelowych. W ujęciu kwotowym było to 32,4 mld euro, z czego tylko część stanowił dopływ nowego kapitału, zaś reszta była wynikiem zmian kursów walutowych i cen papierów wartościowych.

W inwestycjach portfelowych nastąpił wzrost wartości zarówno papierów udziałowych (o 8,9 mld euro, o 46,4%), co w znacznym stopniu było wynikiem wzrostu kursów na GPW, jak i lokat w papiery dłużne (o 22,9 mld euro), w tym szczególnie w papiery dłużne sektora publicznego (*general government*). Zadłużenie sektora rządowego i samorządowego zwiększyło się o ponad jedną czwartą, przy czym w ok. 60% był to wynik nowych transakcji, a w pozostałej części było to spowodowane zmianami kursów walutowych (tzw. dodatnie różnice kursowe) i innymi zmianami. W niewielkim stopniu zmieniło się natomiast zadłużenie sektora przedsiębiorstw. Przy okazji należy odnotować kolejny rok obniżania się poziomu zagranicznych zobowiązań polskiego sektora bankowego.

Polskie aktywa zagranicznych właścicieli (pasywa Polski) przyniosły im łączny dochód ponad 23 mld euro. Rentowność zagranicznych inwestycji w Polsce wyniosła więc 5,4%. Zagraniczne inwestycje bezpośrednie przyniosły dochód w wysokości 13 mld euro, co dało rentowność na poziomie 7,3%. Dywidendy stanowiły przy tym 51% dochodów, reinwestowane zyski 30,4%, a resztę odsetki od kredytów.

Płynność międzynarodowa

Oceniając płynność międzynarodową kraju, tj. zdolność do wywiązywania się z bieżących zobowiązań, analizuje się zazwyczaj jego wielkość zadłużenia zagranicznego, strukturę terminową, przedmiotową i podmiotową tego zadłużenia oraz wielkość oficjalnych aktywów rezerwowych i ewentualnie innych rezerw dewizowych.

W 2012 r. wielkość zadłużenia zagranicznego Polski wyniosła 276,1 mld euro, co stanowiło 72,3% PKB. Zadłużenie zagraniczne netto wynosiło natomiast 57,8% PKB. Prawie 81% tego łącznego zadłużenia zagranicznego stanowiły zobowiązania długoterminowe. Na zadłużenie krótkoterminowe przypadło więc nieco ponad 19% – wynosiło ono ok. 53 mld euro. Od początku 2011 r. krótkoterminowe zadłużenie zmniejszyło się. Struktura walutowa polskiego zadłużenia nie jest zbyt zróżnicowana. Występuje w niej przede wszystkim euro – 44,4%, złoty – 34,6% i frank francuski – 8,6%¹⁰.

Największa część – ponad 41% – zadłużenia zagranicznego Polski przypada na sektor rządowy i samorządowy. Wyniosło ono prawie 114 mld euro. Z kwoty tej 97,3% przypadało na sektor rządowy. Udział zagranicy w ogólnej kwocie zadłużenia publicznego wynosił

¹⁰ *Bilans płatniczy Rzeczypospolitej Polskiej...*, op. cit., s. 34.

54,1% (licząc zadłużenie publiczne według metodologii krajowej). Przeważająca część zadłużenia Skarbu Państwa była nominowana w euro (64%) i miała charakter długoterminowy. Przeważały w nim obligacje długoterminowe emitowane w walutach obcych i złotych (głównie o stałym oprocentowaniu) oraz długoterminowe kredyty od międzynarodowych instytucji finansowych.

W 2012 r. średnia zapadalność całego zadłużenia skarbowego wyniosła 5,49 roku, przy czym średnia zapadalność zagranicznych zobowiązań wynosiła 7,63, a krajowych – 4,47 roku¹¹.

W końcu 2012 r. zadłużenie zagraniczne sektora przedsiębiorstw wyniosło 109,1 mld euro, z czego dwie trzecie przypadało na zadłużenie długoterminowe i jedna trzecia na krótkoterminowe. Kredyty handlowe stanowiły zaledwie niecałe 12 mld euro (11%). Około 56% całego zadłużenia polskiego sektora przedsiębiorstw przypada na zobowiązania dłużnicze w stosunku do zagranicznych inwestorów bezpośrednich. Naturalnie, zjawisko to odbija się w rachunku dochodów bilansu płatniczego – 18,2% przychodów, które zagranica uzyskiwała z inwestycji bezpośrednich w Polsce, pochodziło z odsetek od kredytów. Z kolei, zagraniczne zadłużenie sektora bankowego, bez NBP, wyniosło prawie 49 mld euro i stanowiło 17,7% całego zadłużenia Polski. Największą część tego zadłużenia – 56,4% – stanowiły kredyty. Podobnie jak w przypadku sektora przedsiębiorstw, dwie trzecie zagranicznego zadłużenia banków stanowiły zobowiązania do inwestorów strategicznych¹².

Jak wspomniano wyżej, w końcu 2012 r. krótkoterminowe zadłużenie Polski było stosunkowo małe – wynosiło niecałe 53 mld euro. Składały się na nie głównie krótkoterminowe kredyty handlowe (w sektorze przedsiębiorstw) i depozyty terminowe oraz środki na rachunkach bieżących nierezydentów (w sektorze bankowym). Duża część tych pasywów (ok. 50-60%) to zobowiązania wobec zagranicznych podmiotów powiązanych kapitałowo z podmiotami polskimi – dłużnikami. Struktura przedmiotowa i podmiotowa tych zobowiązań wskazuje, że mają one charakter trwały (strukturalny) i nie poddają się łatwo wpływowi motywów spekulacyjnych. Po stronie aktywów, jakby „ubezpieczającym” przeciwstawieniem tych zobowiązań, są oficjalne aktywa rezerwowe, których kwota wynosiła prawie 83 mld euro, a więc o 57% przewyższała kwotę krótkoterminowych zobowiązań zagranicznych Polski. Przyjmując nawet, że w przypadku wystąpienia oznak kryzysu płatniczego, dla jego uspokojenia będzie można użyć tylko komponentu dewizowego oficjalnych aktywów rezerwowych i to nie w całości, ale jedynie w znaczącej jego części (60-70%), a więc 40-50 mld euro, to i tak trzeba uznać, że są to bardzo istotne środki, tym bardziej, że mogą być powiększone o środki dewizowe, które MF ma do swojej dyspozycji¹³ oraz środki z linii kredytowej (ELK) w MFW na kwotę 30 mld euro. Tak więc, ryzyko utraty płynności przez Polskę w końcu 2012 r. było bardzo niskie, podobnie jak w 2013 r. i najbliższych latach, o ile

¹¹ *Dług publiczny – Raport Roczny 2012 r.*, Ministerstwo Finansów, Warszawa 2012, s. 96.

¹² *Bilans płatniczy Rzeczypospolitej Polskiej...*, *op. cit.*, s.36-38.

¹³ *Dług publiczny – Raport roczny 2012 r.*, *op. cit.*, s. 65 (przeliczenia własne).

nie wystąpią jakieś dramatyczne zmiany w krajowej polityce i gospodarce oraz w otoczeniu międzynarodowym.

Podsumowanie

1. Sytuacja płatnicza Polski w 2012 r. i na początku 2013 r. była wyjątkowo stabilna. Zasadniczy wpływ miały na to: poprawa bilansu handlowego, rachunku bieżącego i duży dopływ środków netto w ramach rachunku kapitałowego. Deficyt rachunku bieżącego do PKB wynosił w 2012 r. tylko 3,2%, a łączne ujemne saldo rachunku bieżącego i kapitałowego było jeszcze niższe – wynosiło zaledwie 1%. Sądząc po danych za pierwszy kwartał, jest bardzo prawdopodobne, że w całym 2013 r. utrzyma się tendencja do poprawy rachunku bieżącego Polski. Powyższe nie oznacza jednak, że w polskiej gospodarce wystąpiły takie zmiany strukturalne, które zapewnią utrzymanie się tej tendencji w długim okresie. Poprawa salda rachunku bieżącego ma charakter koniunkturalny i spowodowana została znaczącym spowolnieniem tempa rozwoju polskiej gospodarki w końcu 2012 r. i w roku następnym. Spadek popytu konsumpcyjnego oraz inwestycji był częściowo neutralizowany przez wzrost eksportu stymulowany deprecjacją kursu złotego do euro i dolara. Wszystko to właśnie doprowadziło do zmian w dynamice eksportu i importu, a następnie do zmniejszenia się deficytu handlowego i poprawy salda rachunku bieżącego.

2. Dodatkowym, ważnym czynnikiem, stabilizującym sytuację płatniczą Polski, był stosunkowo niski poziom krótkoterminowego, zagranicznego zadłużenia i jego struktura podmiotowa. Było ono – z dużą nadwyżką – pokryte przez oficjalne aktywa rezerwowe NBP, ELK – postawioną przez MFW do dyspozycji Polski i rezerwy dewizowe MF. Znaczna część zewnętrznego zadłużenia krótkoterminowego polskich rezydentów stanowią przy tym zobowiązania wobec zagranicznych jednostek powiązanych kapitałowo z polskimi dłużnikami. W 2012 r. i na początku 2013 r. sytuacja płatnicza Polski była dobrze oceniana przez analityków agencji ratingowych, które utrzymały swoje wysokie (inwestycyjne) oceny dla polskiego długu. Ceny CDS dla polskiego długu znacznie poprawiły się (obniżyły) w trakcie roku.

3. Analiza bilansu płatniczego oraz międzynarodowej pozycji inwestycyjnej dobitnie świadczy jednak o tym, że Polska jest dłużniczym krajem rozwijającym się. W 2012 r. ogólne zagraniczne zadłużenie kraju wynosiło 72,3 % PKB i wielkość ta ma tendencję do powiększania się, gdyż ok. 17% krajowych wydatków inwestycyjnych finansowana jest z zagranicznych oszczędności. Żaden z sektorów polskiej gospodarki nie miał wprawdzie dotąd trudności z pozyskaniem kapitału pożyczkowego (kredytów i pożyczek) za granicą, ale pogłębiająca się pozycja dłużnicza kraju (ujemne saldo netto międzynarodowej pozycji inwestycyjnej) powoduje, że stale pogarsza się rachunek dochodów w bilansie płatniczym i tym samym oddala się okres ewentualnego zbilansowania rachunku bieżącego. W dłuższej

perspektywie Polska powinna zrównoważyć rachunek bieżący i zwiększyć stopę oszczędności wewnętrznych.

4. Wiele wskazuje na to, że w 2013 r. a także w perspektywie następnych dwóch-trzech lat, utrzymywać się będzie stabilna, zewnętrzna sytuacja płatnicza Polski. Jakież silne bodźce zewnętrzne lub nagłe, ostre pogorszenie się wewnętrznej sytuacji politycznej i w konsekwencji mocne pogorszenie się sytuacji gospodarczej mogą spowodować, w kraju i za granicą, spekulację na polskim rynku finansowym, prowadzącą do kryzysu. Szczególnie wrażliwą sferą działania spekulantów może być rynek obligacji skarbowych. Refinansując stare długi i finansując bieżące deficyty budżetowe, MF zdecydowało się w ostatnich dwóch latach na istotne zwiększenie udziału zagranicy w łącznych zobowiązaniach skarbowych (do 54,1%, przy czym stosunek zagranicznego zadłużenia publicznego do PKB wynosił 28,5% w 2012 r.). Przyniosło to dwa pozytywne rezultaty – wydłużenie okresu do spłaty i obniżenie kosztów finansowani (odsetek), ale jednocześnie zwiększono wydatki dewizowe w bilansie płatniczym oraz powiększono zagrożenie silnej przeceny tych papierów (wzrost stopy odsetkowej) w przypadku, gdyby rozhuśtała się spekulacja¹⁴, a tym samym powiększono zagrożeniem kryzysem finansowym.

5. Szybko rosnące oficjalne aktywa rezerwowe świadczą o tym, że Polska importuje więcej kapitału niż wynika to z potrzeby „zamknięcia” bilansu płatniczego, tj. potrzeby sfinansowania deficytu rachunku bieżącego. Inaczej mówiąc, Polska importuje kapitał, aby następnie znaczną jego część wyeksportować, traci przy tym na różnicy oprocentowania. Prowadzi to do ubytku PKB, który w dłuższym okresie nie ma uzasadnienia. Potrzebne jest rozważenie modyfikacji polityki gospodarczej, które ograniczyłyby to zjawisko.

Bibliografia

Annual Report 2011, NBP, Warsaw 2012.

“IMF Press Release” 2013, No. 13/17.

Bilans płatniczy Rzeczypospolitej Polskiej za IV kwartał 2012 r., NBP, Warszawa 2013.

Dług publiczny – Raport roczny, Ministerstwo Finansów, Warszawa 2012.

Kurasz J., Chrabot B., *Rostowski powinien być jak kamikadze* – wywiad z prez. M. Belką, „Rzeczpospolita” 24.07.2013.

http://www.nbp.pl-rez98_2013

<http://www.nbp.pl/home.aspx?f=/statystyka/BOP>

<http://www.nbp.pl/home.aspx?f=/statystyka/iip>

¹⁴ Prezes NBP M. Belka wyraził podobne obawy mówiąc: „Brawurowa obniżka stóp procentowych mogłaby zdestabilizować złoto. To byłaby zła polityka. Dla eksporterów jest mile na krótką metę mieć większe zyski z handlu, ale zawsze jest coś za coś. Coś, co jest „słabe”, może nagle się wzmocnić. Nie chcemy zdestabilizować rynku walutowego i rynku papierów skarbowych. Zbyt niskie stopy procentowe spowodowałyby, że polskie podmioty nie byłyby zainteresowane inwestowaniem w dług rządowy. Zagraniczne podmioty wówczas totalnie zdominowałyby nasz rynek. Dla nich nasze oprocentowanie na poziomie 3% byłoby lepsze niż bliskie zeru oprocentowanie na rynku obligacji euro. Już dzisiaj kilkadziesiąt miliardów złotych pochodzi od inwestorów zagranicznych. Jeżeli są długoterminowi gracze, to nie jest źle, ale jeżeli są to tzw. spekulanci, jest to już niebezpieczne”. J.Kurasz, B.Chrabota, *Rostowski powinien być jak kamikadze*, „Rzeczpospolita” 24.07.2013, s. B4.

Poland's Payment Standing and International Investment Position in 2012 and at the Beginning of 2013

Summary

In 2012 and at the beginning of 2013, the Poland's payment position was quite stable, as the structurally negative balance of current account was significantly improved (by 25.5%) and the positive capital account balance, registering mainly the EU transfers, was at the record level. The latter was financing 63% of the current account deficit. The financial account was positive although its surplus was lower by 24% than in 2011. However, that surplus was significantly bigger than it stemmed from the need to finance the current account deficit. In result, the NBP official reserve assets grew by almost 9 billion euros, reaching the level of 82.6 billion euros. At the beginning of 2013, the financial account balance worsened what stabilised the level of reserve assets, but the situation in the current account was improved thanks to greater export earnings. The important factor stabilising the Poland's payment position was the low level of country's short-term debt, though Poland is a net debtor nation. At the end of 2012, its negative international net investment position accounted for 258.6 billion euros. It severely affects the balance of payments as it causes a high outflow on the income account – 17.1 billion euros.

Key words: exchange rates, balance of payments, current account, capital account, financial account, official reserve assets, international net investment position, foreign assets and liabilities, external debt, credit default swaps (CDS).

JEL codes: G01, G18, F21, F32