

Andrzej Dorosz

Akademia Finansów i Biznesu Vistula – Warszawa

Zewnętrzna pozycja płatnicza Polski i międzynarodowa pozycja inwestycyjna Polski w 2016 roku

Streszczenie

Po przejściowym osłabieniu się złotego w 2015 roku, jego kurs wzmocnił się w 2016 roku. Okazało się, że nowa polityka gospodarcza, mimo zwiększenia wydatków socjalnych i innych kontrowersyjnych rozwiązań, jaką wprowadził bądź zamierzał wprowadzić nowy rząd, nie osłabiła ani sytuacji budżetowej, ani polskiego systemu bankowego. W rezultacie kurs złotego wzmocnił się, wracając do poziomu sprzed wyborów. Pomogła w tym także sytuacja w bilansie płatniczym. Saldo rachunku bieżącego było – rozpatrując czas obecnego wieku – na historycznie niskim poziomie, zaś do Polski ciągle napływał zagraniczny kapitał pożyczkowy. Niemniej w bilansie płatniczym coraz wyraźniej widać tendencję do zwiększania eksportu polskiego kapitału prywatnego, co wskazywałoby na swoiste „dojrzewanie polskiej gospodarki” w stosunkach z zagranicą. Znajduje to odbicie w stanie aktywów międzynarodowej pozycji inwestycyjnej Polski. W ostatnich latach rosą bowiem polskie zagraniczne inwestycje bezpośrednie i portfelowe. Polska ma jednak bardzo dużą ujemną pozycję inwestycyjną netto, w związku z czym rachunek dochodów pierwotnych zamyka się dużym strukturalnym deficytem. Polska jest jednym z relatywnie największych, licząc do PKB, krajów dłużniczych. Rodzi to niebezpieczeństwo wystąpienia w Polsce kryzysu płatniczego w przypadku pojawienia się, w odpowiedniej skali, szoków wewnętrznych lub zewnętrznych.

Słowa kluczowe: kurs walutowy, bilans płatniczy, rachunek bieżący, kapitałowy i finansowy, oficjalne aktywa rezerwowe, międzynarodowa pozycja inwestycyjna, kraj dłużniczy.

Kody JEL: G01, G18, F21, F32

Sytuacja na rynku walutowym

Sytuacja na rynku walutowym danego kraju zazwyczaj bardzo szybko odzwierciedla niepokoje, które opanowują zarówno krajowe podmioty gospodarujące (rezydenci), jak i zagraniczne (nierezydenci), przeprowadzające transakcje z tymi pierwszymi. Jeżeli niepewność rośnie, kurs waluty tego kraju obniża się. Niepewność odnosić się może zarówno do kierunku polityki gospodarczej tego kraju, jak i ewentualnych zmian na jego głównych rynkach eksportowych i importowych, ale także wszystkich innych zmian, które mogą zachodzić w najbliższym i w dalszym jej otoczeniu i to zarówno w sferze realnej, jak i finansowej. W takiej właśnie sytuacji znalazła się Polska w czwartym kwartale 2015 roku, gdy w wyniku wyborów nastąpiła zmiana ekipy rządzącej. Obawiano się, że zapowiadane podczas wyborów modyfikacje polityki gospodarczej, w tym przede wszystkim proponowane zwiększenie budżetowych wydatków socjalnych, obniżenie wieku emerytalnego oraz zmiany zasad roz-

liczenia hipotecznych kredytów denominowanych w walutach obcych, mogą doprowadzić do gwałtownego powiększenia się deficytu budżetowego, kłopotów w systemie bankowym, a tym samym pogorszeniu się pozycji finansowej państwa. Obawy te znalazły dobitny wyraz w obniżeniu *ratingu* Polski przez Standard&Poors i choć pozostałe najważniejsze agencje nie poszły śladem tej pierwszej, to w swoich ocenach też wyraziły zaniepokojenie potencjalnym rozwojem sytuacji. Oceny te, wyrażające szersze niepokoje występujące zarówno w kraju, jak i za granicą, spowodowały – z jednej strony – obniżenie się kursu złotego do euro i dolara USA a z drugiej – wzrost kosztów finansowania długu państwowego mniej więcej o 1 p.p. Kurs złotego do euro, który w połowie 2015 roku kształtował się w przedziale 4,16-4,20, obniżył się do 4,4% w połowie 2016 roku, czyli spadł o 5-6%. Deprecjacja złotego w stosunku do wspólnej waluty europejskiej utrzymywała się właściwie do końca roku. W grudniu 2016 roku, wg danych NBP średni kurs złotego do euro wyniósł prawie 4,44 zł a ponieważ ta ostanta waluta obniżyła swój kurs do dolara USA, w ślad za nią poszedł i kurs złotego. W końcu 2016 r. jego kurs do waluty USA wyniósł trochę ponad 4,20 zł. Warto w tym miejscu dodać, że dla polskiej gospodarki ważniejszy jest kurs złotego do euro niż do dolara, gdyż przeważająca część obrotów handlowych – w eksporcie ok. 80% i w imporcie 60% (por. *Mały rocznik statystyczny 2017*, s. 331 i 441) – oraz usługowych realizowana jest na rynkach europejskich i z tego powodu jest rozliczana we wspólnej walucie europejskiej.

W 2016 roku, mimo wprowadzenia 500 zł wypłat na drugie dziecko oraz rozpoczęcia programu przywracania poprzednio obowiązującego okresu przejścia na emeryturę rząd – wg informacji MF – zwiększył dochody i utrzymał deficyt budżetowy na stosunkowo niskim poziomie 2,8-2,9% PKB. Ponieważ jednocześnie wstrzymano realizację obietnicy ostrej modyfikacji warunków spłaty kredytów denominowanych w walutach obcych, ocena konsekwencji nowej polityki gospodarczej poprawiła się i niektóre obawy – przynajmniej przejściowo – zniknęły. W rezultacie sytuacja na rynku walutowym uspokoiła się. Kurs złotego do euro ustabilizował się w okolicach 4,4 zł na przełomie lat 2016/2017, a w następnych miesiącach sytuacja w tym względzie uległa nawet pewnej poprawie. W połowie 2017 roku kurs złotego do euro wrócił do stanu z przed dwóch lat, tj. do poziomu 4,2. A ponieważ kurs euro do dolara USA podniósł się, złoty wzmocnił się również i do tej waluty, schodząc w połowie 2017 roku do poziomu 3,8-3,7 zł.

Należy podkreślić, że ogólnie pozytywna ocena sytuacji płatniczej Polski w 2016 roku została zawarta w analizie polskiej gospodarki, jaką okresowo przeprowadza MFW i która została przytoczona m.in. przy decyzji o wznowieniu „elastycznej linii kredytowej” (ELK; *Flexible Credit Line* – FLK), którą władze MFW podjęły w końcu 2016 roku i którą ogłoszono na początku 2017 roku. Linia ta po raz pierwszy została ustanowiona w marcu 2009 roku, czyli w okresie po rozprzestrzenieniu się globalnego kryzysu finansowego (GKF). Najpierw była ważna przez rok, ale po pewnym czasie jej działanie rozciągnięto na dwa lata. Miała ona na celu wzmocnienia dewizowej pozycji Polski i cel ten jest podtrzymywany także obecnie, przy ostatnim odnowieniu linii na kwotę 6,5 mld SDR (8,24 mld euro). W in-

formacji MFW podkreśla się, że polskie władze monetarne zamierzają wykorzystywać FLK tylko w nadzwyczajnych okolicznościach, czyli jej rola ma – jak to się określa – tzw. charakter „ostrożnościowy” (*precautionary*). Warto także zwrócić uwagę, że we wspomnianym opracowaniu MFW można znaleźć informację, iż w bieżącym stuleciu wzrosło znaczenie złotego w międzynarodowym obrocie dewizowym. Jego udział w tych obrotach w 2001 r. wynosił 0,45%, a w 2016 roku podniósł się do ok. 0,75% (*Mały rocznik statystyczny 2017*, s. 25). Wzrost tego udziału, choć zdaje się niewielki, jest jednak symptomatyczny. Świadczy bowiem o wzmacniającej się pozycji płatniczej Polski w tym okresie. Niemniej był on ciągle niższy niż udział Polski w światowym eksporcie, który w 2015 roku wynosił ok. 1%. Jest to o tyle zrozumiałe, że obroty handlu zagranicznego rozliczane są głównie w walutach światowych – przede wszystkim w dolarach USA, a w rejonie Europy – w euro.

Bilans płatniczy

W 2006 roku, tj. w roku poprzedzającym bezpośrednio GKF, w latach kryzysu (2007-2008) oraz w kilkuletnim okresie po nim (2009-2012) bilans płatniczy Polski charakteryzował się dużym deficytem w rachunku obrotów bieżących oraz dużym importem kapitału netto. Niedobór środków w rachunku bieżącym był z nadwyżką finansowany dopływem zagranicznych inwestycji bezpośrednich, zagranicznych pożyczek i kredytów dla sektora publicznego i prywatnego oraz środkami pomocowymi z UE. Natomiast deficyt w rachunku obrotów bieżących był spowodowany dużym deficytem handlowym i pogłębiającym się deficytem dochodów pierwotnych w związku z narastającą ujemną międzynarodową pozycją inwestycyjną netto. Dopływ kapitałów zagranicznych był jednak w tym okresie tak duży, że NBP częściowo sterylizował go, powiększając oficjalne aktywa rezerwowe, a ściślej rzecz biorąc – rezerwy dewizowe.

Poczynając od 2013 roku sytuacja zmieniła się. Saldo bilansu handlowego najpierw wyraźnie zmniejszyło się a od 2015 r. stało się dodatnie. Ponieważ w międzyczasie polskie przedsiębiorstwa zaczęły wypracowywać dużą nadwyżkę w rachunku usług, gwałtownie obniżyło się także ujemne saldo rachunku bieżącego, które w 2016 roku wyniosło już tylko 870 mln euro, podczas gdy w latach 2010-2011 wynosiło aż 19,5 mld euro, a w kolejnych latach (odpowiednio) – 14,5 mld, 5,0 mld, 8,5 mld i 2,7 mld. Zmiana ta dokonała się, mimo, że ujemne saldo dochodów pierwotnych kształtowało się w latach 2010-2013 na poziomie 12 mld euro, a w latach 2014-2016 podniosło się do poziomu 14-15,5 mld euro.

Z kolei, w rachunku kapitałowym i finansowym bilansu płatniczego Polski także pojawiły istotne zmiany. Po pierwsze, w rachunku kapitałowym, w którym rejestrowane są transfery pomocowe z UE, zaczęło narastać dodatnie saldo. Swoje apogeum osiągnęło ono w latach 2014-2015, gdy wyniosło ponad 10 mld euro. Poczynając od 2013 roku było ono wyższe niż deficyt obrotów bieżących, a w poprzednich trzech latach, gdy był on rekordowy,

pokrywały go od 30% do 60%. Po drugie, w rachunku finansowym pojawił się prywatny eksport kapitału. W poszczególnych latach występował on co prawda w różnej skali, ale w obecnym wieku, szczególnie w obecnej dekadzie, wykazuje on tendencję do wzrostu, co widać także w międzynarodowej pozycji inwestycyjnej Polski. Tak np. w 2014 roku polskie inwestycje bezpośrednie i portfelowe wyniosły 9,3 mld euro, w 2015 roku – 13,8 mld euro i w 2016 roku – 3,4 mld euro, przy czym w tym ostatnim roku wyjątkowo duże były polskie inwestycje bezpośrednie – 9,2 mld euro, a inwestycje portfelowe zmniejszyły się o 5,8 mld euro (por. tabela 1). Po trzecie, z danych bilansu płatniczego wyraźnie widać, że w bieżącym wieku Polska eksportowała kapitał, powiększając oficjalne aktywa rezerwowe gromadzone w NBP. W poszczególnych latach wzrost tych aktywów wynosił od 2-11,5 mld euro, a w 2016 roku zarejestrowano nawet przyrost o 20,4 mld euro, ale wiąże się on z odpowiadającym przyrostem zobowiązań polskiego banku centralnego. Wzrost swoich aktywów i zobowiązań NBP tłumaczył operacjami *repo* i *reverse repo*, które przeprowadzał w celu podniesienia płynności i rentowności tych aktywów (*Bilans płatniczy... 2017a*, s. 36).

Tabela 1**Bilans płatniczy Polski w latach 2014-2016 (w mld EUR*)**

Wyszczególnienie	2014	2015	2016
R-k bieżący	-8,5	-2,7	-0,9
Towary: saldo	-3,3	2,2	1,9
Usługi: saldo	9,1	10,9	13,7
Doch.pierw.: saldo	-14,0	-14,9	-15,4
Doch.wtórne: saldo	-0,4	-0,8	-1,1
R-k kapitałowy	10,0	10,2	4,5
R-k finansowy	-4,7	1,3	0,6
Inwest bezpośred.			
aktywa	5,1	3,8	9,2
pasywa	14,5	12,6	13,2
Inwestycje portfel.			
aktywa	4,2	10,0	-5,7
pasywa	2,4	7,0	-1,9
Pozostałe inwest.			
aktywa	3,1	4,8	2,0
pasywa	0,3	-2,3	14,1
Instrumenty pochodne	0,0	-0,9	-3,0
Oficjalne aktywa rezer.	0,5	0,9	20,4
Saldo błędów i opuszczeń	-6,2	-6,2	-3,0

* Dane zaokrąglono do 0,1 mld.
Źródło: dane NBP.

W tabeli 1 przedstawiono sytuację bilansu płatniczego Polski w 2016 roku w porównaniu z dwoma poprzednimi latami. Zmiany, które następowały w bilansie płatniczym w ostatnich latach omówiono powyżej. Dodatkowo warto natomiast zwrócić uwagę na:

- wyjątkowo duże dodatnie saldo w usługach;
- bardzo duże ujemne saldo w dochodów pierwotnych;
- istotne zmniejszenie się salda rachunku kapitałowego;
- utrzymywanie się dużego salda „błędów i opuszczeń”.

Przychody w rachunku usług rosły w ostatnich trzech latach po 10% rocznie, a wcześniej nawet szybciej. Wzrost przychodów następował w znacznym stopniu dzięki usługom transportowym, których udział w ogólnych przychodach usługowych wynosił wprawdzie tylko 27,9 % ale ich udział w dodatnim saldzie wynosił aż 41,5 % (*Bilans płatniczy... 2017b*, s. 12 – obliczenia własne). Były one kierowane głównie do zachodnich krajów Unii Europejskiej, które po pewnym czasie zaczęły oskarżać Polskę o dumping socjalny. Podjęły one działania, aby obniżyć konkurencyjność polskich przewoźników, wpływając na poziom płac kierowców. Zbiegło się to zresztą z orzeczeniem polskiego Trybunału Konstytucyjnego, który w listopadzie 2016 roku zakwestionował zasadę, że kierowca może być traktowany jako pracownik w podróży służbowej, czyli wynagradzany płacą zbliżoną do minimalnej i dodatkowo dietami wraz z ryczałtem noclegowym (Przybylski 2017, s. F2).

Duży deficyt w rachunku dochodów pierwotnych spowodowany był – jak już wspomniano – dużą ujemną międzynarodową pozycją inwestycyjną, która zostanie omówiona w kolejnym punkcie. Na marginesie warto dodać, że pozycja ta jest strukturalnie ujemna i aby ją zmienić Polska musiałaby znacznie zwiększyć swój eksport kapitału i to prawdopodobnie przez kilka kolejnych dekad. Tylko wówczas ujemną międzynarodową pozycję inwestycyjną netto można by zrównoważyć i następnie przekształcić w pozycję nadwyżkową. Wewnętrznie wymagałoby to znacznego zwiększenia stopy oszczędzania ludności i przekształcenia drogi rozwojowej gospodarki – z napędzanej przede wszystkim inwestycjami oraz eksportem, a nie konsumpcją, jak było prawie we wszystkich latach po 1989 roku.

Zmniejszenie w 2016 roku transferów pomocowych z UE było natomiast związane z obniżeniem się aktywności inwestycyjnej w sektorze publicznym. Wynikało to z modyfikacji założeń polityki gospodarczej dokonanej przez nowy rząd i wymianą ludzi w kierownictwie wielu instytucji i przedsiębiorstw państwowych (jak np. czy GDKA czy PKP), które miały wpływ na realizację programu inwestycyjnego powiązanego z dotacjami UE.

Pozycją zamykającą bilans płatnicze jest „saldo błędów i opuszczeń”. Analizy NBP wskazują, że składają się na nie bardzo różne transakcje, jakkolwiek dotyczy to głównie transakcji rezydentów z nierezydentami, a nie odwrotnie. Chodzi w tym przypadku o niezarejestrowane transakcje importowe, ale – wydaje się – że są to głównie nie ujęte w innych pozycjach operacje eksportu prywatnego kapitału. Pośrednio potwierdza to, występującą

w innych pozycjach bilansu płatniczego, coraz wyraźniejsza tendencja do eksportu kapitału przez polskich prywatnych rezydentów.

Międzynarodowa pozycja inwestycyjna

W okresie gierkowskim PRL rozpoczął politykę uzupełniania wewnętrznej akumulacji zagranicznymi kredytami i pożyczkami. Doprowadziło to w drugiej połowie lat 70. ubiegłego wieku najpierw do perturbacji płatniczych oraz zahamowania rozwoju gospodarki, a w 1981 roku do załamania bilansu płatniczego i kryzysu gospodarczego w Polsce. Dopływ zagranicznego, nowego kapitału ustał wówczas całkowicie, ale zadłużenie zagraniczne powiększało się, gdyż PRL nie miała odpowiednich środków dewizowych nie tylko, aby spłacać kapitał, ale również, aby w pełni spłacać odsetki. Sytuacja płatnicza kraju została oprowadzona dopiero pod koniec wieku, po zmianie systemu politycznego i gospodarczego oraz po dość radykalnej restrukturyzacji starych długów. Po 1989 roku Trzecia Rzeczpospolita oparła swój rozwój – do pewnego stopnia – także na zagranicznym kapitale. Szczególnie dotyczy to okresu po 2000 roku, kiedy spłacono znaczącą część starych długów i sytuacja płatnicza kraju unormowała się już na tyle, że zagraniczne podmioty zdecydowały się udzielać Polsce nowych kredytów i pożyczek oraz podejmować w kraju inwestycje bezpośrednie. Tym ostatnim mocno sprzyjał proces prywatyzacji, który rozpoczął się w Polsce w związku z transformacją stosunków własnościowych w przemyśle i sektorze finansowym. Wzrost zainteresowania zagranicznego kapitału Polską wyraźnie widać po kształtowaniu się międzynarodowej pozycji inwestycyjnej netto. W końcu ubiegłego wieku była ona wprawdzie ujemna, ale wynosiła tylko 59,5 mld euro, a w końcu 2016 roku, czyli w ciągu niecałych dwóch dekad, wyniosła aż 258,0 mld euro, czyli była 4,3 razy większa, co *nota bene* stanowiło prawie 58% PKB z tego roku.

Ujemna międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto wynika oczywiście z przewagi, jaką ma wartość majątku posiadanego przez nierezydentów (zagranicę) w kraju i ich różnorakich należności od rezydentów nad majątkiem, który z kolei rezydenci mają za granicą i ich należności od nierezydentów. Pierwsze dwie pozycje stanowią zobowiązania w stosunku do zagranicy i w zestawieniu międzynarodowej pozycji inwestycyjnej określane są jako zagraniczne pasywa kraju, dwie drugie są zaś należnościami i w zestawieniu tym nazywane są zagranicznymi aktywami. Struktura oraz wielkość zarówno pasywów, jak i aktywów, a także ich saldo pokazują – do pewnego stopnia – stopień rozwoju gospodarczego kraju oraz charakter jego relacji z zagranicą.

W 2016 roku ogólna wartość pasywów wyniosła prawie 491,2 mld euro, co stanowiło 110% polskiego PKB z tego roku. W obecnej dekadzie zwiększyły się one o 25,4%. W pasywach przeważają najbardziej dochodowe pozycje, tj. inwestycje bezpośrednie i portfelowe, a w tej ostatniej pozycji – papiery udziałowe. Po 2010 roku inwestycje bezpośrednie nie

Tabela 2

Międzynarodowa pozycja inwestycyjna Polski w końcu lat 2010 i 2016 (w mld EUR*)

Wyszczególnienie	XII. 2010		XII. 2016	
	kwota	%	kwota	%
Pozycja netto	-237,5		-258,0	
Aktywa	154,3	100,0	233,2	100,0
Inwestycje bezp.	47,0	30,5	61,0	26,2
Inwestycje portfel.	11,0	7,13	23,8	10,2
<i>w tym</i>				
papiery udział.	8,1	5,2	16	6,9
papiery dłuż.	2,9	1,9	7,8	3,3
Instrumenty poch.	2,8	1,8	3,4	1,5
Pozostałe inwest.	23,5	16,5	37,0	15,9
<i>w tym</i>				
NBP	0	0,0	0,3	0,1
sektor rząd.	2,0	1,3	2,9	1,2
banki	8,9	5,8	11,0	4,7
podmioty finan.	1,7	1,1	6,9	3,0
podmioty niefin.	10,9	7,1	15,9	6,8
Oficjalne rezerwy	70,0	45,4	108,1	46,4
Pasywa	391,8	100,0	491,2	100,0
Inwestycje bezp.	176,8	45,1	212,1	43,2
Inwestycje portfel.	98,6	25,2	137,3	28,0
<i>w tym</i>				
papiery udział.	24,9	6,4	34,0	6,9
papiery dłuż.	73,6	18,8	103,3	21,0
Instrumenty poch.	4,6	1,2	4,6	0,9
Pozostałe inwest.	111,8	28,5	137,1	27,9
<i>w tym</i>				
NBP	0,0	0,0	20,3	4,1
sektor rząd.	12,1	3,1	21,1	4,3
banki	50,5	12,9	46,0	9,4
podmioty finan.	6,9	1,8	8,3	1,7
podmioty niefin.	37,1	9,5	41,5	8,4

*Dane zaokrąglono do 0,1 mld.
Źródło: jak w tabeli 1.

rosły jednak zbyt szybko. Powiększyły się one tylko o 20%, czyli mniej niż ogólna kwota pasywów. Bilansowo rzecz ujmując, nowy kapitał nie dopływał już do tej pozycji. Przyrost był finansowany wyłącznie przez retencję (reinvestycję) zysków i to nie całych. W 2016 roku nierezydenci zatrzymali w swoich polskich przedsiębiorstwach tylko 36,8% zysków wypracowanych w tym roku. Wydaje się, że zagraniczny kapitał przestał traktować Polskę jako teren ekspansji. Stara się jedynie utrzymać poziom technologiczny swoich produktów i ewentualne udziały w rynku krajowym i eksporcie. Większość polskiego eksportu pochodzi bowiem z przedsiębiorstw, które są własnością zagranicy.

W przypadku inwestycji portfelowych w papiery udziałowe na ich wycenę duży wpływ mają wahania kursów giełdowych i walutowych. Natomiast największą pozycją w zakresie inwestycji portfelowych są papiery dłużne (21%). Chodzi w tym przypadku przede wszystkim o obligacje polskiego sektora publicznego, głównie o papiery skarbowe, cieszące się popularnością wśród zagranicznych inwestorów ze względu na stosunkowo wysoką rentowność i tzw. rating inwestycyjny Polski. Łącznie inwestycje bezpośrednie i inwestycje portfelowe stanowiły 71,2% wszystkich pasywów. W pozostałych inwestycjach zwraca uwagę duże zasilenie pożyczkowe sektora bankowego (9,4%), podmiotów niefinansowych (8,4%) oraz pojawiające się dopiero w 2016 roku – nie występujące w poprzednich latach – duże zobowiązanie NBP (4,1%). Wspomniano już o tym przy omawianiu sytuacji w bilansie płatniczym. Zobowiązania zagraniczne polskich banków wynikają z faktu, iż w Polsce brak jest depozytów długoterminowych (wieloletnich). Niektóre banki, szczególnie te, które mają zewnętrznych strategicznych inwestorów, wykorzystują to dla pozyskania kapitałów długoterminowych. Chodzi o pozyskanie źródeł finansowania dla kredytów hipotecznych i długoterminowych kredytów inwestycyjnych udzielanych przedsiębiorstwom. Z podobnych względów bierze się duży zakres finansowania podmiotów niefinansowych. Chodzi w tym przypadku o przedsiębiorstwa, które mają zagranicznych właścicieli. Pozyskanie kredytów w zagranicznych bankach jest dla nich często łatwiejsze i tańsze niż w krajowych. Natomiast kredyty inwestycyjne i obrotowe udzielane przez macierzyste organizacje, jeżeli mają one odpowiednią płynność, stanowią dodatkowy kanał transferu zysków z polskich afiliacji. Natomiast zobowiązania NBP, o których w sprawozdaniu z wykonania bilansu płatniczego za czwarty kwartał 2016 roku nie pisze się zbyt wiele (*Bilans płatniczy...* 2017a), umożliwiły mu chyba rzeczywiście wypracowanie dodatkowych przychodów, gdyż jego zysk był rekordowy – 9,2 mld zł. Ponieważ NBP wpłaca do budżetu 95% swojego zysku z poprzedniego roku, rekordowa była więc i jego wpłata w 2017 roku. Wyniosła ona 8,75 mld zł przy planowanej wielkości zaledwie lekko ponad 0,6 mld zł (*NBP wpłaci...* 2017). W pełni ocenić te operacje można byłoby jedynie po uzyskaniu odpowiednich szczegółowych danych.

W końcu 2016 roku łączne aktywa Polski wyniosły 233,2 mld euro. Było to o 51% więcej niż w 2010 roku. Aktywa rosły wprawdzie szybciej niż pasywa, ale ze względu na znacznie niższą pozycję wyjściową, pozycja netto pogorszyła się o 8,6%. W polskich aktywach inwestycje bezpośrednie i inwestycje portfelowe, więc te najbardziej dochodowe, stanowiły

łącznie tylko 36,4%, czyli ponad dwukrotnie mniej niż w pasywach. W porównaniu z poziomem osiągniętym w 2010 roku, pierwsze wzrosły o 29,8% a te drugie aż o 116,4%. W tym drugim przypadku decydujący wpływ miało rozluźnienie zasad inwestycyjnych OFE w odniesieniu do zakupu zagranicznych akcji i obligacji. Z kolei, w pozostałych aktywach zwracają uwagę należności podmiotów niefinansowych (6,8%), trochę mniejsze – banków (4,7%) i podmiotów finansowych (3%). Te ostatnie, w tej dekadzie, rosły zresztą wyjątkowo szybko. Powiększyły się bowiem ponad czterokrotnie, podczas gdy należności banków zrosły o 23,6%, a należności podmiotów niefinansowych podniosły się o 45,9%. W tym ostatnim przypadku jest to związane z rozwojem polskiego eksportu, którego pewna część musi być finansowana kredytami dostawców.

Największą pozycję w polskich aktywach zagranicznych stanowią natomiast, od wielu już lat, oficjalne aktywa rezerwowe trzymane w NBP. Ich udział w 2010 roku wynosił 45,4%, a w 2016 roku lekko podniósł się do 46,4%. Ta część aktywów charakteryzuje się tym, że jest nisko dochodowa, albowiem bank centralny musi trzymać je w instrumentach, które są – z jednej strony – płynne, a drugiej – pewne. Ponadto, należności te muszą być denominowane głównie w walutach, które służą powszechnie do rozliczeń międzynarodowych, czyli w dolarach USA i euro. Trzymane są więc na rynkach instrumentów dłużnych (depozyty bankowe, skarbowe papiery dłużne) głównie w Nowym Jorku, Frankfurtu n/Menam i Londynie (w tym ostatnim przypadku chodzi o tzw. eurowaluty), a należności na tych rynkach są bardzo nisko, jeżeli w ogóle, oprocentowane.

Przy analizie międzynarodowej pozycji inwestycyjnej kraju zwraca się zazwyczaj uwagę na kilka wskaźników, które obrazują stan uzależnienia jego gospodarki od zagranicznego kapitału pożyczkowego. Ewentualne, nagłe wycofanie tego kapitału stwarza bowiem zagrożenia dla całej gospodarki. Tak więc, w przypadku Polski, w 2016 roku odpowiednie wskaźniki kształtowały się następująco: całkowite zagraniczne zadłużenie zagraniczne do PKB – 76%, zagraniczne zadłużenie krótkoterminowe do PKB – 23,1%, zagraniczne zadłużenie krótkoterminowe do oficjalnych aktywów rezerwowych – 68%, zagraniczne zadłużenie netto do PKB – 323%, krótkoterminowe (do jednego roku) zadłużenie sektora publicznego do oficjalnych aktywów rezerwowych – 5,1% (*Bilans płatniczy...* 2017b, s. 41). Powyższe wskaźniki, choć klasyfikują Polskę dość wysoko w grupie krajów dłużniczych, nie są jednak nadzwyczaj zatrważające, o ile wewnętrzna i zewnętrzna sytuacja utrzymać się będzie w sferze normalności. Ogólne, wysokie zadłużenie kraju wynika – z jednej strony – z finansowania deficytów sektora publicznego pożyczkami zagranicznymi, co nie jest kłopotliwe o tyle, że są to głównie pożyczki długoterminowe, a z drugiej strony – ze znacznego finansowania polskich afiliacji przez organizacje macierzyste lub ich zagraniczne banki. W pierwszym przypadku szybkie wycofanie finansowania nie wydaje się łatwe czy nawet wręcz możliwe ze względu na jego długoterminowy charakter. Gdyby jednak wystąpiła sytuacja kryzysowa, część zagranicznych inwestorów mogłaby starać się wyprzedać polskie papiery skarbowe ze swoich portfeli, co doprowadziłoby do obniżenia ich wartości

a tym samym podniesienia stopy procentowej finansowania długu państwowego. Natomiast w drugim przypadku jest dość łatwo korporacjom zagranicznym – jak się wydaje – odwrócić kierunki przepływu kapitału lub przynajmniej zahamować dopływ środków obrotowych do polskich afiliacji.

MFW, odnawiając ELK, dokonał wprawdzie oceny adekwatności poziomu oficjalnych aktywów rezerwowych przy pomocy opracowanej przez swoich ekspertów metody ARA (*Assessing Reserves Adequacy*). Zdaniem Funduszu, poziom rezerw, o ile wliczy się do nich limit ELK, jest w Polsce dostateczny. Kształtują się one na poziomie 136% (102% własne rezerwy plus 24% ELK), licząc potencjalny odpływ kapitału według następujących kryteriów: zmniejszenie zagranicznego długu krótkoterminowego o 30%, zmniejszenie innych zagranicznych zobowiązań o 15%, odpływ za granicę środków z banków (M3) o 5% i zmniejszenie się wpływów eksportowych o 5%. Mediana dla trzydziestu sześciu krajów rozwijających się, do których porównano Polskę, wynosi 100%. W analizie MFW podkreślono jednak, że punkt odniesienia, tj. owa mediana, jest ogólną zasadą wziętą właściwie z „sufitu” (*rule of thumb*) (*Republic of Poland... 2016*, s. 18, 33). Inaczej mówiąc Polska ma odpowiedni poziom oficjalnych aktywów rezerwowych (rezerw walutowych), ale w przypadku wystąpienia perturbacji finansowych nie wiadomo, czy okażą one dostateczne. Wydaj się, że gwałtowny spadek tych rezerw o 30-40% mógłby być już wystarczającym sygnałem do paniki na rynku walutowym.

Podsumowanie

1. W 2016 roku sytuacja płatnicza Polski była stabilna, a w pierwszych miesiącach 2017 roku nawet trochę poprawiła się, co wyraziło się lekkim wzmocnieniem kursu złotego do euro.
2. Międzynarodowa pozycja inwestycyjna Polski jest charakterystyczna dla kraju rozwijającego się. Po stronie pasywów zdecydowanie przeważają w niej zagraniczne inwestycje bezpośrednie i portfelowe, zaś po stronie aktywów największą pozycję mają oficjalne aktywa rezerwowe.
3. Duża ujemna międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto ma wpływ na sytuację w bilansie płatniczym, gdyż istotnie przyczynia się do kształtowania salda rachunku bieżącego.
4. Od kilku lat w polskim bilansie płatniczym oraz w zmianach międzynarodowej pozycji inwestycyjnej można zauważyć tendencję do zwiększania eksportu prywatnego kapitału.
5. W ostatnich latach przyrost oficjalnych aktywów rezerwowych i eksport kapitału był finansowany w znacznym stopniu dodatnim saldem rachunku kapitałowego (dotacjami UE).
6. Mimo oznak stabilności zewnętrznej pozycji płatniczej, struktura międzynarodowej pozycji inwestycyjnej stwarza zagrożenia dla gospodarki w przypadku pojawienia się wewnętrznych czy zewnętrznych szoków. Mogą one łatwo spowodować nie tylko zahamowanie dopływu zagranicznego kapitału, ale kłopotliwy do opanowania, jego

odpływ. Byłby on przy tym wzmocniany znaczącym odpływem kapitału krajowego. Prowadziłoby to do kryzysu płatniczego.

Bibliografia

- Mały Rocznik Statystyczny 2017* (2017), GUS, Warszawa.
- Republic of Poland, Arrangement under Flexible Credit Line and Cancellation of the Current Arrangement* (2016), IMF, Washington.
- Bilans Płatniczy Rzeczypospolitej Polskiej za IV kwartał 2016 r.* (2017a), NBP, Warszawa.
- Bilans Płatniczy Rzeczypospolitej Polskiej za I kwartał 2017 r.* (2017b), NBP, Warszawa.
- Przybylski R. (2017), *Jaka płaca za kółkiem*, „Rzeczpospolita”, 24.07.
- NBP wpłaci do budżetu państwa 8,74 mld zł z zysku za 2016 r.* (2017), biznes.onet.pl [dostęp: 26.07.2017].

Poland's External Payment Position and International Investment Position of Poland in 2016

Summary

After a temporary weakening of the zloty in 2015, its rate of exchange strengthened in 2016. It appeared that the new economic policy, despite the increased social expenditure and other controversial solutions, which had been introduced or was intended to be introduced by the new government, did not weaken either the budgetary situation or the Polish banking system. In result, the zloty exchange rate strengthened, returning to the level it held before the elections. There was also helpful the situation in the balance of payments as the current account balance was - taking into consideration the present century's time-period - at a historically low level, while Poland was still attracting foreign loan capital. Nevertheless, the balance of payments more and more apparently demonstrated the tendency to increase Polish private exports, what would have indicated the specific 'maturing of Polish economy' in its relationships with foreign countries. This is reflected in the state of assets of Poland's international investment position as there have been recently growing Polish foreign direct and portfolio investments. However, Poland has a very large negative net investment position, hence the primary income account has a large structural deficit. Poland is one of relatively biggest, relating to GDP, debtor nations. This gives birth of a threat of occurrence in Poland of debt crisis in case of emergence, in a relevant scale, of internal or external shocks.

Key words: exchange rate; balance of payments; current, capital and financial account; official reserve assets; international investment position; debtor nation.

JEL codes: G01, G18, F21, F32

Artykuł nadesłany do redakcji w sierpniu 2017 roku

© All rights reserved

Afiliacja:

dr Andrzej Dorosz

Akademia Finansów i Biznesu Vistula

Wydział Biznesu i Stosunków Międzynarodowych

ul. Stokłosa 3

02-787 Warszawa

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