



---

PROBLEMY FINANSÓW MIĘDZYNARODOWYCH

---

DOI: 10.18276/sip.2017.49/2-16

**Ewa Bilewicz\***

Uniwersytet Szczeciński

## RÓWNOWAGA ZEWNĘTRZNA POLSKI PO ŚWIATOWYM KRYZYSIE FINANSOWYM

### Streszczenie

Celem opracowania jest próba oceny równowagi zewnętrznej Polski po ostatnim światowym kryzysie finansowym. Pracę podzielono na dwie części. W pierwszej przedstawiono teoretyczną interpretację pojęcia równowagi oraz wybrane wskaźniki wykorzystywane do jej oceny, w drugiej zaprezentowano wyniki oceny wskaźników równowagi zewnętrznej Polski po kryzysie. Z przeprowadzonych badań wynika, że po kryzysie większość wskaźników pozwalających ją ocenić uległo poprawie. Jednak wskaźniki związane z zadłużeniem zagranicznym nadal utrzymują się na wysokim poziomie, co jest źródłem ryzyka dla gospodarki.

**Słowa kluczowe:** równowaga zewnętrzna, deficyt na rachunku bieżącym, zadłużenie zagraniczne, międzynarodowa pozycja inwestycyjna

### Wprowadzenie

Współcześnie, w warunkach liberalizacji międzynarodowych przepływów kapitałowych, kraje coraz częściej korzystają z finansowania zagranicznego. Import

---

\* Adres e-mail: [bilewicz@wneiz.pl](mailto:bilewicz@wneiz.pl).

netto kapitału zagranicznego znajduje odzwierciedlenie w deficycie na rachunku obrotów bieżących oraz prowadzi do wzrostu zobowiązań zagranicznych. Może to spowodować utratę równowagi zewnętrznej, a tym samym wzrost ryzyka gwałtownego odpływu kapitału, destabilizującego finanse kraju. Potwierdzają to doświadczenia ostatniego kryzysu, który dotknął wiele krajów Unii Europejskiej, zwłaszcza te najbardziej zadłużone. Konieczny jest zatem nadzór i zapobieganie długotrwałym nierównowagom zewnętrznym, aby nie dopuścić do utraty stabilności finansowej kraju.

Celem artykułu jest ocena równowagi zewnętrznej Polski po ostatnim kryzysie finansowym. W pierwszej części przedstawiono teoretyczną interpretację pojęcia równowagi zewnętrznej oraz wybrane wskaźniki wykorzystywane do jej oceny, w drugiej zaś wyniki analizy wskaźników równowagi zewnętrznej Polski w latach 2008–2015.

Metodą badawczą umożliwiającą realizację celu była analiza danych statystycznych z wykorzystaniem wskaźników struktury, którą uzupełniono analizą literatury przedmiotu w odniesieniu do fundamentalnych wskaźników charakteryzujących stan równowagi zewnętrznej kraju. Wyniki badań opracowano na podstawie danych NBP.

## 1. Wskaźniki oceny równowagi zewnętrznej

W literaturze przedmiotu równowaga zewnętrzna jest najczęściej utożsamiana z równowagą na rachunku bieżącym bilansu płatniczego. Według Krugmana i Obstfelda równowaga zewnętrzna występuje wówczas, kiedy rachunek obrotów bieżących danego państwa nie wykazuje ani tak dużego deficytu, że w przyszłości kraj może mieć problemy ze spłatą zadłużenia zagranicznego, ani tak dużej nadwyżki, aby inne kraje miały podobne problemy (Krugman, Obstfeld, 2010, s. 301).

Zgodnie z powyższą definicją podstawowym wskaźnikiem służącym do oceny równowagi zewnętrznej jest saldo na rachunku bieżącym bilansu, które określa zagraniczne potrzeby pożyczkowe kraju i determinuje tempo wzrostu długu zagranicznego. Według teorii ekonomii, deficyt na rachunku bieżącym nie musi być zjawiskiem negatywnym, bowiem umożliwia przyspieszenie akumulacji kapitału i optymalizację konsumpcji w długim okresie (Gosh, Ramakrishnan, 2012). Z drugiej jednak strony prowadzi do wzrostu zobowiązań zagranicznych, co może

stać się źródłem istotnych zagrożeń dla stabilności zewnętrznej. Wysoki poziom deficytu na rachunku bieżącym powoduje, że rośnie ryzyko gwałtownego odpływu kapitału zagranicznego z kraju, co destabilizuje gospodarkę i może wywołać kryzys. Trudno jednak jednoznacznie ustalić bezpieczny poziom ujemnego salda na tym rachunku. Ponadto, dwa kraje odnotowujące określony poziom deficytu na rachunku bieżącym w praktyce mogą różnić się poziomem stabilności finansowej, ze względu na skalę i strukturę kapitału finansującego deficyt oraz różny poziom zobowiązań zagranicznych, które powstały z tytułu jego napływu.

W warunkach rosnącej otwartości krajów na międzynarodowe przepływy kapitałowe ocena stabilności zewnętrznej jedynie na podstawie salda rachunku bieżącego nie odzwierciedla wszystkich problemów związanych z zapewnieniem równowagi w relacjach z zagranicą. W zależności od systemu kursu walutowego, problemem mogą być wahania innych pozycji bilansu płatniczego niż rachunek obrotów bieżących (Krugman, Obstfeld, 2010, s. 305). Chodzi o rachunek finansowy, który pokazuje sposób sfinansowania deficytu na rachunku bieżącym. Im większa rola kapitału zagranicznego krótkoterminowego o charakterze dłużnym, tym większe ryzyko gwałtownej zmiany salda na rachunku finansowym i konieczności dostosowania na rachunku obrotów bieżących. Nadwyżka na rachunku finansowym prowadzi do wzrostu zadłużenia zagranicznego i pogłębienia ujemnej wartości międzynarodowej pozycji inwestycyjnej, co zwiększa prawdopodobieństwo kryzysu. Potwierdzają to doświadczenia ostatniego światowego kryzysu finansowego, który rozpoczął się w 2008 roku i dotknął wiele krajów UE (zwłaszcza Portugalię, Irlandię, Grecję, Hiszpanię i Włochy).

Zważywszy na negatywne konsekwencje kryzysu, pod koniec 2011 roku wprowadzono rozwiązania, które mają wykrywać i korygować zakłócenia równowagi makroekonomicznej. Jednym z takich rozwiązań jest tzw. mechanizm ostrzegawczy, który ma na celu ułatwić wczesne rozpoznanie oraz monitorowanie zaburzeń równowagi makroekonomicznej we wszystkich krajach członkowskich UE. Komisja Europejska corocznie przygotowuje raport, w którym ocenia sytuację gospodarczą i finansową państw członkowskich w oparciu o analizę wybranych wskaźników, do których zalicza m.in.:

- wartość 3-letniej średniej kroczącej salda rachunku obrotów bieżących w relacji do PKB, dla której wartość progową określono na +6% PKB i -4% PKB,

- wartość międzynarodowej pozycji inwestycyjnej netto (MPI netto) w relacji do PKB, dla której wartość progową określono na 35% PKB (UE, 2011).

Wykorzystanie międzynarodowej pozycji inwestycyjnej do oceny równowagi zewnętrznej gospodarki wynika z faktu, że odzwierciedla ona w szerokim zakresie powiązania kraju z zagranicą. W ujęciu brutto pokazuje zarówno stan pasywów, jak i aktywów zagranicznych. Jak wspomniano, KE dokonuje oceny MPI w ujęciu netto, które pokazuje różnicę pomiędzy pasywami i aktywami zagranicznymi kraju. W przypadku gospodarek, które rejestrują wysoki odpływ kapitału krajowego za granicę, wskaźnik MPI netto do PKB kształtuje się na znacznie niższym poziomie niż łączne zobowiązania zagraniczne w relacji do PKB, dzięki czemu ocena równowagi zewnętrznej kraju przez pryzmat tego wskaźnika jest dla nich korzystniejsza. Uwzględnianie posiadanych przez kraj aktywów za granicą pozwala lepiej ocenić wypłacalność kraju w długim okresie, jednak z punktu widzenia wystąpienia krótkoterminowych problemów z obsługą zobowiązań ma to sens wtedy, gdy aktywa są płynne oraz mają ten sam okres zapadalności co pasywa. Ponadto wadą takiej oceny jest to, że nie pokazuje ona wielkości i dynamiki stanów brutto aktywów i pasywów, co również jest istotne dla stabilności zewnętrznej (Sawicki, 2014, s. 23).

Ważną rolę przy dokonywaniu oceny równowagi zewnętrznej za pomocą MPI odgrywa, oprócz wartości i salda zagranicznych aktywów i pasywów, ich struktura (Knap, 2016). Istotne znaczenie ma m.in. struktura rodzajowa według kategorii funkcjonalnych, to jest podział na inwestycje bezpośrednie, portfelowe, pozostałe i instrumenty pochodne. Dla stabilności zewnętrznej korzystny jest duży udział zagranicznych inwestycji bezpośrednich (BIZ) w finansowaniu międzynarodowej pozycji inwestycyjnej netto, ponieważ są one bardziej stabilne niż kapitał napływający w innych formach. Wynika to z faktu, że cechą tych inwestycji jest długoterminowy charakter i osiągnięcie zysku z prowadzonej działalności gospodarczej, stąd prawdopodobieństwo nagłego wycofania kapitału jest relatywnie mniejsze niż w przypadku innych inwestycji zagranicznych. Dotyczy to zwłaszcza tej części inwestycji bezpośrednich, które zostały dokonane w formie wniesienia kapitału udziałowego. Dodatkowo wielkość dochodów od zaangażowanego kapitału, wypłacanych zagranicznemu inwestorowi, jest uzależniona od sytuacji makroekonomicznej kraju, przez co stanowi mniejsze obciążenie dla gospodarki w sytuacji pogorszenia koniunktury (NBP, 2016b). Biorąc powyższe pod uwagę, KE analizuje także zmiany struktury zobowiązań zagranicznych, w tym napływ i stan BIZ.

W literaturze ekonomicznej można spotkać również inne wskaźniki, których monitorowanie pomaga wykryć narastającą nierównowagę zewnętrzną. Znaczną uwagę poświęca się analizie zadłużenia zagranicznego kraju (Nakonieczna-Kisiel, Knap, 2012). Jest ono częścią MPI. Obejmuje zobowiązania wobec podmiotów zagranicznych, które dotyczą instrumentów dłużnych. W literaturze panuje pogląd, że zobowiązania dłużne są mniej stabilnym źródłem finansowania niż udziałowe. Wymagają one ustalonych płatności odsetkowych, bez względu na kondycję finansową dłużnika. Dodatkowo inwestorzy zagraniczni, niepowiązani kapitałowo, są bardziej podatni na oceny agencji ratingowych i stadne zachowania ze względu na asymetrię informacji w stosunku do inwestorów krajowych (Lojsch, Rodriguez-Vives, Slavik, 2011, s. 33). W sytuacjach kryzysowych szybko przenoszą kapitał na zagraniczne rynki. Przy wysokim udziale inwestorów zagranicznych w strukturze zadłużenia podmiotów krajowych nagła wyprzedaż aktywów przez inwestorów zagranicznych może spowodować problemy z refinansowaniem długu, zwłaszcza gdy pojawią się informacje o rosnącym ryzyku niewypłacalności. Zwiastunem grożącego niebezpieczeństwa może być duży stosunek zadłużenia zagranicznego do PKB. Gdy zadłużenie zagraniczne jest wysokie i rośnie w tempie wyższym niż PKB, to maleje wiarygodność finansowa kraju. Zapewnienie stabilności zewnętrznej wymaga więc nie tylko ograniczenia deficytu na rachunku bieżącym, ale również utrzymania bezpiecznej relacji między zadłużeniem zagranicznym i PKB. Jeżeli kraj ma niskie zobowiązania zagraniczne, to nawet przejściowo wysoki poziom deficytu na rachunku bieżącym może być niegroźny dla gospodarki. I na odwrót, kraj może doświadczyć kryzysu, pomimo nadwyżki na rachunku bieżącym, ze względu na duże zobowiązania zagraniczne.

Pogłębiona analiza równowagi zewnętrznej wymaga również określenia struktury zadłużenia zagranicznego. Szczególnie ważny jest udział zobowiązań krótkoterminowych w długu. Wzrost długu krótkookresowego oceniany jest jako potencjalne źródło zakłócenia bezpieczeństwa finansowego, bowiem może prowadzić do problemów z płynnością finansową. Dlatego porównuje się zadłużenie krótkoterminowe z zadłużeniem ogółem oraz z poziomem rezerw walutowych. W przypadku drugiego wskaźnika powszechnie przyjmowana wartość progowa wynosi 100%, co oznacza, że zgromadzone rezerwy zapewniają regulowanie zobowiązań zagranicznych przez rok, bez konieczności zaciągania nowych kredytów. Istotna jest również struktura sektorowa zadłużenia. Kraje, które finansują deficyt na rachunku

bieżącym krótkoterminowymi pożyczkami bankowymi, są szczególnie podatne na utratę wiarygodności, ze względu na ciągłą konieczność refinansowania tych pożyczek. Brak możliwości refinansowania może oznaczać konieczność osiągnięcia nadwyżki na rachunku bieżącym, czyli zmniejszenia wydatków poniżej poziomu dochodów całej gospodarki (Bank of England, 2015, s. 21).

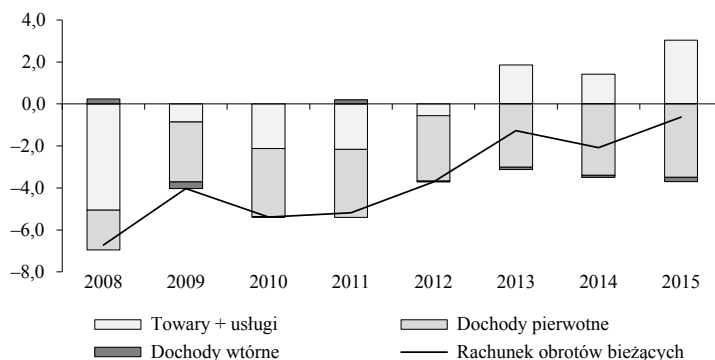
Dodatkowym wskaźnikiem wykorzystywanym do oceny równowagi zewnętrznej jest relacja zadłużenia zagranicznego netto do PKB. Zadłużenie zagraniczne netto w porównaniu z zadłużeniem zagranicznym brutto jest pomniejszone o wartość zagranicznych aktywów ulokowanych w instrumentach dłużnych. Podobnie jak w przypadku MPI netto, wskaźnik ten nie przekazuje pełnej informacji o zagrożeniach związanych ze stanem zadłużenia kraju. Gdy kraj ma duże aktywa zagraniczne, wówczas dług netto jest niski, jednak ze względu na różnice w terminie zapadalności oraz w strukturze podmiotowej i walutowej zadłużenia może być źródłem ryzyka dla gospodarki.

## **2. Analiza wybranych wskaźników równowagi zewnętrznej Polski w latach 2008–2015**

Od 2008 roku deficyt na rachunku obrotów bieżących bilansu płatniczego Polski wyraźnie się zmniejszył (rys. 1). O ile w 2008 roku wynosił  $-6,7\%$  PKB, to w 2015 roku był o ponad 6 p.p. niższy i wyniósł  $-0,6\%$  PKB. Od 2012 roku nie przekraczał on wyznaczonej przez KE wartości progowej. Ograniczenie deficytu spowodowało zmniejszenie zapotrzebowania gospodarki na finansowanie zagraniczne.

Poprawa salda na rachunku bieżącym w badanym okresie wynikała przede wszystkim z rosnącej nadwyżki z tytułu wymiany usług oraz malejącego deficytu w bilansie handlowym. Z kolei negatywnie na saldo rachunku bieżącego wpływało ujemne saldo dochodów. Było ono podstawowym źródłem deficytu rachunku bieżącego w ostatnich 3 latach i dodatkowo szybko rosło. W latach 2008–2015 nadwyżka rozchodów nad przychodami w tej pozycji bilansu powiększyła się przeszło dwukrotnie i w 2015 roku stanowiła  $3,5\%$  PKB. Główną przyczyną tej niekorzystnej tendencji była duża ujemna MPI netto Polski. Rozwój gospodarki w oparciu o kapitał zagraniczny oznacza wysokie koszty obsługi zobowiązań zagranicznych.

Rysunek 1. Rachunek obrotów bieżących Polski w latach 2008–2015 (% PKB)



Źródło: obliczenia własne na podstawie danych NBP.

Jeżeli w analizie uwzględnimy również rachunek kapitałowy, na którym w badanym okresie odnotowano rosnącą nadwyżkę ze względu na transfery z UE, to całkowite zapotrzebowanie na finansowanie zagraniczne polskiej gospodarki było mniejsze niż wynikało to z relacji salda na rachunku bieżącym do PKB (NBP, 2012). Łączne saldo rachunku bieżącego i kapitałowego do PKB od 2013 roku było dodatnie, co oznaczało, że Polska, aby sfinansować deficyt na rachunku bieżącym, nie musiała zaciągać nowych zobowiązań zagranicznych. Jest to jednak sytuacja przejściowa, wynikająca z absorpcji już przydzielonych funduszy. Po zakończeniu obecnej perspektywy finansowej UE prawdopodobne jest pogorszenie salda na rachunku obrotów kapitałowych w Polsce.

Tabela 1. Saldo rachunku obrotów bieżących i rachunku kapitałowego w relacji do PKB (%)

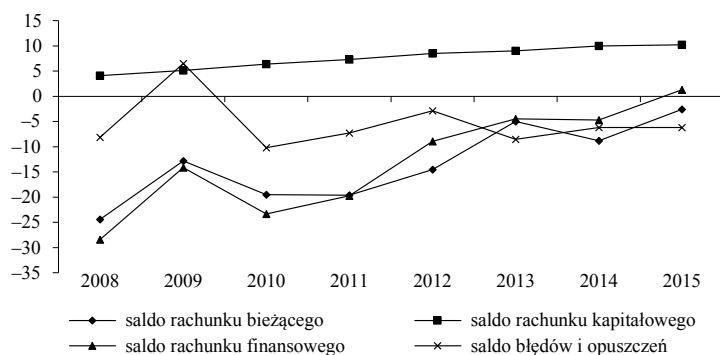
	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Saldo rachunku bieżącego	-6,7	-4,0	-5,4	-5,2	-3,7	-1,3	-2,1	-0,6
Saldo rachunku kapitałowego	1,1	1,6	1,8	2,0	2,2	2,3	2,4	2,4
Suma sald rachunku bieżącego i kapitałowego	-5,6	-2,4	-3,6	-3,2	-1,5	1,0	0,4	1,7

Źródło: jak pod rys. 1.

Dla stabilności zewnętrznej kraju istotny jest również sposób sfinansowania deficytu na rachunku bieżącym. W latach 2008–2014 na rachunku finansowym odnotowano nadwyżkę, która jednak stopniowo się zmniejszała, a w 2015 roku po raz pierwszy od 25 lat przekształcała się w deficyt, tzn. odpływ kapitału netto (rys. 2). Wynikał on przede wszystkim ze wzrostu zagranicznych aktywów, zwłaszcza portfelowych, co było związane z aktywnością funduszy inwestycyjnych (NBP, 2016a, s. 20). Jak wspomniano od 2013 roku deficyt na rachunku bieżącym był sfinansowany dodatnim saldem na rachunku kapitałowym, stąd utrzymujący się na wysokim poziomie import kapitału zagranicznego pozwalał sfinansować polskie inwestycje za granicą, czego wyrazem był wzrost aktywów zagranicznych, zarówno prywatnych, jak i oficjalnych (NBP, 2016c).

Warto również zwrócić uwagę na saldo błędów i opuszczeń w bilansie płatniczym Polski (rys. 2). Teoretycznie powinno ono stanowić marginalną pozycję i mieć nieistotne znaczenie dla całości przepływów. W Polsce tak jednak nie jest. Od 2008 roku saldo błędów i opuszczeń przyjmowało wysokie ujemne wartości, co odzwierciedlało odpływ kapitału z kraju. Znaczna skala transakcji nieujętych lub też błędnie sklasyfikowanych utrudnia pełną ocenę salda na rachunku bieżącym jako miary równowagi zewnętrznej kraju. Gdyby bowiem NBP dysponował pełnymi danymi dotyczącymi transakcji w bilansie płatniczym, z pewnością spowodowałyby to pogorszenie salda na rachunku bieżącym, jak również wzrost aktywów zagranicznych osób prywatnych.

Rysunek 2. Bilans płatniczy Polski w latach 2008–2015 (mld euro)



Źródło: obliczenia własne na podstawie danych NBP.



Jak wspomniano, ryzyko nagłego odpływu kapitału jest większe w krajach, które mają duże zobowiązania zagraniczne. Konsekwencją przyjętego przez Polskę modelu rozwoju gospodarczego, który opierał się na inwestycjach zagranicznych, jest wysoki poziom zobowiązań zagranicznych. Na koniec 2015 roku stanowiły one 113% PKB (tab. 3). Było to o 36 p.p. więcej niż w 2008 roku. Tak wysoki poziom pasywów zagranicznych i szybkie tempo ich wzrostu miało bezpośredni wpływ na wielkość innych wskaźników wykorzystywanych od oceny równowagi zewnętrznej, na przykład na MPI netto, która w badanym okresie przyjmowała wartość ujemną. Tendencja do pogłębiania ujemnej MPI netto w relacji do PKB została zahamowana w 2014 roku, a w kolejnym roku wyraźnie się poprawiła, co wynikało z poprawy salda obrotów bieżących. Wskaźnik ten nadal jednak kształtuje się na wysokim poziomie. Na koniec 2015 roku wyniósł około 63% PKB, a więc znacznie przekraczał wartość progową wyznaczoną przez KE. Przy tak wysokiej ujemnej MPI netto odwrócenie trendu poprawy eksportu netto przełożyłoby się bezpośrednio na pogorszenie równowagi zewnętrznej kraju. W strukturze MPI netto dominowały jednak inwestycje bezpośrednie, co łagodziło potencjalne ryzyko związane z jej wysoką ujemną wartością (NBP, 2016c).

Tabela 3. Wybrane wskaźniki równowagi zewnętrznej Polski w latach 2008–2015 (%)

Wyszczególnienie	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Pasywa/PKB	76,1	99,1	110,5	104,2	115,3	115,0	114,1	113,0
MPIN/PKB	-47,5	-61,8	-65,1	-62,4	-65,4	-69,0	-69,1	-62,8
Zadłużenie zagraniczne brutto/pasywa zagraniczne ogółem	62,9	63,0	60,8	64,8	63,2	61,9	63,8	63,6
Zadłużenie zagraniczne brutto/PKB	47,9	62,4	67,2	67,5	72,8	71,2	72,8	71,9
Zadłużenie zagraniczne netto/PKB	–	–	33,2	33,4	36,7	37,8	37,5	35,7
Zadłużenie zagraniczne krótkoterminowe/PKB	12,9	15,6	16,3	15,0	14,1	14,1	12,5	13,1
Zadłużenie zagraniczne krótkoterminowe/oficjalne aktywa rezerwowe	106,1	88,0	82,6	73,6	65,0	71,5	60,9	63,2
Zadłużenie zagraniczne krótkoterminowe/zadłużenie zagraniczne ogółem	26,9	25,0	24,2	22,3	19,3	19,9	17,2	18,2

Źródło: obliczenia własne na podstawie danych NBP.

Zobowiązania dłużne (tzw. zadłużenie zagraniczne brutto) stanowiły 63,6% zobowiązań ogółem na koniec 2015 roku (tab. 3). W badanym okresie relacja ta nie ulegała dużym zmianom i cały czas przekraczała 60%. Zadłużenie brutto w relacji do PKB w badanym okresie cechowała tendencja rosnąca. Wskaźnik ten pogorszył się aż o ponad 24 p.p. i na koniec 2015 roku przekroczył 72% PKB. Do skokowego wzrostu tej relacji (o ponad 14 p.p.) doszło w 2009 roku, co było spowodowane znacznym spadkiem PKB. Od 2013 roku tendencja wzrostowa tego wskaźnika została zahamowana, co było korzystne z punktu widzenia zewnętrznej stabilności gospodarki polskiej. Z kolei zadłużenie zagraniczne netto do PKB utrzymywało się na poziomie znacznie niższym i na koniec 2015 roku stanowiło około 36%, co odzwierciedlało wagę polskich inwestycji za granicą. Jednoznaczna ocena, czy jest ono źródłem ryzyka dla gospodarki, wymagałaby pogłębionych badań, uwzględniających strukturę terminową i walutową aktywów i pasywów tego wskaźnika.

Choć zobowiązania dłużne w pasywach zagranicznych Polski odgrywały dość dużą rolę, jednak część finansowania dłużnego pochodziła od zagranicznych inwestorów bezpośrednich, przez co była bardziej stabilna niż finansowanie od podmiotów niepowiązanych kapitałowo. W 2015 roku zadłużenie zagraniczne brutto wobec podmiotów powiązanych kapitałowo stanowiło około 1/4 zadłużenia zagranicznego brutto (tab. 4). Największy udział w zadłużeniu zagranicznym miał jednak sektor rządowy i to głównie on był odpowiedzialny za szybki wzrost zadłużenia zagranicznego ogółem w latach 2008–2015. W 2015 roku zobowiązania zagraniczne sektora rządowego były 2,5-krotnie wyższe niż w 2008 roku i wyniosły 125 mld euro. Na kwotę tę składały się głównie zobowiązania z tytułu długoterminowych dłużnych papierów wartościowych (NBP). Należy podkreślić, że finansowanie zagraniczne odgrywało coraz większą rolę w zadłużeniu Skarbu Państwa. O ile na koniec 2008 roku stanowiło ono około 28% zadłużenia, to na koniec 2015 roku już ponad 46% (Zadłużenie Skarbu Państwa). Rosnący udział inwestorów zagranicznych w strukturze wierzycieli powodował wzrost ryzyka dla stabilności zewnętrznej Polski, bowiem kapitał ulokowany przez nich w obligacjach Skarbu Państwa może być stosunkowo łatwo wycofany z kraju w krótkim czasie. Warto zauważyć, że podmioty odpowiedzialne za zarządzanie długiem publicznym mają ograniczoną możliwość kształtowania struktury zadłużenia publicznego w kontekście powyższego ryzyka w sytuacji, gdy rządowe papiery wartościowe mogą być przedmiotem swobodnego obrotu między rezydentami i nierezydentami na rynkach wtórnych.

Z kolei zobowiązania zagraniczne sektora monetarnych instytucji finansowych, (które – jak sygnalizowano – również mogą mieć niestabilny charakter) w badanym okresie obniżyły się i na koniec 2015 roku stanowiły stosunkowo niewielką część zobowiązań zewnętrznych kraju, bo około 17%. Warto jednak zauważyć, że zadłużenie zagraniczne tego sektora przekraczało wówczas 11% PKB, co oznacza, że był to istotny kanał napływu oszczędności zagranicznych.

Tabela 4. Struktura sektorowa zadłużenia zagranicznego Polski w latach 2008–2015 (%)

Wyszczególnienie	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Sektor rządowy	27,3	31,0	35,0	36,0	41,2	40,1	40,9	41,3
NBP	1,0	1,9	2,2	1,6	1,5	2,0	1,6	1,7
MIF	24,5	22,0	21,6	20,4	17,4	17,5	17,1	16,6
Pozostałe sektory	27,3	25,8	18,7	19,0	17,2	16,7	16,2	16,1
Inwestycje bezpośrednie: instrumenty dłużne	19,8	19,3	22,5	23,1	22,6	23,6	24,3	24,3

Źródło: obliczenia własne na podstawie danych NBP.

Struktura terminowa zadłużenia zewnętrznego Polski po kryzysie poprawiła się. Zobowiązania o terminie zapadalności poniżej 1 roku stanowiły coraz mniejszą część zobowiązań ogółem i w coraz większym stopniu były pokrywane rezerwami walutowymi. Udział zadłużenia zagranicznego krótkoterminowego w zadłużeniu ogółem obniżył się i w 2015 roku wynosił około 18%. Z kolei z relacji zadłużenia krótkoterminowego do rezerw walutowych wynika, że o ile w 2008 roku rezerwy walutowe były niewystarczające do obsługi zobowiązań o terminie zapadalności krótszym niż rok, to w 2015 roku przewyższały dług krótkoterminowy o blisko 40%. Niemniej jednak przy nagłym zmniejszeniu dostępności kredytów i wycofywaniu depozytów przez nierezydentów spłata tych zobowiązań mogłaby być utrudniona.

## Podsumowanie

Przeprowadzona analiza wybranych wskaźników służących do oceny równowagi zewnętrznej kraju wskazuje, że w badanym okresie uległy one poprawie:

1. W latach 2008–2015 Polska znacznie obniżyła wysoki deficyt obrotów bieżących, który od 2012 roku był poniżej proggu ostrzegawczego wyznaczonego przez KE. Równocześnie na rachunku kapitałowym odnotowano rosnącą nadwyżkę. Poprawa sald na powyższych rachunkach to bardzo pozytywne trendy z punktu widzenia stabilności zewnętrznej gospodarki. Jednak w świetle prawdopodobnego zmniejszenia transferów unijnych po zakończeniu obecnej perspektywy finansowej, w dłuższym okresie czasu, aby ograniczyć podatność na zagrożenia, kluczowe znaczenie będzie miało utrzymanie i powiększenie nadwyżki w handlu towarami i usługami oraz zahamowanie tendencji wzrostowej ujemnego salda dochodów. Biorąc pod uwagę niski poziom oszczędności krajowych i niedostatek kapitału inwestycyjnego, może okazać się to trudne.
2. Relacja MPI netto do PKB w badanym okresie utrzymywała na wysokim poziomie, znacznie powyżej wartości progowej, jednak od 2013 roku zahamowana została tendencja do jej pogłębiania się. Podobnie ustabilizował się poziom zadłużenia zagranicznego brutto i netto w relacji do PKB. Dodatkowo wskaźnik zadłużenia zagranicznego netto do PKB był niski.
3. W strukturze zobowiązań zagranicznych dużą rolę odgrywało finansowanie dłużne, jednak w części zostało ono przyznane przez udziałowców zagranicznych, przez co było bardziej stabilne. Jednak znaczna rola inwestorów zagranicznych w finansowaniu długu publicznego czy sektora bankowego powoduje wzrost ryzyka dla stabilności finansów tych sektorów. Struktura terminowa zadłużenia zagranicznego w analizowanym okresie uległa poprawie, bowiem zmniejszyła się relacja zadłużenia krótkoterminowego do zadłużenia ogółem oraz do aktywów rezerwowych.
4. Wskaźniki związane z zadłużeniem zagranicznym wskazują jednak na dużą zależność Polski od wierzycieli zagranicznych, co jest źródłem ryzyka. W sytuacji zmniejszenia dostępności kredytów zagranicznych oraz wycofaniu depozytów przez nierezydentów, spłata zobowiązań zagranicznych mogłaby być utrudniona. Dlatego zasadniczym warunkiem zapewnienia trwałej równowagi zewnętrznej jest zmniejszenie zadłużenia zagranicznego.

## Literatura

- Alessandrini, P., Hallett, A., Presbitero, A., Fratianni, M. (2012). *The Eurozone crisis: Fiscal fragility, external imbalances, or both?* Pobrano z: <http://voxeu.org/article/eurozone-crisis-fiscal-fragility-external-imbalances-or-both> (10.03.2017).
- Bank of England (2015). *Financial Stability Report* (37).
- Gosh, A., Ramakrishnan, U. (2012). Current Account deficit: Is There a Problem? *Finance & Development*, March.
- Lojsch, D., Rodriguez-Vives, M., Slavik, M. (2011). The Size and Composition of Government Debt in Euro Area. *Occasional Paper Series ECB*, 132.
- Knap, R. (2016). Struktura rodzajowa zagranicznych aktywów i pasywów a zmiany międzynarodowej pozycji inwestycyjnej Polski. *Finanse, Rynku Finansowe, Ubezpieczenia*, 3 (81).
- Knap, R., Nakonieczna-Kisiel, H. (2012). W kwestii nierównowagi zewnętrznej Polski. *Finanse, Rynku Finansowe, Ubezpieczenia*, 45.
- Krugman, P., Obstfeld, M. (2007). *Ekonomia międzynarodowa. Teoria i polityka 2*. Warszawa: Wydawnictwo Naukowe PWN.
- NBP. Dane pobrano z: <http://www.nbp.pl/home.aspx?f=/statystyka/zadluz.html>.
- NBP (2012). *Bilans Płatniczy Rzeczypospolitej Polskiej za IV kwartał 2011 roku*. Warszawa: NBP.
- NBP (2016a). *Bilans Płatniczy Rzeczypospolitej Polskiej za IV kwartał 2015 roku*. Warszawa: NBP.
- NBP (2016b). *Międzynarodowa pozycja inwestycyjna Polski w 2015 roku*. Warszawa: NBP.
- NBP (2016c). *Raport o stanie równowagi Polskiej gospodarki. Materiał dla KSF-N*. Warszawa: Instytut Ekonomiczny.
- Sawicki, J. (2014). Zmiany równowagi zewnętrznej a ograniczenia wzrostu polskiej gospodarki. *Unia Europejska.pl*, 4 (227).
- UE (2011). Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady nr 1176/2011 z dnia 16.11.2011 r. w sprawie zapobiegania zakłóceniom równowagi makroekonomicznej i ich korygowania 23.11.2011. Dz. Urz. UE L 306/25.
- Zadłużenie Skarbu Państwa*. Pobrano z: <http://www.finanse.mf.gov.pl/szeregi-czasowe> (30.03.2017).

## POLAND'S EXTERNAL BALANCE AFTER GLOBAL FINANCIAL CRISIS

### Abstract

The aim of the study was to assess external balance of Poland after last global financial crisis. The study consists of two parts. The first part describes theoretical concept of external balance and describes indicators used in an assesment of external balance and the second part contains verification of the changes in the value of these indicators after last global financial crisis. The research results show that many of these indicators improved after global financial crisis, but indicators related to foreign debt are still on the high level what is a source of risk for polish economy.

**Keywords:** external balance, deficit of current account, foreign debt, international investment position

**JEL code:** F30