

**Andrzej Janowicz\***

## PRÓBA OCENY RÓWNOWAGI ZEWNĘTRZNEJ POLSKI W LATACH 2004–2015

### WPROWADZENIE

Kryzys finansowy, który rozpoczął się w 2007 r. na amerykańskim rynku kredytów hipotecznych o podwyższonym ryzyku, doprowadził do istotnych zaburzeń i niepewności w całym globalnym systemie finansowym. Najtrudniejsze momenty dla rynków finansowych nastąpiły w 2008 roku, gdy w marcu upadł bank Bear Stearns, a banki: Merrill Lynch, Goldman Sachs, Morgan Stanley, Lehman Brothers i Citigroup uznane zostały za potencjalnie zagrożone bankructwem i w związku z tym dokapitalizowane przez państwo. Pomimo tego wsparcia Lehman Brothers i Merrill Lynch ogłosiły swoją upadłość, a największy ubezpieczyciel AIG oraz instytucje finansowe rynku ubezpieczeniowego USA, Annie Mae i Freddie Mac zostały przejęte przez państwo<sup>1</sup>. Zgodnie określa się, że szczególny wpływ na gwałtowny rozwój światowego kryzysu finansowego wywarła upadłość 15 września 2008 r. banku inwestycyjnego Lehman Brothers Holdings Inc, czwartego co do wielkości banku inwestycyjnego na świecie. Ten dzień przyjęto uważać za początek wybuchu największego kryzysu finansowego od czasów wielkiej depresji z lat 30. Upadek tego banku był też zaprzeczeniem zasady „Zbyt duży, by upaść”<sup>2</sup>. Jednym ze skutków tej upadłości było gwałtowne załamanie na rynku

\* Andrzej Janowicz – dr, Akademia Finansów i Biznesu Vistula w Warszawie, andrzejjanowicz.1@gmail.com

<sup>1</sup> Szczegółowy, chronologiczny opis wydarzeń w czasie kryzysu patrz: Bank of International Settlements, 79th Annual Report, Basel, 29 June 2009, dostęp w: <http://www.bis.org/events/agm2009.htm>

<sup>2</sup> Określenie „Zbyt duży, by upaść” wiąże się z kryzysem w 2008 r., kiedy to wiele rządów przyjęło strategię ratowania, poprzez dofinansowanie, największych banków, pozostawiając na pastwę losu mniejsze, skazując je na upadłość. (Widoczna tu jest analogia

międzybankowym (*interbank market seizure*), które dotarło również do Polski. Spadek wzajemnego zaufania pomiędzy uczestnikami krajowego rynku został spowodowany m.in. pogłoskami o problemach finansowych inwestorów strategicznych polskich banków<sup>3</sup>.

Skutki światowego kryzysu finansowego i wywołanej nim recesji gospodarczej bardzo silnie dotknęły kraje UE, a tym samym szybko dotarły również do Polski, ponieważ wówczas na rynki państw UE przypadało aż ok. 77,0% polskiego eksportu, a ok. 59% towarów i usług było importowanych z UE. Kraje Unii były także źródłem ok. 85% bezpośrednich inwestycji zagranicznych w Polsce. Wpływ kryzysu na poziom PKB w Polsce okazał się jednak znacznie mniejszy niż w innych krajach UE. Polska była jedynym spośród wszystkich krajów członkowskich UE, w którym nie odnotowano spadku PKB w 2009 r. (wzrost o 1,6% r/r)<sup>4</sup>. Mimo relatywnie dobrych wyników gospodarczych na tle innych krajów UE, Polska nie uniknęła wyraźnego pogorszenia sytuacji finansów publicznych w okresie kryzysu. Znaczny spadek dochodów w IV kw. 2008 r., przy wysokiej dynamice wydatków w całym roku, spowodował, że deficyt sektora finansów publicznych przekroczył wyraźnie poziom 3% PKB już w 2008 r. Jedynym czynnikiem, który doprowadził do istotnego wzrostu długu w Polsce, a który nie wystąpił na większą skalę w innych krajach UE (poza Rumunią, Węgrami i Łotwą), było znaczne osłabienie waluty krajowej.

W rezultacie, od połowy 2009 r. Polska została objęta procedurą nadmiernego deficytu. Dopiero po 6 latach, tj. 19 czerwca 2015 r., Rada Ecofin (Rada do Spraw Gospodarczych i Finansowych UE) przyjęła decyzję o zakończeniu procedury nadmiernego deficytu wobec Polski. W opublikowanym w tym dniu komunikacie Ministerstwa Finansów stwierdzono, że – świadczy to o skuteczności strategii rządu i podejmowanych przez niego działań<sup>5</sup>.

---

do tragedii „Titanica” gdzie ratowano przede wszystkim pasażerów I klasy, skazując na zagładę pasażerów IV klasy. Przyp. autor – A.J.). Mieszczący się w Bazylei Financial Stability Board (FSB), działający na rzecz bezpieczeństwa światowego systemu bankowego, ustala i zaleca stosowanie szczególnych wymogów bezpieczeństwa wobec największych banków (FSB Financial Stability Board, *Progress and Next Steps Towards Ending „TO-Big-To Fail” (TBFT)*, Report of the Financial Stability Board to the G-20, 2 September).

<sup>3</sup> *Raport o sytuacji banków w 2008 roku*, KNF, Warszawa 2009.

<sup>4</sup> *Finanse publiczne w Polsce w okresie kryzysu*, Ministerstwo Finansów, Warszawa 2012, s. 6.

<sup>5</sup> Ale prawdziwy powód, którym kierowała się Rada Ecofin cofając wobec Polski procedurę nadmiernego deficytu, podaje Ministerstwo Finansów, przecząc tym samym przypisanemu powyżej sukcesowi działań rządu w tym zakresie.

## 1. OCENA NIERÓWNOWAG MAKROEKONOMICZNYCH: POLSKA NA TLE KRAJÓW UNII EUROPEJSKIEJ

Jedną z głównych przyczyn ostatniego kryzysu w strefie euro – przekładającą się zarazem na uporczywość trwającego tam spowolnienia gospodarczego – było silne zróżnicowanie konkurencyjności pomiędzy poszczególnymi krajami strefy euro i związane z tym znaczne nierównowagi makroekonomiczne<sup>6</sup>. Aby móc odpowiednio wcześniej zidentyfikować i skorygować ich ponowne powstawanie, w 2011 r. wprowadzono do prawa Unii Europejskiej – jako część tzw. sześciopaku – procedurę identyfikowania zakłóceń równowagi w gospodarkach krajów UE (*Macroeconomic Imbalance Procedure*, MIP). Postępując zgodnie z tą procedurą, Komisja Europejska publikuje coroczny raport (*Alert Mechanism Report*), w którym identyfikowane jest ryzyko występowania nierównowag w gospodarkach krajów członkowskich<sup>7</sup>. Kryteria oceny w ramach *Alert Mechanism Report* opierają się na jedenastu wskaźnikach makroekonomicznych i makrofinansowych (wskaźniki główne), dla których Komisja ustaliła progi, służące jako poziomy ostrzegawcze. Dodatkowa ocena opiera się także na kilkunastu wskaźnikach pomocniczych, mających w szczególności na celu dostarczenie szerszej informacji na temat zmiennych ekonomicznych, dla których wartość wskaźnika głównego przekroczyła ustalony próg. Wskaźniki główne są prezentowane w tzw. Tabeli ocen (ang. *scoreboard*) i zostały podzielone na dwie grupy – wskaźniki nierównowagi zewnętrznej i konkurencyjności oraz wskaźniki nierównowagi wewnętrznej. Aczkolwiek niniejsze opracowanie dotyczy głównie nierównowagi zewnętrznej, to warto też wymienić wskaźniki nierównowagi wewnętrznej, do których zalicza się:

- stopa bezrobocia (3-letnia średnia) – poniżej 10%,
- dług publiczny (proc. PKB) – poniżej 60%,
- zadłużenie sektora prywatnego (proc. PKB) – poniżej 160%,
- kredyt dla sektora prywatnego (proc. PKB) – poniżej 15%.

---

„Spadek państwowego długu publicznego (PDP) w ciągu całego 2014 r. był głównie spowodowany umorzeniem w lutym 2014 r. skarbowych papierów wartościowych (SPW) w efekcie reformy systemu emerytalnego (przekazanie środków z funduszy OFE do ZUS), co skutkowało jednorazowym obniżeniem państwowego długu publicznego (PDP) o 130 187,6 mln zł. Po wyłączeniu efektu umorzenia SPW, ale bez uwzględnienia jego wpływu na koszty obsługi długu, PDP wzrósłby o 74 640,4 mln zł.”

– podało Ministerstwo Finansów. (Czyli zadłużenie obniżyło się tylko na papierze – przyp. autor – A.J.). MF Biuletyn kwartalny, *Zadłużenie Sektora Finansów Publicznych IV kw./2014*, Warszawa, 31 marca 2015 r.

<sup>6</sup> *Raport o inflacji – lipiec 2015 r.*, NBP, s. 37.

<sup>7</sup> Raport jest publikowany na podstawie Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady UE nr 1176/2011 z dnia 16 listopada 2011 r. w sprawie zapobiegania zakłóceńiom równowagi makroekonomicznej i ich korygowania.

Równowaga wewnętrzna odnosi się też do równowagi w finansach publicznych, a więc ocenie podlega saldo budżetu oraz dług publiczny.

Wskaźniki obrazujące obie formy nierównowag makroekonomicznych wykazują wysoki stopień współzależności, wzajemnie przenikają się i oddziałują na siebie, przypomina to zasadę funkcjonowania naczyń połączonych. Przykładowo, finansowanie nierównowagi finansów publicznych długiem zagranicznym prowadzi do przekroczenia progów ostrożnościowych nierównowagi zewnętrznej.

Tabela 1

## Wskaźniki dotyczące procedury nierównowagi zewnętrznej Polski

			Wartości progowe (%)	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Zakłócenia równowagi w kategoriach zewnętrznych oraz konkurencyjność	Saldo obrotów bieżących % PKB	Średnia z 3 lat	4 / 6	-5,4	-5,2	-4,8	-4,8	-3,4	-2,3
	Międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto (% PKB)		-35	-57,8	-65,4	-62,9	-65,9	-68,7	-68,3
	Realny efektywny kurs walutowy – 42 partnerów handlowych deflator HICP	zmiana w % w ciągu 3 lat	$\pm 5$ i $\pm 11$	-3,9	-1,4	-11,6	1,2	-4,3	-1,3
	Udział w rynkach eksportowych – % światowego eksportu	zmiana w % w ciągu 5 lat	-6	33,5	22,4	13,9	1,0	0,0	4,8
	Wskaźnik nominalnego jednostkowego kosztu pracy (2010 = 100)	zmiana w % w ciągu 3 lat	9 i 12	12,4	13,4	5,4	6,4	3,3	2,5

Źródło: *Sprawozdanie krajowe – Polska 2016 r.* Komisja Europejska, Dokument roboczy służb komisji, Bruksela, 26.02.2016 r. SWD (2016) 89 final, s. 47.

Z prezentowanych w tabeli 1 wskaźników nierównowagi zewnętrznej wynika, że wartość najważniejszego z nich, międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto Polski, przekracza statystyczny limit dla tej kategorii (–35% PKB) prawie dwukrotnie (–68,3%).

Natomiast od 2013 r. na bezpiecznym poziomie kształtuje się wskaźnik obrotów bieżących.

Uzyskane przez Polskę wskaźniki dotyczące procedur zakłóceń makroekonomicznych wypadają dobrze na tle krajów UE (zob. tabela 2). Znajduje to potwierdzenie w przedstawionej przez Komisję Europejską opinii, w której stwierdzono, że:

„Na podstawie ekonomicznej analizy tabeli wyników (zawierającej również dane dotyczące równowagi wewnętrznej – przyp. autor A.J.) że w przypadku Republiki Czeskiej, Danii, Łotwy, Litwy, Luksemburga, Malty, Polski i Słowacji na obecnym etapie nie jest wymagana szczegółowa ocena sytuacji oraz, że dalsze prowadzenie nadzoru nad tymi państwami w ramach procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej nie jest uzasadnione”<sup>8</sup>.

Ta satysfakcjonująca ocena nie uwzględnia stanu rozwoju poszczególnych gospodarek, poziomu oszczędności krajowych, zdolności obsługi zadłużenia zagranicznego i związanych z tym kosztami itd. Dlatego też zasadne jest przeprowadzenie na podstawie wybranych wskaźników pogłębionej analizy stanu czynników kształtujących nierównowagę zewnętrzną Polski. Małgorzata Janicka, odnosząc się do powyższej opinii KE, także uważa, że uzasadniona jest potrzeba przeprowadzenia analizy dodatkowych wskaźników, które pozwolą dokładniej przyjrzeć się uwarunkowaniom zaangażowania kapitałowego inwestorów zagranicznych i lepiej ocenić podatność na ewentualne zaburzenia równowagi zewnętrznej naszego kraju.

Wybór dokonanych przez nią w tym celu wskaźników został oparty na danych zawartych w bilansie płatniczym oraz w międzynarodowej pozycji inwestycyjnej<sup>9</sup>. Także inni autorzy publikacji poświęconych ocenie nierównowagi zewnętrznej, wykorzystując do tego celu, jak to określających zestaw „wskaźników bezpieczeństwa” dobierają je według własnych kryteriów ich przydatności.

<sup>8</sup> Komisja Europejska, *Sprawozdanie komisji do Parlamentu Europejskiego, Rady, Europejskiego Banku Centralnego i Europejskiego Komitetu Społecznego*, przekładane w ramach mechanizmu ostrzegania (2016 r.), Bruksela, dnia 26.11.2015 r. COM(2015) 691 final, s. 5. Tabela wyników s. 48.

<sup>9</sup> M. Janicka, *Ocena stabilności zewnętrznej Polski w latach 2000–2012*, „Biznes Międzynarodowy w Gospodarce globalnej 2014”, nr 33, Uniwersytet Gdański, s. 679–682.

Tabela 2

Wskaźniki nierównowagi zewnętrznej Polski na tle państw UE

Rok 2014	Saldo obrotów bieżących (średnia z 3 lat w % PKB)	Międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto (% PKB)	Realny efektywny kurs walutowy – 42 partnerów handlowych, delator HICP (zmiana % w ciągu 3 lat)	Udział w rynkach eksportowych (zmiana % w ciągu 5 lat)	Nominalny jednostkowy koszt pracy (2010 = 100) (zmiana % w ciągu 3 lat)
Progi ostrożnościowe	-4/6%	-35%	±5% (strefa EURO) ±11% (poza EURO)	-6%	9% (strefa EURO) 12% (poza EURO)
Belgia	-0,1	57,2	-0,5	-10,7	5,6
Bułgaria	0,9	-73,4	-2,6	6,7	12,5
Czechy	-0,5	-35,6	-10,0	-5,0	3,8
Dania	6,9	47,0	-1,2	-17,3	5,1
Niemcy	6,9	42,3	-0,3	-8,3	7,6
Estonia	-0,5	-43,6	4,7	24,5	13,0
Irlandia	1,8	-106,7	-3,5	-6,1	-2,2
Grecja	-2,6	-124,1	-5,6	-17,5	-11,6
Hiszpania	0,7	-94,1	-1,0	-11,5	-4,1
Francja	-1,0	-19,5	-1,2	-13,1	4,8
Chorwacja	0,5	-88,6	-0,9	-18,0	-5,9

Włochy	0,8	-27,9	0,2	-14,0	3,6
Cypr	-4,9	-139,8	-1,4	-26,7	-7,7
Łotwa	-2,5	-60,9	0,4	9,9	12,9
Litwa	1,3	-46,4	1,4	35,3	8,3
Luksemburg	5,8	36,0	0,5	11,2	7,6
Węgry	2,7	-73,8	-7,0	-14,9	6,7
Malta	2,6	39,5	0,0	-18,2	7,0
Holandia	10,9	60,8	0,8	-11,0	5,4
Austria	1,8	2,2	1,9	-15,7	7,8
Polska	-2,3	-68,3	-1,3	4,8	2,5
Portugalia	0,0	-113,3	-1,8	-4,7	-2,3
Rumunia	-2,1	-57,2	-1,1	21,5	2,3
Słowenia	5,1	-43,7	1,2	-11,8	-0,2
Słowacja	1,0	-69,4	1,3	3,2	2,2
Finlandia	-1,5	-0,7	2,7	-24,0	8,0
Szwecja	6,5	-6,5	-3,7	-9,8	7,1
W. Brytania	-4,3	-25,3	10,2	-8,7	1,9

Źródło: opracowanie własne na podstawie: *Statistical Annex of Alert Mechanism Report 2016*, European Commission, Brussels 26.11.2015. COM(2015) 691 final, s. 13.

Ł. Kaczmarczyk i A. Mika przedstawiają szeroki zestaw mierników zadłużenia zewnętrznego. Podkreślają, że ich zastosowanie ma niezwykle istotne znaczenie, gdyż są one podstawą zarządzania długiem zewnętrznym, rezerwami, płynnością oraz wypłacalnością gospodarki, i przyczyniają się do zapobiegania potencjalnemu kryzysowi zadłużeniowemu<sup>10</sup>.

W niniejszym opracowaniu przyjęto, że dla oceny nierównowagi zewnętrznej Polski najbardziej przydatna będzie analiza międzynarodowej pozycji inwestycyjnej netto, zadłużenia zagranicznego i salda obrotów bieżących bilansu płatniczego.

## 2. MIĘDZYNARODOWA POZYCJA INWESTYCYJNA NETTO

Międzynarodowa pozycja inwestycyjna jest zestawieniem statystycznym stanów zagranicznych aktywów i pasywów finansowych na koniec danego okresu sprawozdawczego. Saldo międzynarodowej pozycji inwestycyjnej informuje o tym, czy dany kraj jest wierzycielem czy dłużnikiem netto. Na zmianę stanów należności i zobowiązań wpływa wielkość obrotów z zagranicą, a także różnice kursowe, różnice z wyceny aktywów i pasywów oraz pozostałe zmiany<sup>11</sup>.

Skumulowany efekt napływu do polskiej gospodarki kapitału zagranicznego na przestrzeni ostatnich lat odzwierciedlony jest w ujemnej międzynarodowej pozycji inwestycyjnej netto (MPIN). Międzynarodowa pozycja inwestycyjna jest przedmiotem zainteresowania instytucji dokonujących ocen gospodarek (np. Komisji Europejskiej, MFW, agencji ratingowych) ze względu na to, że jej wielkość i struktura istotnie wpływają na zdolność gospodarki do obsługi zobowiązań wobec nierezydentów oraz ewentualnego zaciągania nowych zobowiązań, a także oddziałują na bilans płatniczy, przede wszystkim poprzez dochody pierwotne w ramach rachunku bieżącego<sup>12</sup>.

<sup>10</sup> Ł. Kaczmarczyk, A. Mika, *Przegląd i znaczenie mierników zadłużenia zewnętrznego w kontekście krajowej i globalnej problematyki długu zewnętrznego: analiza sytuacji zadłużeniowej Polski*, Zeszyty Naukowe/Szkoła Główna Handlowa. Kolegium Gospodarki Światowej 26 (2009), s. 73.

<sup>11</sup> *Statystyka bilansu płatniczego. Uwagi metodyczne*. Departament Statystyki NBP, Warszawa listopad 2015 r., s. 27.

<sup>12</sup> *Raport o stanie równowagi polskiej gospodarki*, NBP, kwiecień 2016 r., s. 61.



Tabela 3

## Międzynarodowa pozycja inwestycyjna (w mln EUR)

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
<b>Międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto</b>	<b>-93 451</b>	<b>-107 187</b>	<b>-125 493</b>	<b>-163 187</b>	<b>-171 308</b>	<b>-191 517</b>	<b>-237 511</b>	<b>-221 411</b>	<b>-260 441</b>	<b>-275 431</b>	<b>-275 456</b>	<b>-259 908</b>
<b>Ogółem aktywa</b>	<b>63 141</b>	<b>83 313</b>	<b>96 290</b>	<b>114 566</b>	<b>104 937</b>	<b>117 306</b>	<b>154 280</b>	<b>164 513</b>	<b>179 629</b>	<b>172 709</b>	<b>189 643</b>	<b>210 960</b>
Inwestycje bezpośrednie	6 102	9 722	16 546	21 366	23 755	28 055	47 029	50 863	54 656	52 044	54 187	57 819
Inwestycje portfelowe	4 920	7 420	10 515	14 942	7 515	9 764	10 999	8 280	9 871	11 779	16 732	28 268
Pochodne instrumenty finansowe	222	422	418	872	1 679	681	2 767	4 461	4 631	4 081	6 476	4 279
Pozostałe inwestycje	24 931	29 779	31 978	32 695	27 848	23 586	23 494	25 187	27 894	27 660	29 603	33 700
Oficjalne aktywa rezerwowe	26 966	35 970	36 833	44 691	44 140	55 220	69 991	75 722	82 577	77 145	82 645	86 894
<b>Ogółem pasywa</b>	<b>156 592</b>	<b>190 500</b>	<b>221 783</b>	<b>277 753</b>	<b>276 245</b>	<b>308 823</b>	<b>391 791</b>	<b>385 924</b>	<b>440 070</b>	<b>448 140</b>	<b>465 099</b>	<b>470 868</b>
Inwestycje bezpośrednie	66 934	80 852	100 812	127 409	122 279	134 940	176 802	167 645	190 150	199 988	205 313	202 868
Inwestycje portfelowe	41 518	60 312	64 412	71 287	55 250	70 840	98 580	97 963	129 764	127 131	133 463	140 005
Pochodne instrumenty finansowe	305	443	469	1 081	3 181	960	4 555	5 554	5 370	4 417	7 012	5 973
Pozostałe inwestycje	47 835	48 893	56 090	77 976	95 535	102 083	111 854	114 762	114 786	116 604	119 311	122 022

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych NBP – statystyka bilansu płatniczego w latach 2004–2015.

W Polsce występuje stale względnie duża ujemna wartość międzynarodowej pozycji inwestycyjnej netto, znacznie przekraczając wspomnianą wartość progową  $-35\%$  PKB. Dominującą pozycję w pasywach zagranicznych stanowią inwestycje bezpośrednie, których udział w badanym okresie wynosił średnio ok.  $44\%$  (zob. tabela 3).

W literaturze panuje zgodny pogląd, który podziela też Komisja Europejska, że bezpośrednio inwestycje zagraniczne (BIZ), które są kwalifikowane jako kapitał długoterminowy, są „najzdrowszą” formą napływu kapitału – ze względu na stabilność oraz transfer zasobów materialnych i niematerialnych. Dlatego też strukturę polskiej pozycji inwestycyjnej netto uważa się za korzystną, z uwagi na wysoki udział inwestycji bezpośrednich w pasywach zagranicznych. Te teoretyczne założenia często przegrywają konfrontację z realnym rozwojem wydarzeń, czego dowodzą skutki wywołane ostatnim kryzysem finansowym, kiedy to tylko w 2008 r. inwestorzy zagraniczni wytransferowali z Polski rekordową kwotę ponad 9 mld euro. Powtórzeniu tego procederu w 2009 r. zapobiegł wprowadzony przez Komisję Nadzoru Finansowego zakaz wypłacania dywidend przez banki (kontrolowane w ok.  $75\%$  przez kapitał zagraniczny), których udział w transferowanych zyskach stanowił ok.  $30\%$ . Zjawisko to pokazuje, że kapitał ma jednak „ojczyznę”, do której wraca w razie kryzysu i że zawsze istnieje takie niebezpieczeństwo w przyszłości<sup>13</sup>. Doświadczenia ostatniego kryzysu wskazują także, iż stabilność BIZ, jak i ich pozytywny wpływ na gospodarkę kraju przyjmującego, może jednak zależeć od struktury sektorowej inwestycji bezpośrednich.

Nie ma też chyba większego sensu stopniowanie poziomu „bezpieczeństwa” różnych form kapitału zagranicznego dla finansów publicznych kraju przyjmującego. Na pożyczkobiorcy zawsze ciąży przymus konieczności i nieuchronności spłaty tego kapitału, bez względu na jego rodzaj. Celem tego opracowania nie jest ocena wpływu BIZ na gospodarkę kraju przyjmującego, ale należy mieć na uwadze, że głównym motywem ich działalności jest maksymalizacja zysku przy ograniczonym ryzyku<sup>14</sup>. Pokazuje to relacja z zagranicą, która jest praktycznie jednostronna – nasze inwestycje za granicą stanowią ok.  $1/4$  inwestycji zagranicznych w naszym kraju.

Od czasu przystąpienia Polski do UE widoczny jest stały wzrost inwestycji portfelowych w polskich pasywach zagranicznych. Kapitał portfelowy uznawa-

<sup>13</sup> A. Janowicz, *Ocena wpływu środków Unii Europejskiej na wybrane wskaźniki społeczno-gospodarcze Polski*, „Myśl Ekonomiczna i Polityczna” nr 1(52) 2016, Uczelnia Łazarzskiego, s. 93–97.

<sup>14</sup> *Kapitał zagraniczny w Polsce, Warunki działania*, Z. Sadowski (red.), Dom Wydawniczy Bellona, Warszawa 1999, s. 284.

ny jest za mniej bezpieczną formę kapitału i finansowania – często nazywany jest *hot money*. Określenie to wynika z większej jego zmienności i wrażliwości na czynniki zewnętrzne, co sprawia, że przepływy te w większym stopniu niż BIZ mają charakter procykliczny, a nawet spekulacyjny<sup>15</sup>. Na koniec 2015 r. ich udział w pasywach wyniósł 44%, a w odniesieniu do BIZ ponad 70%. Ponadto, zobowiązania dłużne, jakie wynikają z tego rodzaju inwestycji, wiążą się zwykle z koniecznością płatności niezależnie od sytuacji gospodarczej (np. brak możliwości zawieszenia płatności odsetkowych bądź kapitałowych w efekcie znacznego pogorszenia koniunktury)<sup>16</sup>.

### 3. ZADŁUŻENIE ZAGRANICZNE I SALDO OBROTÓW BIEŻĄCYCH POLSKI

Narodowy Bank Polski zestawia informację dotyczącą zadłużenia zagranicznego zgodnie z przedstawioną poniżej definicją:

„Zadłużenie zagraniczne brutto, na koniec danego okresu, jest kwotą nieuregulowanych i rzeczywiście istniejących zobowiązań (nie warunkowych), które wymagają spłaty kapitału i/lub odsetek przez dłużnika w jakimś momencie w przyszłości, a które są należne nierezydentom od rezydentów”<sup>17</sup>.

Definicja ta dotyczy zadłużenia brutto, czyli obejmuje określone zobowiązania zagraniczne Polski (niepomniejszone o należności zagraniczne).

Natomiast zadłużenie zagraniczne netto jest różnicą między należnościami zagranicznymi a zadłużeniem zagranicznym brutto. Należności zagraniczne, podobnie jak zadłużenie zagraniczne brutto, nie obejmują stanów kapitałów własnych i reinwestowanych zysków, udziałowych papierów wartościowych oraz pochodnych instrumentów finansowych.

Pasywa zagraniczne międzynarodowej pozycji inwestycyjnej nie są tożsame z zadłużeniem zagranicznym, ponieważ obejmują zarówno instrumenty dłużne, jak i kapitały własne i udziały. Natomiast zadłużenie zagraniczne obejmuje tylko instrumenty dłużne. Wynika stąd, że MPIN w szerszym zakresie odzwierciedla powiązania kraju z zagranicą niż zestaw transakcji składających się na zadłużenie zagraniczne.

<sup>15</sup> Znaczenie struktury napływu kapitału dla gospodarki opisano m.in. w: M. Brzozowski, P. Śliwiński, G. Tchorek, *Wpływ zmienności kursu walutowego na strukturę napływu kapitału. Implikacje dla Polski*, „Materiały i Studia”, nr 309, NBP, Instytut Ekonomiczny, Warszawa 2014, s. 7–55.

<sup>16</sup> *Raport o stanie równowagi...*, *op. cit.*, s. 20–21.

<sup>17</sup> *Statystyka bilansu płatniczego...*, *op. cit.*, s. 35.

**Saldo rachunku obrotów bieżących** stanowi miarę zapożyczenia się gospodarki za granicą w danym okresie i określa tempo wzrostu długu zagranicznego. Rachunek obrotów bieżących jest częścią bilansu płatniczego, w której zestawiono wszystkie transakcje pomiędzy rezydentami a nierezydentami danego kraju, obejmujące saldo obrotów towarowych, usług, dochodów oraz transferów bieżących. Saldo rachunku obrotów bieżących jest łączną miarą rozliczeń danego kraju z gospodarką światową, wynikających z bieżących operacji, głównie kupna i sprzedaży towarów i usług<sup>18</sup>.

Po trwającej kilka lat korekcie saldo obrotów bieżących i obecnie wykazuje niezmienny, ale umiarkowany deficyt, który wyniósł 1 011 mln EUR w 2015 r. (zob. tabela 4). W największym stopniu do zmiany salda rachunku bieżącego przyczyniła się poprawa ujemnego salda obrotów towarowych (z -3 255 mln EUR do +2 135 mln EUR). Ważną rolę odegrały także niższe ceny importowanych surowców energetycznych. Znaczenie poprawy tego wskaźnika deprecjonuje fakt, że przyrost polskiego eksportu odnotowywany w ostatnich latach przypadał głównie na towary i produkty o niskim i średnim poziomie zaawansowania technologicznego, które nie wyróżniają się najwyższą jakością na rynku UE. Udział produktów „najwyższej jakości” (wyróżnionych na podstawie cen uzyskiwanych na rynku) w polskim eksporcie do UE zmniejszył się w latach 2009–2014. Udział takich produktów w polskim eksporcie towarów ogółem jest jednym z najniższych w UE<sup>19</sup>. Deficyt lub nadwyżka na rachunku obrotów bieżących są miarą zewnętrznej konkurencyjności gospodarki. Kraje, które odnotowują wysokie deficyty na rachunku bieżącym, postrzega się jako mniej konkurencyjne w wymianie handlowej. Ponadto, deficyty na rachunku obrotów bieżących są równoznaczne ze wzrostem zadłużenia zagranicznego netto danego kraju (zarówno sektora prywatnego, jak i publicznego). Zwiększa to ryzyko kredytowe i ryzyko niewypłacalności rządu.

<sup>18</sup> Szerzej o czynnikach determinujących saldo bilansu obrotów bieżących zob. E. Czarny, K. Śledziwska, *Analiza determinantów bilansów obrotów bieżących państw członkowskich Unii Europejskiej w latach 1995–2011*, „Materiały i Studia” nr 299, Instytut Ekonomiczny NBP, Warszawa 2013.

<sup>19</sup> *Sprawozdanie krajowe – Polska 2016*, op. cit., s. 8–9.

Tabela 4  
Zadłużenie zagraniczne i saldo obrotów bieżących bilansu płatniczego (w mln EUR)

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
<b>Zadłużenie zagraniczne brutto</b>	95 439	112 446	129 145	158 800	173 928	194 610	239 000	250 947	279 739	278 948	291 878	300 673
Zadłużenie zagraniczne netto <sup>a</sup>	31 515	33 752	45 748	67 481	102 101	104 627	118 262	124 539	139 392	147 596	147 937	151 040
Rachunek obrotów bieżących <sup>b</sup>	-11 174	-6 429	-11 005	-19 925	-24 389	-12 645	-19 485	-19 654	-14 456	-5 031	-8 303	-1 011
Saldo obrotów towarowych	-6 629	-4 464	-7 874	-16 491	-23 488	-7 708	-10 940	-13 295	-8 131	-335	-3 255	2 135
Struktura podmiotowa zadłużenia zagranicznego brutto												
<b>Sektor rządowy</b>	42 340	49 640	51 587	53 343	47 534	60 255	83 710	90 296	115 146	111 933	119 150	124 869
% długu ogółem	44,3	44,1	40,0	33,6	27,3	31,0	35,0	36,0	41,1	40,1	40,0	40,7
<b>Banki (z wyłączeniem NBP)</b>	10 840	12 696	17 754	27 303	42 621	42 905	51 746	51 203	48 828	48 872	50 185	50 007
% długu ogółem	11,3	11,3	13,7	17,3	24,5	22,0	21,6	20,4	17,4	17,5	16,9	16,3
<b>Przedsiębiorstwa</b>	26 014	29 339	32 943	40 605	47 544	50 223	44 589	47 567	48 249	46 695	47 038	48 263
% długu ogółem	27,2	26,0	25,5	25,5	27,3	25,8	18,6	18,9	17,2	16,7	15,8	15,7
<b>Inwestycje bezpośrednie: instrumenty dłużne</b>	16 141	19 073	25 928	31 921	34 519	37 498	53 795	57 982	63 303	65 927	70 739	72 528
% długu ogółem	16,9	16,9	20,0	20,1	19,8	19,2	22,5	23,10	22,6	23,6	23,8	23,7

<sup>a</sup> Obliczenia własne według średniego kursu EU w okresie.

<sup>b</sup> Definicje wyodrębnionych pozycji rachunku obrotów bieżących są podane w: *Statystyka bilansu płatniczego. Uwagi metodyczne*, Departament Statystyki NBP, Warszawa listopad 2015.

Źródło: opracowanie własne; na podstawie bilansów płatniczych NBP – dane roczne.

#### 4. ZADŁUŻENIE ZAGRANICZNE

Wszystkie podmioty gospodarcze, bez wyjątku, w bardzo wysokim stopniu finansowały się bezpośrednio na rynkach zagranicznych, korzystając z łatwego dostępu do nich i nieporównanie niższych stóp procentowych niż oferowane przez krajowy sektor bankowy. W ciągu ostatnich dwóch lat sześć banków centralnych – Danii, Szwajcarii, Japonii, Węgier, Szwecji oraz strefy euro – obniżyło niektóre ze swoich stóp procentowych poniżej zera, kwestionując dominujący wcześniej pogląd o braku możliwości obniżenia nominalnych stóp procentowych do ujemnego poziomu (tzw. *zero lower bound*)<sup>20</sup>. Także Europejski Bank Centralny obniżył podstawową stopę procentową z 0,05% do 0%. Kolejne banki centralne również planują wprowadzenie ujemnych stóp procentowych.

Bank Rozrachunków Międzynarodowych (Bank for International Settlements-BIS) – tak zwany bank centralny banków, w swoim raporcie przestrzega przed ryzykiem, jakie niosą mechanizmy ujemnych stop procentowych. Autorzy raportu zwracają szczególną uwagę na potencjalne negatywne skutki transmisji ujemnych stóp procentowych do banków detalicznych dla kredytobiorców i deponentów tych banków<sup>21</sup>. W literaturze ekonomicznej wskazuje się, że sytuacja, w której władza publiczna, emitując dług, zaczyna w coraz większym stopniu polegać na zagranicznych rynkach, kierując się głównie niższymi kosztami finansowania, może być wyjątkowo niebezpieczna. Ekspozycja na dług zagraniczny była bowiem kilkakrotnie zasadniczą przyczyną kryzysów zadłużeniowych, m.in. Meksyku i Argentyny w latach 90. XX wieku<sup>22</sup>.

**Zadłużenie zagraniczne brutto** Polski charakteryzuje stały trend wzrostowy i wysoka wartość nominalna. W 2015 r. zwiększyło się o 8 794 mln EUR, tj. o 3,0%, i na koniec roku wyniosło 300 673 mln EUR. W porównaniu z 2004 r. zwiększyło się ponad 3-krotnie. Na jego wzrost złożyły się przede wszystkim dodatnie różnice kursowe, w wyniku których wartość zadłużenia zagranicznego zwiększyła się o 8 246 mln EUR. Bardzo niekorzystnie kształtuje się wartość zadłużenia zagranicznego netto, które od 2012 r. przekracza 50% zadłużenia brutto, a od 2004 r. zwiększyło się blisko 5-krotnie. Co, jak

<sup>20</sup> Raport o inflacji – lipiec 2016 r. Rada Polityki Pieniężnej, NBP, s. 16–19.

<sup>21</sup> M. Linnemann, A. Malkhozov, *How have central banks implemented negative policy rates?* 6 March 2016. [https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r\\_qt1603e.htm](https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1603e.htm) [dostęp: 30.06.2016].

<sup>22</sup> J. Sawulski, *Ulotne finansowanie zagraniczne*, 14.01.2016. <http://www.obserwatorfinansowy.pl> [dostęp: 30.06.2016].

wynika z samej definicji, świadczy o stałym spadku należności zagranicznych wobec rosnących zobowiązań.

Z punktu widzenia oceny skutków zadłużenia zagranicznego dla gospodarki, oprócz jego wielkości nominalnej, ogromne znaczenie ma też struktura instrumentów finansowych oraz struktura walutowa zadłużenia. W badanym okresie wielkość zadłużenia według sektorów kształtowała się na stabilnym poziomie, z utrzymującą się przewagą zadłużenia sektora rządowego.

## 5. ZADŁUŻENIE ZAGRANICZNE SEKTORA RZĄDOWEGO

Zadłużenie zagraniczne sektora rządowego na koniec 2015 r. wyniosło 124 869 mln EUR i stanowiło 40,7% ogólnej kwoty zadłużenia zagranicznego Polski. Największą pozycją w strukturze zadłużenia zagranicznego sektora rządowego były dłużne papiery wartościowe, których udział wyniósł 82,9%. Pozostałą część zadłużenia zagranicznego tego sektora stanowiły przede wszystkim kredyty (17,0%), zaciągnięte głównie od organizacji międzynarodowych<sup>23</sup>.

## 6. ZADŁUŻENIE ZAGRANICZNE SEKTORA PRZEDSIĘBIORSTW

Zadłużenie zagraniczne sektora przedsiębiorstw na koniec 2015 r. wyniosło 48 263 mln EUR, co stanowiło 15,7% całości polskiego zadłużenia zagranicznego. Ale, zwłaszcza w przypadku przedsiębiorstw, zadłużenie zagraniczne może dla nich stanowić potencjalnie wysokie ryzyko walutowe i stopy procentowej. Pomimo relatywnie silnych wahań kursu złotego (szczególnie wobec dolara) w ciągu ostatniego roku, odsetek przedsiębiorstw korzystających z instrumentów zabezpieczających przed ryzykiem kursowym obniżył się. Relatywnie największy spadek zainteresowania instrumentami zabezpieczającymi przed ryzykiem kursowym odnotowano wśród eksporterów, którzy nie są importerami (18%), a więc wśród tej grupy przedsiębiorstw, dla której obecne kształtowanie się kursu złotego jest bardzo korzystne<sup>24</sup>. Odsetek pozostałych przedsiębiorstw korzystających z instrumentów zabezpieczających przed ryzykiem kursowym wynosi tylko ok. 25%. Natomiast obserwowany w okresie badawczym spadek udziału zadłużenia zagranicznego

<sup>23</sup> *Bilans Płatniczy Rzeczypospolitej Polskiej za IV kwartał 2015 r.*, NBP, Warszawa 2016, s. 42–43.

<sup>24</sup> Szybki Monitoring NBP Informacja o kondycji sektora przedsiębiorstw ze szczególnym uwzględnieniem stanu koniunktury w I kw. 2016 r. Nr 02/16 (kwiecień 2016 r.), s. 12.

przedsiębiorstw w zadłużeniu ogółem Polski nie wynika z trudności w dostępie do finansowania, a jest przejawem awersji do ryzyka inwestycyjnego. Niska aktywność inwestycyjna przedsiębiorstw jest w większym stopniu odbiciem niepewności, co do tempa wzrostu gospodarczego i niskich oczekiwań popytowych, niż słabej kondycji firm<sup>25</sup>.

## 7. ZADŁUŻENIE ZAGRANICZNE SEKTORA BANKOWEGO (Z WYŁĄCZENIEM NBP)

Na szczególną uwagę zasługuje zadłużenie zagraniczne sektora bankowego, które, jak nigdzie indziej, pokazuje negatywne skutki tej formy finansowania dla gospodarki. Na koniec 2015 r. zadłużenie zagraniczne sektora bankowego (z wyłączeniem NBP) wyniosło 50 007 mln EUR, co stanowiło 16,3% ogólnej kwoty zadłużenia zagranicznego Polski. Warto odnotować, że w zadłużeniu tego sektora prawie 50% to zadłużenie wobec podmiotów powiązanych kapitałowo. Największą część zadłużenia zagranicznego sektora bankowego stanowiły zobowiązania z tytułu otrzymanych kredytów (63,2%) oraz, ulokowane w polskich bankach, depozyty nierezydentów (33,1%). Na koniec 2015 r. wartość zadłużenia z tytułu otrzymanych kredytów wyniosła 31 677 mln EUR, a z tytułu depozytów przyjętych przez polskie banki od nierezydentów 16 566 mln EUR. Kredyty udzielane przez podmioty dominujące (banki matki) bankom w Polsce, czy też pochodzące z innych źródeł, stanowią koszty działalności banków, a są źródłem przychodów odsetkowych dla kredytodawców. Kredyty, jako koszty, obniżają przychody, a tym samym pomniejszają podatki płacone przez banki w Polsce. Natomiast nadal relatywnie wysokie stopy procentowe w Polsce dają nierezydentom satysfakcjonujące przychody ze złożonych depozytów. Warto też wspomnieć, że 20% kapitałów własnych banków stanowią tzw. pożyczki podporządkowane, które dodatkowo generują koszty. Wydaje się też w pełni zasadne zaliczenie znacznej części zadłużenia Skarbu Państwa, jak i innych podmiotów wobec krajowego sektora bankowego, jako zadłużenia zagranicznego. Wynika to z faktu, że udział kapitału zagranicznego w tym sektorze wynosi ok. 70% (nie licząc funkcjonujących w Polsce 28 oddziałów instytucji kredytowych ze 100% kapitałem zagranicznym)<sup>26</sup>.

<sup>25</sup> *Raport o stanie równowagi polskiej...*, op. cit., s. 29–38.

<sup>26</sup> K. Golinowski, *Zadłużenie, pułapka rozwoju Polski*. 09.01.2016. <http://www.klubinteligencjipolskiej.pl/2016/01/dr-kazimierz-golinowski-zadluzenie-pulapka-rozwoju-polski/> [dostęp: 30.06.2016].



## 8. INWESTYCJE BEZPOŚREDNIE – INSTRUMENTY DŁUŻNE<sup>27</sup>

Wyrażone powyżej krytyczne uwagi dotyczące struktury zadłużenia sektora bankowego w pełni odnoszą się również do zadłużenia zagranicznego z tytułu instrumentów dłużnych wykazywanych w inwestycjach bezpośrednich (wobec podmiotów powiązanych kapitałowo z wyłączeniem sektora bankowego). Wartość zadłużenia zagranicznego w ramach inwestycji bezpośrednich z tytułu instrumentów dłużnych (co jest najmniej korzystną formą zadłużenia dla kraju przyjmującego) wykazuje w badanym okresie stały systematyczny wzrost. Zadłużenie to na koniec 2015 r. wyniosło 72 528 mln EUR i było najwyższe wśród zadłużenia sektorowego 2015 r. (zob. tabela 4). Wśród instrumentów dłużnych zaliczanych do inwestycji bezpośrednich największą część, bo aż 69,4%, stanowiły kredyty i pożyczki otrzymane w ramach grup kapitałowych. Udział pozostałych instrumentów dłużnych otrzymanych od inwestorów bezpośrednich przedstawiał się następująco: kredyty handlowe 15,7%, pozostałe pasywa zagraniczne 7,8% oraz dłużne papiery wartościowe 7,0%. Ta struktura zadłużenia znacznie podważa przypisywany BIZ pozytywny wpływ na gospodarkę Polski<sup>28</sup>.

Na zadłużenie zagraniczne ma też znaczący wpływ realizowanie przez różne podmioty projektów współfinansowanych przez fundusze unijne. Niezbędne przy tego typu inwestycjach środki na ich prefinansowanie i wkład własny podmioty pozyskują poprzez zaciąganie kredytów i pożyczek zagranicznych<sup>29</sup>.

## 9. STRUKTURA WALUTOWA ZADŁUŻENIA ZAGRANICZNEGO

W zadłużeniu zagranicznym na koniec IV kwartału 2015 r. największy udział miały dwie waluty EUR – 46,4% i PLN – 35,5%. Łączny udział obu walut w zadłużeniu zagranicznym ogółem wyniósł 81,9%. Wśród pozostałych walut dominowały dwie: USD i CHF. Ich udział wyniósł odpowiednio: 8,9%

<sup>27</sup> **Instrumenty dłużne (ang. *debt instruments*)** są to wszystkie inne formy inwestowania niż poprzez nabycie udziałów lub akcji albo reinwestowanie zysków związanych z tymi udziałami lub akcjami. Do instrumentów dłużnych zalicza się m.in. kredyty i pożyczki, dłużne papiery wartościowe oraz pozostałe nierozliczone płatności pomiędzy podmiotami powiązanymi relacją inwestycji bezpośrednich. Według definicji podanej w: *Zagraniczne inwestycje bezpośrednie w Polsce i polskie inwestycje bezpośrednie za granicą w 2014 roku*, Narodowy Bank Polski, Warszawa 2015, s. 47.

<sup>28</sup> A. Janowicz, *Ocena wpływu środków Unii Europejskiej...*, op. cit., s. 34–37.

<sup>29</sup> *Ibidem*, s. 15–18.

i 6,2%. Wysoki udział złotego w zadłużeniu zagranicznym wynika w głównej mierze z zakupionych przez inwestorów zagranicznych obligacji Skarbu Państwa nominowanych w złotych oraz z otrzymanych przez polskie podmioty kredytów w złotych. Dlatego też przyrost zadłużenia Skarbu Państwa wobec nierezydentów był w ostatnich latach jeszcze szybszy niż długu w walutach obcych. Struktura walutowa zadłużenia zagranicznego na przestrzeni ostatnich pięciu lat jest wysoka, ale stabilna, i nie ulega istotnym wahaniom<sup>30</sup>.

W tabeli 5 zestawiono wskaźniki, których analiza może ułatwić ocenę bezpieczeństwa zewnętrznego kraju. Jeśli chodzi o pierwszy wskaźnik, najważniejszy z punktu widzenia tej analizy, to widoczne jest, że stosunek MPIN do PKB stale niebezpiecznie przekracza wartość referencyjną 35%. Wartość drugiego wskaźnika skłania do refleksji i daje powody do niepokoju. Widoczny jest utrzymujący się bardzo wysoki poziom MPIN w odniesieniu do oficjalnych aktywów rezerwowych (w porównaniu do samych rezerw walutowych byłby jeszcze wyższy). Oznacza to, że gdyby inwestorzy zagraniczni, chcieli wycofać z polskiego rynku wszystkie zainwestowane kapitały, to nawet ściągając nasze aktywa denominowane w walutach obcych z rynków zagranicznych, nie byłibyśmy w stanie zapewnić wymiany polskiej waluty na waluty zagraniczne<sup>31</sup>. Taki scenariusz jest mało prawdopodobny, ale uświadamia fakt znaczącego i rosnącego uzależnienia naszej gospodarki od kapitału zagranicznego. Relatywnie w całym badanym okresie utrzymuje się wysoki poziom wskaźnika obsługi zadłużenia zagranicznego. Przykładowo, kiedy w 2015 r. po raz pierwszy saldo obrotów towarowych osiągnęło wartość dodatnią (zob. tabela 4) 2 135 mln EUR, to kwota ta tylko w 93,4% pokrywała koszty obsługi zadłużenia zagranicznego, które wyniosło 2 284,5 mln EUR.

W publikacjach przeważa pogląd, że niski udział zadłużenia krótkoterminowego w odniesieniu do długoterminowego jest korzystny i odsuwa w czasie presję spłaty zobowiązań. Istotnie, wskaźnik ten od 2012 r. jest poniżej 20%, co oznacza, że ok. 80% przypada na zadłużenia zagraniczne długoterminowe. Przy ogromnej niepewności i nieprzewidywalności na światowym rynku finansowym, wyciąganie optymistycznych wniosków z tej struktury zadłużenia jest zupełnie bezzasadne. Wydłużenie okresu zapadalności różnych instrumentów dłużnych wprawdzie zmniejsza ryzyko refinansowania, ale jest to swoistego rodzaju *moral hazard* w stosunku do przyszłych pokoleń, które będą

<sup>30</sup> *Bilans Płatniczy Rzeczypospolitej Polskiej za IV kwartał 2015 r...*, op. cit., s. 46.

<sup>31</sup> M. Janicka, *Liberalizacja przepływów kapitałowych w gospodarce światowej: przypadek Polski*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, 2010, s. 466.

Tabela 5

Wybrane wskaźniki nierównowagi zewnętrznej Polski

	Jednostka	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Międzynarodowa pozycja inwestycyjna – netto Produkt krajowy brutto	%	-46,0	-44,2	-46,4	-52,6	-47,5	-58,5	-66,4	-62,9	-65,9	-68,8	-68,1	-61,9
<u>Międzynarodowa pozycja inwestycyjna – netto</u> Oficjalne aktywa rezerwowe	%	364,5	298,0	340,7	365,1	388,1	346,8	339,3	292,4	315,4	357,0	333,3	299,1
Saldo rachunku bieżącego Produkt krajowy brutto	%	-1,5	-2,6	-3,8	-5,0	-5,5	-5,0	-5,5	-5,6	-3,0	-1,2	-1,7	-0,8
<u>Zadłużenie zagraniczne</u> Produkt krajowy brutto	%	46,4	45,9	47,3	50,9	48,0	62,5	66,6	67,5	72,7	70,9	72,4	71,6
Zadłużenie zagraniczne – netto Produkt krajowy brutto	%	15,4	13,8	16,8	21,6	28,1	33,6	33,4	33,6	36,9	37,3	37,9	35,3
<u>Obsługa zadłużenia zagranicznego</u> Oficjalne aktywa rezerwowe	%	4,0	2,59	3,18	3,0	2,79	2,95	2,67	2,65	3,06	3,17	2,73	2,60
<u>Zadłużenie zagraniczne ogółem</u> Międzynarodowa pozycja inwestycyjna – pasywa	%	60,8	59,0	58,2	57,8	62,9	63,0	61,0	65,0	63,6	62,3	62,8	65,0
<u>Zadłużenie zagraniczne krótkoterminowe</u> Zadłużenie zagraniczne ogółem	%	19,1	20,3	20,1	25,9	26,9	25,0	24,3	22,4	19,3	19,9	17,3	18,3

Źródło: opracowanie własne na podstawie: NBP, MF, KNF.

obciążone obsługą długu. Odroczenie płatności spowoduje również wzrost obciążenia budżetu przez wiele kolejnych lat<sup>32</sup>.

Dominujący udział kapitału zagranicznego w najważniejszych działach gospodarki – finansach, przemyśle, usługach czy handlu zagranicznym, ma istotny wpływ na strukturę i wielkość PKB. Dlatego też budzi wątpliwości rzetelność i przydatność danych uzyskanych przez zestawienie różnych wskaźników zadłużenia zagranicznego do PKB. Tak uzyskane dane mogą być tylko przydatne dla uchwycenia ich zmian w określonym czasie. Natomiast interesujące dane można by było uzyskać odnosząc te wskaźniki do Produktu Narodowego Brutto, którego definicja brzmi: Produkt narodowy brutto PNB to produkt krajowy brutto PKB uzupełniony o saldo przepływu dochodów z własności między krajem a zagranicą<sup>33</sup>. Według szacunkowych danych PNB stale ma niższą wartość od PKB, co pokazuje niekorzystne dla gospodarki relacje z zagranicą. Symptomatyczne jest więc, że nie tylko wśród państw UE, ale i OECD, tylko Polska i Węgry nie ujawniają PNB.

Wątpliwości budzi także zasadność przypisywana w wielu publikacjach Oficjalnym Aktywom Rezerwowym (często samym rezerwom walutowym) roli „bezpiecznika”, „stabilizatora”, gwarantującego zdolność do obsługi zadłużenia zagranicznego. Ten optymistyczny pogląd podważają choćby wydarzenia z jesieni 2008 r., kiedy to wartość aktywów rezerwowych NBP obniżyła się w ciągu 5 miesięcy (od sierpnia 2008 r. do stycznia 2009 r.) o 9,2 mld EUR, a więc 16,6%<sup>34</sup>.

Według danych NBP ich wartość na koniec 2015 r. przedstawiała się następująco (w mln EUR):

- Oficjalne Aktywa Rezerwowe – 86 893,5,
- Złoto monetarne – 3 218,0,
- SDR – 606,2,
- Należności w walutach wymiennalnych – 81 867,7.

Wszystkie powyższe aktywa podlegają codziennej wycenie według aktualnych kursów walutowych. Natomiast największe z nich – należności w walutach wymiennalnych – są swoistego rodzaju rachunkiem *a'vista*, na który stale wpływa część środków z nowych emisji rządowych papierów wartościowych,

<sup>32</sup> K. Borowski, *Zarządzanie długiem publicznym jako ważny instrument polityki państwa*, „Finanse i Prawo Finansowe”, 003/2014 (2014), s. 30.

<sup>33</sup> [https://pl.wikipedia.org/wiki/Produkt\\_narodowy\\_brutto](https://pl.wikipedia.org/wiki/Produkt_narodowy_brutto)

<sup>34</sup> M. Redo, *Analiza wielkości i struktury rezerw dewizowych w Polsce w latach 1998–2014*, Zeszyty Naukowe Wyższej Szkoły Bankowej we Wrocławiu 15(4), 2015 r., s. 578.

a wpływa część środków potrzebnych na wykup poprzednich. Dużą zasługą NBP jest sprawne zarządzanie aktywami rezerwowymi, zapewniające ich płynność, stabilność i, co ważne, uzyskiwanie znacznej dochodowości<sup>35</sup>. Nie spełniają one jednak w rzeczywistości w pełni oczekiwań NBP w tym zakresie (potwierdzają to dane statystyczne z 2016 r.), który mówi, że:

„W warunkach płynnego kursu walutowego rezerwy dewizowe służą przede wszystkim wzmocnieniu wiarygodności finansowej kraju, przez co przyczyniają się do obniżenia kosztu finansowania na rynkach globalnych oraz zmienności kursu złotego, a także do ograniczenia ryzyka gwałtownego odpływu kapitału”<sup>36</sup>.

## 10. INNE CZYNNIKI WPLYWAJĄCE NA STAN NIERÓWNOWAGI ZEWNEŹRZNEJ GOSPODARKI POLSKI

Przedstawiony w opracowaniu zestaw danych statystycznych i ich opis daje pewien pogląd na stan nierównowagi zewnętrznej Polski. Ale diagnoza tego stanu wymaga odpowiedzi na pytania – jaki jest cel zadłużania (rozdzielić od przyczyny), jego bezpieczny poziom i możliwości spłaty? Najważniejszą przyczyną powstawania długu publicznego (rosnącego w tempie wyższym od PKB) jest występowanie od początku transformacji wysokiego deficytu budżetowego, pokrycie którego powoduje stały wzrost potrzeb pożyczkowych, głównie skarbu państwa. Dla zachowania równowagi zewnętrznej kluczowe jest, by napływ kapitału nie generował nadmiernego popytu krajowego oraz zachowań spekulacyjnych (np. na rynku mieszkaniowym), a także, by pozyskane od nierezydentów środki inwestowane były w przedsięwzięcia produktywnie, zapewniające późniejszą możliwość spłaty zobowiązań wobec zagranicy<sup>37</sup>. Należy się również liczyć z tym, że narastające wydatki budżetowe, nie mające pokrycia w dochodach, jeżeli nie służą inwestycjom, tylko są konsumowane na bieżące potrzeby, powodują, że w przyszłości trudno będzie zwrócić pożyczony kapitał wraz z odsetkami<sup>38</sup>.

<sup>35</sup> *Sprawozdanie z działalności Narodowego Banku Polskiego w 2015 roku*, Narodowy Bank Polski, Warszawa 2016, s. 41–47.

<sup>36</sup> Zadania z tego obszaru są realizowane m.in. na podstawie art. 3 ust. 2 pkt. 2 oraz art. 52 ustawy o NBP.

<sup>37</sup> *Raport o stanie równowagi polskiej...*, *op. cit.*, s. 64.

<sup>38</sup> K. Borowski, *Zarządzanie długiem publicznym...*, *op. cit.*, s. 33.

## 10.1. Niska stopa inwestycji w Polsce

Inwestowanie jest podstawowym czynnikiem wzrostu i rozwoju gospodarczego. Istotna jest tu opinia Komisji Europejskiej, która stwierdza, że znaczącemu wzrostowi gospodarczemu Polski w ostatnich 25 latach towarzyszyła zaskakująco niska stopa inwestycji. Pomimo napływu znacznych bezpośrednich inwestycji zagranicznych, wzrost inwestycji prywatnych w Polsce był ograniczony przez niskie oszczędności gospodarstw domowych. Oszczędności gospodarstw domowych stale zmniejszały się od 2001 r. i ich poziom jest obecnie wśród najniższych w UE<sup>39</sup>. A właśnie stopa inwestycji i krajowe oszczędności, które finansują te inwestycje w długim okresie, są warunkiem koniecznym szybkiego, trwałego wzrostu gospodarczego.

Według Eurostatu w badanym okresie, tj. w latach 2004–2015, inwestycje stanowiły 20,1% PKB, co jest poniżej średniej UE wynoszącej 21% i znacznie poniżej wartości odnotowanych przez państwa zaliczane do tej samej kategorii, czyli państwa bałtyckie, Słowację, Czechy, Rumunię, Bułgarię i Węgry. W piśmiennictwie panuje zgodna opinia, że niskie oszczędności krajowe przekładają się na niskie nakłady inwestycyjne (zwłaszcza przedsiębiorstw), co w konsekwencji ogranicza tempo wzrostu polskiej gospodarki<sup>40</sup>. W opublikowanym dokumencie roboczym służb Komisji z 2015 r. wskazano najistotniejsze bariery dla rozwoju inwestycji występujące w Polsce. Do najważniejszych zaliczono bardzo niskie wydatki inwestycyjne na działalność badawczą, rozwojową i innowacyjną oraz stosunek inwestycji sektora prywatnego do PKB pozostający na poziomie niższym od średniej UE od 2001 r.<sup>41</sup> Co gorsza w I kwartale br. nakłady inwestycyjne ogółem przedsiębiorstw były (w cenach stałych) o 8,6% niższe niż przed rokiem. Rok temu w pierwszym kwartale zanotowano wzrost o 14,6%<sup>42</sup>.

Zmienny kurs złotego, bessa na GPW (o czym niżej) i wprowadzenie podatku bankowego przy jednoczesnym zwolnieniu z opodatkowania zakupu

<sup>39</sup> *Sprawozdanie krajowe – Polska 2015 r.*, Komisja Europejska, Dokument roboczy służb komisji, Bruksela 26.02.2015 r. SWD (2015) 85 final, s. 10–11.

<sup>40</sup> Szerzej na ten temat patrz: R. Trzeciakowski, *Bez podniesienia stopy inwestycji Polska nie dogoni bogatych państw Zachodu*. Komunikat FOR, Warszawa 24 września 2015 r.; J. Hausner, M. Gronicki, *Inwestycje a rozwój gospodarczy*, „Rzeczpospolita” 09.06.2016.

<sup>41</sup> Dokument roboczy służb Komisji, *Wyzwania dla środowiska inwestycyjnego państw członkowskich*, SWD(2015) 400 final, [http://ec.europa.eu/europe2020/challenges-to-member-states-investment-environments/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/europe2020/challenges-to-member-states-investment-environments/index_en.htm)

<sup>42</sup> *Wyniki finansowe przedsiębiorstw niefinansowych w I kwartale 2016 roku*, GUS, 23.05.2016 r.

obligacji skarbowych (wzrost ich udziału w portfelach banków zmniejszył kredyty na inwestycje – przyp. autor) – to według ekspertów przyczyną spadku nakładów inwestycyjnych przedsiębiorstw. Można się obawiać, że utrzymywanie się przez dłuższy czas niskiego poziomu inwestycji może też niekorzystnie odbić się na sytuacji na rynku pracy.

## 10.2. Małe wpływy przychodów budżetowych

Widoczne jest również, że niskie nakłady inwestycyjne ograniczają wpływy budżetowe (sektor instytucji rządowych i samorządowych), które liczone w odniesieniu do PKB należą do najniższych w UE. W latach 2004–2015 średni dochód wyniósł 39,4% PKB.

Od 2008 r. wskaźnik ten nie wykazuje wzrostu i, co ciekawe, jego wartość w 2004 r. – 38,7% PKB była na poziomie 2015 r. – 38,9% PKB. Najwyższy udział w dochodach mają podatki<sup>43</sup>, których średnia wielkość w analizowanym okresie wyniosła 20,6% PKB. Udział podatków od 2008 r. ustabilizował się na niskim poziomie ok. 19,7% PKB. Skłania do zastanowienia fakt, że wskaźnik ten był wyższy w 2004 r. – 19,9% PKB niż w 2015 r. – 19,8% PKB<sup>44</sup>.

Niska stopa inwestycji i małe wpływy budżetowe w odniesieniu do wzrostu gospodarczego jednoznacznie wskazują, że jest on oparty na zadłużeniu, w tym w dużej mierze na dźługu zagranicznym.

## 10.3. Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. (GPW)

Na szczególną uwagę zasługuje GPW, która (wzorem giełd zagranicznych) jest barometrem gospodarki, określającym jej przyszły stan z około półrocznym wyprzedzeniem. Ogromne znaczenie giełdy dla rozwoju gospodarczego polega na tym, że jest ona absolutnie, bezspornie najtańszym źródłem finansowania dla podmiotów gospodarczych, a pozyskany tą drogą kapitał może być wyłącznie przeznaczony na rozwój, czyli na inwestycje. Koszt pozyskania przez przedsiębiorstwo (wymagany status spółki akcyjnej) określonej kwoty

<sup>43</sup> Trudno oprzeć się od zwrócenia uwagi na fakt, że kuriozalnym zjawiskiem w skali całej Unii Europejskiej jest stale utrzymująca się w Polsce wysoka przewaga przychodów podatkowych z PIT (płaconych przez biedne społeczeństwo, którego 25% jest objętych wykluczeniem finansowym – brak dostępu do usług bankowych) w stosunku do wpływów z CIT. W 2015 r. podatki z PIT wyniosły 83,1 mld zł, a z CIT tylko 32,8 mld zł. (Przypis autor – A.J.) wg. <http://www.finanse.mf.gov.pl/budzet-panstwa/wplywy-budzetowe>

<sup>44</sup> *Informacja kwartalna o stanie Finansów Publicznych w IV kwartale 2015 r. i w całym 2015 r.* Nr 2/2016, Ministerstwo Finansów, s. 17.

poprzez emisję akcji w porównaniu do kredytu bankowego jest nie kilka, nie kilkanaście, ale kilkaset procent tańszy<sup>45</sup>. Ogromne znaczenie ma również fakt, że kredyt jest długiem, który należy zwrócić z należnymi odsetkami, a emisja akcji jest źródłem finansowania bezzwrotnym, podwyższającym własnym kapitał. Jesteśmy teraz właśnie w okresie, kiedy to źródło finansowania szybko wysycha. Od wielu miesięcy panująca na GPW bessa w bezprecedensowy sposób obniżyła jej kapitalizację, do czego w największym stopniu przyczyniła się ucieczka kapitału zagranicznego (zob. tabela 6).

Tabela 6

## Kapitalizacja spółek GPW (w mld EUR)

Data	Spółki krajowe	Spółki zagraniczne	Razem
30.06.2015	144,3	162,7	307,0
31.12.2015	121,8	133,4	255,3
30.06.2015	112,0	94,2	206,3

Źródło: opracowanie własne na podstawie: Biuletyny statystyczne GPW.

W ciągu roku kapitalizacja GPW obniżyła się o 32,8%, co oznacza utratę kapitału o 100,7 mld EUR i należy zauważyć, że jest ona wyższa od środków otrzymanych dotychczas z UE w ciągu 12 lat (stan salda w maju br. to 86,2 mld EUR) i wyższa od spodziewanych wpłat do 2020 r. A cała obecna strategia rządu zakłada rozwój gospodarczy oparty głównie na funduszach europejskich, a wiele wskazuje, że dostęp do nich będzie obecnie znacznie utrudniony. Największy spadek zanotowały spółki zagraniczne –42% tj. o 68,5 mld EUR<sup>46</sup>. W ujęciu sektorowym, największe straty poniosły banki – czego powodem był m.in. wprowadzony podatek<sup>47</sup> oraz

<sup>45</sup> A. Janowicz, *Emisja akcji alternatywą dla kredytu bankowego w finansowaniu przedsiębiorstw*, „Ekonomiczno-Informatyczny Kwartalnik Teoretyczny”, nr 13, Wydawnictwo Wyższej Szkoły Ekonomiczno-Informatycznej w Warszawie, 2007, s. 28–38.

<sup>46</sup> H. Foy, *Investors worry over Poland's political direction*, „Financial Times”, April 12, 2016.

<sup>47</sup> Wprowadzenie podatku bankowego poważnie wpłynęło na politykę banków. Podatek bankowy to podatek od kredytów, zwolnione z niego są obligacje Skarbu Państwa. Takie uprzywilejowanie państwa, jako dłużnika, w stosunku do prywatnych firm sprawia, że po wprowadzeniu podatku banki kupują rekordowe ilości obligacji rządowych. Pośrednio świadczy to też o tym, że rząd w desperacki sposób szuka środków na sfinansowanie deficytu budżetowego (przyp. autor – A.J.).



energetyka i ubezpieczenia, z których część zysków, decyzją rządu, będzie przeznaczona na finansowanie nierentownego przemysłu węglowego. Nasuwa się tu na myśl porzekadło – gdzie Rzym a gdzie Krym? Znacząco niższa będzie też kwota dywidend wypłacanych przez spółki z udziałem skarbu państwa, co dodatkowo zwiększy jego potrzeby pożyczkowe. W porównaniu do strat poniesionych przez inwestorów giełdowych, problemy tzw. frankowiczów wydają się banalne, nie zapominając, że należą oni do grupy najbogatszych klientów banków.

## 11. OCENA RATINGOWA POLSKI

Głównym miernikiem oceny wiarygodności finansowej państwa, jako kredytobiorcy i emitenta, jest jego ocena ratingowa, wystawiona przez uznane na rynku międzynarodowym agencje ratingowe. 15 stycznia 2016 r. agencja ratingowa Standard & Poor's obniżyła długoterminowy rating polskiego długu w walucie obcej do poziomu BBB+ z poziomu A-. Agencja w uzasadnieniu wskazała, że kluczowym czynnikiem, który wpłynął na obniżenie ratingu jest obawa o niezależność kluczowych instytucji w Polsce. Przywołano tutaj kwestię Trybunału Konstytucyjnego oraz ewentualnej niezależności Rady Polityki Pieniężnej. Jednocześnie, zdaniem agencji, zagrożona jest realizacja założeń budżetowych przedstawionych przez rząd, a dług w 2016 r. wzrośnie do 3,2% PKB. Agencja w argumentacji wskazała również, że rząd przyjął zbyt optymistyczne prognozy dotyczące wzrostu gospodarczego<sup>48</sup>. W maju br. agencja Moody's podtrzymała negatywną perspektywę ratingu Polski<sup>49</sup>. Natomiast 17 lipca br. agencja ratingowa Fitch Ratings ogłosiła decyzję o utrzymaniu oceny ratingowej Polski. Wśród czynników mogących mieć negatywny wpływ na poziom ratingu, agencja wskazuje przekroczenie 3% prognozy deficytu, przewalutowanie kredytów w CHF w sposób mogący zachwiać stabilność sektora bankowego oraz potencjalny negatywny wpływ Brexitu na gospodarkę.

<sup>48</sup> Zob. pełny raport: *Poland Foreign Currency Rating Lowered To 'BBB+' On Weakening Institutions; Outlook Negative*. Ratings Direct. Standard & Poor's. January 15, 2016.

<sup>49</sup> Rating Action: *Moody's changes outlook on Poland's A2 rating to negative from stable; affirms rating*, Global Credit Research – 14 May 2016.

Tabela 7

## Bieżący rating Polski

Agencja ratingowa	Waluta zagraniczna		Waluta krajowa		Perspektywa
	długoterm.	krotkoterm.	długoterm.	krotkoterm.	
Fitch	A	F2	A	no	stabilna
Moody's	A2	P-1	A2	P-1	negatywna
Standard & Poor's	BBB+	A-2	A-	A-2	negatywna

Źródło: MF <http://www.finance.mf.gov.pl/web/wp/dlug-publiczny/rating/rating-biezacy>

Dodatkowo rating związany z ryzykiem kraju, określane jako *sovereign rating*, wyznacza praktycznie również ocenę krajowych podmiotów gospodarczych. Zasada ta jest dyskutowana i krytykowana, oznacza bowiem, że obniżenie oceny długu rządu bezpośrednio wpływa na obniżenie konkurencyjności całej gospodarki. Obniżenie ratingu ma ogromne wymierne negatywne skutki dla gospodarki (opisane powyżej spadki na GPW, straty sektora finansowego) powoduje deprecjacje złotego, wzrost oprocentowania obligacji w obcych walutach, co prowadzi do wzrostu zadłużenia zagranicznego i kosztów jego obsługi. Pesymistyczne prognozy agencji ratingowych, dotyczące polskiej gospodarki, znajdują niestety potwierdzenie w jej słabych wynikach w pierwszych miesiącach br. W I kw. 2016 r. trend wzrostowy polskiej gospodarki uległ wyhamowaniu. PKB zmniejszył się o 0,1%, po wzroście o 1,3% w IV kw. 2015 r. Wystąpił też szokująco wysoki wzrost zadłużenia Skarbu Państwa (SP) o 47 321,1 mln zł (5,7%) wobec końca 2015 r. Mający przy tym bardzo niekorzystną strukturę, bo 20 mld zł, stanowiły kredyty zaciągnięte na sfinansowanie programu 500+<sup>50</sup>. Znaczący wpływ na wzrost zadłużenia o 10,1 mld zł miało osłabienie złotego – o 3,3% wobec EUR, 3,1% wobec USD, 3,0% wobec CHF oraz o 8,1% wobec JPY. A 9,7 mld zł stanowiły środki na finansowanie potrzeb pożyczkowych<sup>51</sup>. Duży wpływ na dług publiczny i możliwości jego obsługi ma stan zaległości budżetowych. Według danych MF zaległości budżetowe na 30.06.2015 r. wynosiły 53,5 mld zł, a największą

<sup>50</sup> Informację taką podał wicepremier M. Morawiecki na spotkaniu z sympatykami i działaczami PiS. *Morawiecki w przepływie szczerości: 500 plus jest na kredyt* (komentarz redakcji) „Polityka” 12 lipca 2016.

<sup>51</sup> *Zadłużenie Skarbu Państwa, Biuletyn miesięczny 4/2016*, MF, Warszawa 20 czerwca 2016 r., s. 1–2.

pozycję stanowiły zaległości z tytułu VAT – 35,8 mld zł<sup>52</sup>. W. Grabowski i E. Stawasz przekonują właśnie o tym, że ocena zdolności danego kraju do spłaty zadłużenia może zależeć także od jego skuteczności w ściąganiu podatków. Przytaczają zaczerpnięte z literatury przykłady, że nawet kraj o niskiej relacji długu do PKB może mieć problemy z obsługą zadłużenia, jeśli jego możliwości w zakresie ściągania podatków są ograniczone. Dostrzegają też wpływ obniżenia tempa wzrostu PKB na wzrost rentowności obligacji skarbowych. Wraz z pogorszeniem się koniunktury kraj może mieć problemy ze ściągalsnością podatków, a tym samym z obsługą zadłużenia<sup>53</sup>.

## PODSUMOWANIE

Bardzo celną uwagę znajdujemy w raporcie NBP, stwierdzającą, że – Równowaga zewnętrzna gospodarki zachowana jest, gdy transakcje z zagranicą (zarówno w sferze realnej, jak i finansowej) są spójne z utrzymaniem równowagi wewnętrznej<sup>54</sup>. Wyraźnie zachwiana jest równowaga zewnętrzna ze względu na nadmierne uzależnienie polskiej gospodarki od kapitału zagranicznego i to w dwojakiej formie. Po pierwsze, wiele znaczących dla gospodarki działów jest w pełni albo w znacznym stopniu kontrolowanych przez kapitał zagraniczny, np. sektor bankowy, ubezpieczeniowy, usługi, przemysł, a także handel zagraniczny. Po drugie, poziom zadłużenia zagranicznego należy uznać za bardzo wysoki w odniesieniu do małych oszczędności krajowych, niskiej stopy inwestycji i relatywnie malejących przychodów budżetowych w stosunku do kosztów obsługi zadłużenia<sup>55</sup>. Najważniejszy jest fakt, że tak naprawdę to Polska nie spłaca zadłużenia zagranicznego – zadłużenie nie spada – jest ono tylko obsługiwane. Postępujący w Polsce szybki wzrost zadłużenia i kosztów jego obsługi uprawnia do stwierdzenia, że Polska znalazła się w spirali zadłużenia. Co znaczy, że kiedy zapada termin wykupu obligacji czy

<sup>52</sup> Zastanawiające, że przy całym nasileniu retoryki dotyczącej ściągalsności podatków i wprowadzeniu od 1.12.2016 r. zmian w ordynacji podatkowej mających poprawić efektywność ich ściągania – MF nie publikuje aktualnych danych dotyczących wielkości zaległości budżetowych (przyp. autor – A.J.).

<sup>53</sup> W. Grabowski, E. Stawasz, *Determinanty rentowności obligacji skarbowych peryferyjnych krajów strefy euro w warunkach stabilności i kryzysu*, „Bank i Kredyt” 47(2), 2016, s. 122.

<sup>54</sup> *Raport o stanie równowagi polskiej gospodarki...*, *op. cit.*, s. 19.

<sup>55</sup> Szerzej o kosztach obsługi zadłużenia zob. W. Ziółkowska, *Efekt wypierania a pożyczki publiczne* (referat na konferencję PTE), <http://www.ptc.pl/kongres/referaty/> (dostęp: 20.07.2016).

spłaty kredytów, środki na ten cel są pozyskiwane z nowych emisji i kredytów, z reguły wraz ze wzrostem ryzyka pożyczkobiorcy, po coraz wyższych cenach<sup>56</sup>. Cenne uwagi, jak przywrócić równowagę zewnętrzną i poprawić stan finansów publicznych w Polsce, zawierają dokumenty UE i MFW<sup>57</sup>. Udzielanie takich zaleceń czy porad dla Polski jest w pełni uprawnione, z podstawowego powodu, znaczna część państw UE, jak i MFW, jest naszymi wierzycielami, a my ich dłużnikami. Dlatego też zalecenia Rady Unii Europejskiej niech posłużą za podsumowanie i wnioski końcowe tego opracowania. W pierwszej części dokumentu Rada UE dokonuje oceny stanu gospodarki, a w drugiej przedstawia zalecenia, które mają służyć przywróceniu równowagi makroekonomicznej Polski<sup>58</sup>.

### Wybrane uwagi dotyczące oceny stanu gospodarki (przytoczono jako cytaty)

Pkt. (5) Polska jest obecnie objęta funkcją zapobiegawczą paktu stabilności i wzrostu. Rada jest zdania, że istnieje ryzyko niespełnienia przez Polskę warunków paktu stabilności i wzrostu. W związku z tym konieczne będą dalsze działania, aby zapewnić spełnienie tych warunków w latach 2016 i 2017.

Pkt. (6) Polska jest jedynym państwem członkowskim, w którym nie istnieje w pełni niezależna rada budżetowa i które nie ogłosiło planów utworzenia takiej rady, chociaż posiada niezależne instytucje budżetowe wykonujące niektóre jej funkcje.

Istnieją znaczące zagrożenia dla stabilności finansów publicznych w dłuższej perspektywie ze względu na niekorzystną wyjściową sytuację budżetową i przewidywany wzrost kosztów związanych ze starzeniem się społeczeństwa, który dotyczy głównie wydatków na ochronę zdrowia. Z punktu widzenia zdolności obsługi zadłużenia – przy założeniu niezmiennego kursu polityki – ryzyko budżetowe w perspektywie średniokresowej jest wysokie w związku z prognozowanym wzrostem wysokości długu.

<sup>56</sup> Instrumentem finansowym bardzo pomocnym w ocenie wiarygodności kraju jako emitenta jest CDS. Według definicji: CDS (Credit Default Swap) to instrument pochodny, który jest ubezpieczeniem spłaty kredytu. Jedna ze stron transakcji w zamian za wynagrodzenie zgadza się na spłatę drugiej stronie transakcji długu, od niej zaciągniętego, jeżeli dłużnik nie będzie w stanie go spłacać. Cena CDS ustalana jest jako procent wartości długu, płatny w skali roku. CDS pełni funkcję swoistego rodzaju polisy ubezpieczeniowej, chroniącej nabywców obligacji przed bankructwem ich wierzycieli. Bieżące notowania CDS poszczególnych państw są dostępne pt. *Sovereign default probabilities* na stronie Deutsche Bank <https://www.dbresearch.com>

<sup>57</sup> Poland: Staff Concluding Statement of the 2016 Article IV Mission, International Monetary Fund, May 16, 2016.

<sup>58</sup> *Zalecenia Rady w sprawie krajowego programu reform Polski na 2016 r. oraz zawierające opinię Rady na temat przedstawionego przez Polskę programu konwergencji na 2016 r.* (9224/16) Rada Unii Europejskiej, Bruksela 13 czerwca 2016 r.

Pkt. (8) Polska w dalszym ciągu stosuje obniżone stawki VAT w przypadku wielu towarów i usług. Praktyka ta przyczynia się do utraty dochodów i zmniejsza skuteczność systemu VAT. Dochody potencjalnie utracone wskutek obniżonych stawek VAT i fakultatywnych zwolnień należą do najwyższych w Unii.

Pkt. (11) W 2015 r. odnotowano wprawdzie duży wzrost zatrudnienia na czas nieokreślony, ale odsetek umów o pracę na czas określony w Polsce jest jednym z największych w Unii.

Pkt. (12) Preferencyjne sektorowe systemy zabezpieczenia społecznego, w szczególności wysoko dotowane systemy emerytalno-rentowe dla rolników i górników, wiążą się z wysokimi kosztami budżetowymi i mogą przyczynić się do zmniejszenia mobilności siły roboczej.

Rada UE zaleca Polsce podjęcie w latach 2016 i 2017 działań mających na celu:

1. Dokonanie rocznego dostosowania budżetowego w latach 2016 i 2017 w wysokości 0,5% PKB prowadzącego do osiągnięcia średniookresowego celu budżetowego. Wzmocnienie ram budżetowych, w tym poprzez ustanowienie niezależnej rady budżetowej. Usprawnienie poboru podatków poprzez zapewnienie poprawy przestrzegania przepisów dotyczących podatku VAT oraz ograniczenie nadmiernego stosowania obniżonych stawek VAT.
2. Zapewnienie stabilności i adekwatności systemu emerytalnego oraz zwiększenie uczestnictwa w rynku pracy poprzez rozpoczęcie reformy preferencyjnych systemów emerytalno-rentowych, usunięcie przeszkód dla bardziej trwałych form zatrudnienia oraz lepsze dostosowanie systemów kształcenia i szkolenia do potrzeb rynku pracy.
3. Podjęcie działań w celu usunięcia przeszkód dla inwestycji w infrastrukturę transportową i energetyczną oraz inwestycji infrastrukturalnych w sektorze budowlanym, a także zwiększenie stopnia pokrycia obszarów gmin planami zagospodarowania przestrzennego.

Przyjęcie przez rząd w strategii rozwoju polski powyższych uwag i zaleceń jest warunkiem *sine qua non* poprawy równowagi zewnętrznej i wewnętrznej gospodarki.

## BIBLIOGRAFIA

*Bilans Płatniczy Rzeczypospolitej Polskiej za IV kwartał 2015 r.*, NBP, Warszawa 2016.

Borowski K., *Zarządzanie długiem publicznym jako ważny instrument polityki państwa*, „Finanse i Prawo Finansowe”, 003/2014 (2014).

- Brzozowski M., Śliwiński P., Tchorek G., *Wpływ zmienności kursu walutowego na strukturę napływu kapitału. Implikacje dla Polski*, „Materiały i Studia”, nr 309, NBP, Instytut Ekonomiczny, Warszawa 2014.
- Czarny E., Śledziewska K., *Analiza determinantów bilansów obrotów bieżących państw członkowskich Unii Europejskiej w latach 1995–2011*, „Materiały i Studia” nr 299, Instytut Ekonomiczny NBP, Warszawa 2013.
- Finanse publiczne w Polsce w okresie kryzysu*, Ministerstwo Finansów, Warszawa 2012.
- Foy H., *Investors worry over Poland's political direction*, „Financial Times”, April 12, 2016.
- Golinowski K., *Zadłużenie, pułapka rozwoju Polski*. 09.01.2016. <http://www.klubinteligencjipolskiej.pl/2016/01/dr-kazimierz-golinowski-zadluzenie-pulapka-rozwoju-polski/> [dostęp: 30.06.2016].
- Grabowski W., Stawasz E., *Determinanty rentowności obligacji skarbowych peryferyjnych krajów strefy euro w warunkach stabilności i kryzysu*, „Bank i Kredyt” 47(2), 2016.
- Hausner J., Gronicki M., *Inwestycje a rozwój gospodarczy*, „Rzeczpospolita” 09.06.2016.
- Informacja kwartalna o stanie Finansów Publicznych w IV kwartale 2015 r. i w całym 2015 r.* Nr 2/2016, Ministerstwo Finansów.
- Janicka M., *Ocena stabilności zewnętrznej Polski w latach 2000–2012*, „Biznes Międzynarodowy w Gospodarce Globalnej” 2014, nr 33, Uniwersytet Gdański.
- Janicka M., *Liberalizacja przepływów kapitałowych w gospodarce światowej: przypadek Polski*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, 2010.
- Janowicz A., *Ocena wpływu środków Unii Europejskiej na wybrane wskaźniki społeczno-gospodarcze Polski*, „Myśl Ekonomiczna i Polityczna” nr 1(52), 2016, Uczelnia Łazarskiego.
- Janowicz A., *Emisja akcji alternatywą dla kredytu bankowego w finansowaniu przedsiębiorstw*, „Ekonomiczno-Informatyczny Kwartalnik Teoretyczny”, nr 13, Wydawnictwo Wyższej Szkoły Ekonomiczno-Informatycznej w Warszawie, 2007.
- Kaczmarczyk Ł., Mika A., *Przegląd i znaczenie mierników zadłużenia zewnętrznego w kontekście krajowej i globalnej problematyki długu zewnętrznego: analiza sytuacji zadłużeniowej Polski*, Zeszyty Naukowe/Szkoła Główna Handlowa. Kolegium Gospodarki Światowej 26 (2009).
- Kapitał zagraniczny w Polsce, Warunki działania*, (red.) Z. Sadowski, Dom Wydawniczy Bellona, Warszawa 1999.

- Linnemann M., Malkhozov A., *How have central banks implemented negative policy rates?*, 6 March 2016. [https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r\\_qt1603e.htm](https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1603e.htm) [dostęp: 30.06.2016].
- Progress and Next Steps Towards Ending „TO-Big-To Fail” (TBFT)*, Report of the Financial Stability Board to the G-20, 2 September 2013.
- Poland Foreign Currency Rating Lowered To ‘BBB+’ On Weakening Institutions; Outlook Negative*. Ratings Direct. Standard & Poor’s. January 15, 2016.
- Poland: Staff Concluding Statement of the 2016 Article IV Mission, International Monetary Fund, May 16, 2016.
- Raport o stanie równowagi polskiej gospodarki*, NBP, kwiecień 2016 r.
- Raport o inflacji – lipiec 2016 r.* Rada Polityki Pieniężnej, NBP.
- Rating Action: *Moody’s changes outlook on Poland’s A2 rating to negative from stable; affirms rating*. Global Credit Research – 14 May 2016.
- Redo M., *Analiza wielkości i struktury rezerw dewizowych w Polsce w latach 1998–2014*, Zeszyty Naukowe Wyższej Szkoły Bankowej we Wrocławiu 15(4), 2015.
- Sawulski J., *Ulotne finansowanie zagraniczne*, <http://www.obserwatorfinansowy.pl> [dostęp: 30.06.2016].
- Statistical Annex of Alert Mechanism Report 2016*, European Commission, Brussels, 26.11.2015. COM(2015) 691 final.
- Statystyka bilansu płatniczego. Uwagi metodyczne*. Departament Statystyki NBP, Warszawa listopad 2015 r.
- Sprawozdanie krajowe – Polska 2015 r.*, Komisja Europejska, Dokument roboczy służb komisji, Bruksela 26.02.2015 r. SWD (2015) 85 final.
- Trzeciakowski R., *Bez podniesienia stopy inwestycji Polska nie dogoni bogatych państw Zachodu*. Komunikat FOR, Warszawa 24 września 2015 r.
- Wyniki finansowe przedsiębiorstw niefinansowych w I kwartale 2016 roku*, GUS, 23.05.2016.
- Zadłużenie Skarbu Państwa, Biuletyn miesięczny 4/2016*, MF, Warszawa 20 czerwca 2016 r.
- Zalecenia Rady w sprawie krajowego programu reform Polski na 2016 r. oraz zawierające opinię Rady na temat przedstawionego przez Polskę programu konwergencji na 2016 r.* Rada Unii Europejskiej, Bruksela 13 czerwca 2016 r.
- Ziółkowska W., *Efekt wypierania a pożyczki publiczne* (referat na konferencję PTE), <http://www.ptc.pl/kongres/referaty/> [dostęp: 20.07.2016].

## PRÓBA OCENY RÓWNOWAGI ZEWNĘTRZNEJ POLSKI W LATACH 2004–2015

### Streszczenie

Celem artykułu było – opierając się na wybranych wskaźnikach, głównie międzynarodowej pozycji inwestycyjnej, zadłużenia zagranicznego i innych pomocniczych – określenie stanu stabilności zewnętrznej Polski. Uwzględniony został wpływ ocen ratingowych nadanych Polsce przez wiodące agencje ratingowe na koszty obsługi zadłużenia zagranicznego. Podjęto też próbę ustalenia głównych powodów zadłużenia zagranicznego i zagrożeń, jakie ono niesie dla gospodarki. Przedstawiona została struktura podmiotowa i walutowa zadłużenia. Pokazano wpływ kapitału zagranicznego na notowania i kapitalizację Giełdy Papierów Wartościowych (GPW) oraz jej znaczenie dla gospodarki. Opisane zostały procedury Unii Europejskiej w zakresie monitoringu nierównowagi zewnętrznej państw członkowskich. W konkluzji uznano poziom uzależniania Polski od kapitału zagranicznego za nadmiernie wysoki.

## ATTEMPT TO ASSESS POLAND'S EXTERNAL BALANCE IN THE PERIOD 2004–2015

### Summary

The article aims to define the state of Poland's external stability based on selected indicators, mainly its international investment position, foreign debt and other ancillary indexes. The article also takes into consideration the influence of the ratings that Poland has been assigned by the biggest credit rating agencies on the cost of foreign debt. The author also attempts to establish the main reasons for foreign debt and threats it poses to the economy. The article presents the subjective and monetary structure of debt. It shows the influence of foreign capital on the quotation and capitalisation on the Warsaw Stock Exchange (GPW) and its importance for the economy. The article also presents the European Union procedures of monitoring member states' external disequilibrium. The author draws a conclusion that the level of Poland's dependence on foreign capital is too high.



## ПОПЫТКА АНАЛИЗА ВНУТРЕННЕГО РАВНОВЕСИЯ ПОЛЬШИ В 2004–2015 ГОДАХ

### Резюме

Целью статьи является – с учётом выбранных вспомогательных показателей, главным образом Международной инвестиционной позиции, внешнего долга и других, – определение состояния внутренней стабильности Польши. Было принято во внимание воздействие рейтинговых оценок, полученных Польшей от ведущих рейтинговых агентств, на расходы по обслуживанию внешнего долга. Также была предпринята попытка установления главных причин и факторов внешнего долга и угроз, которые он может представлять для экономики. Были представлены экономическая и валютная структуры долга, влияние иностранного капитала на котировку и капитализацию фондовой биржи (Биржи Ценных Бумаг), а также её роль для экономики. Были описаны процедуры Европейского Союза, проведённые в сфере мониторинга внутреннего дисбаланса государств-членов. В заключение уровень зависимости Польши от иностранного капитала оценён высоко.