

Statystyka bilansu płatniczego źródłem informacji o nierównowadze gospodarczej

Statystyka bilansu płatniczego opisuje relacje gospodarki z zagranicą. Pokazuje ona stany należności i zobowiązań finansowych pomiędzy rezydentami i nierezydentami oraz transakcje, zarówno finansowe jak i rzeczowe, dokonywane pomiędzy nimi. Dzięki kompleksowemu ujęciu, za pomocą danych bilansu płatniczego można analizować współzależności pomiędzy krajami, które znacząco się pogłębiają. Wynika to z postępujących procesów globalizacji, w wyniku których rynki przekraczają granice narodowe, następuje zwiększona mobilność pracy, produktów, kapitału oraz, a może przede wszystkim, informacji i integracji ekonomicznej. Ludzie z różnych krajów wybierają wspólne zarządzanie i łączą swoje interesy gospodarcze. Zwiększenie międzynarodowych powiązań gospodarczych powoduje, że ich wpływ (również negatywny) na realną gospodarkę i system finansowy staje się coraz większy.

Dane bilansu płatniczego stanowią podstawę do prowadzenia analizy międzynarodowych stosunków gospodarczych, w tym efektywności danego kraju na rozmaitych rynkach, polityki kursu walutowego i zarządzania rezerwami walutowymi oraz wrażliwości na „szoki zewnętrzne”. Do tego rodzaju analizy wykorzystuje się wskaźniki, które mogą pokazywać narastanie nierównowagi, co zostało opisane w formalnej procedurze *Mechanizm ostrzegania*, stosowanej przez Komisję Europejską. W Unii Europejskiej (UE) wykorzystuje się takie wskaźniki, jak: relacja salda rachunku bieżącego do PKB, wielkość międzynarodowej pozycji inwestycyjnej netto, udział eksportu danego kraju w eksporcie światowym oraz realny efektywny kurs walutowy. Ponadto w analizie ujmuje się także dodatkowe wskaźniki uwzględniające m.in. rachunek kapitałowy, zadłużenie zagraniczne netto, napływ inwestycji bezpośrednich czy bilans handlowy.

Poza wymienionymi wskaźnikami statystyka bilansu płatniczego dostarcza także informacji pozwalających ocenić równowagę zewnętrzną kraju. Są to informacje związane z wielkością rezerw walutowych i ich strukturą, a także dodatkowe podziały pozwalające lepiej interpretować dane makroekonomiczne, czasem wychodzące poza klasyczne standardy publikowania danych. Do tego rodzaju informacji można zaliczyć wielkość przyszłych potrzeb pożyczkowych i źródła ich finansowania czy informacje o strukturze zainwestowanego kapitału, możliwości jego szybkiego odpływu i stopnia zabezpieczania inwestorów zagranicznych przed zmianami kursu walutowego.

¹ NBP, Departament Statystyki. E-mail: Jacek.Kocerka@nbp.pl. Artykuł przedstawia osobiste poglądy autora, zatem nie należy ich utożsamiać z oficjalnym stanowiskiem NBP.

Analiza wskaźników bilansu płatniczego dla Polski prowadzi do stwierdzenia, że chociaż ich wielkości są powyżej progów uznawanych jako ostrzegawcze, jednak biorąc pod uwagę dodatkowe analizy, to kształtują się one na bezpiecznym poziomie.

STATYSTYKA BILANSU PŁATNICZEGO

Statystyka międzynarodowych relacji gospodarczych opisuje zjawiska będące na styku krajów i zagranicy. Historycznie przyjęto nazywać ten rodzaj informacji makroekonomicznych statystyką bilansu płatniczego. W artykule zastosowano terminy „statystyka bilansu płatniczego” i „statystyka relacji gospodarczych z zagranicą” wymiennie, w obu przypadkach mając na myśli szeroko rozumiany zestaw danych opisujący różnego rodzaju zjawiska dotyczące relacji rezydentów z nierezydentami. Statystyka bilansu płatniczego obejmuje, poza samym bilansem, także międzynarodową pozycję inwestycyjną, zadłużenie zagraniczne, międzynarodowy handel usługami i zagraniczne inwestycje bezpośrednie. Zestaw tych danych, choć nie jest pozbawiony wad, pozwala dobrze zinterpretować i oceniać zjawiska w ujęciu międzynarodowym.

Statystyka relacji gospodarczych z zagranicą obejmuje przede wszystkim międzynarodową pozycję inwestycyjną oraz bilans płatniczy.

Ta pierwsza pokazuje stan aktywów i zobowiązań zagranicznych danego kraju na koniec okresu (kwartału, roku). Fragmentem międzynarodowej pozycji inwestycyjnej jest zadłużenie zagraniczne obejmujące wyłącznie te zobowiązania wobec podmiotów zagranicznych, które dotyczą instrumentów dłużnych (obligacje, bony, kredyty, depozyty itp.).

Bilans płatniczy jest statystycznym zestawieniem obrotów z zagranicą, który w usystematyzowany sposób ujmuje transakcje gospodarcze Polski z resztą świata, jakie zostały dokonane w określonym okresie (miesiącu, kwartale). Bilans płatniczy publikowany jest z wyodrębnieniem następujących pozycji: rachunek bieżący, kapitałowy i finansowy, saldo błędów i opuszczeń oraz oficjalne aktywa rezerwowe².

Dane bilansu płatniczego były przede wszystkim używane do prowadzenia polityki kursowej. Dlatego też w wielu krajach zestawianie tych informacji wykonywane jest w bankach centralnych, a nie w urzędach statystycznych. Analiza przepływów zarówno rzeczowych, jak i finansowych pozwalała na ocenę czynników kształtujących popyt i podaż na rynku walutowym, szczególnie w warunkach płynnego kursu.

Obecnie dane dotyczące bilansu płatniczego służą ekonomistom do różnego rodzaju analiz, m.in. dzięki tym informacjom można dokonać oceny wrażliwości danej gospodarki na „szoki zewnętrzne” poprzez analizę zależności łączących daną gospodarkę z pozostałymi krajami. Dane dotyczące bilansu płatniczego używane są także do oceny kształtowania się cen importowych, co może być użyteczne przy modelowaniu inflacji.

² *Balance...* (2009), s. 7.

Jednym z istotnych składników bilansu płatniczego są także inwestycje bezpośrednie, które opisują rolę pomiotów zagranicznych w finansowaniu inwestycji i przejmowaniu kontroli nad przedsiębiorstwami w kraju. Informacje zawarte w zestawieniach dotyczących bilansu płatniczego oraz międzynarodowej pozycji inwestycyjnej mogą wreszcie służyć do oceny globalizacji i jej efektów.

W ostatnich latach obserwuje się pogłębianie współzależności pomiędzy różnymi krajami oraz szybki postęp procesów globalizacyjnych. Zjawisku temu sprzyja transformacja ustrojowa dotycząca krajów wschodnich Europy, malejące koszty transportu oraz rozwój telekomunikacji i innowacji technologicznych. Kraje wybierają wspólne zarządzanie poprzez łączenie się w ramach unii gospodarczej, a przedsiębiorstwa stają się globalne i w tej skali planują działalność ekonomiczną. Jak pokazano na wyk. 1 globalizacja ekonomiczna postępuje szybciej niż globalizacja w innych dziedzinach życia.

POLSKIE ROZWIĄZANIA INSTYTUCJONALNE. ODPOWIEDZIALNOŚĆ NBP

Zgodnie z ustawą o NBP do jego zadań należy: *opracowywanie statystyki pieniężnej i bankowej, bilansu płatniczego oraz międzynarodowej pozycji inwestycyjnej*³. W NBP przygotowywane są: bilans płatniczy, międzynarodowa po-

³ Art. 3 Ustawy z 29 sierpnia 1997 r. o Narodowym Banku Polskim (Dz. U. z 2013 r. poz. 908, z późn. zm.).

zycja inwestycyjna, zadłużenie zagraniczne, międzynarodowy handel usługami oraz zagraniczne inwestycje bezpośrednie w Polsce.

Statystyka bilansu płatniczego, jak każdy rodzaj statystyki makroekonomicznej obejmującej całą gospodarkę, opracowywana jest na podstawie różnorodnych źródeł danych. Są to: informacje pochodzące ze statystyki publicznej (np. międzynarodowy handel usługami), dane z innych badań prowadzonych m.in. na potrzeby bilansu płatniczego (ruch turystyczny) oraz informacje przekazywane bezpośrednio od podmiotów, które przeprowadzają transakcje finansowe z podmiotami zagranicznymi lub w takich transakcjach pośredniczą. Wreszcie do zestawiania danych używane są szacunki w sytuacji, gdy bezpośrednie źródła danych nie są wystarczające.

Różnorodność źródeł danych oraz ramy określone przez standardy międzynarodowe powodują, że statystyka relacji gospodarczych z zagranicą ujmuje całość gospodarki krajowej w aspekcie jej powiązań zewnętrznych.

Ponadto należy podkreślić, że uzyskiwanie danych bezpośrednio z przedsiębiorstw dokonujących obrotu z zagranicą pozwala, dzięki możliwości bezpośredniego kontaktu, na wyjaśnienie rzeczy nietypowych, których szczególnie dużo pojawia się wśród transakcji finansowych przeprowadzanych z podmiotami zagranicznymi. Takie podejście pozwala na osiągnięcie lepszej jakości danych statystycznych.

ANALIZA WSKAŹNIKÓW RÓWNOWAGI MAKROEKONOMICZNEJ

W reakcji na kryzys, jaki miał miejsce w UE, kraje członkowskie postanowiły ściśle monitorować występującą nierównowagę makroekonomiczną. Przy okazji pierwszego sprawozdania Komisji, w ramach formalnie wprowadzonej procedury jej badania, Olli Rehn, wiceprzewodniczący Komisji Europejskiej ds. gospodarczych i walutowych oraz euro, stwierdził: *Kryzys uwypuklił zagrożenia, jakie zakłócenia równowagi makroekonomicznej stanowią dla stabilności finansowej, perspektyw gospodarczych, dobrobytu poszczególnych państw i ich mieszkańców oraz dla Unii Europejskiej jako całości. W dniu dzisiejszym stawiamy pierwszy krok, jakim jest pogłębiona kontrola krajowej sytuacji makroekonomicznej. Jeżeli okaże się, że zakłócenia równowagi ekonomicznej istnieją i że są one szkodliwe, nowe narzędzie będzie bardzo przydatne w korygowaniu zakłóceń równowagi kumulujących się od lat. Rozsądna polityka budżetowa i wczesne wykrywanie oraz likwidowanie groźnych zakłóceń równowagi gospodarczej to warunki niezbędne powrotu do trwałego wzrostu gospodarczego i tworzenia miejsc pracy*⁴.

W ramach procedury analizy zakłóceń równowagi ekonomicznej (*Macroeconomic Imbalances Procedure* — MIP) wykorzystuje się zestaw wskaźników (*European...*, 2012). Wskaźniki te zostały wybrane zgodnie z czterema zasadami:

⁴ Komunikat prasowy Komisji Europejskiej z 14.02.2012 r. (IP/12/13214/02/2012), http://europa.eu/rapid/press-release_IP-12-132_pl.htm?locale=FR.

- koncentracji na najważniejszych wymiarach opisujących nierównowagę makroekonomiczną czy utratę konkurencyjności, w szczególności z naciskiem na sprawne funkcjonowanie strefy euro;
- typowania wskaźników i progów ostrzegawczych w taki sposób, by dostarczały informacji, które w sposób odpowiedzialny pozwolą ocenić występowanie zagrożeń, jednocześnie pokazując postępujące narastanie nierównowagi oraz ograniczając występowanie fałszywych alarmów;
- przywiązywania wagi do dużej roli komunikacyjnej wybranych informacji. Stąd wybór ograniczonej liczby wskaźników oraz niewielkie ich transformacje, aby zachować prostotę przekazywanych informacji;
- przywiązywania wagi do wysokiej jakości danych statystycznych, na podstawie których wyliczane są wartości wskaźników. Zgodnie z tą zasadą dane powinny pochodzić w pierwszej kolejności z badań statystyki publicznej, gwarantujących najwyższą jakość informacji.

Zgodnie z tym wybrano dziesięć wskaźników z progami ostrzegawczymi:

- trzyletnia średnia ruchoma salda rachunku bieżącego w relacji do PKB z progiem +6% i -4%;
- międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto w procentach PKB z progiem 35%;
- pięcioletnia procentowa zmiana udziału eksportu w eksporcie światowym z progiem 6%;
- trzyletnia procentowa zmiana nominalnych jednostkowych kosztów pracy z progiem +9% dla krajów strefy euro oraz +12% dla krajów spoza strefy euro;
- trzyletnia zmiana procentowa realnego efektywnego kursu walutowego opartego na deflatorach HICP/CPI w odniesieniu do 35 krajów rozwiniętych z progiem -/+5% dla krajów strefy euro oraz -/+11% dla krajów spoza strefy euro;
- zadłużenie sektora prywatnego z progiem 160%;
- wzrost kredytu sektora prywatnego z progiem 15%;
- roczna zmiana cen domów w stosunku do inflacji z progiem 6%;
- zadłużenie sektora rządowego w relacji do PKB z progiem 60%;
- trzyletnia średnia ruchoma stopy bezrobocia z progiem 10%.

Do obliczenia tych wskaźników używa się wskaźników uzupełniających, które dostarczają dodatkowych informacji.

Wśród wskaźników stosowanych do oceny nierównowagi makroekonomicznej cztery odnoszą się do relacji danego kraju z zagranicą, tj.: saldo rachunku bieżącego, międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto, udział eksportu oraz realny efektywny kurs walutowy. W dalszej części artykułu koncentrowano się na wskaźnikach bezpośrednio związanych ze statystyką bilansu płatniczego, czyli na saldzie rachunku bieżącego i międzynarodowej pozycji inwestycyjnej netto, ze szczególnym uwzględnieniem tego drugiego wskaźnika.

Saldo rachunku bieżącego

Do badania nierównowagi makroekonomicznej używana jest trzyletnia średnia ruchoma salda rachunku bieżącego, wyrażona jako procent PKB. MIP wskazuje próg +6% oraz -4%.

Saldo rachunku bieżącego jest jednym z najbardziej rozpowszechnionych, używanych w badaniach wskaźników wyprzedzających, służących do oceny prawdopodobieństwa wystąpienia zjawiska kryzysowego. Utrzymujący się długo deficyt może powodować powstawanie zadłużenia zagranicznego w wysokości niemożliwej do obsłużenia. Z kolei znacząca nadwyżka na rachunku bieżącym bilansu płatniczego może być objawem słabości popytu wewnętrznego.

Należy także zauważyć, że występujący deficyt rachunku bieżącego nie zawsze musi być związany ze strukturalnymi problemami gospodarki. Można wskazać w historii gospodarczej świata wiele przykładów krajów, w których deficyt taki występował przez dziesięciolecia bez znaczących konsekwencji dla ich rozwoju gospodarczego. Uważa się również, że w przypadku państw takich jak Polska deficyt na rachunku bieżącym jest wyrazem „doganiania” w rozwoju gospodarczym. W przypadku niedostatecznych oszczędności krajowych, aby zachować odpowiednie tempo wzrostu gospodarczego, kapitał ten importowany jest z zagranicy, co znajduje odzwierciedlenie także w deficycie na rachunku bieżącym.

Wielkość relacji rachunku bieżącego do PKB dla Polski wynosiła w 2012 r. 4,6%, czyli była wyższa niż próg MIP. Należy odnotować jednak, że nierównowaga ta zmniejsza się z roku na rok. Głównym powodem, dla którego występuje tak znaczny deficyt rachunku bieżącego są znaczące dochody uzyskiwane przez nierezydentów z tytułu ich zaangażowania w inwestycje w Polsce. Dodatkowo w 2012 r. występował deficyt w obrotach handlu zagranicznego.

Międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto

Pozycja ta przedstawia stan wszelkiego rodzaju aktywów i pasywów zagranicznych gospodarki. Jest to najszersza miara zadłużenia. Powiązanie zawartych w niej stanów z transakcjami występującymi w bilansie płatniczym pozwala na dokonywanie rozliczania zmian stanów przez transakcje bilansu płatniczego. Zwykle wysoka ujemna międzynarodowa pozycja inwestycyjna oznacza występowanie przez dłuższy czas dużego deficytu obrotów bieżących.

Próg wskaźnika ostrzegawczego dla międzynarodowej pozycji inwestycyjnej netto ustalono na podstawie analizy szeregów czasowych dla krajów należących do UE na poziomie -35%, z uwagi na fakt, że w literaturze przedmiotu trudno jest znaleźć badania określające wielkość progu. Jej dodatnia wartość nie oznacza występowania nierównowagi w relacjach makroekonomicznych, dlatego próg ustalono wyłącznie dla ujemnych wartości międzynarodowej pozycji inwestycyjnej netto.

Polska ma wysoką ujemną międzynarodową pozycję inwestycyjną. Jej wartość na koniec 2012 r. wyniosła 67% PKB, czyli znacznie powyżej progu ostrzegawczego ustalonego w ramach MIP. Wysoka ujemna wartość międzynarodowej pozycji inwestycyjnej jest konsekwencją długoletniego napływu kapitału do Polski. Sytuacja ta jest charakterystyczna dla krajów, które potrzebują importować kapitał z zagranicy, by utrzymywać wysokie tempo wzrostu gospodarczego.

Wskaźnik międzynarodowej pozycji inwestycyjnej wskazuje przekroczenie progu przez 16 krajów, czyli w ponad połowie państw unijnych. Może to oznaczać niewłaściwie dobrane wielkości progu, przekroczenie którego odczytywane jest jako swego rodzaju ostrzeżenie. Planowany na 2014 r. przegląd funkcjonowania mechanizmu oceny nierównowagi makroekonomicznej może być właściwym momentem na zmianę wielkości progów.

Warto zauważyć, że wskaźniki dotyczące równowagi zewnętrznej są, jako jedyne ze wskaźników dla Polski, poniżej progów ostrzegawczych. W ocenie Komisji Europejskiej nie budzi to obaw, bowiem przekroczenie progu w zakresie rachunku bieżącego jest niewielkie, a deficyt ten w znacznej części finansowany jest napływem zagranicznych inwestycji bezpośrednich, uważanych za stabilne źródło kapitału. Wprawdzie wartość wskaźnika dotyczącego międzynarodowej pozycji inwestycyjnej znajduje się znacznie poniżej progu, ale rozpatrując zadłużenie zagraniczne netto (analizowane jako jeden z dodatkowych wskaźników używanych do oceny) jest ono stosunkowo nieduże.

Uzupełniające wskaźniki pozwalające na ocenę nierównowagi zewnętrznej

Poza dwoma wspomnianymi wskaźnikami, do oceny nierównowagi makroekonomicznej używa się także danych ze statystyki relacji gospodarczych z zagranicą. Są one związane z zadłużeniem zagranicznym. Zalicza się do nich: udział zadłużenia krótkoterminowego w całości zadłużenia zagranicznego, stosunek zadłużenia zagranicznego do PKB, relację zadłużenia krótkoterminowego do oficjalnych aktywów rezerwowych i wielkość zadłużenia zagranicznego netto do PKB. Z danych o transakcjach rejestrowanych w bilansie płatniczym można natomiast uzyskać informacje dotyczące pokrycia importu eksportem towarów i usług czy oficjalnymi aktywami rezerwowymi banku centralnego, wielkości salda rachunku bieżącego i kapitałowego do PKB, czy pokrycia deficytu rachunku bieżącego napływem zagranicznych inwestycji bezpośrednich.

Udział zadłużenia krótkoterminowego w całości zagranicznego kształtuje się na poziomie ok. 20%. W ostatnich latach udział ten znacząco spadał (z poziomu ok. 27% w 2011 r.). Spadek udziału zadłużenia krótkoterminowego z punktu widzenia nierównowagi makroekonomicznej należy oceniać pozytywnie, jako zmniejszenie potencjalnych napięć na rynku walutowym oraz ograniczenie potrzeb pożyczkowych naszej gospodarki.

Zadłużenie zagraniczne netto w relacji do PKB jest jednym z dodatkowych wskaźników analizowanych przez Komisję Europejską w ramach procedury oceny nierównowagi makroekonomicznej. Pozwala on na wyłączenie z międzynarodowej pozycji inwestycyjnej netto tych zobowiązań z tytułu akcji i udziałów, które nie mają ustalonego terminu i kwoty spłaty. W przypadku Polski jego analiza pozwala inaczej spojrzeć na wysoką wartość międzynarodowej pozycji inwestycyjnej. W porównaniu z międzynarodową pozycją inwestycyjną (–68% PKB) zadłużenie zagraniczne netto stanowi 37% PKB, czyli blisko o połowę mniej. Po wzroście w latach 2006–2010 wartość tego wskaźnika nie ulega ostatnio znaczącym zmianom.

Kolejną klasyczną miarą służącą do oceny równowagi zewnętrznej może być stosunek importu (towarów i usług, ale w literaturze spotyka się również branie pod uwagę tylko importu towarów) do oficjalnych aktywów rezerwowych. Wielkość ta często podawana jest w miesiącach (na ile miesięcy importu starczyłoby środków banku centralnego, gdyby import finansowany był wyłącznie za pomocą rezerw walutowych). Za minimalny poziom (rozpowszechniony w literaturze) uważa się rezerwy wystarczające na pokrycie co najmniej 3 miesięcy importu. W przypadku Polski wartość tego wskaźnika wynosi 5,7 miesiąca (i w ciągu ostatnich lat waha się pomiędzy 5 a 6 miesięcy, w zależności od bieżącego kształtowania się rezerw i wahań importu). Poziom ten należy więc uznać za bezpieczny, niezależnie od możliwości używania rezerw banku centralnego do finansowania importu dokonywanego przez prywatne przedsiębiorstwa.

Często używaną miarą związaną z określeniem bezpieczeństwa zewnętrznego danej gospodarki jest odpowiedź na pytanie, jaka część deficytu obrotów bieżących w sposób bezpieczny finansowana jest napływem zagranicznych inwestycji bezpośrednich. Wskaźnik ten znajdował przez długi czas uzasadnienie do opisywania danych polskich. Zwracano uwagę na fakt, że chociaż deficyt na rachunku bieżącym był znaczny, to sposób jego finansowania należało ocenić jako stosunkowo bezpieczny. Warto jednak podkreślić, że wskaźnik ten ma swoje ograniczenia. Jeżeli występuje nadwyżka na rachunku bieżącym oraz odpływ zagranicznych inwestycji bezpośrednich to jego używanie jest bezzasadne.

INFORMACJE UZUPEŁNIAJĄCE MOŻLIWOŚĆ OCENY RÓWNOWAGI ZEWNĘTRZNEJ KRAJU

Inwestycje bezpośrednie w strukturze międzynarodowej pozycji inwestycyjnej

Polska ma wysoką ujemną międzynarodową pozycję inwestycyjną. Przez 15 lat systematycznie się ona pogłębiała. Nasz kraj (w wartościach bezwzględnych) jest wśród 10 najbardziej zadłużonych państw na świecie. Wielkość ujemnej międzynarodowej pozycji inwestycyjnej Polski jest zbliżona do wartości przypisywanych znacznie większym krajom, takim jak: Kanada, Meksyk, Turcja czy Wielka Brytania i Włochy.

Tak wysoka ujemna wartość międzynarodowej pozycji inwestycyjnej, mimo pozytywnej oceny dokonanej przez Komisję Europejską w ramach MIP, może budzić obawy o stabilność makroekonomiczną. Niewątpliwie konsekwencją tak znacznego zaangażowania nierezydentów są powiększające deficyt rachunku bieżącego (wykr. 4) dochody uzyskiwane z inwestycji zagranicznych. Odpowiedź na pytanie, czy wielkość międzynarodowej pozycji inwestycyjnej stwarza zagrożenie, można uzyskać w wyniku analizy jej struktury.

Unikalną cechą statystyki bilansu płatniczego jest podział na kategorie funkcjonalne. Podział ten wskazuje na cel przeprowadzanej przez nierezydenta inwestycji. Powszechnie uważa się, że do najbezpieczniejszych rodzajów inwestycji należy zaliczyć inwestycje bezpośrednie, czyli te, w których nierezydent jest długoterminowo zaangażowany, bowiem wycofanie się z inwestycji bezpośrednich jest zazwyczaj trudne i długotrwałe.

Analizując strukturę międzynarodowej pozycji inwestycyjnej można zauważyć, że udział zagranicznych inwestycji bezpośrednich w polskiej międzynarodowej pozycji inwestycyjnej jest stosunkowo wysoki. Udział tych inwestycji w pasywach w Polsce sięga prawie 50%, podczas gdy w innych krajach o podobnej wielkości pozycji inwestycyjnej netto (np. Turcja, Wielka Brytania czy Włochy) jest znacznie niższy. W grupie krajów o zbliżonej do Polski międzynarodowej pozycji inwestycyjnej, ale znacznie niższym udziale inwestycji bezpo-

średnich, wyróżnia się Grecja mająca 6% udział inwestycji bezpośrednich w pasywach i poważne problemy z konkurencyjnością zewnętrzną. Z tego punktu należy ocenić wielkość ujemnej międzynarodowej pozycji inwestycyjnej Polski jako wysoką, ale ze stosunkowo bezpieczną strukturą zobowiązań.

Inwestycje szybko zbywalne w strukturze inwestycji nierezydentów

Ocena zagrożeń dotyczących inwestycji nierezydentów, poza analizą wykorzystującą podział na występujące w międzynarodowej pozycji inwestycyjnej kategorie funkcjonalne, może także opierać się na szacunku wielkości tych inwestycji, które mogą być przez inwestorów zagranicznych szybko z danego kraju wycofane. Przeprowadzenie analizy opiera się na założeniu, że z punktu widzenia bezpieczeństwa makroekonomicznego potencjalnym zagrożeniem może być szybki odpływ kapitału ulokowanego przez podmioty zagraniczne w aktywa krajowe denominowane w złotych. Przy oszacowaniu tej wielkości istnieje potrzeba odwołania się m.in. do struktury walutowej inwestycji, aby wybrać te instrumenty finansowe, które są nominowane walucie krajowej. Pozwala to na oszacowanie wielkości potencjalnych napięć na rynku walutowym. Ponadto inwestycje takie powinny charakteryzować się łatwą zbywalnością, by można było określić wielkość inwestycji, które w relatywnie krótkim okresie mogą zostać wycofane z danego kraju. W przypadku Polski do tego rodzaju należy zaliczyć będące w posiadaniu nierezydentów:

- obligacje Skarbu Państwa nominowane w złotych;
- akcje spółek polskich zaliczane do inwestycji portfelowych (wyłączone są, jako trudniej zbywalne, akcje wchodzące w skład inwestycji bezpośrednich bilansu płatniczego, czyli dające posiadaczowi przynajmniej 10% głosów na walnym zgromadzeniu akcjonariuszy danej spółki);
- krótkoterminowe depozyty złote nierezydentów w bankach polskich;
- pożyczki w złotych udzielone przez nierezydentów bankom polskim w ramach transakcji warunkowych.

Dominującą pozycję w szybko zbywalnych inwestycjach nierezydentów w aktywa nominowane w złotych stanowią obligacje Skarbu Państwa i w mniejszym stopniu akcje. Wartość rynkowa obligacji skarbowych nominowanych w złotych znajdujących się w posiadaniu inwestorów zagranicznych wyniosła w 2012 r. — według danych międzynarodowej pozycji inwestycyjnej — 185 mld zł. Wartość rynkowa polskich akcji nabytych przez zagranicznych inwestorów portfelowych osiągnęła wartość 115 mld zł. Znacznie mniejsze znaczenie miały krótkoterminowe depozyty złote nierezydentów ulokowane w bankach polskich, których wartość na koniec 2012 r. wyniosła 20 mld zł i pożyczki w złotych udzielone bankom polskim w transakcjach warunkowych, których wartość wyniosła 4 mld zł. Łączna wartość szybko zbywalnych aktywów złotych w posiadaniu nierezydentów na koniec 2012 r. wyniosła więc 324 mld zł.

Do oceny wielkości inwestycji, które teoretycznie mogłyby odpłynąć z kraju, można wykorzystać ich wielkość w stosunku do wielkości rezerw walutowych będących w posiadaniu banku centralnego. Na koniec 2012 r. ich wartość wynosiła 338 mld zł, była więc większa niż płynne inwestycje nierezydentów. Ponadto podmioty polskie posiadają inne łatwo dostępne aktywa, które mogłyby być użyte jako źródło walut obcych w sytuacji, gdyby pojawił się znaczny popyt na nie. Do tego rodzaju aktywów można zaliczyć przede wszystkim depozyty ulokowane w bankach zagranicznych, których wartość wynosiła ok. 30 mld zł. Pomimo więc wysokiej wartości inwestycji nierezydentów w aktywa, które mogą być przez nich szybko zbyte, wartość aktywów przekracza wielkość zobowiązań.

ANALIZA KATEGORII ZADŁUŻENIA UMOŻLIWIAJĄCA OKREŚLENIE WYDATKÓW NA PRZYSZŁĄ OBSŁUGĘ ZADŁUŻENIA ZAGRANICZNEGO

Jednym ze sposobów analizy bezpieczeństwa gospodarki może być także ocena wielkości zadłużenia zagranicznego przypadającego do spłaty w ciągu danego czasu, zazwyczaj najbliższego roku. Wartość tę powiększa się o prognozowany deficyt rachunku bieżącego, co w efekcie pozwala oszacować potrzeby pożyczkowe danej gospodarki. Podejście takie stosowane jest często do oceny wiarygodności kraju przez agencje ratingowe oraz MFW.

Standard prezentacji danych dotyczących zadłużenia zagranicznego polega na udostępnieniu podziału zadłużenia na długo- i krótkoterminowe według terminów pierwotnych. Aby więc oszacować wielkość zadłużania zagranicznego, jakie musi być w ciągu najbliższego roku spłacone lub refinansowane, trzeba obliczyć dodatkowo wielkość zadłużenia długoterminowego z terminem wymagalności do jednego roku.

Oszacowana wielkość zadłużenia zagranicznego przypadającego do spłaty w ciągu roku wynosi ok. 85 mld euro. Jest to więc znacznie więcej niż wynikałoby z analizy wielkości krótkoterminowego zadłużenia zagranicznego, które na koniec II kwartału 2013 r. wynosiło 57 mld euro. Aby jednak odpowiedzieć na pytanie, w jakim stopniu można mówić o zagrożeniach wynikających z takich potrzeb pożyczkowych, należy spróbować określić, na ile bezpieczne wydaje się finansowanie zagraniczne i na ile środki, jakie muszą być spłacone mają pokrycie w realnych możliwościach gospodarki.

Największą część zadłużenia zagranicznego z terminem wymagalności do 1 roku stanowi zadłużenie sektora przedsiębiorstw, na które składają się przede wszystkim otrzymane kredyty i pożyczki oraz kredyty handlowe, czyli odroczone płatności za import towarów i usług. Zadłużenie z terminem wymagalności do 1 roku lub z tytułu pozostałych kredytów i pożyczek w ponad połowie jest zadłużeniem od wewnątrz grup kapitałowych. Skoro znaczna część zadłużenia zagranicznego przypadająca do spłaty w ciągu roku to zobowiązania wobec

podmiotów w ramach grup kapitałowych, to założenie o pełnym rolowaniu tego rodzaju należności w ramach grup kapitałowych wydaje się być uzasadnione. Z dużym prawdopodobieństwem można również przyjąć, że organizacje międzynarodowe nie zmniejszą swojego zaangażowania w finansowanie naszej gospodarki. Z pozostałej części zadłużenia zagranicznego, przypadającego do spłaty w analizowanym okresie, największą pozycję stanowią otrzymane kredyty handlowe. Dotychczasowe doświadczenia wskazują, że wymiana handlowa z zagranicą nie ulega istotnym zmianom, co w konsekwencji prowadzi do konkluzji, że nie powinno zmniejszyć się także finansowanie zagraniczne w postaci kredytów handlowych. Pozostające zobowiązania dotyczą głównie sektora rządowego i po ich podsumowaniu otrzymuje się ok. 30 mld euro jako wartość potencjalnie niezrolowanego zadłużenia, co stanowi mniej niż połowę oficjalnych aktywów rezerwowych.

Podsumowanie

Analiza danych bilansu płatniczego oraz systemu wskaźników obliczonych na ich podstawie pokazują, że wskaźniki te umożliwiają ocenę narastania nierównowagi gospodarczej w powiązaniu z zagranicą.

Analiza wskaźników ostrzegawczych dotyczących relacji z zagranicą, obliczonych dla Polski, prowadzi do stwierdzenia, że chociaż ich wielkości są powyżej progów uznawanych jako ostrzegawcze, jednak biorąc pod uwagę dodatkowe analizy, to kształtują się one na bezpiecznym poziomie. Wskazują na to: stosunkowo duży udział inwestycji bezpośrednich, znaczące aktywa zagraniczne banku centralnego, przewyższające szybko zbywalne instrumenty finansowe będące w posiadaniu nierezydentów oraz niewielkie zagrożenia płynące z harmonogramu spłat zadłużenia zagranicznego.

Przeprowadzone na podstawie statystyki bilansu płatniczego analizy pozwalają dokonać oceny nierównowagi zewnętrznej danej gospodarki znacznie precyzyjniej niż przy użyciu pojedynczego, zagregowanego wskaźnika. Do przeprowadzenia takiego wnioskowania niezbędna jest jednak analiza dodatkowych przekrojów danych i wyjście poza standardowe schematy ich prezentacji.

mgr Jacek Kocerka — *NBP*

LITERATURA

European Economy (2012), „Occasional Papers”, No. 92, February, Brussels, Paper and Internet, http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/occasional_paper/2012/pdf/ocp92_en.pdf
Balance of Payments and International Investment Position Manual (2009), Międzynarodowy Fundusz Walutowy

SUMMARY

The article presents an analysis of the balance of payments and the status indicators calculated on the basis thereof, to assess the economic disequilibrium in conjunction with foreign countries. The author described the indicators stored in the so-called, warning mechanism (European Commission, Alert Mechanism Report), which are used to analyze economic imbalances in the European Union, and then presented the results of the analysis for Poland and other EU countries.

Analyses carried out on the basis of payment balance statistics allow to assess external imbalances of the economy much more precisely than using a single, aggregated indicator. To carry out such an inference is necessary, however, analysis of additional data sections and go beyond the standard patterns of their presentation.

РЕЗЮМЕ

В статье проведен анализ данных платежного баланса, а также исчисленных на их основе показателей, позволяющих оценить возрастание экономического неравенства в сочетании с экономикой зарубежных стран. Автор охарактеризовал показатели записанные в так называемом предупреждающим механизме (European Commission, Alert Mechanism Report), которые используются для анализа экономического неравновесия стран Европейского союза, и дальше представил результаты проведенного анализа для Польши и остальных стран ЕС.

Анализ проводимый на основе статистики платежного баланса позволяет оценить внешнее неравенство данной экономики более точно, чем с использованием одного, обобщенного показателя. Для осуществления такого вывода необходимым является анализ дополнительных разрезов данных и применение нестандартных схем их представления.