

# **ZEWNĘTRZNE BEZPIECZEŃSTWO FINANSOWE PAŃSTWA**

Magdalena Redo

Piotr Siemiątkowski



**UNIwersYTET  
MIKOŁAJA KOPERNIKA  
W TORUNIU**

Toruń 2017

## Recenzenci

Prof. zw. dr hab. Jan Głuchowski

Prof. WSP, dr hab. Adam Hołub

Seria Wydawnicza „Torun International Studies”: Monographs

### Klasyczny sposób cytowania niniejszej publikacji:

M. Redo, P. Siemiątkowski, *Zewnętrzne bezpieczeństwo finansowe państwa*,  
Uniwersytet Mikołaja Kopernika, Toruń 2017, DOI: 10.12775/TIS.2017.100

### Monografia dostępna pod adresem:

<http://apcz.umk.pl/czasopisma/index.php/TSM>

eISSN 2391-7601

ISBN 978-83-231-3852-5

**DOI: 10.12775/TIS.2017.100**

Niniejsza monografia dostępna jest w wolnym dostępie na zasadach licencji niewyłączonej  
Creative Commons



Pełna treść licencji dostępna pod adresem:

<http://creativecommons.org/licenses/by-nd/3.0/pl>

Wydano w Polsce

Uniwersytet Mikołaja Kopernika

ul. Gagarina 11, 87-100 Toruń

©Copyright by Uniwersytet Mikołaja Kopernika

Toruń 2017

DTP: Magdalena Redo

Druk: Drukarnia WN UMK  
ul. Gagarina 5, 87-100 Toruń

# SPIS TREŚCI

<b>WSTĘP</b>	5
<b>ROZDZIAŁ 1.</b>	
<b>ZEWNĘTRZNE BEZPIECZEŃSTWO FINANSOWE JAKO ELEMENT BEZPIECZEŃSTWA EKONOMICZNEGO PAŃSTWA</b>	9
1.1. Istota bezpieczeństwa ekonomicznego państwa	10
1.2. Bezpieczeństwo ekonomiczne państwa w dobie globalizacji	12
1.3. Zewnętrzne i wewnętrzne bezpieczeństwo ekonomiczne państwa	19
1.4. Istota zewnętrznego bezpieczeństwa finansowego państwa	21
1.5. Specyfika zewnętrznych finansowych zagrożeń bezpieczeństwa ekonomicznego państwa	23
Literatura	26
<b>ROZDZIAŁ 2.</b>	
<b>ZMIANY W BILANSIE PŁATNICZYM JAKO ŹRÓDŁO ZEWNĘTRZNYCH ZAGROŻEŃ BEZPIECZEŃSTWA FINANSOWEGO PAŃSTWA</b>	31
2.1. Konstrukcja i międzynarodowe wytyczne w zakresie gromadzenia danych do bilansu płatniczego	31
2.1.1. Rachunek bieżący	32
2.1.2. Rachunek kapitałowy	34
2.1.3. Rachunek finansowy	34
2.1.4. Saldo błędów i opuszczeń	40
2.2. Zmiany w bilansie obrotów bieżących w Polsce w latach 2004-2015	40
2.3. Kształtowanie się bilansu kapitałowego w Polsce w latach 2004-2015	47
2.4. Zmiany na rachunku finansowym bilansu płatniczego jako źródło zewnętrznych zagrożeń bezpieczeństwa finansowego w Polsce w latach 2004-2015	48
2.5. Saldo błędów i opuszczeń w bilansie płatniczym w latach 2004-2015	55
2.6. Odporność polskiego bilansu płatniczego na zagrożenia zewnętrzne	57
2.7. Międzynarodowa pozycja inwestycyjna	60
2.7.1. Konstrukcja międzynarodowej pozycji inwestycyjnej	60
2.7.2. Zmiany międzynarodowej pozycji inwestycyjnej w Polsce w latach 2004-2015	63
Literatura	68

### **ROZDZIAŁ 3.**

<b>ZADŁUŻENIE ZAGRANICZNE</b>	71
3.1. Zadłużenie zagraniczne jako zagrożenie bezpieczeństwa finansowego państwa	71
3.2. Państwa o największym zadłużeniu zagranicznym	74
3.3. Przyczyny kryzysu zadłużeniowego państw rozwijających się	79
3.4. Polskie zadłużenie zagraniczne do 2004 roku	83
3.5. Zadłużenie zagraniczne Polski po wstąpieniu do Unii Europejskiej	88
Literatura	92

### **ROZDZIAŁ 4.**

<b>OFICJALNE AKTYWA REZERWOWE</b>	95
4.1. Ogólna charakterystyka oficjalnych aktywów rezerwowych	95
4.1.1. Rodzaje oficjalnych aktywów rezerwowych	95
4.1.2. Znaczenie oficjalnych aktywów rezerwowych dla bezpieczeństwa finansowego państwa	102
4.2. Oficjalne aktywa rezerwowe w Polsce	107
4.2.1. Strategia zarządzania oficjalnymi aktywami rezerwowymi	115
4.2.2. Elastyczna linia kredytowa MFW	119
4.2.3. Ocena adekwatności poziomu aktywów rezerwowych w Polsce w latach 2004-2015	122
4.3. Aktywa rezerwowe na świecie	129
4.3.1. Struktura walutowa światowych rezerw dewizowych	132
4.3.2. Najwięksi posiadacze aktywów rezerwowych na świecie	135
4.3.3. Relatywna wielkość zasobów rezerw walutowych	142
4.4. Państwowe fundusze majątkowe	143
4.4.1. Państwowe fundusze majątkowe – szanse i zagrożenia	146
4.4.2. Aktywa państwowych funduszy majątkowych jako czynnik wzmacniający bezpieczeństwo finansowe państwa	148
Literatura	153
<b>ZAKOŃCZENIE</b>	157

## WSTĘP

W dzisiejszym zglobalizowanym świecie dynamicznie wzrasta liczba i stopień skomplikowania powiązań między gospodarkami państw i ich podmiotami. Pojawiają się nowe formy międzynarodowych relacji. Doprowadza to do silnych uzależnień międzynarodowych i wzmacnia ryzyko wzajemnego zarażania się zjawiskami kryzysowymi. Otoczenie zewnętrzne staje się więc coraz częściej źródłem zagrożeń dla bezpieczeństwa podmiotów gospodarczych, rynków, państw i całej gospodarki światowej. W tej sytuacji niezwykle trudna jest odpowiednio wczesna identyfikacja tych zagrożeń, pozwalająca im zapobiegać lub choćby łagodzić ich oddziaływanie. W dobie coraz większych współzależności coraz trudniej też o skuteczne rozwiązania i wolę ich realizacji. Impas pogłębia skala nierównowag zewnętrznych i brak możliwości wyeliminowania przyczyn ich dalszego nawarstwiania się. Niemożliwym wydaje się zmniejszenie rosnących dysproporcji w poziomie zamożności państw, ich wiarygodności, atrakcyjności inwestycyjnej, zaawansowania technologicznego czy konkurencyjności produkcji. Osiągnięta przewaga konkurencyjna wąskiej grupy państw wydaje się w bliższej perspektywie nie do odebrania, a co więcej umacnia ich pozycję i pogłębia dystans. Potęguje go niewspółmierna do realnej wielkości globalnej gospodarki ilość kapitału namnożonego na rynkach finansowych, wydającego się w coraz większym stopniu kontrolować funkcjonowanie gospodarek. Stanowi on względnie tanie źródło kredytowania rozwoju i rolowania zadłużenia, ale i finansowania nabrzmiewających nierównowag. Dynamiczny rozwój rynków finansowych powoduje też zmianę zachowań podmiotów gospodarczych: wzmacnia akceptowalny poziom ryzyka inwestycyjnego i zwalnia gospodarkę z konieczności intensywnego zabiegania o napływ kapitału zagranicznego. Zmniejsza to troskę państw o ich bezpieczeństwo finansowe i usypia czujność zarówno rządów, jak i samych inwestorów. W konsekwencji świat nie docenia zagrożeń, jakie stwarzają pogłębiające się nierównowagi zewnętrzne.

Cechy globalnej gospodarki, takie jak wzrost znaczenia korporacji transnarodowych, zwiększenie wolumenu przepływów międzynarodowych czynników produkcji, procesy finansyzacji oraz uzależnienia finansowego gospodarek krajowych od kapitału zewnętrznego, stanowią istotne źródło zewnętrznych zagrożeń bezpieczeństwa ekonomicznego państwa, a w szczególności jego bezpieczeństwa finansowego. Zagrożenia te generowane są zarówno na płaszczyźnie militarnej, politycznej, jak i ekonomicznej. Jest jednak grupa czynników, która wyrasta na styku powyższych płaszczyzn – wszystkie one mają bowiem wymiar finansowy.

Celem niniejszego opracowania jest analiza zewnętrznych zagrożeń bezpieczeństwa finansowego państwa. Pogłębionemu badaniu poddano gospodarkę Polski, jednak jednym z głównych atutów pracy są liczne porównania międzynarodowe, zarówno z państwami rozwijającymi się (głównie Europy Środkowo-Wschodniej), jak i wysoko rozwiniętymi. Cezura czasowa obejmuje zasadniczo lata 2004-2015. Podyktowane jest to przede wszystkim dostępnością porównywalnych i kompletnych danych statystycznych. W wielu przypadkach dokonano jednak również odniesień w dłuższym horyzoncie czasowym (o ile pozwoliły na to dane).

Książka składa się z czterech rozdziałów. W rozdziale pierwszym dokonano wprowadzenia teoretycznego do badanych zagadnień. Przede wszystkim zdefiniowano podstawowe pojęcia oraz opracowano klasyfikację zewnętrznych zagrożeń bezpieczeństwa państwa, ze szczególnym uwzględnieniem czynników finansowych.

W rozdziale drugim przeprowadzono pogłębioną analizę polskiego bilansu płatniczego, traktując go jako główne źródło informacji dotyczących zewnętrznych zagrożeń finansowych dla bezpieczeństwa państwa. Szczegółowemu badaniu poddano kolejne rachunki bilansu płatniczego, jednocześnie dokonując próby wskazania przyczyn takiego kształtowania się składowych sald bilansu. Opisano tu także zagrożenia dla bezpieczeństwa państwa, mające źródło w poszczególnych rachunkach.

Rozdział trzeci ukazuje problem wysokiego i rosnącego zadłużenia zagranicznego zarówno państw rozwiniętych, jak i rozwijających się, wskazując na zagrożenia jakie stwarza on dla stabilności i rozwoju nie tylko poszczególnych gospodarek, ale i całej gospodarki światowej. Przedstawiono tu również historię zadłużenia zagranicznego Polski od lat 70. XX w. i dokonano międzynarodowych porównań jego obecnej wielkości. Omówiono także główne przyczyny powstawania zadłużenia zagranicznego.

W rozdziale czwartym scharakteryzowano istotę oficjalnych aktywów rezerwowych oraz ich znaczenie dla poszczególnych państw. Następnie przedstawiono wielkość, strukturę i dynamikę aktywów rezerwowych w Polsce. Na tej podstawie dokonano oceny adekwatności poziomu aktywów rezerwowych w latach 2004-2015 przy pomocy standardowych miar oraz zaproponowanego przez autorów kompleksowego wskaźnika, uwzględniającego specyfikę zewnętrznej ekspozycji polskiej gospodarki. Pozwoliło to na stworzenie definicji bezpiecznego poziomu aktywów rezerwowych. W rozdziale tym zaprezentowano również międzynarodowe porównanie poziomu i struktury aktywów rezerwowych, wskazując na silne rozbieżności w tym zakresie na świecie, ich przyczyny oraz potencjalne zagrożenia,

jakie one stwarzają. Na koniec przybliżono istotę państwowych funduszy majątkowych.

Prezentowana książka nie wyczerpuje tematu zewnętrznych zagrożeń finansowych, jednak dotyczy głównych zdaniem autorów problemów, których odzwierciedlenie kwotowe jest największe, stanowiących potencjalne źródło ryzyk zagrażających stabilności, nie tylko pojedynczych, nawet dużych i silnych gospodarek, ale i całej gospodarki światowej.

Niniejsza publikacja powstała głównie z myślą o studentach kierunków bezpieczeństwo wewnętrzne i bezpieczeństwo narodowe. Jednak w przekonaniu autorów będzie również wartościowym materiałem dla studentów stosunków międzynarodowych, ekonomii czy finansów. Stanowi także przydatne źródło kompleksowej informacji dla decydentów, zajmujących się polityką gospodarczą oraz samych polityków.

Autorzy składają serdeczne podziękowania recenzentom: Panu Profesorowi Janowi Głuchowskiemu oraz Panu Profesorowi Adamowi Hołubowi za cenne i konstruktywne sugestie i komentarze, które wpłynęły na ostateczną wersję opracowania i pozwoliły w znaczący sposób je udoskonalić.





## ROZDZIAŁ 1.

### ZEWNĘTRZNE BEZPIECZEŃSTWO FINANSOWE JAKO ELEMENT BEZPIECZEŃSTWA EKONOMICZNEGO PAŃSTWA

Wyjaśnienie istoty bezpieczeństwa finansowego państwa wymaga wcześniejszego rozpoznania znacznie szerszego pojęcia bezpieczeństwa ekonomicznego. Obydwa powyższe obszary bezpieczeństwa są zresztą bardzo często w potocznym rozumieniu ze sobą utożsamiane. Nie sposób bowiem jednoznacznie wskazać granicę między nimi i precyzyjnie oddzielić kwestie ekonomiczne od finansowych, gdyż przenikają się one w znacznym stopniu.

Jednym z najpopularniejszych kryteriów klasyfikacji bezpieczeństwa ekonomicznego państwa jest kryterium przedmiotowe. Analiza zagrożeń w tym ujęciu prowadzi do wyodrębnienia kilku obszarów bezpieczeństwa ekonomicznego, takich jak bezpieczeństwo:

- a. finansowe,
- b. surowcowo-energetyczne,
- c. żywnościowe (łącznie z dostępem do wody pitnej) oraz
- d. technologiczne.

Powyższe wymiary bezpieczeństwa ekonomicznego są ze sobą ściśle powiązane i bezwzględnie od siebie uzależnione. Poszczególne zagrożenia wpisane w wyszczególnione podzbiory wykazują tendencję do wzajemnej interferencji. Zjawisko znane z przyrody polega w tym wypadku na powstaniu nowego, silniejszego (wzmocnionego) rozkładu (zgodnej z cyklem gospodarczym) amplitudy zagrożeń, w wyniku nakładania się dwóch lub więcej niebezpieczeństw. Warunkiem trwałej interferencji zagrożeń jest ich korelacja. O taką w tym przypadku nie trudno. Gospodarka to bowiem gęsta sieć powiązań i relacji pomiędzy różnymi podmiotami, instytucjami i procesami. Zazwyczaj jednostkowa zmiana jednych wielkości, dzięki mnożnikom, powoduje wielokrotnie większe zmiany innych parametrów ekonomicznych.

Pośród wymienionych wyżej obszarów bezpieczeństwa ekonomicznego państwa aktualnie bezsprzecznie prym wiodą zagrożenia finansowe. W zasadzie wiele problemów współczesnego świata sprowadza się do odpowiedniej ilości pieniędzy. Podobnie jest z zagrożeniami bezpieczeństwa ekonomicznego państwa. Z powodzeniem wiele z nich można by wyeliminować (czy ograniczyć) dysponując odpo-

wiednimi zasobami środków pieniężnych. Zapewnienie niezbędnej ilości surowców naturalnych, właściwego poziomu i jakości wyżywienia czy kluczowej dla wzrostu gospodarczego nowoczesnej technologii, nie będzie możliwe w dłuższej perspektywie bez zachowania odpowiedniego poziomu bezpieczeństwa finansowego.

Powyższe potęguje problem postępującej w skali globalnej finansyzacji gospodarki światowej. Polega ona na nadmiernym wzroście zasobności, znaczenia i siły sektora finansowego oraz na jego oderwaniu od realnej sfery gospodarczej. W wyniku tego zwiększa się wpływ rynków i tzw. elit finansowych na politykę gospodarczą rządów, regulacje prawne, działalność przedsiębiorstw oraz w konsekwencji na życie społeczeństw. Powoduje to powstanie całej grupy nowych zagrożeń bezpieczeństwa ekonomicznego, których źródło pozostaje całkowicie poza kontrolą władz poszczególnych państw.

Z metodologicznego punktu widzenia wyszczególnione wyżej wstępne uwagi nie zmieniają faktu, że bezpieczeństwo ekonomiczne jest zagadnieniem znacznie szerszym, obejmującym swoim zakresem między innymi bezpieczeństwo finansowe. Teoretyczne wprowadzenie do zagadnień związanych z bezpieczeństwem ekonomicznym stanowi zatem podstawę w zrozumieniu współczesnego pojmowania bezpieczeństwa finansowego państwa.

### **1.1. Istota bezpieczeństwa ekonomicznego państwa**

Bezpieczeństwo ekonomiczne jest pojęciem używanym w literaturze przedmiotu już od dłuższego czasu. Wyłoniło się ono niejako samoistnie z obszaru bezpieczeństwa państwa wraz z zacieśnianiem się wzajemnych powiązań między gospodarkami i zmniejszeniem zagrożeń, jakie niosą za sobą konflikty zbrojne (Ullman 1983: 130, Nesadurai 2005: 4, Nasu 2011: 18, Buzan, Hansen 2009: 3). Jego znaczenie na przestrzeni ostatnich dziesięcioleci ulegało jednak modyfikacjom, które towarzyszyły historycznym zmianom w międzynarodowych stosunkach politycznych i gospodarczych. Pomimo znaczącego dorobku w tym zakresie do dnia dzisiejszego nie ma zgodności co do jednolitego definiowania bezpieczeństwa ekonomicznego (Siemiątkowski 2015).

Niezaprzeczalnym wydaje się fakt, że zagadnienie bezpieczeństwa ekonomicznego jest problemem interdyscyplinarnym. Ostatnimi czasy w polskiej literaturze uznanie i zwolenników zyskała definicja łącząca ujęcie politologiczne i ekonomiczne bezpieczeństwa ekonomicznego państwa i wymagająca interdyscyplinarnego podejścia, która traktuje bezpieczeństwo ekonomiczne jako „niezakłócone funkcjonowanie gospodarek, to znaczy utrzymanie podstawowych wskaźników rozwojo-

wych oraz zapewnienie komparatywnej równowagi z gospodarkami innych państw” (Księżopolski 2012: 178).

W praktyce każde państwo wypracowuje własny model bezpieczeństwa ekonomicznego. Opiera go na pewnych uniwersalnych filarach, jednak szczegółowe rozwiązania zazwyczaj różnią się od siebie. Tym samym jednoznaczne przyporządkowanie konkretnego rozwiązania do jednego z modeli teoretycznych jest trudne. Należy jednak podkreślić, że współczesne realia ekonomiczne i najnowsza historia gospodarcza wskazują wyraźnie, że bezpieczeństwo ekonomiczne państwa w głównej mierze uzależnione jest od procesów gospodarczych przebiegających w jego zewnętrznym otoczeniu międzynarodowym. Chodzi tu zarówno o relacje z gospodarkami sąsiednich państw i z całą gospodarką światową, jak i o odporność na czynniki pochodzące z otoczenia zewnętrznego, które negatywnie wpływają na funkcjonowanie gospodarki narodowej (Soroka 2012: 16). Akcentuje się zatem konieczność współpracy ekonomicznej, szczególnie na gruncie porozumień integracyjnych, zmierzającej do zapewnienia lub poprawy wysokiej pozycji konkurencyjnej kooperujących ze sobą stron względem podmiotów zewnętrznych. Powyższa definicja stanowi jednocześnie przyczynek do wyodrębnienia zewnętrznego i wewnętrznego bezpieczeństwa ekonomicznego państwa.

Definiując bezpieczeństwo ekonomiczne zaakcentować należy jeszcze jedną istotną kwestię. W praktyce, niezależnie od ekonomicznej ideologii rządzących, nie ma gospodarki bez polityki. Nieunikniony jest więc mniejszy lub większy zakres ingerencji państwa w gospodarkę. Bezpieczeństwo ekonomiczne jest zatem pochodną stanu ustroju politycznego i gospodarczego, bowiem sposób uregulowania przez polityków zasad funkcjonowania podmiotów gospodarczych oraz wzajemnych relacji pomiędzy nimi a instytucjami państwowymi, jak również zasad relacji międzynarodowych, wpływa na poziom bezpieczeństwa ekonomicznego państwa.

Bezpieczeństwo ekonomiczne oznacza zatem taki stan ustroju politycznego i, będącego jego następstwem, systemu gospodarczego, które zapewniają swobodę prowadzenia działalności podmiotom gospodarczym, stabilizację warunków makroekonomicznych prowadzenia tej działalności, względnie niskie obciążenia biurokratyczne i podatkowe, na tyle uregulowane stosunki międzynarodowej wymiany, aby zapewnić porównywalne warunki konkurencji oraz udział w międzynarodowych sojuszach zwiększających względną odporność na negatywne oddziaływanie otoczenia zewnętrznego (Siemiątkowski 2017).

## 1.2. Bezpieczeństwo ekonomiczne państwa w dobie globalizacji

Tradycyjne ujęcie bezpieczeństwa państwa eksponowało zagrożenia zewnętrzne, które mogły przyczynić się do destabilizacji funkcjonującego systemu. Zagrożenia te mogły mieć różne źródła, jednak podstawowe miały charakter militarny. Bezpieczeństwo ekonomiczne w systemie bezpieczeństwa państwa miało marginalny charakter, ograniczało się bowiem do eliminowania zagrożeń wewnętrznych, ukierunkowanych na zakłócanie poprawnego funkcjonowania wewnętrznego systemu gospodarczego, którego głównym zadaniem w obszarze bezpieczeństwa było zabezpieczenie zaopatrzenia dla tradycyjnych instytucji systemu bezpieczeństwa państwa.

Z biegiem czasu rola bezpieczeństwa ekonomicznego zaczęła ewoluować. Stało się ono (obok bezpieczeństwa militarnego i politycznego) równoprawnym filarem systemu bezpieczeństwa państwa. Dostrzeżono znaczenie siły gospodarki, jako kluczowego elementu, zapewniającego możliwości finansowania pozostałych składowych systemu bezpieczeństwa państwa.

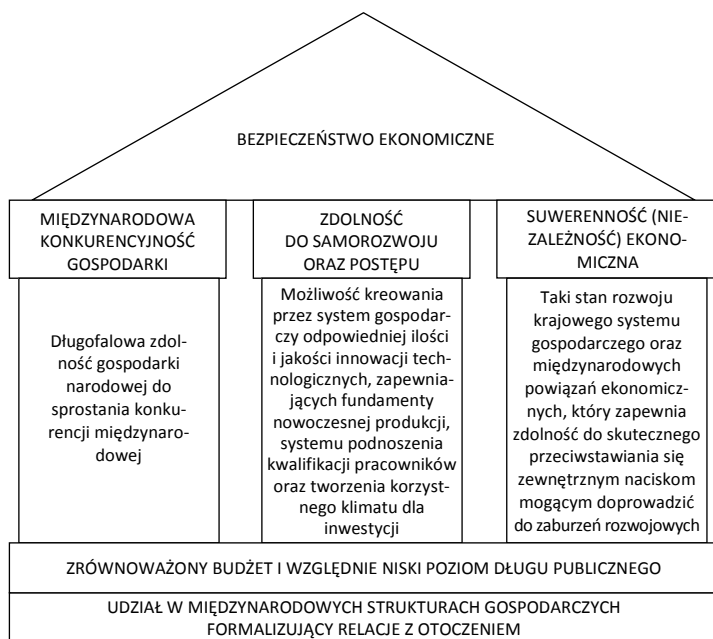
Potęga polityczna, siła ekonomiczna oraz siła militarna są obecnie ściśle ze sobą powiązane. Zasadniczo nie może być mowy o potędze politycznej zgodnej z zasadami demokracji bez silnej gospodarki (Gołębiowski 2015: 167). Jednocześnie budowanie siły ekonomicznej wymaga określonej (mniejszej lub większej) interwencji państwa w celu zapewnienia stabilności wzrostu gospodarczego (Fiedor 2013: 183-200). Podobnie siła militarna nie może istnieć bez solidnych fundamentów ekonomicznych, pozwalających nabywać najnowszy sprzęt wojskowy, prowadzić zaawansowane badania nad nowoczesnymi technologiami, inwestować w szkolenie armii czy finansować działania wojenne. „Nigdy wcześniej siła ekonomiczna i siła militarna nie były złączone bardziej niż obecnie” (Stoicescu 2007: 83).

Tradycyjne podejście do analizy bezpieczeństwa ekonomicznego nie uwypuklało zagrożeń dla państw i społeczeństw, wywoływanych przez globalizację gospodarki światowej, w szczególności przez deregulację rynków finansowych. Przez rynki finansowe przepływa obecnie więcej pieniędzy w ciągu tygodnia, niż wynosi roczna wartość światowego eksportu (prezydent.pl 2014). Rzadkość dóbr została zastąpiona rzadkością pieniądza, a siła ekonomiczna wielu korporacji transnarodowych (szczególnie finansowych) przewyższa potencjały poszczególnych gospodarek narodowych. Nowoczesna koncepcja bezpieczeństwa ekonomicznego powinna zatem szczególnie uwzględniać zagrożenia generowane przez tzw. globalny kapitalizm (Sulowski 2013: 34).

Postęp globalizacji w ostatnich dwóch dekadach spowodował dalszą ewolucję współzależności między poszczególnymi obszarami bezpieczeństwa państwa i

sprawił, że należy zmodyfikować ich hierarchię. Nie bez przyczyny mówi się coraz częściej, że pieniądź rządzi światem. We współczesnej zglobalizowanej gospodarce dysproporcje pomiędzy strumieniami pieniędzy a strumieniami przepływu towarów są ogromne, a dominacja tych pierwszych bezsporna. Różnorodne powiązania międzynarodowe powodują, że bieżąca sytuacja jednego podmiotu jest ściśle uzależniona od postępowania oraz sytuacji innych uczestników rynku. Kluczowe znaczenie dla utrzymania bezpieczeństwa państwa ma dzisiaj zatem zapewnienie bezpieczeństwa ekonomicznego. Jest to o tyle istotne, że w obliczu rosnących nadwyżek prywatnego kapitału można przypuszczać, że rozbieżność celów sektora prywatnego i publicznego będzie się pogłębiać.

Rys. 1.1. Fundamenty i filary bezpieczeństwa ekonomicznego państwa w dobie globalizacji



Źródło: Siemiątkowski 2015: 37.

Elementarne poczucie bezpieczeństwa ekonomicznego współczesnego państwa, będącego uczestnikiem globalnego rynku, zapewnia sformalizowanie udziału w międzynarodowych strukturach gospodarczych, takich jak np.: Międzynarodowy Fundusz Walutowy (MFW), Światowa Organizacja Handlu (WTO), Organizacja Współpracy Ekonomicznej i Rozwoju (OECD) czy choćby Unia Europejska (UE) (por.

rys. 1.1). Respektowanie zasad stanowionych przez te organizacje tworzy fundamenty polityki gospodarczej i ramy bezpieczeństwa ekonomicznego państwa. Zważywszy na fakt, że wszystkie państwa pozostają obecnie pod silnym wpływem uwarunkowań międzynarodowych, przyjęcie wspólnych zasad funkcjonowania w przestrzeni globalnej jest podstawą zdrowej konkurencji (Siemiątkowski 2015).

Modyfikacji ulega także hierarchia w postrzeganiu bezpieczeństwa ekonomicznego. Jak już wspomniano wyżej, bezpieczeństwo ekonomiczne państwa zależy od wielu uwarunkowań, jednak kluczowym czynnikiem wydają się kwestie finansowe. Jako że bezpieczeństwo ekonomiczne jest jednym z filarów bezpieczeństwa państwa, jego fundamentem (rys. 1.1) powinien być również zrównoważony budżet oraz względnie niski poziom długu publicznego. Są to podstawowe cele polityki budżetowej państwa (Patrzałek 2008: 380-381), które mają zasadnicze znaczenie w osiągnięciu równowagi systemu ekonomicznego. Powyższe kwestie są szczególnie istotne w okresie, kiedy światowy kryzys finansowy z 2008 r. sprawił, że wiele państw znalazło się na skraju niewypłacalności. Okazało się, że nadmierne zaufanie do keynesowskiego przyzwolenia na zadłużanie się w warunkach gospodarki globalnej powinno zostać ograniczone (Raczkowski 2014: 314, Hołyst 2014: 241).

Filarami bezpieczeństwa ekonomicznego w dobie globalizacji, opartymi na fundamentach ścisłej integracji międzynarodowej i znajdującego się pod kontrolą zadłużenia, powinny być: wysoki poziom międzynarodowej konkurencyjności państwa, zdolność do samorozwoju i postępu oraz niezależność gospodarcza (rys. 1.1).

Międzynarodowa konkurencyjność gospodarki nie jest pojęciem jednolicie definiowanym w literaturze przedmiotu, zwykle oznacza jednak długofalową zdolność gospodarki narodowej do sprostania konkurencji międzynarodowej (Bukowski 2006: 52). Konkurencyjność odgrywa kluczową rolę w osiągnięciu wysokiego tempa wzrostu gospodarczego, a zarazem w zachowywaniu zdolności do długookresowego rozwoju. Istotna jest także ze względu na udział krajowych podmiotów gospodarczych w rynku globalnym. Międzynarodowa zdolność konkurencyjna oznacza, że gospodarka „dostosowuje swoje cele społeczno-ekonomiczne oraz mechanizm funkcjonowania nie tylko do wewnętrznych warunków, ale również do uwarunkowań międzynarodowych, [...] jest zdolna podjąć skuteczne działania, które nie tylko w sposób twórczy wykorzystują zmiany zachodzące w strukturze gospodarki światowej dla pobudzenia własnego rozwoju, ale także będą oddziaływać na zmiany warunków konkurencji w sposób zapewniający zwiększenie korzyści z udziału w międzynarodowym podziale pracy” (Bossak 1984: 42).

Konkurencyjność kształtuje się obecnie także poprzez uczestnictwo państwa w międzynarodowych łańcuchach tworzenia wartości dodanej (Dicken i in. 2011: 89-

112). Bez wysokiej konkurencyjności i szybkiego wzrostu gospodarczego nie może być mowy o osiągnięciu bezpieczeństwa ekonomicznego we współczesnej, globalnej gospodarce. Ta zaś nie będzie osiągnięta bez wypracowania długofalowych zdolności gospodarki do samorozwoju i postępu technologicznego. To z kolei „wymaga stworzenia sprzyjającego klimatu dla inwestycji oraz innowacji, permanentnej modernizacji wytwórczości, doskonalenia kwalifikacji wykształconego, rozwiniętego cywilizacyjnie (w określonej kulturze) personelu” (Kłosiński 2008: 41).

Dlatego też drugim filarem bezpieczeństwa ekonomicznego powinna być zdolność gospodarki do samorozwoju i postępu technologicznego. Oznacza ona możliwość kreowania przez system gospodarczy odpowiedniej ilości i jakości innowacji technologicznych, zapewniających fundamenty nowoczesnej produkcji. Ścieżką prowadzącą do powyższego celu jest inwestowanie w kapitał ludzki, wykształcenie odpowiedniej jakości zespołów specjalistów, którzy będą zdolni nie tylko do opracowania wynalazków, ale także do ich upowszechnienia na skalę globalną. Szansę na osiągnięcie tego celu daje wielokierunkowy transfer wiedzy, m.in. poprzez udział w międzynarodowych konsorcjach badawczych. Produkcja nowoczesnych, wysoko przetworzonych dóbr oraz oferowanie innowacyjnych usług stało się we współczesnych gospodarkach podstawową determinantą sukcesu przedsiębiorstw, a nawet ich przetrwania na wymagającym, globalnym rynku. Dynamiczny rozwój przedsiębiorstw dzięki polityce innowacyjności przekłada się następnie na pozycję konkurencyjną całej gospodarki (Prystrom 2012: 499). Aby zachęcić firmy do inwestowania w działalność innowacyjną, należy zadbać o stworzenie korzystnego klimatu dla inwestycji i innowacji. Niektóre państwa stosują szeroko rozbudowane zachęty, dodatkowo motywując firmy do opracowywania innowacji. Jednym z kanałów transmisji innowacji do gospodarki jest inwestowanie w nią przez zewnętrzne podmioty (Lizińska, Marks-Bielska 2014: 726). W ramach drugiego filaru bezpieczeństwa ekonomicznego warto więc wypracować także rozsądną, sektorową politykę przyciągania zagranicznego kapitału.

Kreowanie i wdrażanie liczących się innowacji wymaga sprawnie funkcjonującego systemu podnoszenia kwalifikacji pracowników. Konieczna jest więc właściwa polityka w sferze edukacji i szkolnictwa wyższego, zapewniająca dopływ do gospodarki wysoko wyspecjalizowanych kadr, które będą w stanie sprostać wymaganiom rynku, także w zakresie tworzenia innowacji (Ross, Fernström 2005).

Postęp wymaga stabilności i zrównoważenia gospodarki. Bez tego wypracowywanie i wdrażanie innowacji nie będzie owocne. Przyczynia się do tego m.in. tworzenie mechanizmów gwarantujących swobodę prowadzenia działalności gospodarczej, zapewnienie realizacji praw własności, podejmowanie działań stabilizacji

jących gospodarkę w ujęciu makroekonomicznym czy niwelowanie skutków kryzysów.

Trzeci filar bezpieczeństwa ekonomicznego państwa w warunkach globalizacji stanowi suwerenność (niezależność) ekonomiczna. Tradycyjne rozumienie suwerenności oznacza zdolność do samodzielnego i niezależnego sprawowania władzy politycznej nad określonym terytorium i grupą osób (Grącik-Zajączkowski 2011: 236). Klasykna koncepcja suwerenności ewoluowała jednak w ostatnich dziesięcioleciach wraz z rozwojem procesów międzynarodowych zależności i powiązań między gospodarkami. Miał na to zasadniczy wpływ postęp procesów integracyjnych we współczesnym świecie. Obecne pojmowanie suwerenności nadal jest ściśle powiązane z państwem. Nie ma suwerenności bez państwa (Kranz 2006: 16). Jednak rozwój ugrupowań integracyjnych sprawił, że państwa dobrowolnie delegują część praw suwerennych na rzecz instytucji międzynarodowych w zamian za obietnicę współpracy w pokonywaniu międzynarodowych trudności, często o charakterze globalnym (Czaputowicz 2004: 16). Tego typu działanie państw określane jest mianem gromadzenia suwerenności (*pooling sovereignty*) (Jagiello i in. 2001: 24). W sytuacji pogłębiających się współzależności nawet silne gospodarczo państwa nie są w stanie w pojedynkę kreować międzynarodowych stosunków gospodarczych oraz politycznych, i muszą współdziałać z innymi podmiotami światowej polityki (Grącik-Zajączkowski 2011: 246-247).

Wydaje się, że wszelkie formy integracji instytucjonalnej, takie jak Unia Europejska, są słusznym kierunkiem kreowania współpracy międzynarodowej na wielu polach, w tym przede wszystkim na gruncie ekonomicznym. Przekazanie części suwerennych praw w zakresie polityki gospodarczej na poziom ponadnarodowy jest zatem uzasadnione i rekompensowane różnego rodzaju korzyściami (Siemiątkowski 2015).

Suwerenność ekonomiczna, jako filar nowoczesnej koncepcji bezpieczeństwa ekonomicznego, powinna więc uwzględniać międzynarodowe, integracyjne powiązania gospodarcze, będące wynikiem instytucjonalizacji procesów integracji (Aleksandrowicz 2011: 18-19). W warunkach globalizacji suwerenność ekonomiczna, rozumiana jako zdolność państwa do przeciwstawiania się zewnętrznej ingerencji w kwestie gospodarcze, jest wręcz zdeterminowana uczestnictwem w silnych strukturach integracyjnych, a co za tym idzie – dobrowolnym zrzeczeniem się części suwerennych kompetencji w zakresie polityki gospodarczej i przekazaniem ich na szczebel ponadnarodowy. W dobie globalizacji, internacjonalizacji przedsiębiorstw i mobilności czynników produkcji, utrata narodowej suwerenności jest traktowana



często jako konieczny koszt zagranicznych inwestycji bezpośrednich (Carbaugh 2000: 81).

Podstawą trzeciego filaru bezpieczeństwa ekonomicznego, suwerenności ekonomicznej, uwzględniającej (wymuszone globalizacją) dobrowolne przeniesienie części suwerennych kompetencji na szczebel międzynarodowy, jest rozwój gospodarczy. Postępujące w gospodarce zmiany ilościowe, dotyczące wzrostu produkcji, zatrudnienia, inwestycji, rozmiarów kapitału, dochodów, konsumpcji i innych wielkości ekonomicznych, charakteryzujących gospodarke od strony ilościowej (wzrost gospodarczy), jak również towarzyszące im zmiany o charakterze jakościowym (zmiany organizacji społeczeństwa) są gwarantem zdolności do przeciwstawiania się ingerencji zewnętrznej w kwestie gospodarcze, gwarantem suwerenności ekonomicznej (Siedlecki 2000: 81).

Samą suwerenność gospodarczą rozumie się natomiast w dwóch wymiarach: niepodzielnym (*non-distributive*) oraz współdzielonym (*distributive*) (Yong 2007: 68).

Pierwszy wymiar odnosi się do władzy gospodarczej, która jest właściwa każdemu państwu. W tradycyjnym rozumieniu ten obszar suwerenności nie może być dystrybuowany na zewnątrz, tzn. nie może być współdzielony z innymi państwami. W gestii suwerenności niepodzielnej leżą przede wszystkim narodowe decyzje strategiczne dotyczące:

- systemu ekonomicznego państwa,
- własności zasobów naturalnych.

Drugi wymiar suwerenności gospodarczej odnosi się do tzw. siły ekonomicznej. Może być ona współdzielona z innymi podmiotami. W zakresie suwerenności współdzielonej bierze się pod uwagę politykę ekonomiczną, w szczególności politykę przemysłową. Obecnie, co pokazują także bieżące doświadczenia ugrupowań integracyjnych, w obszarze współdzielonej polityki ekonomicznej mogą się również znajdować: polityka handlowa, rolna, bezpieczeństwa i obrony czy monetarna (Doliwa-Klepacki 1996: 141-174). Drugim obszarem w powyższym zakresie, z reguły ściśle powiązanych z poprzednim, jest ustanawianie i utrzymywanie instytucji odpowiedzialnych za podejmowanie suwerennych decyzji, wynikających z przeniesienia części kompetencji narodowych na szczebel ponadnarodowy (Justyński 2003: 40-86, Perkowski 2002: 57-64). Przykładem takich instytucji, których decyzje w stosunku do gospodarki mogą być współdzielone są banki centralne państw strefy euro. Ich działania uzależnione są od decyzji podmiotu zewnętrznego (Europejskiego Banku Centralnego). Można zatem powiedzieć, że jest to przykład współdzielonej suwerenności gospodarczej.

Granica pomiędzy suwerennością ekonomiczną niepodzielną i współdzieloną nie jest ściśle określona. Można powiedzieć, że jest różna w różnych państwach. Poza tym, jak już wcześniej wskazano, bardzo często pewne elementy ekonomicznej suwerenności niepodzielnej w wyniku zmian wymuszonych przede wszystkim globalizacją zaczynają przechodzić w obszar suwerenności współdzielonej, tworząc międzynarodowe „złożone współzależności” (Keohane, Nye 2001: 7-8). Przebieg granicy pomiędzy dwoma typami suwerenności ekonomicznej jest uwarunkowany wieloma czynnikami, jednak najważniejsze z nich to:

- narodowa siła ekonomiczna,
- poziom rozwoju ekonomicznego.

Obydwa te czynniki mają fundamentalny wpływ na zdolność do przeciwstawiania się zewnętrznej ingerencji w kwestie gospodarcze. „W obecnym porządku międzynarodowym – kształtowanym przez państwa rozwinięte i ustanowionym w celu utrzymywania ich ekonomicznej pozycji – moc siły przewagi konkurencyjnej państw rozwiniętych pozwala im naruszać suwerenność innych państw” (Yong 2007: 68). Wysoki poziom rozwoju gospodarczego oraz odpowiednia siła ekonomiczna gospodarki, pozwalająca wywierać wpływ na funkcjonowanie innych uczestników „globalnej wioski”, w dużej mierze uprawdopodobniają osiągnięcie i utrzymanie w dłuższym okresie suwerenności ekonomicznej. Nie oznacza to stuprocentowego sukcesu w omawianym zakresie. W dobie globalizacji wysoki stopień skomplikowania stosunków międzynarodowych sprawia, że ryzyko związane z funkcjonowaniem na globalnym rynku jest na tyle duże, że żaden z założonych przez państwowe władze celów ekonomicznych nie jest dzisiaj pewny (Siemiątkowski 2015).

Specyfika globalizacji powoduje, że głównymi graczami na globalnym rynku nie są państwa. Stanowią one jedynie tło funkcjonowania znacznie potężniejszej siły ekonomicznej, będącej niejako „zbrojnym ramieniem” każdej gospodarki (Rosińska-Bukowska 2009: 134). Mowa o korporacjach transnarodowych. Podmioty te odgrywają dzisiaj kluczową rolę w utrzymaniu suwerenności gospodarczej państwa. Dzięki pozostającym w ich dyspozycji potężnym zasobom (przewyższającym często możliwości budżetów poszczególnych państw) korporacje transnarodowe naruszają niezależność ekonomiczną swoich państw oraz innych gospodarek (Stiglitz 2005: 74-77).

Ogromne, transgraniczne transfery kapitału w skali światowej świadczą o tym, że ekspansja korporacji międzynarodowych jest dzisiaj powszechna. Jeśli przemysł czy sektor finansowy są kontrolowane przez podmioty zagraniczne, autonomiczność integralności ekonomicznej jest kwestią sporną. Chociaż strategiczne cele państw rozwijających się są zgodne z istotnymi interesami ekonomicznymi państw

rozwiniętych, w tym ich korporacji transnarodowych, otwieranie gospodarek na rynek międzynarodowy powoduje, że suwerenność ekonomiczna słabszych podmiotów jest coraz bardziej naruszana, często pod pozorem pomocy gospodarczej (Stiglitz 2007: 259-260). Globalizacja oraz międzynarodowy porządek ekonomiczny, generując niebezpieczeństwa ekonomiczne na poziomie państw, przyczyniają się do destabilizacji narodowego poziomu bezpieczeństwa, szczególnie państw słabiej rozwiniętych (Ahmed 2004: 124).

Wielkimi beneficjentami globalizacji pozostają zatem korporacje transnarodowe, które funkcjonują poza granicami państwa. Planują, produkują oraz uprawiają marketing na skalę globalną, realizując różnorodne strategie wszędzie tam, gdzie można osiągnąć zyski. Wiele tych korporacji ma większą potęgę ekonomiczną niżeli państwa, w których funkcjonują. W połączeniu z zasadami wolnego handlu oznacza to, że często podmioty te wymykają się obowiązującym przepisom prawa (Karliner 1997). Praktyką, z którą próbują walczyć aparaty skarbowe wielu państw, jest unikanie płacenia podatków przez korporacje transnarodowe czy płacenie ich w innych państwach (gdzie obowiązują niższe stawki). Jako że tylko nieliczne firmy urastają do rozmiarów międzynarodowej korporacji, stosunkowo niewielka liczba tych podmiotów zdominowała globalny rynek i pozostałych jego uczestników, zarządzając znaczną częścią światowych zasobów kapitału i dysponując wystarczającą siłą do ochrony swoich interesów (Kuźniar 2003: 211-212, Drezner 2009: 9). Dodatkowym zagrożeniem jest tutaj potencjalna sprzeczność bezpieczeństwa poszczególnych korporacji z bezpieczeństwem państwa.

### **1.3. Zewnętrzne i wewnętrzne bezpieczeństwo ekonomiczne państwa**

Z punktu widzenia celu niniejszego opracowania istotne jest wskazanie różnicy pomiędzy ekonomicznym bezpieczeństwem zewnętrznym a ekonomicznym bezpieczeństwem wewnętrznym. Rozróżnienie to dotyczy również wszystkich wymienionych wcześniej obszarów bezpieczeństwa ekonomicznego, w tym bezpieczeństwa finansowego. Zewnętrzne bezpieczeństwo ekonomiczne dotyczy braku zagrożeń ze strony zagranicznych podmiotów gospodarczych i zjawisk oraz wykorzystywania różnorodnych relacji z zagranicą do osiągania poszczególnych celów ekonomicznych. Wewnętrzne bezpieczeństwo ekonomiczne dotyczy zaś wewnętrznej równowagi gospodarki, sprawnego mechanizmu konkurencji rynkowej oraz umiejętności wykorzystywania endogenicznych czynników rozwoju (Stachowiak i in. 2014: 39).

Zapewnienie bezpieczeństwa ekonomicznego państwa wymaga zatem zarówno podjęcia działań wewnątrzgospodarczych, jak i odpowiedniej polityki dotyczącej otoczenia zewnętrznego. Do pierwszej grupy można zaliczyć wszystkie te działania,

które będą sprzyjały stymulowaniu tzw. zrównoważonego rozwoju gospodarczego, tj. wzrostowi gospodarczemu, podpartemu szerokimi zmianami jakościowymi w gospodarce, przy jednoczesnej harmonii ze środowiskiem naturalnym. Istotne będzie zatem likwidowanie barier swobodnej konkurencji rynkowej, wspieranie i promocja przedsiębiorczości oraz zwiększenie swobody działalności gospodarczej (Sobel i in. 2007: 221). W przypadku dużej grupy działań kluczowe staje się wzmocnienie odporności na zewnętrzne zjawiska i zdolności kontrolowania stopnia i zakresu ich oddziaływania na gospodarkę krajową. Dlatego w otoczeniu zewnętrznym niezwykle istotna wydaje się kwestia zawierania sojuszy ekonomicznych, pozwalających w przypadku powstania zagrożeń ekonomicznych uzyskać szerokie wsparcie międzynarodowe. Współczesne gospodarki mają zasadniczo dwie możliwości: włączyć się w strukturę światowej gospodarki i podążać za trendami globalizacji lub pozostać na peryferiach globalnego rynku, jednocześnie skazując się na marginalizację na arenie międzynarodowej. Jedna i druga droga niosą za sobą potencjalne niebezpieczeństwa. Wydaje się jednak, że wspólne tworzenie w przestrzeni międzynarodowej sprzyjających warunków do rozwoju gospodarczego przez wielu uczestników globalnego rynku stwarza większe możliwości osiągnięcia założonego poziomu bezpieczeństwa w porównaniu z sytuacją osamotnienia i pozostawania na uboczu globalnych trendów (Buzan 1984: 597).

Bezpieczeństwo ekonomiczne można charakteryzować także w ujęciu statycznym i dynamicznym. Statyczne podejście do bezpieczeństwa ekonomicznego stanowi analogię do pojmowania kwestii ekonomicznych w ujęciu zasobów, tzn. określenia ich stanu zazwyczaj na koniec badanego okresu. Charakteryzuje się tu stan bezpieczeństwa gospodarki w danym momencie. Ujęcie dynamiczne natomiast to analogia do strumieni wielkości ekonomicznych, tzn. analizy przepływów w określonych jednostkach czasu (np. latach). W tym wypadku przeprowadza się analizę procesu, którego zadaniem jest zapewnienie przetrwania i rozwoju systemu gospodarczego w warunkach zagrożeń zewnętrznych i wewnętrznych (Siemiątkowski 2015).

Bezpieczeństwo ekonomiczne jest elementem bezpieczeństwa międzynarodowego, stanowiącego układ stosunków i zależności w strefie politycznej, militarnej oraz ekonomicznej (Perczyński 1985: 95). Bezpieczeństwo międzynarodowe jest rozumiane w dwóch wymiarach. W wąskim (negatywnym) oznacza niewystępowanie zagrożeń wewnętrznych i zewnętrznych. W szerokim (pozytywnym) wymiarze bezpieczeństwo międzynarodowe jest pojmowane jako budowanie własnej pozycji w przestrzeni międzynarodowej dzięki kooperacji z pozostałymi uczestnikami globalnej rzeczywistości, a także, poprzez własny rozwój, eliminowanie zagrożeń lub

wpracowanie umiejętności skutecznego ich odpierania. Współczesne zmiany w strukturze relacji globalnych sprawiły, że problematyka bezpieczeństwa stała się dzisiaj zagadnieniem o wymiarze międzynarodowym (Misiuk 2013: 29).

#### **1.4. Istota zewnętrznego bezpieczeństwa finansowego państwa**

Bezpieczeństwo finansowe jest jednym z kluczowych obszarów bezpieczeństwa ekonomicznego państwa, a zagrożenia o charakterze finansowym są współcześnie najistotniejszymi dla bezpieczeństwa państwa, ponieważ dotyczą krwiobiegu gospodarki, jakim jest jej system finansowy, którym płyną źródła finansowania dla wszystkich podmiotów gospodarczych. Naruszenie stabilności finansowej może doprowadzić do utraty suwerenności ekonomicznej państwa, która jest jednym z filarów bezpieczeństwa ekonomicznego, a tym samym bezpieczeństwa państwa. „Stabilność finansowa nie powinna być jednak utożsamiana z równowagą makroekonomiczną (wiążącą się m.in. z prawnie określonym limitem zadłużenia publicznego), ale ze stanem, w którym nie występuje ryzyko systemowe (ryzyko zarażenia), czyli sytuacja, w której kryzys obecny w jednym kraju czy regionie staje się bezpośrednią przyczyną niestabilności systemu finansowego w innym kraju czy regionie, a nawet osiąga wymiar międzynarodowy. Stąd też zasadniczo stabilność finansowa jest definiowana „negatywnie” jako brak kryzysu finansowego” (Jurkowska-Zeidler 2008: 85).

Bezpieczeństwo finansowe nie zostało dotychczas precyzyjnie zdefiniowane w literaturze przedmiotu. Autorzy opracowań naukowych albo rezygnują z definiowania tego pojęcia albo odnoszą je do kwestii systemu finansowego państwa. Z metodologicznego punktu widzenia zdefiniowanie bezpieczeństwa finansowego wymaga określenia przedmiotu ochrony oraz źródła zagrożenia. W tym kontekście właściwym wydaje się wyróżnienie wewnętrznego i zewnętrznego bezpieczeństwa finansowego, choć w dobie umiędzynarodowienia rynków finansowych wytyczenie wyraźnej granicy pomiędzy jednym a drugim jest niezwykle trudne.

W powyższym ujęciu wewnętrzne bezpieczeństwo finansowe można rozumieć jako „ogół regulacji prawnych oraz samoregulacji, mających na celu zapewnienie stabilności finansowej oraz ochronę interesów uczestników rynku korzystających z usług pośredników finansowych, a także ogół instytucji odpowiadających za kontrolę przestrzegania tych regulacji i samoregulacji” (Iwanowicz-Drozdowska 2008: 22). Według nieco innej, szerszej interpretacji jest to „zespół rozwiązań instytucjonalnych i regulacji prawnych, mających na celu ochronę systemu finansowego przed destabilizacją” (Wierzba 2005: 38). W powyższy obszar bezpieczeństwa finansowego wpisuje się również definicja, traktująca je „jako stan równowagi finansowej,

majątkowej, ekonomicznej, przejawiający się w dobrej kondycji ekonomiczno-finansowej, co pozwala na szybkie reagowanie na pojawiające się zagrożenia” (Capiga 2014: 120-121).

W takim ujęciu determinanty bezpieczeństwa finansowego, a zarazem źródła jego zagrożeń, należy traktować z perspektywy mikroekonomicznej i makroekonomicznej. Mikroekonomiczne determinanty bezpieczeństwa finansowego będą dotyczyły pojedynczych elementów systemu finansowego, które mają przełożenie na funkcjonowanie sektora finansowego państwa jako całości. Zalicza się do nich:

1. bezpieczeństwo instytucji finansowych,
2. bezpieczeństwo transakcji finansowych,
3. bezpieczeństwo segmentów rynku finansowego,
4. bezpieczeństwo klienta rynku finansowego (Capiga 2010: 12).

Determinanty makroekonomiczne bezpieczeństwa finansowego odnoszą się do systemu instytucji szczebla centralnego, tworzących tak zwaną sieć bezpieczeństwa finansowego i obejmują:

1. rządy,
2. banki centralne,
3. instytucje nadzoru finansowego,
4. systemy gwarantowania depozytów (Szczepańska 2008: 50).

Oprócz samych instytucji istotne są w tym zakresie również obowiązujące regulacje prawne, które warunkują ich zakres oddziaływania i kompetencje. Zatem „całokształt instytucji i regulacji, mających na celu ochronę systemu finansowego przed destabilizacją, to sieć bezpieczeństwa finansowego” (Capiga 2011: 43). To od sprawności jej funkcjonowania zależy wewnętrzne bezpieczeństwo finansowe gospodarki.

Drugim rodzajem bezpieczeństwa finansowego państwa jest bezpieczeństwo zewnętrzne. W ujęciu konkretnej instytucji oznacza bezpieczeństwo otoczenia, w jakim ona funkcjonuje, czyli stabilność systemu finansowego. Zdefiniowanie zewnętrznego bezpieczeństwa finansowego gospodarki wymaga jednak szerszego podejścia do problemu. W tym wypadku przedmiotem ochrony byłaby stabilność finansowa gospodarki (na każdym poziomie). Zagrożenia wynikają zaś przede wszystkim z możliwości ewentualnego odwrotu zewnętrznych strumieni finansowania, oraz z potencjalnych rozbieżności pomiędzy celami właścicieli kapitału a potrzebami gospodarki.

**Zewnętrzne bezpieczeństwo finansowe państwa** oznacza więc taki poziom rozwoju gospodarki i jej międzynarodowych relacji ekonomicznych, które zapewniają stabilność finansową podstawowych jednostek (gospodarstw domowych i

przedsiębiorstw), systemu finansowego, instytucji państwowych wobec potencjalnych zawirowań na globalnym rynku, skutkujących odpływem zewnętrznych strumieni finansowania oraz wzrostem kosztów obsługi zadłużenia.

W powyższym kontekście najważniejszymi aspektami bezpieczeństwa finansowego państwa są: właściwa struktura międzynarodowych przepływów kapitału, stabilność sektora finansowego, niewzmagający ryzyka inwestycyjnego poziom zadłużenia (zagranicznego, publicznego, sektora bankowego, przedsiębiorstw i gospodarstw domowych) oraz wzmacniająca wiarygodność wielkość oficjalnych aktywów rezerwowych. Oznacza to, że poziom zewnętrznego bezpieczeństwa finansowego gospodarki determinowany jest zasadniczo pięcioma kluczowymi czynnikami: siecią bezpieczeństwa finansowego, wraz ze strukturą akcjonariatu sektora bankowego, stopniem rozwoju gospodarki i jej konkurencyjnością, sprawnością instytucji publicznych, przenoszącą regulacje do sfery realnej gospodarki narodowej (Raczkowski 2014: 316) oraz bezpiecznym poziomem zadłużenia (publicznego, prywatnego i zagranicznego) i adekwatną do zewnętrznej ekspozycji gospodarki wielkością i strukturą oficjalnych aktywów rezerwowych (tj. takim ich poziomem, który nie zakłóca swobody dostępu do zewnętrznych źródeł finansowania i nie wzmacnia jego kosztu). W powyższym podejściu uwidacznia się ścisły związek pomiędzy stabilnością finansową, rozumianą jako odporność na skutki zewnętrznych szoków finansowych a bezpieczeństwem finansowym.

### **1.5. Specyfika zewnętrznych finansowych zagrożeń bezpieczeństwa ekonomicznego państwa**

Zagadnienie zagrożeń bezpieczeństwa ekonomicznego państwa jest materią niezwykle skomplikowaną. Brakuje wciąż zgodności zarówno w zakresie samej definicji zagrożeń bezpieczeństwa ekonomicznego, jak i ich klasyfikacji. Autorzy niniejszej książki zdają sobie sprawę, że nie rozwiążą powyższych problemów, pragną jednak rozwinąć kwestie finansowych zagrożeń bezpieczeństwa ekonomicznego państwa, które mają swoje źródło poza macierzystą gospodarką.

Zagrożenie ekonomiczne, zatem również finansowe, definiowane jest jako stan, w którym państwo nie potrafi przeciwstawić się czynnikom zewnętrznym i/lub wewnętrznym, ograniczającym rozwój społeczno-ekonomiczny, a przez to osłabiającym potencjał gospodarczo-obronny (Kamiński 1995). Może więc ono mieć swoje źródło zarówno wewnątrz gospodarki, jak i w jej otoczeniu. Przedmiotem niniejszego opracowania są zagrożenia, które mają swoje źródło w przestrzeni międzynarodowej. Potencjał zagrożeń istniejący w otoczeniu międzynarodowym może być rozpatrywany w trzech wymiarach:

1. globalnym,
2. regionalnym,
3. stosunków dwustronnych (Stachowiak i in.: 65).

Wymiar globalny dotyczy procesów, które obejmują swoim zasięgiem całość światowych stosunków międzynarodowych. Może mieć on charakter bezpośredni lub pośredni. Bezpośredni potencjał zagrożeń w wymiarze globalnym związany jest z rosnącym znaczeniem międzynarodowych przepływów towarów, kapitału czy siły roboczej lub też z uczestnictwem w organizacjach międzynarodowych. Charakter pośredni polega na tym, że stosunek podmiotów zewnętrznych do Polski i jej gospodarki jest wypadkową kształtu międzynarodowych stosunków ekonomicznych, przykładowo relacji UE-USA.

Regionalny wymiar międzynarodowego potencjału zagrożeń związany jest z uczestnictwem państwa w regionalnych porozumieniach gospodarczych. Przykładem jest członkostwo Polski w Unii Europejskiej, które może generować różnorakie zagrożenia zewnętrzne, związane choćby z przeniesieniem części kompetencji w zakresie polityki gospodarczej na szczebel ponadnarodowy.

Wreszcie potencjał zagrożeń w środowisku międzynarodowym, rozpatrywany w wymiarze stosunków dwustronnych odnosi się do relacji pomiędzy partnerami w wymianie ekonomicznej. Relacje te mogą przybierać charakter współzależności ekonomicznej lub jednostronnej zależności (rdzeń-peryferia). Należy przy tym stanowczo zaznaczyć, że zasadniczo nie należy rozpatrywać jako zagrożenia sytuacji wynikających bezpośrednio z rynkowego mechanizmu konkurencji międzynarodowej.

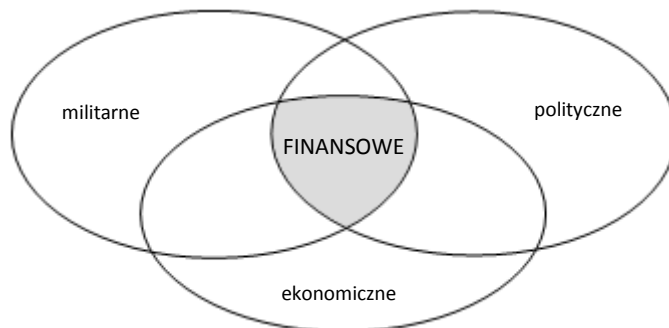
Wyjaśnienie finansowego aspektu zewnętrznych zagrożeń bezpieczeństwa ekonomicznego państwa wymaga odwołania się do elementarnej teorii filarów bezpieczeństwa państwa. Zgodnie z nią zachowanie założonego poziomu bezpieczeństwa państwa oznacza brak zagrożeń w sferze militarnej, politycznej i ekonomicznej. Przyjmuje się powszechnie, że trzy powyższe sfery bezpieczeństwa państwa są ze sobą ściśle związane i jednocześnie silnie od siebie zależne. Zgodnie z powyższym podejściem zewnętrznych zagrożeń bezpieczeństwa państwa należy poszukiwać w jego otoczeniu (globalnym, międzynarodowym, relacjach dwustronnych), w stosunkach: militarnych, politycznych i ekonomicznych.

Z racji jednak ścisłych powiązań pomiędzy powyższymi obszarami bezpieczeństwa państwa, ich dokładniejsza analiza prowadzi do wniosku, że istnieją zagrożenia zewnętrzne, które teoretycznie należą do różnych obszarów, ale jednocześnie mają wspólne źródła (przyczyny). Jednym z tego typu zagrożeń są zewnętrzne zagrożenia finansowe (por. rys. 1.2). Mają one swoje źródło zarówno w obszarze militarnym,



politycznym, jak i ekonomicznym. Ich wspólnym mianownikiem są międzynarodowe przepływy czynników produkcji, które generują zagrożenia wynikające z odpływu i dopływu kapitału do gospodarki.

Rys. 1.2. Typologia zewnętrznych zagrożeń bezpieczeństwa państwa



Źródło: opracowanie własne.

Przykładem generowania zagrożeń finansowych przez militarny filar bezpieczeństwa państwa są koszty utrzymania, wyposażenia i wyszkolenia armii oraz finansowania zagranicznych misji wojskowych. Koszty te stanowią niejednokrotnie znaczący odsetek PKB. Wielu gospodarek państw. Nie wszystkie gospodarki są w stanie udźwignąć takie obciążenia. Często pochłaniają one istotną część łącznych wydatków budżetu państwa. Koszt zagranicznych misji wojskowych spoczywa zazwyczaj na barkach państwa, które w ramach międzynarodowych porozumień wystawia kontyngent wojskowy. A ponieważ większość współczesnych gospodarek ma trudności z dopinaniem budżetu państwa, realizacja dodatkowych zadań zwiększa rozmiary zadłużenia, które w sytuacji ograniczonej ilości krajowego kapitału, finansowane jest w dużej mierze przez podmioty zagraniczne. Występuje tutaj zatem wyraźny styk płaszczyzn militarnej, politycznej i ekonomicznej bezpieczeństwa państwa, gdzie wiele kwestii sprowadza się do pieniędzy.

Jako przykład zagrożeń, mających swoje główne źródło w płaszczyźnie politycznej, jednak ściśle związanych z kwestiami ekonomicznymi i militarnymi, wskazać można udział w sojuszach międzynarodowych. Mogą to być sojusze czysto militarne (jak NATO), czy też przede wszystkim ekonomiczne (jak UE). Ich fundamentem jest zazwyczaj zgoda polityczna, jednak mają one głębszy lub płytszy wymiar militarny oraz gospodarczy. Jeden i drugi wymaga finansowania.

Najwięcej zagrożeń finansowych generuje płaszczyzna ekonomiczna bezpieczeństwa państwa, na styku wszystkich jego filarów. Stan gospodarki i perspektywy jej rozwoju stanowią kluczowe źródło zagrożeń zewnętrznych, bowiem każda gospodarka jest dziś silnie uzależniona od uwarunkowań międzynarodowych. Pomiedzy rezydentami a nierezydentami zachodzą intensywne przepływy czynników produkcji, których finalnym skutkiem są transfery strumieni środków pieniężnych. Przepływy te znajdują swoje odzwierciedlenie w bilansie płatniczym, sporządzanym przez każde państwo.

Niniejsze opracowanie poddaje analizie skutki transakcji zawieranych pomiędzy podmiotami danej gospodarki a zagranicą, poszukując w nich finansowych zagrożeń bezpieczeństwa ekonomicznego państwa. Dlatego też wyjściowym źródłem informacji o zewnętrznych zagrożeniach finansowych staje się w sposób automatyczny bilans płatniczy. Niektóre ze strumieni przepływów międzynarodowych, istotne z punktu widzenia bezpieczeństwa ekonomicznego państwa, zostały poddane bardziej wnikliwej analizie w dalszej części opracowania. Chodzi o problem zadłużenia zagranicznego oraz ustalania odpowiedniego poziomu aktywów rezerwowych.

## Literatura

- Ahmed N.M. (2004), *The Globalization of Insecurity: How the International Economic Order Undermines Human and National Security on a World Scale*, Institute for Policy Research & Development, „Historia Actual Online”.
- Aleksandrowicz T.R. (2011), *Bezpieczeństwo antyterrorystyczne* [w:] K. Liedel (red.), *Transsektorowe obszary bezpieczeństwa narodowego*, Difin, Warszawa.
- Aleksandrowicz T.R. (2011), *Bezpieczeństwo w Unii Europejskiej*, Difin, Warszawa.
- Bossak J. (1984), *Spółeczno-ekonomiczne uwarunkowania międzynarodowej zdolności konkurencyjnej gospodarki Japonii*, „Monografie i Opracowania SGPiS”, nr 133.
- Bukowski S. (2006), *Unia Europejska: w poszukiwaniu nowej strategii rozwoju* [w:] E. Frejtag-Mika (red.), *Teoria i praktyka ekonomii a konkurencyjność gospodarowania*, Difin, Warszawa.
- Buzan B. (1984), *Economic Structure and International Security: the Limits of the Liberal Case*, „International Organization”, vol. 38, no. 4, DOI: 10.1017/S0020818300026886.
- Buzan B., Hansen L. (2009), *The Evolution of International Security Studies*, Cambridge University Press, New York.

- Capiga M. (2010), *Determinanty i struktura bezpieczeństwa finansowego* [w:] M. Capiga, W. Gradoń, G. Szustak (red.), *Sieć bezpieczeństwa finansowego*, CeDeWu, Warszawa.
- Capiga M. (2011), *Wielowymiarowość bezpieczeństwa finansowego*, „Bezpieczny Bank”, nr 3.
- Capiga M. (2014), *Bezpieczeństwo instytucji finansowych jako instytucji obowiązanych w systemie przeciwdziałania praniu pieniędzy*, „Studia Ekonomiczne”, nr 171.
- Carbaugh R.J. (2000), *International Economics*, South-Western College Publishing, Cincinnati.
- Czaputowicz J. (2004), *Rola państwa w Unii Europejskiej*, Centrum Europejskie Natolin, Warszawa.
- Dicken P., Kelly P., Olds K. (2011), *Chains and Networks, Territories and Scales: Towards a Relational Framework for Analysing the Global Economy*, „Global Networks”, April.
- Doliwa-Klepacki Z. M. (1996), *Europejska integracja gospodarcza*, Temida 2, Białystok.
- Drezner D.W. (2009), *Bad Debts, Assessing China's Financial Influence in Great Power Politics*, „International Security”, vol. 34, no. 2.
- Grącik-Zajaczkowski M. (2011), *Suwerenność w warunkach globalizacji* [w:] K. Żukrowska (red.), *Bezpieczeństwo międzynarodowe. Przegląd aktualnego stanu*, IUSatTAX, Warszawa.
- Hołyst B. (2014), *Bezpieczeństwo. Ogólne problemy badawcze*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Iwanowicz-Drozdowska M. (2008), *Bezpieczeństwo rynku usług finansowych. Perspektywa Unii Europejskiej*, Szkoła Główna Handlowa – Oficyna Wydawnicza, Warszawa.
- Jagiełło B., Pochylczuk A., Żukrowska K. (2001), *Unia Europejska jako aktor globalny*, „Sprawy Międzynarodowe”, nr 3.
- Jurkowska-Zeidler A. (2008), *Bezpieczeństwo rynku finansowego. Ujęcie prawne* [w:] D.Dziawgo (red.), *Współczesne finanse. Stan i perspektywy rozwoju rynku finansowego*, Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Mikołaja Kopernika.
- Justyński J. (2003), *Instytucje i porządek prawny Unii Europejskiej*, TNOiK, Toruń.
- Kamiński T. (red.) (1995), *Bezpieczeństwo gospodarcze*, AON, Warszawa.
- Karliner J. (1997), *The Corporate Planet: Ecology and Politics in the Age of Globalization*, Sierra Club Books, San Francisco.
- Keohane R.O., Nye J.S. (2001), *Power and Interdependence*, 3<sup>rd</sup> ed., New York.

- Kłosiński K.A. (2008), *Światowe determinanty bezpieczeństwa ekonomicznego* [w:] T. Guz, K. A. Kłosiński, P. Marzec (red.), *Bezpieczeństwo ekonomiczne państw*, KUL, Lublin-Tomaszów Lubelski.
- Kranz J. (2006), *Suwerenność w dobie przemian* [w:] J. Kranz (red.), *Suwerenność i ponadnarodowość a integracja europejska*, Wydawnictwo Prawo i Praktyka Gospodarcza, Warszawa.
- Księżopolski K.M. (2004), *Ekonomiczne zagrożenia bezpieczeństwa państw. Metody i środki przeciwdziałania*, Kolor Plus, Warszawa.
- Księżopolski K.M. (2012), *Bezpieczeństwo ekonomiczne w perspektywie politologicznej* [w:] K.M. Księżopolski, K. Pronińska (red.), *Bezpieczeństwo ekonomiczne w perspektywie politologicznej – wybrane problemy*, Dom Wydawniczy ELIPSA, Warszawa.
- Kuźnar A. (2007), *Usługi w handlu międzynarodowym*, Wydawnictwo Adam Marszałek, Toruń.
- Kuźnar R. (2003), *Niebezpieczeństwa nowego paradygmatu bezpieczeństwa* [w:] R. Kuźnar, Z. Lachowski (red.), *Bezpieczeństwo międzynarodowe czasu przemian. Zagrożenia, koncepcje, instytucje*, Polski Instytut Spraw Międzynarodowych, Warszawa.
- Lizińska W., Marks-Bielska R. (2014), *Napływ bezpośrednich inwestycji zagranicznych a rozwój gospodarczy Polski*, „*Ekonomista*”, nr 5.
- Misiuk A. (2013), *Instytucjonalny system bezpieczeństwa wewnętrznego*, Difin, Warszawa.
- Nasu H. (2011), *The Expanded Conception of Security and International Law: Challenges to the UN Collective Security System*, „*International Security*”, no. 3, vol. 3.
- Nesadurai H. (2005), *Conceptualising Economic Security in an Era of Globalisation: What Does the East Asian Experience Reveal?*, „*CSGR Working Paper*”, no. 157.
- Pakuła A. (2009), *Bezpieczeństwo publiczne jako dobro wspólne (kilka uwag i refleksji)* [w:] A. Chajbowicz, T. Kocowski (red.), *Bezpieczeństwo wewnętrzne w działaniach terenowej administracji publicznej*, Kolonia Sp. z o.o., Wrocław.
- Patrzalek L. (2008), *Polityka budżetowa* [w:] B. Winiarski (red.), *Polityka gospodarcza*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Perczyński M. (1985), *Globalne uwarunkowania bezpieczeństwa ekonomicznego*, Polski Instytut Spraw Międzynarodowych, Warszawa.
- Perkowski M. (2002), *System instytucjonalny Unii Europejskiej* [w:] M. Perkowski (red.), *Integracja europejska*, LexisNexis, Warszawa.

- Prystrom J. (2012), *Narodowy system innowacji jako czynnik rozwoju gospodarczego na przykładzie Szwecji*, „*Ekonomista*”, nr 4.
- Raczkowski K. (2014), *Bezpieczeństwo finansowe* [w:] J. Płaczek (red.), *Ekonomika bezpieczeństwa państwa w zarysie*, Difin, Warszawa.
- Rosińska-Bukowska M. (2009), *Rola korporacji transnarodowych w procesach globalizacji. Kreowanie globalnej przestrzeni biznesowej*, Dom Wydawniczy DUET, Toruń.
- Ross G., Fernström L., Gupta O. (2005), *National Innovation Systems: Finlandia, Szwecja & Australia Compared. Learning for Australia*, The Australian Business Foundation, London,  
<http://www.nswbusinesschamber.com.au/NSWBC/media/Misc/Ask%20Us%20How/National-Innovation-Systems.pdf> (dostęp 18.02.2015).
- Siedlecki J. (2000), *Równowaga a wzrost gospodarczy*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa-Wrocław.
- Siemiątkowski P. (2015), *Uzależnienie finansowe jako zagrożenie bezpieczeństwa ekonomicznego państwa*, Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Mikołaja Kopernika, Toruń.
- Sobel R.S., Clark J.R., Lee D.R. (2007), *Freedom, Barriers to Entry, Entrepreneurship, and Economic Progress*, „*The Review of Austrian Economics*”, vol. 20, no. 4, DOI: 10.1007/s11138-007-0023-3.
- Soroka P. (2012), *Bezpieczeństwo ekonomiczne w warunkach globalnego kryzysu finansowo-gospodarczego* [w:] K.M. Księżopolski, K. Pronińska (red.), *Bezpieczeństwo ekonomiczne w perspektywie politologicznej – wybrane problemy*, Dom Wydawniczy ELIPSA, Warszawa.
- Stachowiak Z., Kurek St., Kurek Syl. (2009), *Bezpieczeństwo ekonomiczne Rzeczypospolitej Polskiej*, <http://adamkorc.w.interia.pl/ekon.pdf> (dostęp 20.02.2014).
- Stiglitz J.E. (2005), *Globalizacja*, Wydawnictwo Naukowe PWN, tłum. H. Simbierowicz, Warszawa.
- Stiglitz J.E. (2007), *Wizja sprawiedliwej globalizacji. Propozycje usprawnień*, tłum. A. Szeworski, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Sulowski S. (2013), *O niektórych problemach bezpieczeństwa wewnętrznego RFN* [w:] S. Sulowski (red.), *Problemy bezpieczeństwa wewnętrznego w wybranych państwach*, Dom Wydawniczy ELIPSA, Warszawa.
- Szczańska O. (2008), *Stabilność finansowa jako cel banku centralnego. Studium teoretyczno-porównawcze*, Scholar, Warszawa.
- Ullman R. (1983), *Redefining security*, „*International Security*”, no. 1, vol. 8.

- Wierzba R. (2005), *System gwarantowania depozytów jako element sieci bezpieczeństwa finansowego. Doświadczenia francuskie*, „Bezpieczny Bank”, nr 1.
- Yong J. (2007), *Economic Security: Redressing Imbalance*, „China Security”, vol. 3, no. 2.
- Załużcki K. (2009), *Rodzaje bezpieczeństwa. Unia Europejska a bezpieczeństwo energetyczne* [w:] E. Trela-Mazur (red.), *Problemy bezpieczeństwa współczesnego świata*, Uniwersytet Opolski, Opole.
- Zorska A. (1998), *Ku globalizacji? Przemiany w korporacjach transnarodowych i w gospodarce światowej*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Żukrowska K. (2003), *Kryteria bezpieczeństwa ekonomicznego* [w:] Dębski S., Górka-Winter B. (red.), *Kryteria bezpieczeństwa międzynarodowego państwa*, Polski Instytut Spraw Międzynarodowych, Warszawa.

## ROZDZIAŁ 2.

# ZMIANY W BILANSIE PŁATNICZYM JAKO ŹRÓDŁO ZEWNĘTRZNYCH ZAGROŻEŃ BEZPIECZEŃSTWA FIANSOWEGO PAŃSTWA

### 2.1. Konstrukcja i międzynarodowe wytyczne w zakresie gromadzenia danych do bilansu płatniczego

Poszukiwanie zewnętrznych zagrożeń bezpieczeństwa ekonomicznego państwa powinna rozpoczynać analiza bilansu płatniczego. Jest to podstawowe opracowanie statystyczne, zawierające informacje o zewnętrznej pozycji płatniczej państwa względem zagranicy. Bilans płatniczy stanowi zestawienie transakcji zawieranych pomiędzy rezydentami<sup>1</sup> jednej gospodarki a podmiotami zagranicznymi (nie-rezydentami) w danym okresie (zazwyczaj jednego kwartału lub roku). Stanowi zatem nieocenione źródło wiedzy na temat strumieni napływu i wypływu środków pieniężnych z danej gospodarki.

Wyznaczenie standardów, według których powinny być konstruowane narodowe bilanse płatnicze przypadło w udziale międzynarodowym instytucjom finansowym. Standardy w zakresie bilansu płatniczego wyznacza od lat Międzynarodowy Fundusz Walutowy. W zakresie bezpośrednich inwestycji zagranicznych, oprócz podstawowych standardów MFW obowiązują wytyczne Organizacji Współpracy Ekonomicznej i Rozwoju. Większość współczesnych standardów gromadzenia i publikowania danych o bezpośrednich inwestycjach zagranicznych uwzględnia wytyczne OECD zawarte w *Benchmark Definition of Foreign Direct Investment Fourth Edition 2008* (OECD 2008). Standardy te obejmują nie tylko wzorcową definicję inwestycji bezpośredniej, ale także inwestora bezpośredniego<sup>2</sup> czy przedsiębiorstwa bezpośredniego inwestowania<sup>3</sup>. Oprócz tego opracowano w nich szczegółowe wytyczne dla krajowych i międzynarodowych systemów statystycznych dotyczące

---

<sup>1</sup> Rezydentem jest osoba fizyczna mająca miejsce zamieszkania w kraju, osoba prawna mająca siedzibę w kraju oraz znajdujące się w kraju oddziały, przedstawicielstwa i przedsiębiorstwa utworzone przez nie-rezydentów.

<sup>2</sup> Inwestorem bezpośrednim jest podmiot zagraniczny dokonujący inwestycji w przedsiębiorstwo bezpośredniego inwestowania.

<sup>3</sup> Przedsiębiorstwem bezpośredniego inwestowania jest krajowy rezydent, w którym inwestor bezpośredni nabywa co najmniej 10% pakiet akcji zwykłych.

traktowania skomplikowanych relacji i przepływów kapitałowych występujących na niezwykle trudnym do monitorowania globalnym rynku.

W państwach Unii Europejskiej o zgodność lokalnej statystyki z międzynarodowymi wytycznymi MFW dba Eurostat, a w jego imieniu narodowe banki centralne, które szczegółowo precyzują formę oraz terminy sprawozdań, a także publikują je w postaci tradycyjnej lub elektronicznej na swoich stronach internetowych.

Różnorodność transakcji międzynarodowych generuje konieczność ich posegregowania. Zgodnie z najnowszymi wytycznymi MFW bilans płatniczy składa się z trzech głównych rachunków: rachunku obrotów bieżących, rachunku kapitałowego i finansowego oraz (dodatkowo) salda błędów i opuszczeń (IMF 2009).

### **2.1.1. Rachunek bieżący**

Na rachunku bieżącym księgowane są transakcje związane z przepływem towarów, usług oraz dochodów pierwotnych i wtórnych.

Na rachunku obrotów towarowych (nazywanym także bilansem handlowym) księguje się trzy główne rodzaje transakcji:

- transakcje powodujące zmianę własności towarów (zakup, sprzedaż, nieodpłatne przekazanie, aporty rzeczowe wnoszone przez inwestorów zagranicznych),
- transakcje związane z pośrednictwem w międzynarodowym handlu towarami, nieprzekraczającymi granic państwa – tzw. *merchandising* (zakup towaru przez rezydenta od nierezydenta i późniejsza odsprzedaż go kolejnemu nierezydentowi),
- transakcje zakupu lub sprzedaży złota niemonetarnego.

Bilans (rachunek) obrotów usługami zawiera cztery podstawowe grupy usług:

- transportowe,
- związane z podróżami zagranicznymi,
- tzw. uszlachetnianie towarów,
- pozostałe usługi.

Usługi transportowe to przede wszystkim transport towarów, pasażerów, załadunek i rozładunek kontenerów, składowanie i magazynowanie, pakowanie i przepakowywanie, holowanie i kontrola ruchu, naprawy konserwacyjne i czyszczenie sprzętu, operacje ratownicze oraz usługi kurierskie i pocztowe.

Usługi związane z podróżami zagranicznymi obejmują koszty zakwaterowania, wyżywienia oraz zakupu towarów, nabywanych na potrzeby własne.



W nowym podręczniku MFW dokonał korekt w zakresie księgowania usług związanych z uszlachetnianiem towarów. Wychodząc z założenia, że towary przekazane przez nierezydentów do uszlachetnienia są później odsyłane z powrotem do właściciela, przesunięto je z rachunku obrotu towarowego do usługowego. Ta grupa usług obejmuje przetwarzanie, montaż, etykietowanie oraz naprawy (np. statków). W takim przypadku towary są jedynie czasowo powierzane w celu ich przetworzenia lub przywrócenia do stanu pierwotnego (a nie sprzedawane). Nie zachodzi więc transakcja wymiany pomiędzy rezydentem a nierezydentem.

Grupa pozostałych usług obejmuje takie pozycje jak usługi budowlane, ubezpieczeniowe, finansowe, telekomunikacyjne, informacyjne, informatyczne, związane z użytkowaniem własności intelektualnej, usługi świadczone na rzecz przedsiębiorstw (np. pośrednictwo, prowizje wynikające z pośrednictwa, usługi badawczo-rozwojowe itp.). Do pozostałych usług zalicza się również te związane z wymianą kulturalną, rekreacją oraz świadczone przez administrację publiczną.

W grupie dochodów pierwotnych księguje się transakcje związane z wynagrodzeniami pracowników, dochody z inwestycji bezpośrednich, portfelowych, pozostałych inwestycji oraz pozostałe dochody pierwotne.

Przepływy związane z wynagrodzeniami obejmują dochody z pracy rezydentów za granicą oraz nierezydentów w kraju przez okres poniżej jednego roku.

Dochody z inwestycji bezpośrednich obejmują dochody z akcji i innych form udziałów kapitałowych a także odsetki od instrumentów dłużnych. Wśród akcji i innych form udziałów wyróżnia się szczególnie dywidendy, udziały w zyskach, przekazywane zyski z oddziałów oraz reinwestowane zyski. Odsetki od instrumentów dłużnych obejmują za to saldo naliczonych odsetek od kredytów i innych instrumentów dłużnych udzielonych i otrzymanych przez podmioty połączone relacją inwestycji bezpośrednich.

Dochody z inwestycji portfelowych w przypadku instrumentów udziałowych obejmują jedynie dywidendy, bowiem zyski lub straty wynikające z różnic w cenie zakupu i sprzedaży rejestrowane są na rachunku finansowym w kategorii inwestycji portfelowe.

Dochody z pozostałych inwestycji zawierają odsetki od kredytów, lokat i depozytów, księgowanych w pozycjach: pozostałe inwestycje i aktywa rezerwowe na rachunku finansowym.

Pozostałe dochody pierwotne obejmują podatki, subsydia do produkcji oraz opłaty z tytułu dzierżawy zasobów naturalnych.

Wreszcie ostatnia pozycja na rachunku bieżącym – dochody wtórne – obejmuje transfery bieżące pomiędzy rezydentami a nierezydentami, takie jak da-

rowizny oraz nieodpłatny eksport i import towarów i usług w ramach pomocy międzynarodowej. Powyższe transfery dzieli się ze względu na ich przeznaczenie, tzn. dla instytucji rządowych oraz dla pozostałych sektorów. Dochody sektora rządowego obejmują otrzymane i przekazane transfery z i na rzecz instytucji unijnych, organizacji międzynarodowych. Obejmują również składki i opłaty członkowskie, podatki, składki na obowiązkowe ubezpieczenia społeczne, świadczenia rentowe oraz odszkodowania.

Dochody wtórne pozostałych sektorów dzieli się na transfery osobiste i pozostałe. Transfery osobiste obejmują przede wszystkim przekazy zarobków. Pozostałe transfery na rzecz sektora pozarządowego obejmują np. darowizny, podatki i opłaty na rzecz obcych rządów, składki i opłaty członkowskie, spadki i alimenty.

### **2.1.2. Rachunek kapitałowy**

Rachunek kapitałowy bilansu płatniczego obejmuje transfery własności aktywów rzeczowych, z wyraźnym przeznaczeniem na finansowanie środków trwałych oraz umorzenie długu przez kredytodawcę, jak również transfery środków związanych z nabyciem lub sprzedażą aktywów niefinansowych i nieprodukowanych. Transfery powyższe prezentowane są oddzielnie dla sektora rządowego i pozarządowego.

Transfery kapitałowe sektora rządowego obejmują przede wszystkim środki przeznaczone na finansowanie inwestycji w drogi, autostrady, mosty, oczyszczalnie ścieków itp. Transfery kapitałowe pozostałych sektorów obejmują podobne pozycje z wyraźnym przeznaczeniem na finansowanie środków trwałych.

Pozycja nabywanie i zbywanie nieprodukowanych aktywów niefinansowych obejmuje przede wszystkim zakup i sprzedaż patentów, praw autorskich, licencji i znaków towarowych oraz nabycie i zbycie gruntu zagranicznym ambasadom oraz przez krajowe ambasady za granicą.

### **2.1.3. Rachunek finansowy**

Rachunek finansowy bilansu płatniczego obejmuje przepływy związane z inwestycjami bezpośrednimi, portfelowymi, pozostałymi oraz utrzymaniem aktywów rezerwowych.

**Bezpośrednie inwestycje zagraniczne (BIZ).** Zgodnie z wytycznymi instytucji międzynarodowych inwestycją bezpośrednią za granicą jest inwestycja „dokonana przez rezydenta jednej gospodarki (inwestora bezpośredniego) w celu osiągnięcia trwałego wpływu na przedsiębiorstwo (przedsiębiorstwo bezpośredniego inwestowania), będącego rezydentem gospodarki innej niż gospodarka inwestora bezpo-

średniego” (OECD 2008). Motywacją do podejmowania inwestycji bezpośredniej jest stworzenie strategicznej, długookresowej relacji z przedsiębiorstwem bezpośredniego inwestowania. Relacja ta ma zapewnić inwestorowi bezpośredniemu tzw. trwały wpływ (*lasting interest*) na zarządzanie przedsiębiorstwem bezpośredniego inwestowania. Zgodnie z ogólnie przyjętą normą trwały wpływ zapewnia posiadanie co najmniej 10% akcji zwykłych (tzn. udziału w kapitale własnym) lub uprawnienie do 10% praw głosu na walnym zgromadzeniu akcjonariuszy (OECD 2008: 17)<sup>4</sup>.

Przedsiębiorstwo bezpośredniego inwestowania może być:

- przedsiębiorstwem zależnym – kiedy inwestor posiada ponad 50% głosów na walnym zgromadzeniu akcjonariuszy,
- jednostką stowarzyszoną – wówczas inwestor posiada 10-50% praw głosu,
- quasi-korporacją – w formie oddziału, który w 100% jest własnością korporacji macierzystej.

Relacje pomiędzy inwestorem bezpośrednim a przedsiębiorstwem bezpośredniego inwestowania w strukturach zarządzania mogą być kompleksowe, niewielkie lub żadne. Ich identyfikacja odbywa się na podstawie szczegółowych kryteriów stworzonych na potrzeby międzynarodowej statystyki.

BIZ mogą napływać do państwa goszczącego w trzech zasadniczych formach: inwestycje od podstaw (*greenfield*), przejęcia całkowite (*acquisitions*) i przejęcia częściowe (*brownfield*). Inwestycje od podstaw polegają na realizacji zupełnie nowych przedsięwzięć inwestycyjnych bez udziału podmiotów gospodarczych z państwa lokaty. Jest to rodzaj BIZ najbardziej pożądany z punktu widzenia państwa przyjmującego. Wiąże się bowiem z napływem do gospodarki kapitału w czystej postaci (rzeczowego lub finansowego). Wraz z nim gospodarka państwa lokaty zyskuje również wszystkie najważniejsze korzyści z założenia przypisane napływowi BIZ. Powstają zatem nowe przedsiębiorstwa, rozwija się infrastruktura, tworzone są nowe miejsca pracy itd. Dzięki kooperacji z nowymi firmami zagranicznymi zyskują także lokalni przedsiębiorcy. Nowe kontrakty, zwiększone zamówienia pozwalają na uzyskanie większych przychodów.

Inwestycje *greenfield* niosą oczywiście ze sobą pewne niebezpieczeństwa. Na podejmowanie BIZ decydują się bowiem zazwyczaj silne jednostki gospodarcze, które w państwie macierzystym, a często i na świecie, mają już ugruntowaną pozy-

---

<sup>4</sup> Fakt ten stanowi jednocześnie podstawową różnicę pomiędzy bezpośrednimi inwestycjami zagranicznymi a inwestycjami portfelowymi – w tym drugim przypadku inwestor nie jest zazwyczaj zainteresowany uzyskaniem trwałego wpływu na zarządzanie.

cję rynkową. Dokonując zatem inwestycji w nowym państwie, będą stanowić zapewne silną konkurencję dla lokalnych podmiotów. Może się zdarzyć, że te ostatnie zostaną wręcz wyparte z rynku. Za wyrazisty przykład może posłużyć sytuacja drobnych sklepikarzy w Polsce po fali inwestycji wielkich sieci handlowych, w konsekwencji czego wiele osiedlowych punktów handlowych musiało zostać zamkniętych.

Drugą formą inwestycji bezpośrednich są przejęcia (*acquisitions*). Polegają one na lokowaniu środków pieniężnych w już istniejących podmiotach zagranicznych. Inwestor zagraniczny przejmuje zatem kontrolę nad podmiotem zlokalizowanym w innym państwie. Specyfika tego rodzaju inwestycji jest nieco inna, zarówno jeżeli chodzi o inwestora, jak i o jego otoczenie, wymaga znacznego wysiłku organizacyjnego. Inwestor zagraniczny ma mniejsze pole manewru, jeśli chodzi o lokalizację przedsięwzięcia. Przejmuje bowiem podmiot, który już istnieje, posiada wybudowane fabryki, biura, magazyny, korzysta z określonej infrastruktury. Modyfikacje niektórych tych elementów mogą okazać się niemożliwe lub zbyt kosztowne. Z drugiej strony inwestor może rozpocząć działalność natychmiast, nie tracąc czasu na długotrwały proces tworzenia przedsiębiorstwa.

Trzeci rodzaj inwestycji bezpośrednich – przejęcia częściowe – są specyficzną formą inwestycji typu *acquisition*. *Brownfield* jest zagranicznym wejściem, które startuje jako *acquisition*, ale przedsiębiorstwo bezpośredniego inwestowania zużywa więcej zasobów z firmy macierzystej aniżeli z firmy przejmowanej.

Inwestycje bezpośrednie obejmują akcje i inne formy udziałów kapitałowych, reinwestycje<sup>5</sup> zysków oraz należności i zobowiązania związane z instrumentami dłużnymi.

**Zagraniczne inwestycje portfelowe.** Wytyczne MFW dotyczące bilansu płatniczego definiują inwestycje portfelowe jako „transgraniczne transakcje i pozycje obejmujące dłużne lub udziałowe papiery wartościowe inne niż te zaliczane do inwestycji bezpośrednich lub aktywów rezerwowych” (IMF 2009: 110). Papierami wartościowymi są zaś instrumenty dłużne lub udziałowe, które charakteryzują się swobodą zbywalności (zmiany właściciela). Ich bezpośrednim przeznaczeniem jest bowiem handel. Inne instrumenty także mogą być przedmiotem handlu, jednak jest to ich wtórna rola.

Zbywalność papierów wartościowych to cecha pozwalająca inwestorom na dywersyfikację portfela, a jednocześnie na bardzo łatwe wycofanie się z inwestycji.

---

<sup>5</sup> Reinwestycja zysku oznacza część zysku, która pozostaje w podmiocie bezpośredniego inwestowania z przeznaczeniem na jego rozwój.

Instrumenty udziałowe obejmują akcje i udziały, w tym certyfikaty inwestycyjne funduszy zbiorowego inwestowania czy kwity depozytowe.

Instrumenty dłużne to długo- i krótkoterminowe obligacje skarbowe, korporacyjne, bony skarbowe, krótkoterminowe korporacyjne papiery dłużne oraz zbywalne certyfikaty depozytowe. Do inwestycji portfelowych zalicza się także jednostki uczestnictwa w funduszach inwestycyjnych.

Podstawowe różnice pomiędzy bezpośrednimi inwestycjami zagranicznymi a zagranicznymi inwestycjami portfelowymi (ZIP) można sprowadzić do czterech zasadniczych kwestii:

1. BIZ w przeciwieństwie do ZIP implikują transfery zasobów niefinansowych, np. nowoczesnych technologii czy kapitału intelektualnego wraz z zasobami czysto finansowymi.
2. W przypadku ZIP mamy do czynienia ze zmianą właściciela transferowanego kapitału (czego nie ma w przypadku BIZ).
3. BIZ są bardziej niepodzielne, nierówne (*lumpy*) niż ZIP i są podejmowane głównie przez korporacje transnarodowe, które kontrolują wdrożenia przekazywanych zasobów zamiast podmiotów indywidualnych czy instytucji, które zazwyczaj mają mniejszy wpływ i kontrolę nad przekazywanymi zasobami.
4. ZIP są napędzane głównie przez wyższe stopy procentowe w przeciwieństwie do BIZ, które są motywowane przede wszystkim szansą osiągnięcia większego zysku, niż aktualnie zarabiają konkurenci (IMF 2009: 4).

**Pozostałe inwestycje.** „Pozostałe inwestycje to kategoria rezydualna, która obejmuje pozycje i transakcje inne niż te wymienione w pozycjach inwestycje bezpośrednie, inwestycje portfelowe, pochodne instrumenty finansowe i opcje na akcje pracownicze oraz aktywa rezerwowe” (IMF 2009: 111). W pozycji pozostałe inwestycje są księgowane przepływy obejmujące:

- pozostały kapitał udziałowy,
- gotówkę i depozyty,
- kredyty (z uwzględnieniem linii kredytowych w MFW oraz kredytów od MFW),
- techniczne rezerwy ubezpieczeń pozażyciowych, ubezpieczenia na życie, uprawnienia rentowe, uprawnienia emerytalne,
- kredyty kupieckie i zaliczki,
- pozostałe rachunki należności/zobowiązań oraz
- alokacje SDR-ów.

Jak widać gama instrumentów księgowanych w pozycji pozostałe inwestycje jest szeroka i różnorodna. Wśród powyższych pojęć są powszechnie znane, a także takie, które warto doprecyzować. Jednym z nich jest „pozostały kapitał udziałowy”, określany jako kapitał własny, który nie ma formy papierów wartościowych. Może on obejmować kapitał własny w quasi-korporacjach, takich jak gałęzie, fundusze powiernicze, spółki z ograniczoną odpowiedzialnością i inne spółki, nieposiadające osobowości prawnej, fundusze i jednostki hipotetyczne powołane do przejęcia własności nieruchomości i innych zasobów naturalnych (IMF 2009: 111).

**Pochodne instrumenty finansowe.** Instrumenty pochodne (derywaty) to instrumenty finansowe, których cena, i ewentualny zysk, uzależnione są od cen tzw. instrumentu bazowego, czyli m.in. cen innych instrumentów finansowych (np. akcji czy obligacji), towarów notowanych na giełdach towarowych (np. surowców, produktów rolnych czy metali szlachetnych), kursów walut, indeksów, stóp procentowych, wskaźników ekonomicznych czy pogody. Instrumenty pochodne pozwalają więc zarabiać na trafnym przewidywaniu tendencji rynkowych (kierunku i siły zmian instrumentów bazowych), a tym samym zabezpieczać się przed niekorzystnymi ich zmianami (np. eksporterowi przed umocnieniem jego waluty, posiadaczowi akcji przed spadkiem ich rynkowej wartości, kredytobiorcy przed wzrostem oprocentowania kredytu, rolnikowi przed niskimi cenami skupu zboża czy gminie przed nadmiernymi opadami śniegu).

Rynek instrumentów pochodnych rozwija się niezwykle dynamicznie. To efekt jego niskiego stopnia uregulowania i ograniczonej kontroli nad nim, a także rosnącej żądzy zysku i poziomu akceptacji ryzyka. Trudno jednak o precyzyjne dane, gdyż znaczna część transakcji (około połowy według Bank for International Settlements 2013) na rynku instrumentów pochodnych zawierana jest bezpośrednio pomiędzy dwoma zainteresowanymi stronami (to tzw. rynek OTC – *over the counter*), poza regulowanymi rynkami. Według danych BIS 2017 wartość rynku OTC instrumentów pochodnych wynosiła na koniec 2014 r. 628 mld USD, czyli ośmiokrotnie więcej niż roczne globalne PKB, sześćiopakrotnie więcej niż wartość rynku międzynarodowych instrumentów dłużnych czy dziewięciokrotnie więcej niż kapitalizacja wszystkich giełd na świecie (spółek krajowych, World Federation of Exchange 2017).

Podstawowymi rodzajami instrumentów pochodnych są kontrakty i opcje. Pierwsze z nich to tzw. instrumenty symetryczne, czyli charakteryzujące się takim samym ryzykiem i obowiązkami w przypadku obu stron transakcji. Na przykład kontrakt na zakup 100 akcji spółki X za kwartał po 50 zł za sztukę: jeśli za kwartał rynkowa cena akcji wyniesie więcej niż 50 zł, to zarobi nabywca kontraktu jeśli poniżej to zarobi wystawca. Opcje z kolei to instrumenty o niesymetrycznym ryzy-

ku: nabywca opcji nie ma obowiązku sfinalizowania transakcji, jeśli okaże się ona dla niego niekorzystna. Za przywilej odstąpienia od umowy nabywca opcji musi jednak zapłacić wystawcy tzw. premię opcyjną (stanowiącą swego rodzaju rekompensatę dla wystawcy opcji za niesymetryczność ryzyka i praw). Na przykład zawarta przez eksportera opcja sprzedaży 1 mln EUR za miesiąc po kursie 4,3 zł: jeśli w międzyczasie złoty się umocni, to eksporter skorzysta z opcji, jeśli się osłabi to eksporter sprzeda euro na rynku, odstępując od finalizacji opcji.

Szczególnym rodzajem kontraktów są swapy, będące wymianą przepływów pieniężnych (uznanych w momencie zawierania transakcji przez obie strony za równoważne). Na przykład swap stopy procentowej będący wymianą płatności odsetkowych naliczanych według zmiennej stopy procentowej na stałoprocentowe.

W dzisiejszych czasach zdecydowana większość transakcji na rynku instrumentów pochodnych (w tym wszystkie na rynkach regulowanych, czyli np. za pośrednictwem giełd) to tzw. transakcje nierzeczywiste, polegające na rozliczaniu się saldami, bez fizycznego dostarczania (czy wymiany) instrumentu bazowego. Nikt nikomu nie sprzedaje więc akcji, waluty, ropy czy złota, nie musi więc znajdować się w ich posiadaniu, by zawierać transakcje na rynku instrumentów pochodnych, co pozwala na uzyskanie wysokiej dźwigni (tj. względnie wysokiego zysku, albo straty, w stosunku do zaangażowanych w transakcję kwot kapitału).

Warto na koniec dodać, że pomimo dynamicznego wzrostu rynku instrumentów pochodnych w gospodarkach wschodzących, gros transakcji zawieranych jest na rynkach wysoko rozwiniętych. Według BIS 2013 średni dzienny obrót w kwietniu 2013 r. na rynku instrumentów pochodnych 32 gospodarek wschodzących wynosił 1,1 bln USD, czyli 4% ich PKB, podczas gdy w wysoko rozwiniętych był prawie 10-krotnie wyższy i sięgał 10,3 bln USD, czyli 24% ich PKB.

**Aktywa rezerwowe.** Aktywa rezerwowe to płynne zagraniczne aktywa kontrolowane przez władzę monetarną i służące do zaspokajania potrzeb w zakresie finansowania bilansu płatniczego, interweniowania w kurs walutowy oraz do wzmacniania zaufania do waluty i gospodarki krajowej, stanowiącego o zdolności kredytowej jej podmiotów gospodarczych. Aktywa rezerwowe muszą być aktywami w walutach obcych oraz aktywami, które rzeczywiście istnieją. Potencjalne aktywa są wyłączone. U podstaw koncepcji aktywów rezerwowych leżą pojęcia „kontrola” i „dostępności do wykorzystania” przez władze monetarne (IMF 2009: 96).

Aktywa rezerwowe obejmują takie instrumenty, jak: złoto monetarne, papiery wartościowe, depozyty i gotówkę, zasoby SDR-ów, pozycję rezerwową w MFW, derywaty finansowe, pozostałe roszczenia (IMF 2009: 113). Problematyce oficjalnych aktywów rezerwowych poświęcony został rozdział 4.

#### **2.1.4. Saldo błędów i opuszczeń**

Ostatnie saldo bilansu płatniczego gromadzi dane na temat transakcji, które z różnych względów nie mogły być przypisane do pozostałych rachunków. W praktyce dominują tu przepływy związane z działalnością szarej strefy, cenami transferowymi stosowanymi przez międzynarodowe korporacje, prywatnymi wydatkami związanymi z turystyką, niedoszacowaniem przepływów związanych z handlem internetowym, czy niedoszacowaniem przepływów związanych z handlem dobrami używanymi. Saldo to jest przedmiotem szczególnego zainteresowania ze strony wielu badaczy. W wielu gospodarkach osiąga bowiem znaczące rozmiary, sięgające kilku czy nawet kilkunastu procent PKB.

Niektóre instytucje wskazują wprost, że ujemne saldo błędów i opuszczeń pokazuje skalę nielegalnego wywozu kapitału z gospodarki. Global Financial Integrity wydaje coroczne raporty, w których tworzy ranking państw według relacji salda błędów i opuszczeń do PKB. Wskazuje przy tym, że powyższy wskaźnik obrazuje skalę nielegalnego wywozu kapitału. Z takim podejściem zgodzić się jednak w pełni nie sposób. Istnieje bowiem wiele innych przyczyn, dla których omawiane saldo może przybierać znaczące rozmiary. Najważniejszą z nich wydają się być niedoskonałe statystyki w obliczu coraz bardziej skomplikowanej rzeczywistości międzynarodowej (Benedyk, Zieliński 2015).

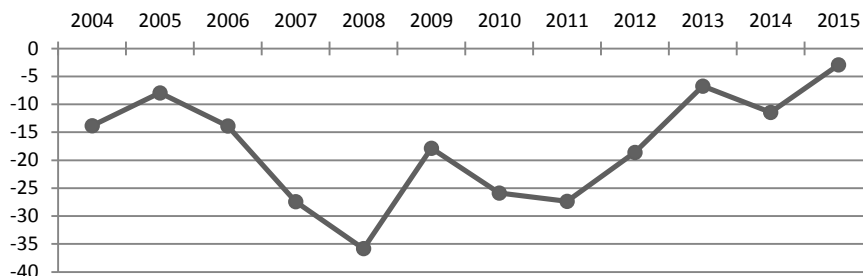
#### **2.2. Zmiany w bilansie obrotów bieżących w Polsce w latach 2004-2015**

Rachunek obrotów bieżących jest największym rachunkiem bilansu płatniczego w polskiej gospodarce. Jego stan oraz zmienność ma zatem kluczowe znaczenie z punktu widzenia równowagi płatniczej. Jest to tym bardziej istotne, że od początku tzw. transformacji ustrojowej w bilansie obrotów bieżących w Polsce notowano permanentny deficyt. Sytuacja taka oznacza, że do gospodarki napływa z tytułu bieżącej działalności mniej dewiz niż z niej wypływa. Powszechnie przyjmuje się, że długookresowe przekroczenie bezpiecznej wielkości deficytu bilansu obrotów bieżących może być groźne dla gospodarki (Orłowski 1999: 19). Powyższa kwestia będzie przedmiotem analizy w dalszej części niniejszego rozdziału.

Rachunek bieżący polskiego bilansu płatniczego zamyka się od lat deficytem (rys. 2.1). Warto jednak zauważyć, że pogłębiał się on sukcesywnie od 2005 r. do 2008 r. (kiedy sięgnął prawie 36 mld USD), a od tego momentu ulega corocznej poprawie. W 2015 r. badane saldo było już tylko nieznacznie ujemne (-2,9 mld USD).



Rys. 2.1. Saldo rachunku bieżącego w Polsce w latach 2004-2015 (w mld USD)



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych NBP.

Nie trudno zauważyć zbieżność czasową pomiędzy krytycznym dla badanego okresu 2008 r., a przetaczaniem się przez świat kryzysu finansowego. Konkretnie przyczyny tak istotnie negatywnego salda bilansu obrotów bieżących w 2008 r. przeanalizowane zostaną w dalszej części niniejszego rozdziału.

Dla porównania sytuacji na rachunku bieżącym z innymi gospodarkami konieczne jest odniesienie jego salda do wielkości PKB. Jak pokazują dane na rys. 2.2 większość państw Unii Europejskiej posiadała w 2015 r. nadwyżkę na rachunku bieżącym (20 państw). Tylko w ośmiu przypadkach odnotowano deficyt. Jego rozmiary w stosunku do PKB były zróżnicowane. Największy deficyt posiadała Wielka Brytania (4,3% PKB), Cypr (2,9%), Litwa (2,3%) oraz Polska. Jego wielkość w 2015 r. była stosunkowo nieduża: 0,6% PKB, jednak w poprzednich latach (np. 2007 i 2008) odsetek ten zbliżał się do 7% PKB.

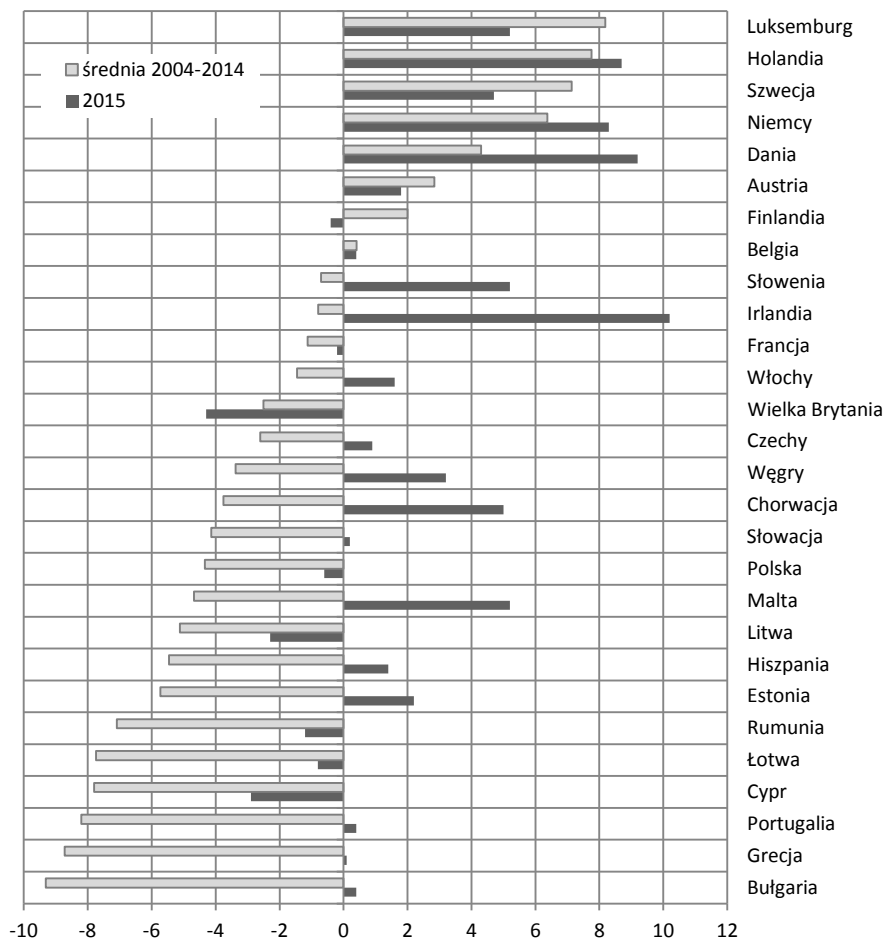
Spśród państw wykazujących nadwyżkę na rachunku bieżącym zdecydowanie wyróżnia się Irlandia (10,2% PKB), Dania (9,2%), Holandia (8,7%) oraz Niemcy (8,3%).

Dla lepszego zobrazowania sytuacji rachunku bieżącego państw UE, na rys. 2.2 umieszczono również dane ukazujące średnie saldo obrotów bieżących (w relacji do PKB) w latach 2004-2014. W większości przypadków średnia za powyższy okres znacznie odbiega od stanu rachunku bieżącego w 2015 r. Najbardziej widoczne jest to w przypadku Irlandii, Bułgarii, Grecji czy Portugalii, gdzie różnice pomiędzy wskazanymi wartościami wynoszą od 8 do 10 punktów procentowych PKB. Najmniejsze różnice występują w przypadku Belgii, Austrii i Wielkiej Brytanii (rys. 2.2).

Równie istotna jak sama wartość salda bilansu obrotów bieżących jest jego struktura. To co generuje deficyt bilansu obrotów bieżących stanowi bowiem ważne zewnętrzne zagrożenie finansowe. Jak już wyżej wspomniano podstawowym składnikiem bilansu obrotów bieżących (rachunku bieżącego) jest bilans handlowy

(saldo obrotów handlowych). Jest to jednocześnie jeden z najbardziej istotnych barometrów równowagi zewnętrznej każdej gospodarki.

Rys. 2.2. Saldo rachunku bieżącego bilansu płatniczego (w relacji do PKB) w państwach UE (w 2015 r. oraz średnia dla lat 2004-2014; w %)

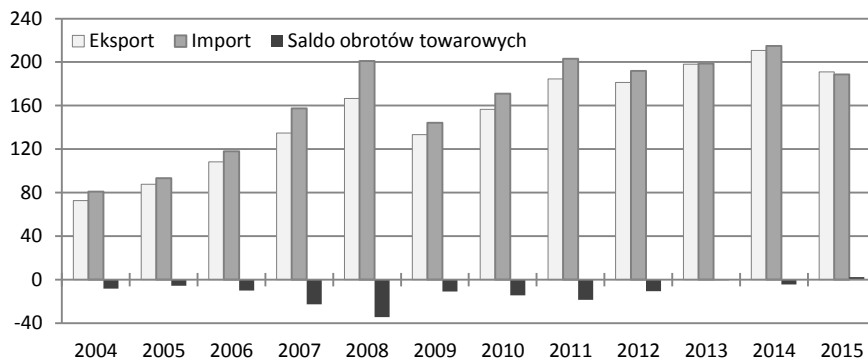


Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Eurostat.

Praktycznie w całym badanym okresie (z wyjątkiem ostatniego 2015 r.) w bilansie handlowym Polski występował deficyt (rys. 2.3). Trendy w kształtowaniu się salda badanego rachunku są zasadniczo podobne do tych dla bilansu obrotów bieżących. Uwzględniając dodatkowo fakt, że handel towarami generuje w Polsce

od lat prawie 3/4 obrotów całego rachunku bieżącego, można zatem powiedzieć, że to przede wszystkim bilans handlowy odpowiada za łączne saldo rachunku obrotów bieżących.

Rys. 2.3. Struktura polskiego bilansu handlowego w latach 2004-2015 (w mld USD)



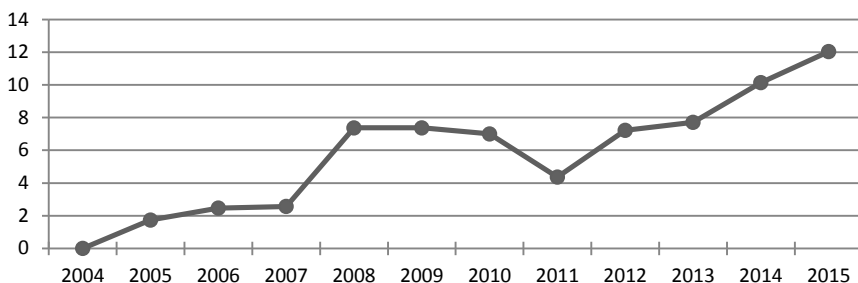
Źródło: opracowanie własne na podstawie danych NBP.

W 2008 r. zanotowano najgłębszy deficyt w polskim bilansie handlowym, sięgający 34,4 mld USD. Był on niewiele mniejszy aniżeli ogólny deficyt rachunku bieżącego. Dodatkowo warto zaznaczyć, że sytuacja powyższa była spowodowana znacznym wzrostem dynamiki importu (zwiększył się on w 2008 r. o 27,6% w stosunku do 2007 r.), przy jednocześnie względnie mniejszej (o 23,5%) dynamice eksportu. Skutki światowego kryzysu finansowego uwidoczniły się w polskim bilansie handlowym dopiero w 2009 r. Zmniejszył się zarówno import jak i eksport, przy czym import znacznie bardziej, w efekcie czego poprawie uległo saldo omawianego bilansu (deficyt wyniósł tylko 10,8 mld USD). Kolejne lata przyniosły odbudowanie zarówno eksportu jak i importu i powrót większych deficytów w bilansie handlowym (do ponad 27 mld USD w 2011 r.). Należy jednak zwrócić na poprawę statystyk w zakresie bilansu handlowego Polski od 2012 r., które w 2015 r. wykazują po raz pierwszy od początku transformacji ustrojowej nadwyżkę bilansu handlowego na poziomie 2,5 mld USD. Spowodowane było to zmniejszeniem się zarówno eksportu jak i importu, przy czym ten drugi zmniejszył się bardziej. Gdyby nie wątpliwości co do realności tych danych, należałoby podkreślić historyczny sukces polskiej gospodarki.

Kolejnym saldem, będącym składową rachunku obrotów bieżących bilansu płatniczego jest saldo usług. Przepływy usług miały pozytywny wpływ na kształto-

wanie się salda obrotów bieżących, bowiem ich bilans w całym badanym okresie był wysoce dodatni i rosnący (rys. 2.4). W 2004 r. bilans przepływu usług ukształtował się na poziomie około 2 mld USD, a na końcu uwzględnionego przedziału czasowego był już kilkakrotnie większy (ponad 12 mld USD).

Rys. 2.4. Saldo usług w rachunku bieżącym w latach 2004-2015 (w mld USD)



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych NBP.

Sytuacja taka spowodowana jest m.in. ciągle rosnącą popularnością polskiej gospodarki, jako lokalizacji centrów usługowych wielu międzynarodowych korporacji<sup>6</sup>. Jednak kluczową rolę odgrywają tutaj usługi transportowe, które w obrotach usług w bilansie płatniczym stanowią największą pozycję (41% w 2015 r.). Na drugim miejscu znajdują się (wspomniane wyżej) tak zwane usługi uszlachetniania, a dalej podróże zagraniczne (NBP 2016).

Osobnym, jednak z punktu widzenia bezpieczeństwa finansowego państwa, niezwykle istotnym tematem jest kwestia wiarygodności danych na temat międzynarodowych przepływów towarów i usług. Eksperti coraz głośniejszą mówią, że dane statystyczne, dotyczące polskiego eksportu są przeszacowane, a znaczna jego część ma charakter fikcyjny. Sytuacja taka spowodowana jest ogromną skalą wyłudzeń m.in. podatku VAT od czysto fikcyjnych transakcji.

Jak pokazują dane w tab. 2.1 oficjalna wartość eksportu (traktowanego jako suma eksportu towarów i usług), podawana w zestawieniach statystycznych niekoniecznie musi pokrywać się z rzeczywistością. Dane statystyczne wskazują bowiem, że z jednej strony nastąpił niespotykany wcześniej wzrost wywozu za granicę, z drugiej jednak spadek wpływów do budżetu z podatku VAT w ujęciu względnym, a w niektórych latach także bezwzględny (Ćwikowski 2016: 151).

<sup>6</sup> Przykładem może być choćby największy sklep internetowy na świecie amerykańskiej korporacji Amazon, która zbudowała w Polsce kilka ogromnych centrów logistycznych, za pomocą których obsługuje m.in. rynek niemiecki.

Przeliczenie potencjalnej wartości eksportu przy wskaźniku jego udziału w PKB na poziomie 44,2% (wskaźnik z 2007 r., kiedy jednocześnie zanotowano największe wpływy podatkowe w relacji do PKB) uwidacznia możliwą skalę nadużyć (tab. 2.1). Rzeczywisty poziom eksportu może odbiegać od oficjalnych danych nawet o ponad 138 mld złotych (2013 r.). Fikcyjny eksport stanowiłby w takim przypadku około 18% oficjalnych danych. Możliwe więc, że budżet państwa utracił z tego tytułu w samym tylko 2013 r. aż około 32 mld złotych (wartość utraconych wpływów z podatku VAT od fikcyjnego eksportu).

Tab. 2.1. Szacowana wartość fikcyjnego eksportu oraz wyłudzeń VAT w latach 2010-2013

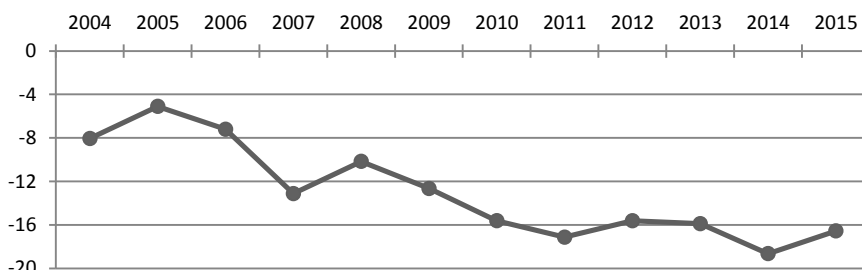
	2010	2011	2012	2013
PKB (bez szarej strefy)	1255,8	1357,1	1394,2	1422,4
Eksport w mld PLN	581,7	670,2	728	766,3
Relacja eksportu do PKB w %	46,3	49,4	52,2	53,9
Wartość eksportu przy wskaźniku 44,2% z 2007 r. w mld PLN*	554,7	599,4	615,8	628,2
Fikcyjny eksport w mld PLN	27	70,7	112,2	138,1
Udział fikcyjnego eksportu w eksporcie oficjalnym	4,6%	10,5%	15,4%	18,0%
Wartość utraconych wpływów z podatku VAT od fikcyjnego eksportu	5,9	16,3	25,8	31,8

\* wskaźnik udziału eksportu w PKB

Źródło: Ćwikowski 2016: 154.

Jednym z najbardziej deficytowych rachunków polskiego bilansu płatniczego jest saldo dochodów pierwotnych. Nie dość że w całym badanym okresie było ono negatywne, to dodatkowo deficyt wykazują pogłębiającą tendencję (rys. 2.5).

Rys. 2.5. Saldo dochodów pierwotnych w polskim bilansie płatniczym w latach 2004-2015 (w mld USD)



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych NBP.

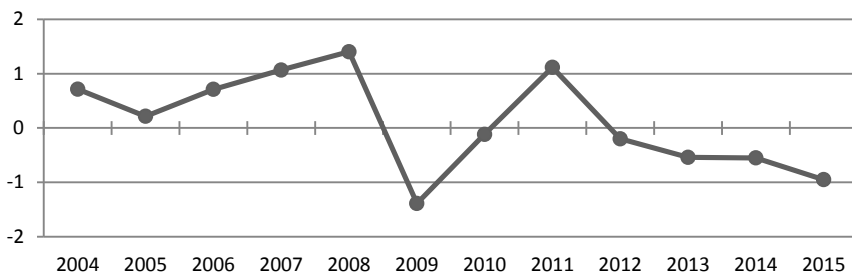
Na początku badanego okresu, w 2004 r. deficyt dochodów pierwotnych wynosił około 8 mld USD i niestety z roku na rok się pogłębia, sięgając od kilku lat 16-19 mld USD. Biorąc pod uwagę jego rozmiary można stwierdzić, że negatywne saldo dochodów pierwotnych jest obecnie jednym z najpoważniejszych zewnętrznych zagrożeń bezpieczeństwa ekonomicznego państwa. Wyływ netto dewiz na poziomie prawie 20 mld USD trudno zrównoważyć, może więc stanowić poważną przyczynę nierównowagi zewnętrznej gospodarki.

Obserwowane od lat ujemne saldo obrotów pierwotnych w polskim bilansie płatniczym jest efektem otwarcia gospodarki na zagraniczny kapitał. Inwestorzy bezpośredni po latach lokowania kapitału zaczęli w ostatniej dekadzie inkasować większe zyski. Zatrudniają również wielu zagranicznych pracowników, wynagradzając ich coraz hojniej. Z uwagi na rozwój gospodarki i okresy dobrej koniunktury korzystają również inwestorzy portfelowi, inkasując zyski powiązane z rozwojem przedsiębiorstw. Nie bez znaczenia jest też rosnące zadłużenie zagraniczne, którego obsługa generuje wyływ kapitału na badanym rachunku.

Wydaje się, że znaczącą część odpływów na tym rachunku może stanowić efekt luki podatkowej w CIT. Zagraniczne koncerny rezydujące w Polsce, wykorzystując możliwości tzw. optymalizacji podatkowej transferują zyski za granicę, nie płacąc przy tym podatków (Ratajczak 2017). Biorąc pod uwagę szacunki dotyczące wielkości tej luki, rzędu 46 mld złotych za sam tylko 2016 r., ujawnia się kolejne potencjalne zewnętrzne zagrożenie bezpieczeństwa finansowego państwa.

Ostatnim saldem na rachunku bieżącym jest saldo dochodów wtórnych. Jak pokazują dane na rys. 2.6 saldo to charakteryzuje się wysokim stopniem zmienności. W większości lat badanego okresu było ono dodatnie.

Rys. 2.6. Saldo dochodów wtórnych w latach 2004-2015 (w mld USD)



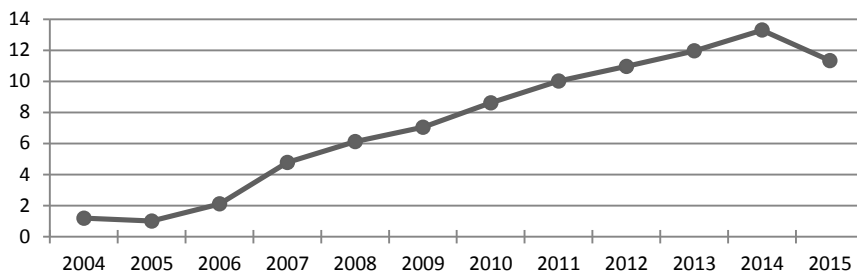
Źródło: opracowanie własne na podstawie danych NBP.

Znaczące pogorszenie omawianego salda nastąpiło w 2009 r., co zapewne związane było z załamaniem koniunktury po wybuchu kryzysu jesienią 2008 r. Po przejściowej poprawie salda w 2011 r. na rachunku dochodów wtórnych od 2012 r. utrzymuje się deficyt.

### 2.3. Kształtowanie się bilansu kapitałowego w Polsce w latach 2004-2015

Rachunek kapitałowy polskiego bilansu płatniczego statystycznie rzecz biorąc jest wysoce pozytywny. Jego saldo w całym badanym okresie było dodatnie. Dodatkowo zauważalny jest silnie rosnący trend, który wskazuje na poprawę sytuacji na rachunku kapitałowym (rys. 2.7).

Rys. 2.7. Saldo na rachunku kapitałowym w polskim bilansie płatniczym w latach 2004-2015 (w mld USD)



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych NBP.

W 2004 i 2005 r. saldo rachunku kapitałowego kształtowało się na poziomie około 1 mld USD. W kolejnych latach dynamicznie zwiększało się aż do 2014 r., kiedy to osiągnęło rekordowe rozmiary ponad 13,3 mld USD (rys. 2.7). Poprawa sytuacji na tym rachunku była przede wszystkim wynikiem intensywnego napływu do polskiej gospodarki środków unijnych, przeznaczonych na finansowanie środków trwałych. Autostrady, drogi, oczyszczalnie ścieków, budynki użyteczności publicznej dofinansowane ze środków unijnych widoczne są na każdym kroku w całym kraju.

Dodatnie saldo bilansu kapitałowego ma niezwykle pozytywny wpływ na finalny stan całego bilansu płatniczego. Gdyby więc nie fundusze unijne polska gospodarka odnotowałaby intensywny odpływ kapitału netto i wysoką nierównowagę płatniczą. W tym miejscu należy wskazać na potencjalne, niezwykle istotne zewnętrzne zagrożenie bezpieczeństwa finansowego polskiej gospodarki. Jest nim niebezpieczeństwo „zakręcenia kurka” środków unijnych i skokowego pogorszenia salda bilansu kapitałowego oraz salda dochodów wtórnych. Niebezpieczeństwo to

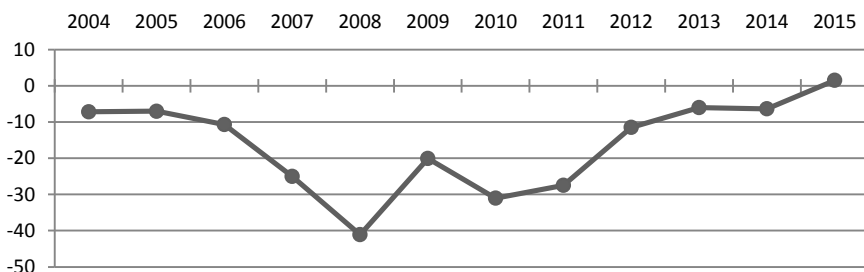
nie jest nierealne. Polska dyplomacja prowadzi bowiem politykę, która nie zjednuje sobie przychylności decydentów unijnych. Zamrożenie przepływu środków z funduszy europejskich może w pewnym momencie stać się środkiem nacisku na polskie władze w rękach instytucji unijnych.

Do powyższego dochodzą jeszcze dwie istotne kwestie. Po pierwsze poważnym zagrożeniem, które zapewne wpłynie negatywnie na strumień napływu funduszy unijnych do Polski jest rozpoczęty proces wyjścia Wielkiej Brytanii z UE (Brexit), która jako płatnik netto wpłaca jedne z największych składek do budżetu UE. Opuszczenie przez nią Unii na pewno nie pozostanie bez wpływu na wielkość środków napływających do Polski. Po drugie istnieje realne niebezpieczeństwo retorsyjnego ograniczenia napływu funduszy, wynikającego z nałożenia na Polskę po raz kolejny procedury nadmiernego deficytu. Fakt ten może nastąpić w najbliższych latach, bowiem zauważalny wzrost wydatków rządowych, przy niekorzystnej koniunkturze może spowodować pogorszenie parametrów makroekonomicznych polskiej gospodarki, w tym wzrost deficytu budżetowego i długu publicznego.

#### 2.4. Zmiany na rachunku finansowym bilansu płatniczego jako źródło zewnętrznych zagrożeń bezpieczeństwa finansowego w Polsce w latach 2004-2015

Przed dokładną analizą stanu rachunku finansowego w Polsce w badanym okresie pochylić się należy nad sposobem ujęcia informacji w nim zawartych, stosowanym przez NBP. Jak widać na rys. 2.8 saldo rachunku finansowego jest w większości lat ujemne, choć do polskiej gospodarki napływa więcej inwestycji niż z niej wypływa.

Rys. 2.8. Zmiany na rachunku finansowym w latach 2004-2015 (w mld USD)



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych NBP.

Powodem tej sytuacji jest sposób zapisu danych, gdzie każde saldo składowe rozliczane jest oddzielnie a następnie wylicza się saldo całego rachunku według stan-



ardowej procedury: zmiana aktywów minus zmiana pasywów. Zatem ujemne saldo rachunku finansowego oznacza, że więcej kapitału napływa na rachunek finansowy niż z niego wypływa. Tym samym równowaga całego bilansu płatniczego w sensie księgowym wyliczana jest według wzoru: saldo Rachunku bieżącego plus saldo Rachunku kapitałowego minus saldo Rachunku finansowego plus Błędy i opuszczenia równa się zero.

W przeszłości NBP stosował nieco inny, wydaje się czytelniejszy sposób zapisu, polegający na tym, że kapitał wypływający z Polski zapisywano z minusem, natomiast ten napływający do Polski z plusem. Obecnie NBP przeliczył dane za poprzednie lata i prezentuje je od 2004 r. według nowego podejścia. Dlatego opracowania z wcześniejszych lat dotyczące bilansu płatniczego Polski znacznie różnią się w tym zakresie.

Po tych wyjaśnieniach podkreślić należy, że rachunek finansowy bilansu płatniczego wykazywał w Polsce do 2014 r. permanentnie silny deficyt (sięgający od 6 do nawet 41 mld USD), co oznaczało w praktyce silny coroczny napływ netto zagranicznych inwestycji do Polski (przewyższający o wskazane wielkości zagraniczne inwestycje polskich rezydentów), powodujący przyrost zagranicznych zobowiązań, a więc zewnętrznego uzależnienia finansowego polskiej gospodarki. Widać to było szczególnie w silnie dodatnim saldzie zagranicznych inwestycji bezpośrednich w Polsce (z przejściowym spadkiem w latach 2012-2013), inwestycji portfelowych w latach 2014-2005 oraz 2009-2012 oraz zewnętrznym rekapitalizowaniem banków w Polsce w latach 2006-2008 oraz w 2010 r. Należy przy tym zaznaczyć, że w 2015 r. po raz pierwszy odnotowano w Polsce dodatnie saldo na polskim rachunku finansowym – głównie za sprawą znacznego wzrostu inwestycji portfelowych polskich rezydentów na zagranicznych rynkach (rys. 2.8).

W przypadku rachunku finansowego bilansu płatniczego poza saldem z punktu widzenia zewnętrznych zagrożeń bezpieczeństwa finansowego państwa równie istotna jest jego struktura. Niektóre transakcje księgowane na tym rachunku mają bowiem bardziej, inne mniej trwały charakter. Przewaga krótkookresowych, spekulacyjnych instrumentów, znajdujących się w rękach zewnętrznych podmiotów stwarza niebezpieczeństwo nagłego wycofania przez nich kapitału z gospodarki, a tym samym zachwiania równowagi płatniczej całej gospodarki.

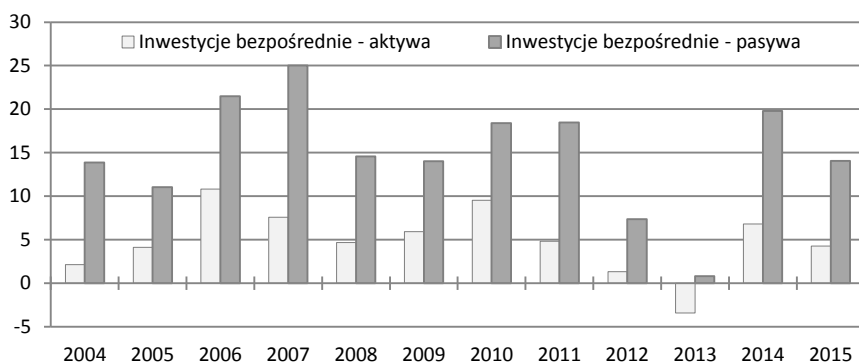
Powszechnie przyjmuje się, że z punktu widzenia równowagi zewnętrznej gospodarki, zatem również jej bezpieczeństwa finansowego, pożądany jest wysoki stopień napływu bezpośrednich inwestycji zagranicznych. Poszczególne państwa ciągle konkurują pomiędzy sobą o przyciąganie jak największej liczby inwestorów bezpośrednich, w szczególności tych, z którymi przybywa nowoczesna technologia.

Zwiększony napływ inwestycji bezpośrednich niesie ze sobą wiele korzyści: pozytywnie wpływa na rynek pracy, infrastrukturę czy dostępność produktów. Poprawia się również międzynarodowy wizerunek gospodarki. Inwestorów zagranicznych charakteryzuje zwykle zwiększona (względem krajowych podmiotów) konkurencyjność oraz skłonność do eksportu towarów.

Pomimo, że inwestorzy bezpośredni są powszechnie pożądanymi, ich działalność niesie ze sobą również pewne niebezpieczeństwa. Należy do nich zaliczyć między innymi wypieranie krajowych podmiotów, niebezpieczeństwo manipulacji finansowych, przede wszystkim podatkowych, możliwość napływu tzw. brudnych technologii itp. (Górniewicz, Siemiątkowski 2006: 161-183)<sup>7</sup>.

Dane na rys. 2.9 wskazują, że we wszystkich pokazanych latach napływ netto bezpośrednich inwestycji zagranicznych do Polski (pasywa) znacząco przewyższał poziom polskich bezpośrednich inwestycji zagranicznych netto (aktywa).

Rys. 2.9. Aktywa i pasywa bezpośrednich inwestycji zagranicznych na rachunku finansowym w polskim bilansie płatniczym w latach 2004-2015 (w mld USD)



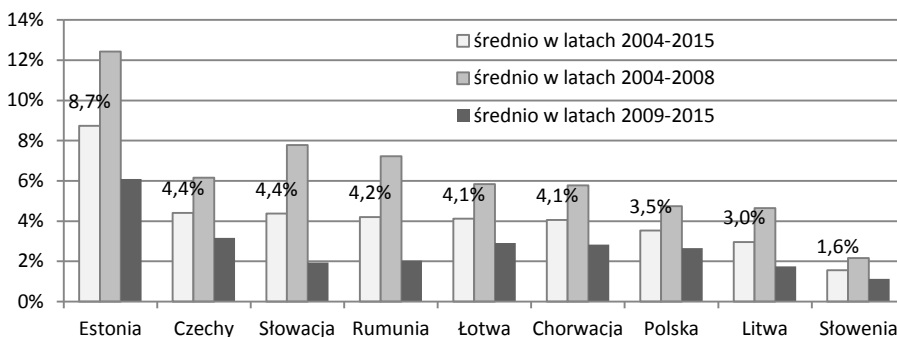
Źródło: opracowanie własne na podstawie danych NBP.

Nie jest to sytuacja wyjątkowa, bowiem z uwagi na poziom rozwoju gospodarczego rodzime firmy nie są jeszcze w odpowiednim stopniu przygotowane do zagranicznej ekspansji. Nie wytwarzają zbyt wielu produktów, znajdujących szeroki zbyt za granicą. Istotna jest jednak skala napływu inwestycji z zagranicy. Warto w tym miejscu zauważyć, że średni poziom zagranicznych inwestycji bezpośrednich w relacji do PKB należał w Polsce w latach 2004-2016 do najniższych wśród państw Europy

<sup>7</sup> Transfer brudnych technologii polega na przenoszeniu produkcji do regionów świata o niższych standardach ekologicznych.

Środkowo-Wschodniej i był dwuipółkrotnie niższy niż w Estonii (por. rys. 2.10). Średnia roczna wartość BIZ w Polsce w latach 2004-2008 stanowiła 4,7% PKB. Od momentu wybuchu kryzysu widać znaczny spadek BIZ we wszystkich państwach EŚW (najsilniejszy na Słowacji, w Rumunii i na Litwie) – w Polsce o prawie połowę (o 44%; średni poziom BIZ w latach 2009-2015 stanowił rocznie 2,7% PKB).

Rys. 2.10. Średnia wielkość rocznych inwestycji bezpośrednich w wybranych państwach Europy Środkowo-Wschodniej w latach 2004-2015 (w relacji do PKB)



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Eurostat.

Napływ netto inwestycji bezpośrednich z zagranicy waha się w Polsce od lat między 10-25 mld USD. Wyjątkiem był 2013 r., kiedy to zanotowano rekordowo niski napływ netto inwestycji z zagranicy, przy jednoczesnych dezinvestycjach netto polskich podmiotów (sytuacja, w której przeważają inwestycje wycofane z zagranicy przez polskie podmioty nad nowozrealizowanymi w danym roku). Na wartość BIZ w Polsce wpłynęły niekorzystne perspektywy wzrostu gospodarczego w Europie, a także likwidacja podmiotów specjalnego przeznaczenia, wycofanie kapitału w tranzycie, sprzedaż udziałów kapitałowych w sektorze bankowym inwestorom portfelowym, oraz ograniczenie działalności przez niektóre holdingi finansowe i wycofywanie kapitału przez zagranicznych inwestorów (NBP 2013: 9).

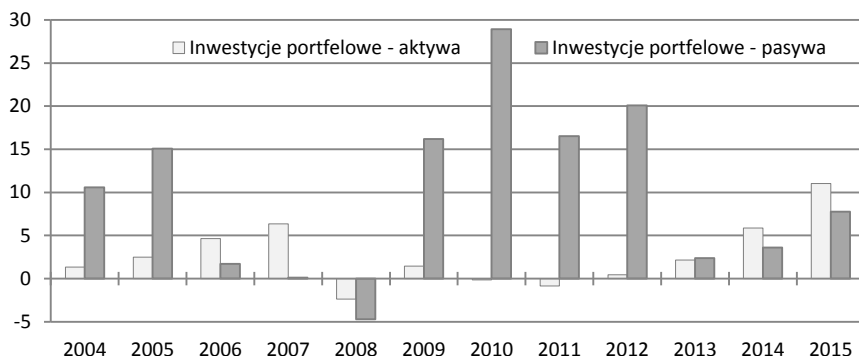
Jak już wspomniano polskie inwestycje za granicą są znacznie niższe, niż zagraniczne inwestycje w Polsce (szerzej por. podrozdział 2.7.2 i tab. 2.4), ale z roku na rok rosną (netto nawet o 5-10 mld USD rocznie).

Zagraniczne inwestycje portfelowe (pośrednie) również są pożądane w gospodarce. Dostarczają bowiem kapitału, którego może brakować szczególnie w państwach słabiej rozwiniętych. Jednak ich trwałość jest zazwyczaj znacznie mniejsza aniżeli inwestycji bezpośrednich. Nagłe wycofanie się inwestorów stanowi zatem

potencjalne zagrożenie dla bezpieczeństwa finansowego państwa. Scenariusz taki sprawdził się już niejednokrotnie w wielu gospodarkach. Szczególnie dotkliwie odczuwają to państwa słabiej rozwinięte, których polityka gospodarcza nie jest jeszcze odporna na zewnętrzne szoki. Międzynarodowi spekulanci mogą w takim przypadku w łatwy sposób wywierać naciski, zagrażające stabilności kursu walutowego, czyli całej gospodarki, tj. utrzymaniu płynności, zdolności rolowania zadłużenia i finansowania rozwoju wszystkich podmiotów gospodarczych.

W poziomie napływu netto inwestycji portfelowych do Polski w badanym okresie wyraźnie widać wpływ światowego kryzysu finansowego (rys. 2.11). Potwierdza to wcześniejszą tezę o niestabilności i krótkim horyzoncie planowania inwestycji portfelowych.

Rys. 2.11. Aktywa i pasywa zagranicznych inwestycji portfelowych na rachunku finansowym polskiego bilansu płatniczego w latach 2004-2015 (w mld USD)



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych NBP.

Zagraniczni inwestorzy portfelowi w zasadzie już w 2006 r., kiedy o kryzysie oficjalnie jeszcze się nie mówiło, ograniczyli aktywność w polskiej gospodarce. Strumień netto napływających inwestycji portfelowych do Polski zmniejszył się z ponad 15 mld USD w 2005 r. do 1,7 mld USD w 2006 r. oraz do tylko 117 mln USD w 2007 r. Warto w tym miejscu podkreślić, że w przeciwieństwie do działań inwestorów zagranicznych na polskim rynku rodzimi inwestorzy zwiększali aktywność na zagranicznych rynkach, nabywając zwłaszcza akcje, które za chwilę drastycznie straciły na wartości, nie dostrzegając symptomów bliskiego pęknięcia bańki. Wynikało to zapewne z braku doświadczenia w inwestowaniu na międzynarodowych rynkach finansowych.

W 2008 r. nastąpiły dezinwestycje netto zarówno w przypadku zagranicznych inwestycji portfelowych w Polsce, jak i polskich inwestycji portfelowych za granicą. Obce podmioty wycofały netto z Polski prawie 5 mld USD, natomiast polscy rezydenci 2,3 mld USD z rynków zagranicznych. Kiedy okazało się, że polska gospodarka przetrwała kryzys w zasadzie bez większych perturbacji, utrzymując przy tym jako jedyna w Europie dodatnie tempo wzrostu gospodarczego, zagraniczni inwestorzy portfelowi przystąpili do intensywnych zakupów polskich papierów wartościowych. Napływ netto zagranicznych inwestycji portfelowych sięgał rocznie w latach w 2009-2012 od 16 do 29 mld USD (w rekordowym 2010 r.). Należy przy tym zaznaczyć, że gros portfela inwestycyjnego stanowiły zakupy obligacji skarbowych przez nierezydentów. W tym samym okresie polscy rezydenci wykazywali mniejszą aktywność na rynkach międzynarodowych.

Sytuacja zmieniła się istotnie w latach 2013-2014, kiedy to strumień netto zagranicznych inwestycji portfelowych w Polsce zmniejszył się kilkakrotnie w porównaniu z poprzednim okresem (do 2,4 mld USD w 2013 r. i 3,6 mld USD w 2014 r.). Przyczyna leżała nie tyle po stronie braku zainteresowania polskimi papierami ze strony zagranicznych inwestorów, ale relatywnie niskiej podaży obligacji ze strony Skarbu Państwa. W 2013 r. wartość wykupów dokonywanych przez Skarb Państwa była wyższa niż wartość nowych emisji (NBP 2014: 21). Powodów, dla których rząd ograniczył emisję obligacji można doszukiwać się w tzw. reformie OFE, polegającej na likwidacji tzw. części obligacyjnej OFE, czyli na umorzeniu ponad połowy jednostek rozrachunkowych, znajdujących się na rachunku każdego członka funduszu.

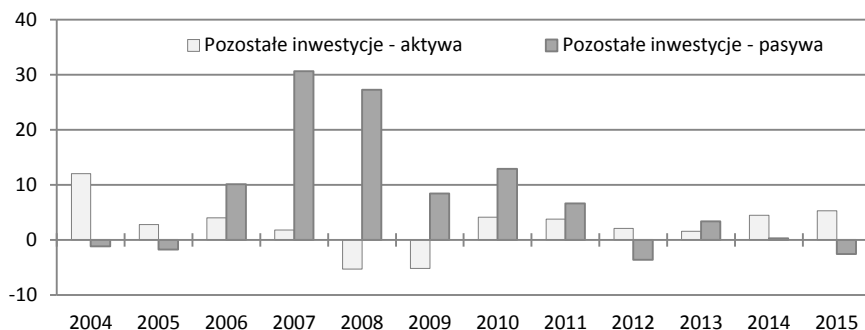
Kolejne lata przyniosły wzrost zainteresowania polskimi papierami wartościowymi ze strony zagranicznych inwestorów, jednak nie wrócił on do poziomu z lat poprzednich. W ostatnim roku badanego okresu wartość pasywów zagranicznych inwestycji portfelowych wyniosła prawie 7,8 mld USD (2015).

Postępowanie polskich rezydentów było w zakresie nabywania zagranicznych papierów wartościowych dość schematyczne. W latach 2004-2007 strumienie netto aktywów stopniowo rosły (do ponad 6,3 mld USD w 2007 r.), po czym 2008 r. przyniósł silne dezinwestycje netto (-2,4 mld USD) skutecznie zniechęcając rezydentów w kolejnych latach do nabywania zagranicznych instrumentów. Wzrost aktywności polskich rezydentów na rynkach zagranicznych finansowych zaobserwowano dopiero po 2013 r. (rys. 2.11).

Analiza strumieni netto przepływu pozostałych inwestycji zagranicznych (rys. 2.12) wskazuje, że w badanym okresie przeważał napływ kapitału z zagranicy w stosunku do jego wypływu, szczególnie intensywny w latach 2006-2011. Łatwo zauważyć tu zbieżność w czasie ze światowym kryzysem finansowym, do którego

przyczyniła się m.in. nadmierna ekspansja w zakresie kredytów hipotecznych. Sytuacja obserwowana na rachunku pozostałych inwestycji zagranicznych w polskim bilansie płatniczym spowodowana była przede wszystkim wzrostem zadłużenia sektora bankowego z tytułu otrzymanych kredytów. Dotyczyło to wąskiej grupy banków, które przy użyciu zagranicznego refinansowania zwiększały swoją zdolność do kredytowania. Analizy NBP w zakresie struktury rodzajowej kredytów wskazują, że środki pozyskane z zagranicy od II kwartału 2006 r. do końca 2008 r. były wykorzystywane głównie do kreacji kredytów hipotecznego (NBP 2008: 29). Za zwiększonym saldem pozostałych inwestycji zagranicznych w 2010 r. stało również dokapitalizowanie sektora bankowego (jednak w znacznie mniejszym stopniu), natomiast w 2009 i 2011 r.: zwiększenie kredytowania zagranicznego w sektorze przedsiębiorstw (NBP 2011: 25).

Rys. 2.12. Aktywa i pasywa pozostałych inwestycji na rachunku finansowym w polskim bilansie płatniczym w latach 2004-2015 (w mld USD)

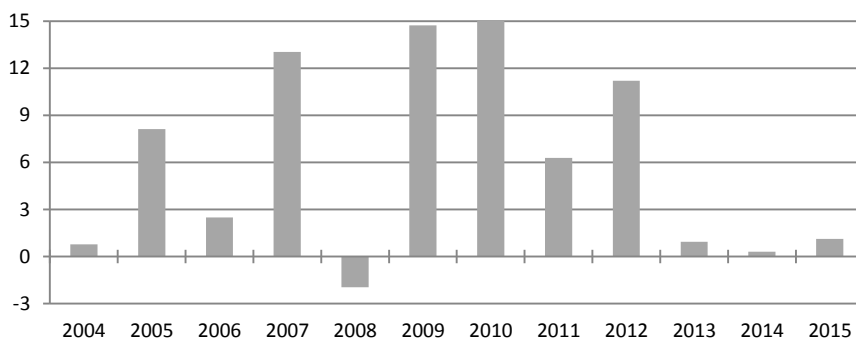


Źródło: opracowanie własne na podstawie danych NBP.

Jak widać na rys. 2.12 strumienie netto aktywów pozostałych inwestycji zagranicznych w polskim bilansie płatniczym były względnie niewielkie, a w latach 2008-2009 ich saldo było ujemne. Pewien wyjątek stanowił 2004 r., kiedy to roczny strumień netto aktywów pozostałych inwestycji zagranicznych był względnie duży. Odpowiadał za to wpływ kapitału na rachunku: gotówka, rachunki bieżące, lokaty i pozostałe należności, na którym przeważały lokaty w walutach obcych (NBP 2005: 39).

Analiza strumieni netto zasilających oficjalne aktywa rezerwowe (por. rys. 2.13) wskazuje, że były one znaczące, zwłaszcza w latach 2005-2012 i sięgały nawet 15 mld USD rocznie (za wyjątkiem 2008 r.).

Rys. 2.13. Oficjalne aktywa rezerwowe na rachunku finansowym polskiego bilansu płatniczego w latach 2004-2015 (w mld USD)



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych NBP.

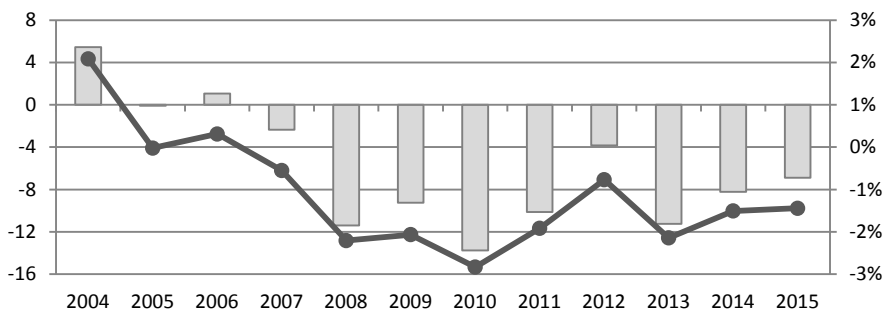
Dokładna analiza stanu aktywów rezerwowych została zaprezentowana w rozdziale 4.

## 2.5. Saldo błędów i opuszczeń w bilansie płatniczym w latach 2004-2015

Jak już wspomniano saldo błędów i opuszczeń jest jednym z najbardziej kontrowersyjnych sald bilansu płatniczego. Skrajne opinie wskazują, że odzwierciedla ono nielegalny wypływ gotówki z gospodarki. Zdania na ten temat są jednak podzielone i dominuje pogląd, że przyczyn znaczącego w niektórych latach stanu salda błędów i opuszczeń w polskim bilansie płatniczym nie da się precyzyjnie ustalić, ale zapewne są one złożone. Wskazuje się m.in., że ujemne saldo błędów i opuszczeń wynika ze złej jakości danych źródłowych raportowanych do NBP, nieprzekazywania danych przez małe podmioty, lub przekazywania ich z opóźnieniem, z niedoszacowania importu sprowadzanych do Polski używanych samochodów, z nieściśności w szacowaniu dochodów Polaków pracujących za granicą i ich transferów do kraju (oraz obcokrajowców pracujących w Polsce) (Parkiet 2011). W związku z powyższym niektórzy ekonomiści uważają, że saldo błędów i opuszczeń powinno się sumować z saldem obrotów bieżących i łącznie oceniać deficyt na obu rachunkach.

Jak pokazują dane przedstawione na rys. 2.14 od 2008 r. saldo błędów i opuszczeń w polskim bilansie płatniczym jest silnie ujemne – na poziomie od kilku do nawet 14 mld USD.

Rys. 2.14. Saldo błędów i opuszczeń w polskim bilansie płatniczym w latach 2004-2015 (w mld USD) oraz jego udział w PKB (w %)



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Eurostat i NBP.

Choć nominalne rozmiary ujemnego salda błędów i opuszczeń wydają się wysokie, to bardziej miarodajna jest ocena jego względnej wielkości, tj. w relacji do PKB. W przypadku polskiej gospodarki odsetek ten kształtuje się od 2008 r. na poziomie 1,5-3% PKB. Odpowiedź na pytanie czy to dużo czy mało nie jest oczywista. W interpretacji pomocne mogą być porównania międzynarodowe (tab. 2.2).

Tab. 2.2. Saldo błędów i opuszczeń jako % PKB w wybranych państwach w latach 2004-2013

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Bułgaria	1,26	-3,94	-3,06	-6,68	-7,75	2,21	1,39	1,23	1,16	-0,84
Czechy	-0,33	-1,29	-1,15	0,67	0,01	-1,18	-0,49	0,32	0,14	-0,35
Estonia	-1,39	1,04	-1,07	0,24	0,28	0,52	-0,35	0,49	-0,03	0,64
Słowacja	0,15	0,70	0,44	0,27	-4,27	-2,29	-1,67	-2,36	-3,62	-5,29
Finlandia	-0,71	-1,50	-1,75	-4,25	-4,74	-4,36	0,44	-2,90	-7,21	1,26
Szwecja	0,14	0,59	0,83	-6,83	-12,36	-3,26	1,55	2,62	-3,60	-2,09
Litwa	0,81	-0,20	-0,94	-0,10	0,01	0,01	0,00	-0,01	-0,10	0,03

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Eurostat.

Jak pokazują przykłady zawarte w tab. 2.2 stosunek salda błędów i opuszczeń bilansu płatniczego do PKB poszczególnych państw jest zróżnicowany. W mniejszych gospodarkach, takich jak Litwa czy Estonia omawiane odsetki są stosunkowo niewielkie (lub nawet zerowe). Większe państwa mają poważniejsze kłopoty z precyzyjnym klasyfikowaniem transakcji w ramach bilansu płatniczego i tam stosunek salda błędów i opuszczeń do PKB jest znacznie większy. Przykładowo w Finlandii czy Bułgarii sięgał w niektórych latach 7% PKB, a w Szwecji w 2008 r.: 12% PKB. Na tym tle sytuacji w Polsce wypada co najwyżej przeciętnie.



## 2.6. Odporność polskiego bilansu płatniczego na zagrożenia zewnętrzne

Jak wspomniano jednym z kluczowych elementów oceny sytuacji bilansu płatniczego państwa jest stan salda rachunku bieżącego, na którym w Polsce we wszystkich latach badanego okresu występował deficyt. Co więcej, wątpliwości dotyczące jakości danych w zakresie przepływów księgowanych w bilansie płatniczym (szczególnie w bilansie handlowym) wskazują na przeszacowanie statystyk. Biorąc powyższe pod uwagę warto zastanowić się nad problemem bezpieczeństwa bilansu płatniczego w przypadku występowania deficytu na rachunku bieżącym.

Dla zachowania równowagi bilansu płatniczego i bezpieczeństwa finansowego gospodarki, najlepiej gdyby deficyt na rachunku bieżącym był pokryty dodatnim saldem inwestycji bezpośrednich. Jak wspomniano ten rodzaj przepływów kapitałowych charakteryzuje się względną stabilnością i długookresowym charakterem. Zatem jeśli odpływ dewiz z gospodarki poprzez rachunek bieżący będzie równoważony ich napływem w postaci inwestycji bezpośrednich, sytuację można uznać za stosunkowo stabilną. W przeciwnym wypadku konieczne jest monitorowanie jaką część deficytu na rachunku obrotów bieżących pokrywa dodatnie saldo inwestycji bezpośrednich. Jeśli jest to znaczący odsetek, utrzymujący się w dłuższym okresie a stabilnym poziomie (lub rosnący), sytuację nadal można uznać za stosunkowo bezpieczną. W ocenie powyższej sytuacji przydatny może być następujący wskaźnik:

$$\frac{\text{saldo bezpośrednich inwestycji zagranicznych}}{\text{saldo rachunku bieżącego}}$$

Wskazuje on na stopień pokrycia deficytu na rachunku bieżącym przez saldo inwestycji bezpośrednich (jeśli jest ono dodatnie). Wówczas pozostałą część deficytu rachunku bieżącego powinno pokryć dodatnie saldo inwestycji portfelowych. Sytuacja pogarsza się wówczas, gdy w przypadku deficytu na rachunku bieżącym nie występuje dodatnie saldo inwestycji bezpośrednich (lub jest ono niewielkie). Sytuacja taka jest mało komfortowa dla gospodarki, ale i w takim przypadku może wystąpić kilka scenariuszy (wariantów). Najczęściej deficyt na rachunku bieżącym jest wówczas (przynajmniej w części) pokrywany przez dodatnie saldo inwestycji portfelowych.

Wówczas wskaźnik pokrycia deficytu na rachunku bieżącym wyglądałby następująco:

$$\frac{\text{saldo inwestycji bezpośrednich} + \text{saldo inwestycji portfelowych}}{\text{saldo rachunku bieżącego}}$$

Jak już wspomniano wyżej zagraniczne inwestycje portfelowe mają mniej trwały charakter. Ich specyfika sprawia, że mogą zostać dość łatwo i szybko wycofane z gospodarki, chwytając jej równowagę płatniczą (Siemiątkowski 2015).

Są jednak sytuacje, kiedy w danym okresie występuje deficyt na rachunku bieżącym i nie może on być pokryty ani dodatnim saldem inwestycji bezpośrednich, ani dodatnim saldem inwestycji portfelowych. Co więcej salda te mogą nawet powodować dodatkowe odpływy kapitału z gospodarki (tzn. być ujemne). W tej sytuacji zwraca się uwagę na rachunek kapitałowy, który może zrównoważyć pozostałe odpływy. Taka sytuacja oznacza jednak zwiększenie stopnia uzależnienia finansowego gospodarki. W przypadku braku pokrycia przez BIZ i ZIP istotne jest zbadanie wskaźnika pokrycia deficytu na rachunku bieżącym przez saldo rachunku kapitałowego:

$$\frac{\text{saldo rachunku kapitałowego}}{\text{saldo rachunku bieżącego}}$$

Na rachunku kapitałowym rejestrowany jest bowiem napływ środków zewnętrznych związany z finansowaniem aktywów trwałych. W przypadku państw UE jest księgowana część środków z budżetu unijnego przeznaczonych np. na finansowanie infrastruktury. Tempo rozwoju gospodarki w dużej mierze uzależnione jest właśnie od napływu tego rodzaju kapitału. Jego wycofanie (lub ograniczenie napływu) mogłoby się stać istotnym hamulcem rozwoju gospodarki. W tym sensie państwa o dodatnim saldzie rachunku kapitałowego są uzależnione finansowo od zewnętrznych donatorów (Siemiątkowski, Jankowska 2013: 89-94).

Zaproponowany zestaw cząstkowych wprawdzie wskaźników daje pewien obraz w kwestii zewnętrznego bezpieczeństwa finansowego państwa i jego uzależnienia finansowego od podmiotów zewnętrznych. Umożliwia także dokonanie międzynarodowych porównań sytuacji poszczególnych państw w omawianym zakresie.

Sytuacja bilansu płatniczego w Polsce w latach 2004-2015 charakteryzowała się ograniczoną stabilnością (por. tab. 2.3). In minus wyróżniają się szczególnie lata 2008-2012, kiedy to stopa pokrycia deficytu bilansu obrotów bieżących dodatnim saldem bezpośrednich inwestycji zagranicznych wynosiła maksimum 50%, a w 2008 r. wyniosła tylko 28%, co należy odczytać za szczególnie niebezpieczne. Sytuacji w tym roku nie poprawiło sumowanie sald BIZ i ZIP, wskaźnik pokrycia deficytu oboma kategoriami wyniósł zaledwie 20% z uwagi na dezinvestycje na rachunku inwestycji portfelowych. Najwyższy wskaźnik pokrycia deficytu w rachunku bieżącym dodatnim saldem BIZ odnotowano w latach 2004-2006 (około 80%) oraz w latach

2014-2015, kiedy sytuacja na rachunku bieżącym, przynajmniej w statystykach, uległa poprawie (odpowiednio 114% i 333%).

Tab. 2.3. Wskaźniki bezpieczeństwa bilansu płatniczego w Polsce w latach 2004-2015 (w %)

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Saldo obrotów bieżących/ PKB	-5,4	-2,6	-4,0	-6,3	-6,7	-4,0	-5,4	-5,2	-3,7	-1,3	-2,1	-0,6
Saldo BIZ/ saldo obrotów bieżących	85	86	78	64	28	45	33	50	33	63	114	333
Suma salda BIZ i ZIP/saldo obrotów bieżących	151	238	58	41	20	127	146	113	138	66	93	221
Saldo bilansu kapitałowego/saldo obrotów bieżących	9	12	15	17	17	40	33	37	59	179	118	383

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych NBP i Eurostat.

Rozszerzenie wskaźnika pokrycia deficytu rachunku bieżącego o saldo zagranicznych inwestycji portfelowych daje różne rezultaty. W większości przypadków pozytywne w tym sensie, że cały deficyt jest wówczas pokryty sumarycznym saldem BIZ i ZIP (lata: 2004-2005, 2009-2012 i 2015). Występują jednak również sytuacje, gdzie wskaźnik pokrycia deficytu pogarsza się przy uwzględnieniu inwestycji portfelowych. Taka sytuacja miała miejsce w latach 2006-2008 i w 2014 r.

Jak wskazano wyżej w sytuacji, kiedy saldo BIZ nie pokrywa całości (czy choćby większości) deficytu na rachunku bieżącym istotny staje się poziom wskaźnika pokrycia deficytu rachunku bieżącego saldem bilansu kapitałowego. Pokazuje on potencjalne zagrożenia w zakresie bezpieczeństwa polskiego bilansu płatniczego w sytuacji, gdyby nagle zmniejszył się strumień środków unijnych, napływających do gospodarki (co niewątpliwie nastąpi w niedługim czasie). Jak pokazują dane w tab. 2.3 od 2012 r. stopień pokrycia deficytu w rachunku bieżącym saldem bilansu kapitałowego przekracza wskaźnik pokrycia saldem BIZ, co w obliczu przeszacowanego salda bilansu handlowego (a więc i całego rachunku bieżącego) oraz perspektywy Brexitu jest poważnym zagrożeniem dla stabilności sytuacji płatniczej polskiej gospodarki, jej wiarygodności i perspektyw rozwojowych.

## 2.7. Międzynarodowa pozycja inwestycyjna

Międzynarodowa pozycja inwestycyjna (MPI) jest drugim z raportów (sprawozdań statystycznych) odzwierciedlających miejsce danej gospodarki na globalnym rynku. W przeciwieństwie do strumieniowego ujęcia danych w bilansie płatniczym MPI stanowi bilans finansowych zasobów zewnętrznych, tzn. zestawienie międzynarodowych aktywów i pasywów finansowych gospodarki na koniec danego roku sprawozdawczego. Wskazuje więc, czy dane państwo jest biorcą netto, czy też dawcą netto kapitału. Jest zatem swoistego rodzaju rozwinięciem (uzupełnieniem) bilansu płatniczego i jednocześnie niezwykle istotnym źródłem informacji na temat stanu zewnętrznego bezpieczeństwa finansowego państwa. Informuje o stopniu uzależnienia finansowego państwa od gospodarki światowej oraz o potencjalnej sile oddziaływania na nią.

Statystyka ta obejmuje pozycje finansowe, takie jak należności od nierezydentów, zobowiązania wobec rezydentów, złoto monetarne i SDR-y. Zgodnie z wytycznymi MFW ziemia oraz inne nieruchomości materialne są traktowane jako własność podmiotów ekonomicznych w gospodarce, w której te nieruchomości są zlokalizowane. Dlatego też nierezydenci mają zobowiązania finansowe wobec jednostek rezydentów, do których własność takiego składnika aktywów jest przypisana, zamiast faktycznej własności aktywów niefinansowych.

Międzynarodowa pozycja inwestycyjna na koniec okresu rozliczeniowego (roku kalendarzowego) odzwierciedla całkowity poziom finansowych aktywów i pasywów zagranicznych (uwzględniający wycenę zmian oraz pozostałe korekty dotyczące, jakie wystąpiły do końca badanego okresu). Statystyka ta jest w pełni zgodna z kategoriami dochodów w rachunku bieżącym bilansu płatniczego, rachunkiem finansowym oraz ma wymowne znaczenie dla ustalenia zasobów i strumieni, a także stóp zwrotu z inwestycji zagranicznych.

### 2.7.1. Konstrukcja międzynarodowej pozycji inwestycyjnej

Międzynarodową pozycję inwestycyjną netto można zdefiniować za pomocą następującego wzoru:

$$\text{MPI} = \text{BIZ}_A + \text{ZIP}_A + \text{PIZ}_A + \text{AR} - \text{BIZ}_P - \text{ZIP}_P - \text{PIZ}_P,$$

gdzie:

MPI – międzynarodowa pozycja inwestycyjnej netto,

BIZ – bezpośrednie inwestycje zagraniczne,

ZIP – zagraniczne inwestycje portfelowe (udziałowe i dłużne),

PIZ – pozostałe inwestycje zagraniczne,

AR – oficjalne aktywa rezerwowe,

litera A w indeksie symbolu oznacza pozycję aktywów,

litera P w indeksie oznacza pozycję pasywów (Śliwiński 2008: 158).

Techniczne wytyczne MFW co do klasyfikacji międzynarodowej pozycji inwestycyjnej wskazują, że powinna ona zawierać dwa wymiary (IMF 2009: 119). W kolumnach należy umieszczać zestawienie poszczególnych poziomów MPI w elementarnym podziale na aktywa (należności) i pasywa (zobowiązania). Zagraniczne aktywa i pasywa przedstawia się w kilku ujęciach. W pierwszym z nich – funkcjonalnym aktywa zagraniczne zostały podzielone na bezpośrednie inwestycje zagraniczne, zagraniczne inwestycje pośrednie (portfelowe), derywaty finansowe (inne niż rezerwy), pozostałe inwestycje oraz aktywa rezerwowe. Zobowiązania (pasywa) dzielą się na te same grupy z wyjątkiem aktywów rezerwowych.

Pod względem funkcjonalnym składniki aktywów i pasywów zagranicznych zostały dalej podzielone na odpowiednie grupy. Bezpośrednie inwestycje zagraniczne podzielono na kapitał własny i reinwestowane zyski oraz pozostały kapitał. W obu przypadkach rozdzielono należności oraz zobowiązania wobec powiązanych korporacji.

Inwestycje portfelowe podzielono na dwie kategorie funkcjonalne: akcje zwykłe i instrumenty dłużne, wśród których wyróżniono obligacje, instrumenty rynku pieniężnego i derywaty. Każdą z tych grup sklasyfikowano ponadto według właściwych sektorów (władze monetarne, rząd, banki, pozostałe sektory).

W kolejnej grupie umieszczono derywaty finansowe. Grupa ta obejmuje wyłącznie derywaty niezaliczane do aktywów rezerwowych. Księguje się tutaj także przepływy opcji na akcje pracownicze (*employee stock option* – ESO), których natura według uznania MFW jest zbliżona do derywatów.

Pozostałe inwestycje podzielono na cztery grupy: kredyty handlowe, pożyczki, gotówka i depozyty oraz pozostałe aktywa zagraniczne (takie jak wpływy kapitału na potrzeby międzynarodowych, niefinansowych organizacji oraz różne rachunki). Pozostałe inwestycje zagraniczne również sklasyfikowano w podziale na poszczególne sektory.

Aktywa rezerwowe zawierają takie kategorie funkcjonalne, jak: złoto monetarne, specjalne prawa ciągnięcia, pozycja rezerwowa w MFW, wymiana międzynarodowa (w tej kategorii wyróżnia się gotówkę i depozyty, papiery wartościowe) oraz pozostałe roszczenia.

Funkcjonalny podział pasywów zagranicznych zasadniczo jest podobny do podziału aktywów. Wyjątkiem jest wspomniany wyżej brak rezerw.

MPI w ujęciu funkcjonalnym prezentowana jest w układzie tabelarycznym. W początkowych kolumnach umieszcza się dane dotyczące stanu oraz zmian poszczególnych składników międzynarodowej pozycji inwestycyjnej netto. Uzupełniają one obraz sytuacji finansowej gospodarki na rynku międzynarodowym. Zamieszczane w

kolejnych kolumnach zmiany cen oraz zmiany kursów walutowych, mają istotny wpływ na wycenę takich instrumentów, jak udziałowe i dłużne papiery wartościowe, inwestycje bezpośrednie czy aktywa rezerwowe. Są one niezwykle istotne przy dzisiejszej zmienności na rynkach międzynarodowych. Równie ważna jest pozycja: pozostałe korekty. Zawiera ona informacje na temat alokacji lub umorzenia SDR-ów, zmian dotyczących monetaryzacji lub demonetaryzacji złota, tzw. reklasyfikacji (zmian związanych z przekroczeniem progu 10% udziałów w inwestycjach), jednostronnego umorzenia długu przez kredytodawcę oraz wyłączenia lub niewyrównanych konfiskat.

Oprócz zestawienia danych w ramach międzynarodowej pozycji inwestycyjnej w ujęciu funkcjonalnym MFW zaleca także dodatkową ich klasyfikację w ujęciu rodzajowym. Aktywa zagraniczne zestawiane są tu w trzech grupach instrumentów: kapitale własnym i udziałach w funduszach inwestycyjnych/jednostkach, instrumentach dłużnych oraz pozostałych finansowych aktywach i pasywach (IMF 2009: 120). Dodatkowo wśród instrumentów dłużnych wyróżnia się specjalne prawa ciągnięcia, gotówkę i depozyty, dłużne papiery wartościowe, kredyty, ubezpieczenia, emerytury, standaryzowane gwarancje oraz pozostałe kwoty do otrzymania/zapłacenia. Wśród pozostałych aktywów zapisywana jest wartość złota monetarnego oraz finansowych derywatów i akcji pracowniczych. Zagraniczne pasywa zawierają podobne instrumenty finansowe z wyjątkiem pozycji złoto monetarne (IMF 2009: 120).

Trzecim najważniejszym ujęciem przekrojowym międzynarodowej pozycji inwestycyjnej netto według wytycznych MFW jest ujęcie sektorowe. W ujęciu tym klasyfikuje się funkcjonalne kategorie aktywów i pasywów zagranicznych w podziale na sektory instytucjonalne, które reprezentuje rezydent. Opisany wyżej podział funkcjonalny zestawia się z czterema kategoriami sektorów instytucjonalnych. Wśród nich wyszczególnia się:

1. gospodarstwa domowe i instytucje non profit obsługujące gospodarstwa domowe,
2. instytucje sektora rządowego i samorządowego,
3. korporacje finansowe i
4. korporacje niefinansowe.

Wytyczne MFW dotyczące konstruowania międzynarodowej pozycji inwestycyjnej netto opierają się na szczegółowych opracowaniach wyspecjalizowanych instytucji (głównie Bank for International Settlements oraz OECD) w zakresie inwestycji bezpośrednich, inwestycji portfelowych, długu zewnętrznego czy rezerw międzynarodowych w zakresie międzynarodowych statystyk finansowych i wzorcowej

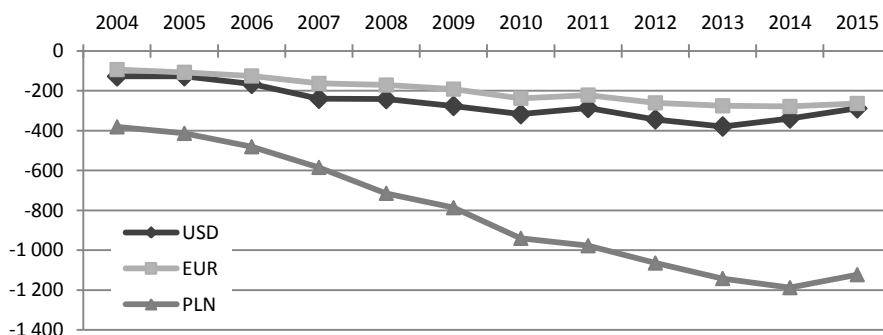
definicji bezpośrednich inwestycji zagranicznych (BIS 2009, IMFb 2009, IMFc 2015, IMFd 2015, OECD 2008).

Relacja międzynarodowej pozycji inwestycyjnej netto do PKB jest standardowym miernikiem służącym do oceny bezpieczeństwa zewnętrznej sytuacji finansowej państwa. Dlatego konieczne jest bieżące jej monitorowanie wraz z pogłębioną oceną struktura międzynarodowej pozycji inwestycyjnej netto. Z tego punktu widzenia warto podzielić zobowiązania zagraniczne na instrumenty dłużne (tj. wymagające spłaty kapitału i/lub odsetek) oraz instrumenty udziałowe. Rozróżnienie to jest szczególnie istotne dla państw rejestrujących wysoki napływ zagranicznych inwestycji bezpośrednich. Można przyjąć, że inwestycje w kapitały własne i reinwestycje zysków (instrumenty niedłużne) stanowią mniej ryzykowne i bardziej stabilne formy finansowania zagranicznego. Uwzględniając powyższe, analizę należy uzupełnić o wskaźnik zadłużenia zagranicznego netto do PKB, który w porównaniu z międzynarodową pozycją inwestycyjną nie zawiera stanów kapitałów własnych i reinwestycji zysków, udziałowych papierów wartościowych, pozostałych udziałów kapitałowych i pochodnych instrumentów finansowych (NBP 2013: 34)

### 2.7.2. Zmiany międzynarodowej pozycji inwestycyjnej w Polsce w latach 2004-2015

W latach 2004-2015 międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto Polski była silnie ujemna. Z wyjątkiem 2015 r., wyrażona w Polskich złotych systematycznie się pogarszała.

Rys. 2.15. Międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto Polski w latach 2004-2015 (w mld)



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych NBP.

W wyniku różnic kursowych MPI netto ujęta w USD zaczęła poprawiać się w 2014 r. Tym niemniej oznacza to, że Polska jest biorcą netto kapitału w relacji do zagranicy. Ujemna MPI netto Polski wyniosła na koniec 2015 r. -1,12 bln złotych (tj. 287,9 mld USD; rys. 2.15), co stanowi 62,5% PKB Polski. Oznacza to, że polskie aktywa zagraniczne (wynoszące na koniec 2015 r. 228,5 mld USD) są o 287,9 mld USD mniejsze niż zewnętrzne zobowiązania polskiej gospodarki (wynoszące na koniec 2015 r. 516,4 mld USD i stanowiące 112% PKB). Podkreślić należy ponadto, że ujemna MPI pogłębia się z roku na rok (rys. 2.15 i tab. 2.4), zwiększając zewnętrzne uzależnienie finansowe polskiej gospodarki, obniżając jej stabilność i wzmagając wrażliwość na szoki.

Tab. 2.4. Międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto Polski i jej podstawowe składniki w latach 2004-2015 (w mld USD)

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
MPI netto	-127,5	-126,9	-165,2	-240,1	-241,3	-276,0	-317,3	-286,2	-343,5	-379,2	-338,8	-287,9
Aktywa ogółem	86,1	98,6	126,7	168,5	147,8	169,1	206,1	212,6	236,9	237,8	230,8	228,5
BIZ	8,3	11,5	21,8	31,4	33,5	40,4	62,8	65,7	72,1	71,7	65,9	61,4
ZIP	6,7	8,8	13,8	22,0	10,6	14,1	14,7	10,7	13,0	16,2	20,4	30,9
Instr. pochodne	0,3	0,5	0,6	1,3	2,4	1,0	3,7	5,8	6,1	5,6	7,9	4,7
PIZ	34,0	35,2	42,1	48,1	39,2	34,0	31,4	32,6	36,8	38,1	36,2	36,7
Oficjalne aktywa rezerwowe	36,8	42,6	48,5	65,7	62,2	79,6	93,5	97,9	108,9	106,2	100,4	94,9
Pasywa ogółem	213,6	225,5	291,9	408,6	389,2	445,1	523,5	498,8	580,4	617,0	569,6	516,4
BIZ	91,3	95,7	132,7	187,4	172,3	194,5	236,2	216,7	250,8	275,4	252,4	223,0
ZIP	56,6	71,4	84,8	104,9	77,8	102,1	131,7	126,6	171,2	175,0	163,1	153,1
Instr. pochodne	0,4	0,5	0,6	1,6	4,5	1,4	6,1	7,2	7,1	6,1	8,5	6,5
PIZ	65,3	57,9	73,8	114,7	134,6	147,1	149,4	148,3	151,4	160,6	145,5	133,8

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych NBP.

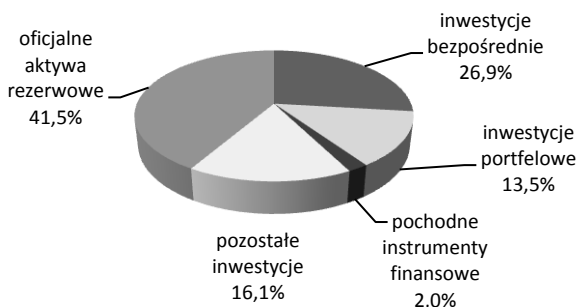
Warto jednak zauważyć, że polskie aktywa zagraniczne dynamicznie rosną od kilkunastu lat i są dziś ponad dwuipółkrotnie większe niż na koniec 2004 r. (228,5 mld USD wobec 86,1 mld USD; por. tab. 2.4). Niewielki spadek aktywów zagranicznych odnotowano jedynie w 2008 r. (zwłaszcza jak na skalę ówczesnych zawirowań) oraz w latach 2014-2015. Przyczynił się do tego w głównej mierze spadek bezpośrednich inwestycji zagranicznych, a także oficjalnych aktywów rezerwowych (wyrażonych w USD). Obydwa procesy rozpoczęły się w 2013 r.



Największą część polskich aktywów zagranicznych (41,5%) stanowią oficjalne aktywa rezerwowe NBP, których wartość na koniec 2015 r. sięgała 95 mld USD (rys. 2.16). Drugą grupą zewnętrznych aktywów są inwestycje bezpośrednie (26,9%). Na pozostałe inwestycje przypada 16,1%, a na inwestycje portfelowe dokonane przez polskich inwestorów: 13,5%. Skład polskich aktywów zagranicznych w niewielkim stopniu dopełniają pochodne instrumenty finansowe (2%). Powyższe potwierdza względnie niską aktywność polskich podmiotów na rynkach zagranicznych.

W przypadku polskich zagranicznych inwestycji bezpośrednich od lat utrzymuje się względna równowaga pomiędzy instrumentami dłużnymi i udziałowymi (z niewielką od 2010 r. przewagą tych pierwszych). Wśród inwestycji portfelowych od lat dominują udziałowe papiery wartościowe (na koniec 2015 r. stanowią ich 74%).

Rys. 2.16. Struktura polskich aktywów zagranicznych w 2015 r. (w %)

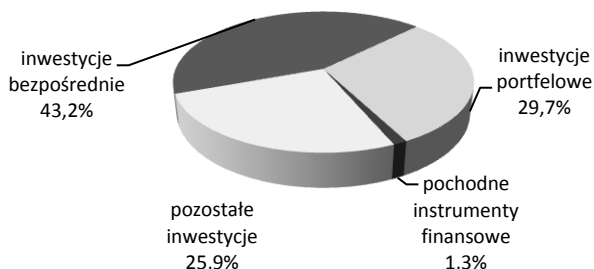


Źródło: obliczenia własne na podstawie danych NBP.

W analizowanym okresie obserwowano także silny trend wzrostowy w przypadku polskich zagranicznych zobowiązań (pasywów). Są one obecnie prawie dwipółkrotnie wyższe niż w 2004 r. (tab. 2.4). Zwrócić należy uwagę na spadek pasywów zagranicznych od 2014 r. Zmalały zasoby właściwie wszystkich kategorii składowych pasywów: najsilniej zagraniczne inwestycje bezpośrednie ulokowane w Polsce, następnie pozostałe inwestycje oraz inwestycje portfelowe (tab. 2.4). Struktura zagranicznych pasywów w Polsce jest zbliżona do struktury zagranicznych aktywów: największą ich część stanowią inwestycje bezpośrednie (43,2%), inwestycje portfelowe (29,7%) i pozostałe inwestycje (25,9%) – por. rys. 2.17.

Wśród dokonanych w Polsce BIZ dominują instrumenty udziałowe, choć od 2011 r. stanowią już tylko 2/3, podczas gdy we wcześniejszych latach było to 3/4. W składzie ZIP dominują niezmiennie dłużne papiery wartościowe (ponad 3/4).

Rys. 2.17. Struktura pasywów w międzynarodowej pozycji inwestycyjnej Polski w 2015 r. (w %)

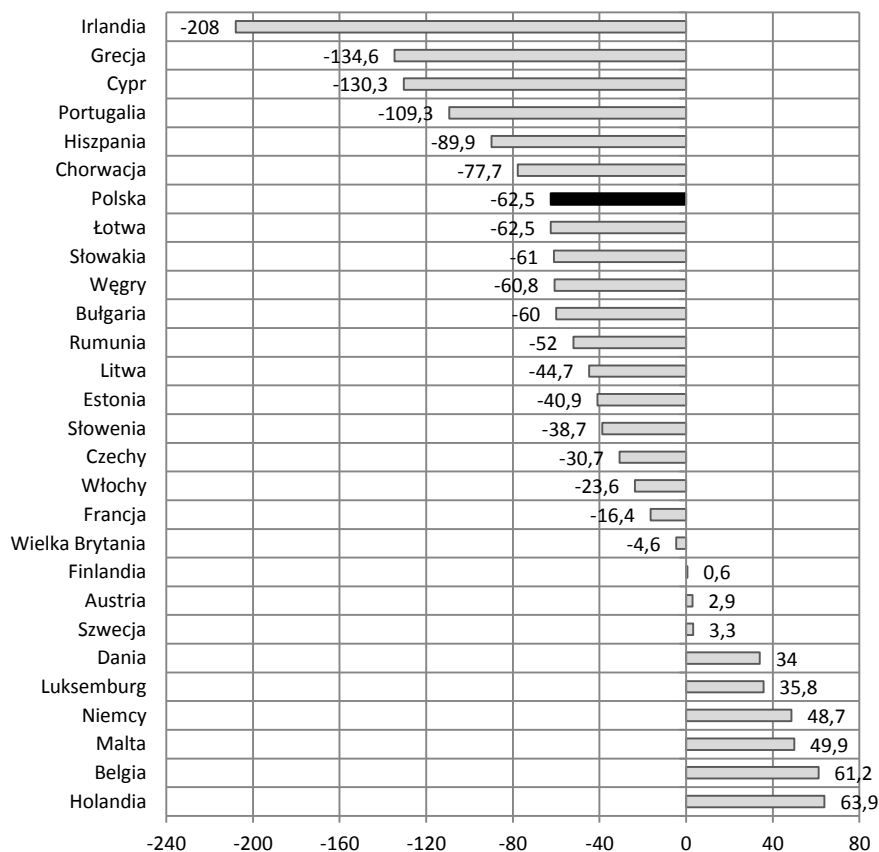


Źródło: obliczenia własne na podstawie danych NBP.

Oceny poziomu międzynarodowej pozycji inwestycyjnej netto najlepiej dokonać poprzez międzynarodowe porównania. W tym celu konieczne jest jej odniesienie do PKB. Powyższa relacja jest podstawowym wskaźnikiem uzależnienia finansowego gospodarki od podmiotów zewnętrznych. Warto zatem porównać ten parametr wyliczony dla polskiej gospodarki z innymi państwami Unii Europejskiej (por. rys. 2.18).

Relacja międzynarodowej pozycji inwestycyjnej netto do PKB w państwach UE jest zróżnicowana. Choć przeważają państwa z ujemną MPI netto, to podkreślić należy, że w UE jest obecnie 9 państw będących dawcami netto kapitału (tj. z dodatnią MPI netto; por. rys. 2.18). W przypadku sześciu z nich jest ona względnie wysoka i stanowi 34-64% ich PKB (Holandia, Belgia, Malta, Niemcy, Luksemburg i Dania). W pozostałych trzech (Szwecji, Austrii oraz Finlandii) jest istotnie niższa (0,6-3,3% PKB). Warto zauważyć, że MPI w Polsce (-62,5% PKB) należy do najbardziej ujemnych wśród wszystkich państw UE, także tych z Europy Środkowo-Wschodniej. Zdecydowanie korzystniejszą relacją MPI do PKB charakteryzują się np. Czechy (-31%), Słowenia (-39%) czy Estonia (-41%), co po części tłumaczy różnicę w wycenie premii za ryzyko inwestycyjne. Nie mogą tu absolutnie pocieszać statystyki Grecji, Cypru, Portugalii czy Hiszpanii lub Irlandii (których ujemna MPI sięga 90-208% ich PKB). Podkreślić trzeba, że wszystkie te gospodarki odczuły niezwykle boleśnie skutki kryzysu z 2008 r., otarły się o niewypłacalność i musiały skorzystać z międzynarodowej pomocy finansowej, co potwierdza niską odporność na szoki gospodarki z wysoce ujemną MPI. Pamiętać przy tym także należy, że wszystkie te państwa w przeciwieństwie do Polski posiadają euro.

Rys. 2.18. Międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto w relacji do PKB (w %) w państwach UE (stan na koniec 2015 r.)



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Eurostat.

Warto na koniec zwrócić uwagę na sytuację Irlandii, której ujemna MPI pogłębiła się wyjątkowo mocno w ciągu dwóch ostatnich lat. Jeszcze bowiem na koniec 2013 r. wynosiła ok. 105% PKB, podczas gdy na koniec 2015 r.: 208% PKB. Wydaje się więc, że Irlandii udało się już odzyskać zaufanie inwestorów, których masowy powrót pomaga odbudować dochód narodowy (wzrost gospodarczy w Irlandii w 2015 r. wyniósł 26,3%).

## Literatura

- Bank for International Settlements (2009), *Guide to the international financial statistics*, Basel.
- Bank for International Settlements (2013), T. Ehlers, F. Packer, *FX derivatives markets in emerging economies and the internationalisation of their currencies*, BIS Quarterly Review, December.
- Bank for International Settlements (2017), *BIS Statistical Bulletin*, March.
- Benedyk M., Zieliński M. (2015), *Czy raport GFI dowodzi drenażu kapitału z Polski, mises.pl* (dostęp 15.02.2017).
- Ćwikowski D. (2016), *Postulowany model zarządzania ryzykiem w podatku VAT przez polską administrację skarbową* [w:] K. Raczkowski, S. Wojciechowska-Filipek, *Wymiary zarządzania ryzykiem w obrocie gospodarczym*, CeDeWu, Warszawa.
- Górniewicz G., Siemiątkowski P. (2006), *Wprowadzenie do międzynarodowych przepływów kapitału*, TNOiK, Toruń.
- IMF and others, *External Debt Statistics: Guide for Compilers and Users* (dostęp 30.01.2015).
- IMF, *Coordinated Direct Investment Survey Guide* (dostęp 30.01.2015).
- IMF, *Coordinated Portfolio Investment Survey Guide* (dostęp 30.01.2015).
- IMF, *International Investment Position: A Guide to Data Sources* (dostęp 30.01.2015).
- IMF, *International Reserves and Foreign Currency Liquidity: Guidelines for a Data Template* (dostęp 30.01.2015).
- International Monetary Fund (2009), *Balance of Payments and International Investment Position Manual*, 6<sup>th</sup> ed. (BPM6), Washington.
- Jankowska E., Siemiątkowski P. (2013), *Financial Dependence of the PIIGS Countries*, "Journal of World Economic Research", Vol. 2, No 5.
- NBP (2008), *Bilans płatniczy Rzeczypospolitej Polskiej za IV kwartał 2007*, Warszawa.
- NBP (2005), *Bilans płatniczy Rzeczypospolitej Polskiej za IV kwartał 2004*, Warszawa.
- NBP (2011), *Bilans płatniczy Rzeczypospolitej Polskiej za IV kwartał 2010*, Warszawa.
- NBP (2012), *Bilans płatniczy Rzeczypospolitej Polskiej za IV kwartał 2011*, Warszawa.
- NBP (2014), *Międzynarodowa pozycja inwestycyjna Polski w 2013 roku*, Warszawa.
- OECD (2008a), *Benchmark Definition of Foreign Direct Investment Fourth Edition 2008* (dostęp 30.01.2015).
- OECD (2008b), *OECD Benchmark Definition of Foreign Direct Investment* (dostęp 30.01.2015).
- Parkiet, *Jest kilka teorii dotyczących salda błędów i opuszczeń* (dostęp 24.03.2017).

- prezydent.pl, *Statystyczny obraz rynku finansowego w czasie światowego kryzysu* (dostęp 20.12.2014).
- Ratajczak M. (2017), *Luka CIT niemal tak wysoka jak VAT. To zagrożenie dla bezpieczeństwa budżetu i państwa*, 17 marca (dostęp 30.03.2017).
- Siemiątkowski P. (2015), *Uzależnienie finansowe jako zagrożenie bezpieczeństwa ekonomicznego państwa*, Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Mikołaja Kopernika, Toruń.
- Śliwiński P. (2008), *Zmiany międzynarodowej pozycji inwestycyjnej netto w grupie wybranych krajów Europy Środkowo-Wschodniej oraz Unii Gospodarczej i Walutowej* [w:] E. Najlepszy (red.), *Determinanty bilansu płatniczego w krajach europejskich*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- World Federation of Exchange (2017), *Domestic market capitalization (USD millions)* (dostęp 14.05.2017).



## ROZDZIAŁ 3.

### ZADŁUŻENIE ZAGRANICZNE

Zadłużenie zagraniczne jest sumą zobowiązań finansowych krajowych dłużników wobec zagranicznych wierzycieli (rządów, banków, organizacji i innych podmiotów gospodarczych), na które składają się kredyty i pożyczki oraz zobowiązania z tytułu wyemitowanych dłużnych papierów wartościowych.

Jeżeli w dłuższym okresie podmioty danego państwa zaciągają więcej zobowiązań niż udzielają kredytów i pożyczek, to gospodarka ta staje się państwem dłużniczym. Jeśli jest odwrotnie – staje się państwem wierzycielskim.

Narodowy Bank Polski prezentuje zadłużenie zagraniczne Polski w następującym ujęciu podmiotowym:

1. sektor rządowy,
2. Narodowy Bank Polski,
3. monetarne instytucje finansowe<sup>8</sup> z wyłączeniem NBP,
4. pozostałe sektory (rachunki bieżące i depozyty, dłużne papiery wartościowe, kredyty i pożyczki, kredyty handlowe oraz rezerwa ubezpieczeniowo-techniczna),
5. inwestycje bezpośrednie (zadłużenie pomiędzy spółkami powiązаныmi kapitałowo z tytułu realizacji inwestycji bezpośrednich).

#### **3.1. Zadłużenie zagraniczne jako zagrożenie bezpieczeństwa finansowego państwa**

Zadłużenie jest współcześnie jednym z najważniejszych zagrożeń bezpieczeństwa finansowego, a tym samym ekonomicznego państwa. Globalny wolumen długu rządów, firm spoza sektora finansowego i gospodarstw domowych sięga dzisiaj 152 bln USD, co stanowi około 225% światowego PKB (Bloomberg 2016). Problem jest tym bardziej palący, że w ostatnich dwóch dekadach nastąpiło znaczne zwiększenie dynamiki przyrostu długu (na początku 2000 r. stanowił on około 200% globalnego PKB). Trzecia część tego zadłużenia przypada na sektor rządowy.

---

<sup>8</sup> Monetarne instytucje finansowe (MIF) to instytucje finansowe, których działalność polega na przyjmowaniu depozytów i/lub bliskich substytutów depozytów od podmiotów innych niż monetarne instytucje finansowe oraz udzielaniu kredytów i/lub inwestowaniu w papiery wartościowe na własny rachunek. MIF obejmują dwa podsektory: bank centralny oraz pozostałe MIF (czyli banki, SKOKi oraz do 2011 r. krajowe fundusze inwestycyjne rynku pieniężnego; GUS 2017). Od 2012 r. żaden z funduszy inwestycyjnych nie spełniał kryteriów definicji podsektora MIF.

Szacuje się, że łączne zadłużenie rządów wszystkich państw stanowi około 85% globalnego PKB. Biorąc pod uwagę fakt, że nie jest znany w historii przypadek państwa, które całkowicie spłaciłoby swoje długi ostrzeżenia dotyczące zbyt gwałtownego przyrostu zadłużenia należy potraktować niezwykle poważnie.

Znaczna część globalnego długu to zadłużenie zagraniczne. Narasta ono systematycznie od początku lat 70. XX w. i stało się jednym z głównych problemów globalnych, generując liczne zagrożenia dla bezpieczeństwa ekonomicznego państw. Ponieważ kredytodawcy są podmiotami zagranicznymi, zagrożenia te mają charakter zewnętrzny, a więc źródła zagrożeń znajdują się całkowicie poza kontrolą krajowej polityki gospodarczej (może z wyjątkiem samej decyzji o zaciąganiu pożyczek za granicą). Niektóre z nich powodują skutki właściwe dla zadłużenia w pojęciu ogólnym, inne zaś są specyficzne dla zadłużenia zagranicznego.

Głównym zagrożeniem bezpieczeństwa finansowego, czyli również ekonomicznego państwa, wynikającym z powiększającego się zadłużenia zagranicznego jest uzależnienie finansowe gospodarki od podmiotów zewnętrznych. Sytuacja powyższa obniża autonomię krajowej polityki gospodarczej oraz rachunku ekonomicznego przedsiębiorstw i gospodarstw domowych. Rosnące zagraniczne zobowiązania obniżają wiarygodność kredytową, utrudniają dostęp do kapitału i podnoszą jego koszt. Dłużnicy zostają obciążeni kosztami obsługi zadłużenia, co powoduje nieefektywną alokację dochodu (słabsze dofinansowanie usług publicznych), obniża konsumpcję (niższy poziom zaspokojenia potrzeb społecznych) i inwestycje. Oznacza to zatem mniejszą chłonność gospodarki światowej i skutkuje jej wolniejszym tempem rozwoju (Dynus 2007), ograniczając poziom zamożności przyszłych pokoleń.

Narastające zadłużenie zagraniczne, dzięki swojej specyfice, istotnie pogłębia ryzyko niewypłacalności sektora publicznego. Państwa, które znajdują się na jej skraju mogą przestać regulować nie tylko zobowiązania zagraniczne, ale również wewnętrzne. Łącznie z tym, że w skrajnych przypadkach dochodzi do opóźnień w wypłacie wynagrodzeń dla pracowników sektora publicznego oraz świadczeń socjalnych, powodując nie tylko niepokoje społeczne, ale również radykalizację poglądów, stwarzając podatny grunt dla populistów i zmian na scenie politycznej. W efekcie tego może dojść do nieakceptowanych w przestrzeni międzynarodowej zachowań, polegających m.in. na nacjonalizacji zagranicznej własności prywatnej. Dla przykładu w kwietniu 2017 r. niewypłacalne władze Wenezueli skonfiskowały fabrykę amerykańskiego koncernu General Motors w Valencii, a w 2013 r. Cypr ratując sektor bankowy skonfiskował klientom banków (podobno w głównej mierze rosyjskim oligarchom) 47,5% wartości depozytów o wartości powyżej 100 tys. EUR,



co było warunkiem uzyskania 10 mld EUR międzynarodowej pomocy. Pamiętać przy tym należy, że wiele państw przechowuje rezerwy złota w bankach centralnych wysoko rozwiniętych gospodarek. Powoduje to zagrożenie dla stabilności dotychczasowych relacji międzynarodowych, a poprzez silne zależności pomiędzy gospodarkami, dla funkcjonowania całej gospodarki światowej. Konsekwencją tego będzie dodatkowy wzrost ryzyka inwestycyjnego w dłużniczych państwach rozwijających się, utrudniający ograniczone już i tak ich możliwości rozwojowe. Zresztą już w połowie lat 80. XX w. Peru, a potem Nigeria, Filipiny i Wenezuela samowolnie obniżyły skalę obsługi swojego zadłużenia zagranicznego (do 10-30% wartości swych wpływów eksportowych), co ku ogólnemu zdziwieniu banki-wierzyciele przyjęły spokojnie (Głuchowski 1997: 171-173). Nieprzewidywalność działań dłużników ze względu na skalę długów rodzi więc realne ryzyko paraliżu finansowego na świecie, zwłaszcza gdyby doszło do ich zмовy. Dziwi zresztą fakt, że przez tyle dekad narbrzmiewającego problemu zadłużeniowego państw rozwijających się, nie powstał kartel największych dłużników, dzięki czemu może udałoby się skuteczniej oddłuzać gospodarki rozwijające się z korzyścią dla chłonnaści i rozwoju całej gospodarki światowej. Z drugiej jednak strony mogłoby to doprowadzić do rozluźnienia poczucia obowiązku spłaty zobowiązań i zmiany hierarchii w Zachodnich systemach wartości, łamiąc naczelną zasadę dotrzymywania umów i wywracając dotychczasowy porządek prawny.

Pogarszająca się sytuacja ekonomiczna państw dłużniczych zmusza do stania się dla nich pomocy międzynarodowej. Przyczyny tej sytuacji mogą być polityczne lub w skrajnych przypadkach wręcz humanitarne. Pozostawienie dłużnika samemu sobie może bowiem doprowadzić do destabilizacji sytuacji politycznej nie tylko na jego terytorium, ale również w przestrzeni międzynarodowej.

Choć największymi dłużnikami są państwa wysoko rozwinięte, to problem zadłużenia zagranicznego dotyczy jednak w głównej mierze państw rozwijających się, które posiadają niższą wiarygodność kredytową, a więc ograniczoną zdolność do zapewnienia stabilności finansowania swojego rozwoju oraz rolowania zadłużenia<sup>9</sup>. Stają się przez to bardziej wrażliwe na zjawiska kryzysowe, w szczególności szoki zewnętrzne. Ciężar zadłużenia zagranicznego i jego bieżąca obsługa ogranicza

---

<sup>9</sup> Rolowanie zadłużenia oznacza zaciąganie nowego długu, aby wykupić stary, w efekcie czego dług się nie zmniejsza, a jedynie następuje zmiana wierzyciela. Pomiędzy pojęciem spłaty a rolowania zadłużenia istnieje istotna różnica, bowiem po spłacie zadłużenia dług się obniża (co podnosi wiarygodność podmiotu), a po rolowaniu nie. Określenie „spłacania” długów jest często nadużywane właśnie z powodów wizerunkowych, gdyż niesie ono w sobie pozytywny ładunek poprawy wiarygodności kredytowej dłużnika.

ich zdolność do nadrobienia dystansu rozwojowego wobec państw rozwiniętych (Dynus 2006), co pogłębia rozwarstwienie w poziomie zamożności. Ciągąca się już kilka dekad spirala zadłużenia zniechęca gospodarki rozwijające się do dalszych wyrzeczeń. Pomimo bowiem wysiłków podejmowanych przez nie od lat w celu spłaty zadłużenia, niejednokrotnie nie przestaje ono rosnąć, a wręcz powiększa się. Dostrzegają to także wysoko rozwinięte gospodarki, w konsekwencji czego osłabiają się też działania międzynarodowe zmierzające do realnego rozwiązania problemów zadłużenia. Zmniejsza się też ich efektywność.

Wreszcie wysokie i rosące zadłużenie zagraniczne oraz publiczne coraz większej liczby państw (w szczególności rozwiniętych) rozluźnia dyscyplinę w politykach gospodarczych poszczególnych z nich, pogłębiając problem zadłużenia i wzmagając tym ryzyko częstszego występowania kryzysów światowych w przyszłości oraz ostrzejszego ich przebiegu w konsekwencji rozrastającej się sieci międzynarodowych powiązań finansowych. Problem zadłużenia zagranicznego państw rozwijających się wymusza ponadto wzrost poziomu akceptacji ryzyka i ogranicza możliwości inwestycyjne na świecie, potęgując wskazane zagrożenia.

### **3.2. Państwa o największym zadłużeniu zagranicznym<sup>10</sup>**

Najwyższe zadłużenie zagraniczne posiadają USA. Ich dług sięga 18 bilionów USD (2015, tab. 3.1). Kolejne miejsca zajmują inne silne gospodarki (Wielka Brytania: 8 bln USD, Francja i Niemcy: 5 bln USD, Holandia i Luksemburg: 4 bln USD, Japonia: 3 bln USD). Zadłużenie zagraniczne 17 gospodarek przekracza obecnie bilion USD (stan na koniec 2015 r.), a 29 następnych wynosi powyżej 100 mld USD. Z uwagi na poziom tych kwot zadłużenie zagraniczne jest dziś problemem globalnym, ograniczającym możliwości rozwojowe całej gospodarki światowej. Dług zagraniczny najbardziej zadłużonych (powyżej 20 mld USD) 76 gospodarek przedstawionych w tab. 3.1 wynosi 73,8 bln, czyli równowartość globalnego PKB (99,5%).

Zauważyć należy, że w powyższym gronie są zarówno bogate i duże państwa, jak i małe oraz rozwijające się. Dlatego warto spojrzeć na relację zadłużenia zagranicznego dłużników do ich PKB. Ukazuje ona problem ciężaru długu z perspektywy pojedynczej gospodarki i jednocześnie lepiej oddaje skalę zagrożeń dla wierzycieli, gospodarczo powiązanych państw czy międzynarodowych rynków finansowych, w sytuacji problemów z wypłacalnością pojedynczego państwa, którego zadłużenie zagraniczne stanowi kilkukrotność jego PKB. Ekstremalnie wysokie zadłużenie zagraniczne ma Luksemburg. Stanowi ono 66-krotność jego rocznego PKB (tab. 3.1).

---

<sup>10</sup> Podrozdział 3.2. został opracowany na podstawie: Redo 2017.

Jako jedno z głównych centrów finansowych świata i specjalistyczny raj podatkowy jest on siedzibą (nierzadko fikcyjną) wielu koncernów, których powiązania finansowe generują zadłużenie zewnętrzne. Wśród państw o najwyższym zadłużeniu zagranicznym w relacji do PKB znajdują się także inne wielkie centra finansowe jak Singapur i Hongkong, czy raje podatkowe jak Mauritius, albo gospodarki o niższych na tle sąsiadów podatkach jak Cypr czy Irlandia (tab. 3.1).

Tab. 3.1. Zadłużenie zewnętrzne najbardziej zadłużonych gospodarek\* (stan na koniec 2015 r.)

		zadłużenie zagraniczne				rating (S&P)
		% PKB	lp.**	mld USD	per capita w USD	stan na 7.04.2017
1.	Luksemburg	6 598%	6.	3 747	6 578 924	AAA
2.	Mauritius	1 325%	38.	155	122 545	bd
3.	Malta	998%	48.	97	225 181	A-
4.	Irlandia	855%	8.	2 424	522 075	A+
5.	Cypr	540%	46.	106	90 700	BB+
6.	Holandia	526%	5.	3 949	233 121	AAA
7.	Singapur	438%	16.	1 281	231 512	AAA
8.	Hongkong	421%	15.	1 300	177 991	AAA
9.	Wielka Brytania	286%	2.	8 187	125 699	AA
10.	Szwajcaria	251%	11.	1 681	203 038	AAA
11.	Belgia	250%	17.	1 136	101 007	AA
12.	Grecja	247%	23.	480	44 389	B-
13.	Portugalia	219%	27.	436	42 050	BB+
14.	Finlandia	207%	24.	480	87 658	AA+
15.	Francja	206%	3.	4 980	74 840	AA
16.	Mongolia	183%	73.	22	7 280	B-
17.	Islandia	180%	68.	30	91 440	A
18.	Szwecja	179%	18.	888	90 630	AAA
19.	Austria	172%	20.	647	74 848	AA+
20.	Panama	168%	50.	88	22 327	BBB
21.	Hiszpania	165%	10.	1 973	42 480	BBB+
22.	Norwegia	157%	21.	606	116 682	AAA
23.	Dania	156%	26.	469	82 512	AAA
24.	Niemcy	145%	4.	4 893	59 906	AAA
25.	Łotwa	139%	64.	38	18 996	A-
26.	Ukraina	131%	44.	119	2 629	B-
27.	Węgry	129%	36.	157	15 971	BBB-
28.	Włochy	124%	9.	2 257	37 158	BBB-
29.	Słowenia	114%	57.	49	23 717	A
30.	Australia	105%	14.	1 409	59 224	AAA
31.	Kanada	102%	12.	1 591	44 377	AAA
32.	Chorwacja	101%	56.	49	11 754	BB
33.	Nowa Zelandia	98%	34.	171	37 226	AA
34.	USA	98%	1.	17 710	55 101	AA+
35.	Estonia	93%	74.	21	15 907	AA-
36.	Słowacja	84%	53.	73	13 494	A+
37.	Kazachstan	83%	39.	154	8 761	BBB-

38.	Serbia	83%	67.	31	4 342	BB-
39.	Bulgaria	76%	63.	38	5 288	BB+
40.	Paragway	75%	76.	20	3 061	BB
41.	Litwa	75%	66.	31	10 618	A-
42.	Białoruś	70%	62.	38	4 032	B-
43.	Jordania	70%	71.	26	3 456	BB-
44.	Polska	69%	31.	330	8 686	BBB+
45.	Czechy	68%	41.	126	11 962	AA-
46.	Japonia	67%	7.	2 945	23 197	A+
47.	Tunezja	67%	69.	29	2 542	BB-
48.	Liban	66%	65.	31	5 281	B-
49.	Malezja	66%	33.	194	6 405	A-
50.	Chile	65%	37.	156	8 673	AA-
51.	Rumunia	55%	47.	98	4 969	BBB-
52.	Turcja	55%	30.	396	5 035	BB
53.	Ghana	55%	75.	21	754	B-
54.	Sri Lanka	53%	59.	44	2 095	B+
55.	Urugwaj	53%	70.	28	8 291	BBB
56.	Kostaryka	44%	72.	24	4 998	BB-
57.	Maroko	44%	60.	44	1 275	BBB-
58.	Wietnam	40%	51.	78	848	BB-
59.	RPA	39%	42.	124	2 256	BB+
60.	Rosja	39%	22.	518	3 598	BB+
61.	Kolumbia	38%	45.	110	2 291	BBB
62.	Brazylia	37%	19.	665	3 200	BB
63.	Meksyk	37%	28.	418	3 288	BBB+
64.	Indonezja	36%	32.	310	1 204	BB+
65.	Peru	35%	54.	66	2 101	BBB+
66.	Tajlandia	33%	40.	131	1 934	BBB+
67.	Izrael	30%	49.	89	10 673	A+
68.	Argentyna	29%	35.	171	3 930	B+
69.	Korea	29%	29.	396	7 825	AA
70.	Filipiny	26%	52.	77	769	BBB
71.	Wenezuela	24%	43.	124	3 975	CCC
72.	Pakistan	24%	55.	65	347	B
73.	India	23%	25.	479	366	BBB-
74.	Bangladesz	20%	61.	38	238	BB-
75.	Egipt	14%	58.	48	522	B-
76.	Chiny	13%	13.	1 418	1 034	AA-

\* o nominalnym zadłużeniu powyżej 20 mld USD.

\*\* miejsce w rankingu największych dłużników według nominalnego poziomu zadłużenia zagranicznego.

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Banku Światowego i S&P Global.

Analiza zadłużenia zagranicznego państw w relacji do PKB pozwala dostrzec, że obok centrów finansowych największe względne obciążenie długami zewnętrznymi posiadają państwa wysoko rozwinięte. Dzięki wysokiej wiarygodności mogły one zadłużać się coraz bardziej przez minione dekady (do poziomu ponad 100 czy 200% PKB) i, mimo ogromnego obciążenia długami (nie tylko zagranicznymi), posiadają

nadal bez porównania wyższą zdolność kredytową niż większość znacznie mniej zadłużonych gospodarek rozwijających się. To przywilej bogatych, stabilnych państw, posiadających waluty międzynarodowe. Być może wiarygodności tej nie widać w przypadku niektórych z nich w obecnych, naznaczonych kryzysem z 2008 r., ocenach ratingowych (tab. 3.1), to jednak dzięki wysokiemu zaufaniu rynków we wcześniejszych latach mogły one zadłużyć się do takiego poziomu. Warto więc podkreślić, że do 2009 r. Grecja posiadała rating na poziomie A (a w latach 2003-2004 nawet A+), Portugalia: AA, a Hiszpania: AAA.

Najniższe obciążenie zagranicznym zadłużeniem wśród państw wysoko rozwiniętych posiada Japonia: 67% PKB. W przypadku wszystkich pozostałych sięga ono poziomu 100% PKB i wyższego. W dolnej połowie tab. 3.1, z zadłużeniem zagranicznym na poziomie kilkudziesięciu procent PKB, plasują się więc tylko gospodarki rozwijające się (za wyjątkiem wspomnianej Japonii). Za ich pozornie lepszymi statystykami stoi niższa wiarygodność (przeważają u nich ratingi z poziomu B). Okazuje się bowiem, że ten poziom zadłużenia jest wystarczającą barierą ich rozwoju gospodarczego, gdyż istotnie ogranicza dostęp do zagranicznego kapitału i podnosi premię za ryzyko. Obniża tym stabilność finansowania ich rozwoju i rolowania zadłużenia, a więc atrakcyjność inwestycyjną. Zbyt często dokonując porównań międzynarodowych zapomina się o różnicach w wycenie wiarygodności gospodarek poszczególnych państw, która w dobie globalizacji jest kluczowa przy ocenie i interpretacji poziomu i zmian wskaźników ekonomicznych. W przypadku bogatego, silnego i stabilnego państwa inwestorzy są gotowi przymknąć oko na chwilowe słabsze wyniki, które nie wywołują panicznej ucieczki kapitału, skokowego spadku kursu walutowego (a w efekcie wzrostu ciężaru spłaty zagranicznych zobowiązań i finansowania importu) i wyhamowania napływu nowego kapitału (powodującego problemy z bieżącą płynnością budżetu państwa, banków czy przedsiębiorstw), jak to ma miejsce w przypadku państw rozwijających się. Co więcej po zawirowaniach znacznie szybciej w ich przypadku sytuacja się normalizuje, czego świadomość sprawia, że przebieg szoków jest łagodniejszy i trwają one krócej. Potwierdzeniem tego jest powrót kapitału na rynek amerykański już na początku 2009 r., co bez wątplenia złagodziło skalę kryzysu z 2008 r. Nie dość więc, że gospodarki rozwijające się są biedniejsze i mają mniej krajowego kapitału, to mają mniej swobodny dostęp do zagranicznego finansowania, mogą pożyczyć mniejsze jego kwoty i muszą za niego płacić wyższą cenę. Bez wątplenia utrudnia im to nadrabianie zaległości rozwojowych i pogłębia dystans do rozwiniętych państw. Ponadto kryzysy przeżywają boleśniej i trudniej się z nich podnoszą (Redo 2017).

Warto w tym miejscu podkreślić, że Polska należy do największych dłużników wśród państw rozwijających się, zarówno nominalnie (330 mld USD), jak i w relacji do PKB (69%; tab. 3.1). Pod względem nominalnego zadłużenia zagranicznego znajduje się na 7. miejscu po Chinach, Brazylii, Rosji, Indiach, Meksyku, Korei Płd. i Turcji, a w relacji do PKB (pomijając raje podatkowe) na ok. 15-stym miejscu wśród najbardziej zadłużonych zewnętrznie gospodarek rozwijających się. Oznacza to względnie ograniczoną zdolność do zaciągania kolejnych zobowiązań przez zarówno polskie przedsiębiorstwa, ale i Skarb Państwa czy banki. Powoduje więc wzrost ryzyka inwestycyjnego, zawyża rynkowy koszt kapitału, zmniejsza konsumpcję i inwestycje, a zatem ogranicza możliwości rozwojowe.

Paradoksalnie jednak dostrzec w tym można pewną korzyść. Z racji tego, że poziom zadłużenia zagranicznego Polski jest siódmym co do wielkości wśród państw rozwijających się i 31. na tle wszystkich państw, łudzić się można, że w razie ewentualnych problemów z wypłacalnością, w interesie względnie dużej liczby wierzycieli i powiązanych z nimi podmiotów, będzie pomoc polskiej gospodarce.

Przynależność do grona największych nominalnie dłużników zagranicznych wśród państw rozwijających się, a więc mniej stabilnych, może więc być sama w sobie czynnikiem stabilizującym dla takiej gospodarki. W myśli zasady „za duży, by pozwolić mu upaść”, wydaje się, że państwa te mogą liczyć na większą wyrozumiałość wierzycieli i inwestorów, gdyż ewentualne zewnętrzne bankructwo dużego nominalnie dłużnika spowodowałoby wysokie straty w systemie. Oczywiście sytuacja wygląda dziś, gdy wierzycielami są w zdecydowanej mierze dalece rozproszeni inwestorzy, zupełnie inaczej niż kilkadziesiąt lat temu, gdy w dużej części były nimi rządy. Kluczowa dla uzyskania pozytywnego aspektu bycia dużym dłużnikiem (*too big to fail*), jest więc struktura zadłużenia zagranicznego, a więc i wierzycieli. Należy mieć jednak na uwadze, że zależność ta może być złudna, albo działać tylko do pewnego momentu (subiektywnie wycenionego przez inwestorów obniżenia się wiarygodności państwa lub pogorszenia się relacji zysku do ryzyka, niezależnej zupełnie od danej gospodarki, bo wywołanej na przykład zmianą nastrojów na międzynarodowych rynkach finansowych). Dobrym dowodem na daleką ostrożność w takiej interpretacji jest upadłość banku Lehman Brothers w 2008 r.

Podkreślić jednak trzeba, że zagraniczne zadłużenie stanowi dziś ogromny ciężar dla całej gospodarki światowej. Pomimo powszechności zjawiska zadłużenia i rosnącej z biegiem lat akceptacji dla coraz wyższego jego poziomu, zdawać sobie należy sprawę, że konieczność corocznej obsługi długów w wysokości prawie 74 bln USD (76 gospodarek ujętych w tab. 3.1), skutkuje nieefektywną alokacją dochodu, niższą globalną konsumpcją i inwestycjami, wyższym ryzykiem, droższym kapitałem

i niższym poziomem zamożności ludzi na całym świecie. Tak wysokie zadłużenie stwarza też potencjalne zagrożenie dla stabilności finansowej zadłużonych gospodarek, ich wierzycieli i rynków długu. Ta kilkudziesięciobilionowa nierównowaga globalna stanowi ogromną (i dynamicznie powiększającą się) pożywkę dla przyszłych baniek spekulacyjnych i globalnych kryzysów, wzmagając burzliwość ich przebiegu i być może częstotliwość. W interesie całej gospodarki światowej leży więc kontrola nad dalszym rozwojem problemu zadłużenia zagranicznego zwłaszcza państw rozwijających się, i co ważniejsze realne działania w kierunku jego złagodzenia:

- bez wątpienia konieczna jest redukcja długów, wydłużenie do kilkudziesięciu lat terminów spłaty i obniżenie oprocentowania,
- wierzyciele muszą przyzwolić na mniej restrykcyjny charakter polityki gospodarczej w państwie dłużniczym (zamiast wymuszania polityki zaciskania pasa), by wspierać w nim wzrost gospodarczy i dać tym szanse na wygenerowanie dochodów na obsługę zadłużenia oraz na jego relatywne obniżenie, czyli realną nadzieję na choć częściowe zmniejszenie problemu zadłużenia, co powinno zachęcić dłużników do działań (dotychczasowe rozwiązania zniechęcają dłużników do wysiłku – nie dają bowiem nadziei na realne wyjście z długów),
- wreszcie potrzebne są rządowe i/lub międzynarodowe gwarancje dla banków i inwestorów, by wzmacniać stabilność finansowania rosnącego zadłużenia (nie tylko zagranicznego i nie tylko najbardziej zadłużonych rozwijających się gospodarek; Redo 2017).

### **3.3. Przyczyny kryzysu zadłużeniowego państw rozwijających się**

U podstaw kryzysu zadłużeniowego leży nierównomierny podział bogactw w skali międzynarodowej. To fakt, na który powołują się państwa dłużnicze, wskazując przy tym, że w zaistniałych okolicznościach pełna spłata długów jest niemożliwa, a ich redukcja i restrukturyzacja leży w interesie ekonomicznym nie tylko zadłużonej gospodarki (Głuchowski 1997: 179-181). Do eskalacji problemu zagranicznego zadłużenia przyczynił się splot wydarzeń, mających miejsce w kryzysowych latach 70. XX w., wśród których wymienić należy (Dynus 2007):

1. Wzrost cen ropy naftowej. W wyniku I kryzysu naftowego (lata 1973-1974) nastąpił czterokrotny wzrost cen ropy, powodując zwiększenie ciężaru jej importu i w efekcie powstanie ogromnych deficytów na rachunkach bieżących u jej importerów (i nadwyżek u jej eksporterów), a tym samym nawar-

stwianie się nierównowag zewnętrznych z wszelkimi tego konsekwencjami dla stabilności gospodarek. Importerzy ropy zmuszeni zostali tym samym do zapożyczania się, by podjąć finansowo importowi ropy.

2. Ujemne (bądź bardzo niskie) realne stopy procentowe. Wzrost inflacji wywołany szokiem naftowym spowodował obniżenie realnego oprocentowania, co kusiło do zadłużania się za granicą państwa rozwijające się, które zaczęły realizować ambitne plany uprzemysłowienia (Zabielski 2002: 361-362).
3. Nadwyżki finansowe państw naftowych. Dodatkowo saldo bilansów handlowych państw OPEC wzrosło w samym tylko 1974 r. ponad 10-krotnie (z 6,2 mld USD w 1973 r. do 66,7 mld USD w 1974 r.). Nadwyżek tych nie były one w stanie ani skosztować, ani zainwestować, stąd lokowały je w zachodnich bankach komercyjnych (głównie w Londynie i Nowym Jorku). Banki w obliczu rosnących potrzeb pożyczkowych importerów ropy naftowej uznały ich kredytowanie za świetną okazję, by zarobić na odsetki od ulokowanych petrodolarów (Głuchowski 1997: 137-138). Po kilkudziesięciu latach znów wreszcie w miarę łatwo i tanio można było pożyczyć kapitał<sup>11</sup>.
4. Rozpad międzynarodowego systemu walutowego z Bretton Woods. Powszeczne upłynnienie kursów walutowych po 1973 r. doprowadziło do załamania się międzynarodowej wymiany handlowej do czasu, gdy wszyscy nauczyli się funkcjonować w świecie zmiennych kursów walut, obniżając dopływ walut obcych do gospodarek z tytułu eksportu i wzmagając zewnętrzne potrzeby pożyczkowe.
5. Deprecjacja walut państw rozwijających się. Niższa wiarygodność i większa wrażliwość państw rozwijających się, a także wyższa w nich inflacja, powodowały deprecjację ich walut względem tych silniejszych i stabilniejszych, potęgując ciężar importu ropy naftowej, zmuszając do zaciągania kolejnych długów i powodując wzrost ciężaru ich obsługi.
6. Ekspansja prywatnego kapitału z państw rozwiniętych. Spadek tempa wzrostu gospodarczego w państwach uprzemysłowionych w połowie lat 70. XX w., będący skutkiem powyższych zdarzeń (wzrostu cen i kosztów, spadku wymiany handlowej, rosnącego zadłużenia), spowodował ekspansję prywatnego kapitału z państw rozwiniętych do rozwijających się, w poszukiwaniu wyższych stóp zwrotu.

---

<sup>11</sup> Wielki kryzys lat 30. XX w. praktycznie zablokował dostęp do zagranicznych źródeł finansowania państwom rozwijającym się (szerzej por. Krugman, Obstfeld: 277-280).



7. II kryzys naftowy. Problem narastania i obsługi zagranicznych długów spotęgowany został pod koniec lat 70. XX w. (1978-1979) przez II kryzys naftowy, kiedy to państwa OPEC ponownie podniosły ceny ropy (dwukrotnie), co jeszcze bardziej zwiększyło ciężar jej importu i pogłębiło opisane powyżej problemy, zasilając światowy rynek kredytowy kolejnymi miliardami petrodolarów.

To właśnie spłot powyższych zjawisk w gospodarce światowej w latach 70. XX w. doprowadził do wzrostu zadłużenia zagranicznego gospodarek rozwijających się na niespotykaną dotąd skalę. Były to jednak zdarzenia niezależne od nich samych. Winy z kolei dopatrywać można w zbyt późnym dostrzeżeniu skali problemu, zarówno przez państwa rozwijające się, jak i uprzemysłowione. Szybsza reakcja mogłaby uchronić gospodarkę światową przed ogromnymi stratami wywołanymi globalnym kryzysem zadłużeniowym. A tak w następnych latach problem zadłużenia zagranicznego państw rozwijających się był potęgowany kolejnymi czynnikami o charakterze zewnętrznym i wewnętrznym, i do dziś pozostaje nierozwiązany, ograniczając już pół wieku tempo rozwoju światowej gospodarki. Co więcej wszystko wskazuje na to, że będzie on dalej narastał – nie ustaje bowiem w tych gospodarkach zapotrzebowanie na import (surowców i dóbr konsumpcyjnych, przy produkcji których wykorzystywane są znajdujące się poza ich zasięgiem nowoczesne technologie), a rosnące zadłużenie wzmagają potrzeby pożyczkowe dla rolowania i obsługi długów.

**Czynniki o charakterze zewnętrznym.** Przełom lat 70. i 80. XX w. przyniósł znaczny wzrost rynkowych stóp procentowych. Było to z jednej strony efektem antyinflacyjnej polityki pieniężnej zapoczątkowanej przez USA (w 1979 r.), ale realizowanej wkrótce także przez Wielką Brytanię, Niemcy, Francję, Japonię czy Włochy, z drugiej zaś skutkiem wzmożonych potrzeb pożyczkowych budżetu federalnego USA, które wyższymi stopami przyciągały kapitał na ich sfinansowanie. Inne gospodarki broniąc się przed odpływem kapitału, też musiały podnosić stopy procentowe. Doprowadziło to do istotnego wzrostu ciężaru spłaty dotychczasowych zobowiązań i dodatkowo osłabiło nienajlepszą już zdolność kredytową państw rozwijających się, które w obliczu kolejnych wydarzeń potrzebowały dalszych pożyczek z zagranicy (Dynus 2007).

Wskutek podniesienia stóp procentowych nastąpiła aprecjacja dolara, głównej waluty, w której denominowane jest zadłużenie zagraniczne, pogłębiając rozdźwięk w poziomie kursów pomiędzy USD a walutami gospodarek rozwijających się, dodatkowo wzmagając ciężar obsługi ich zewnętrznych zobowiązań i importu surowców.

Załamanie koniunktury gospodarczej z początkiem lat 80. XX w. (1980-2982; Budnikowski 2006: 406), zaostrzone powszechnym wzrostem oprocentowania, spowodowało dalsze pogorszenie salda w bilansach handlowych państw dłużniczych i ograniczenie dostępu do walut międzynarodowych, osłabiając ich wiarygodność i zdolność kredytową.

Wraz z rozwojem gospodarczym świata następowały też niekorzystne dla państw rozwijających się zmiany *terms of trade*<sup>12</sup>. A relatywnie coraz mniejszym wpływom z eksportu nie towarzyszyło ograniczenie uzależniania się od zagranicznego kapitału. Ponadto propagowana pod egidą GATT, a później WTO liberalizacja handlu międzynarodowego obnażała niedostatki konkurencyjności niżej rozwiniętych państw i stanowiła jednocześnie przeszkodę w protekcji rodzimej produkcji, co niekorzystnie oddziaływało na salda ich bilansów handlowych.

Ponadto w obliczu postępującej liberalizacji światowego handlu państwa uprzemysłowione zaczęły wykorzystywać narzędzia pozataryfowe, jak np. wymogi techniczne, normy jakościowe, sanitarne czy z zakresu ochrony środowiska. Polityka protekcjonistyczna przybrała więc w efekcie jedynie inną formę, faworyzującą na dodatek pozycję bardziej konkurencyjnych rozwiniętych gospodarek (Górniewicz 2002: 25-26).

Do pogłębienia problemu zagranicznego zadłużenia przyczyniło się wreszcie samo ujawnienie się kryzysu zadłużeniowego na początku lat 80. XX w. Uświadomienie sobie wyższego ryzyka niewypłacalności państw rozwijających się doprowadziło do odpływu netto kapitału z ich gospodarek i znaczącego spadku podaży publicznych pożyczek (tańszych od prywatnych), co dodatkowo wzmagало wzrost kosztu prywatnego kapitału.

**Czynniki o charakterze wewnętrznym.** Wśród głównych błędów, jakie popełniły same państwa rozwijające się, a które przyczyniły się do pogłębienia ich problemów zadłużeniowych, wymienić należy (Dynus 2007):

- Niewłaściwą politykę inwestycyjną. W efekcie niższego poziomu rozwoju społeczno-gospodarczego państwa te mają ograniczone możliwości (i umiejętności) absorpcji relatywnie dużych środków finansowych, co powoduje niższą efektywność wykorzystania pożyczek. Część inwestycji okazała się nie-trafiona, albo nieefektywna wskutek błędnych założeń, a część kredytów została wykorzystana w sposób nieprodukcyjny (budynki administracyjne i ich wyposażenie) lub wprost skonsumowana (import zachodnich produktów).

---

<sup>12</sup> relacji zmian cen towarów eksportowanych do importowanych, czyli w przypadku państw rozwijających się głównie relacji cen produktów rolnych i bogactw naturalnych w stosunku do wyrobów przetworzonych.

- Nadmiernie liberalną politykę importową, która nie uwzględniała pogarszającego się *terms of trade* państw rozwijających się, a która była efektem nacisków gospodarek rozwiniętych na wspomnianą wcześniej liberalizację handlu międzynarodowego (Kawecka-Wyrzykowska 1997: 265-267).
- Nadmiernie ekspansywną politykę fiskalną. Względnie łatwy dostęp do zewnętrznych źródeł finansowania rozluźnił dyscyplinę w politykach gospodarczych nie tylko rozwijających się gospodarek, dając początek procesowi narastania się zarówno długów zagranicznych, jak i publicznych (wewnętrznych). Ekspansywna polityka fiskalna stanowiła sama w sobie źródło wzrostu importu, a powodując aprecjację rodzimej waluty, obniżała konkurencyjność produkcji i dodatkowo wzmacniała import, co pogarszało saldo bilansu handlowego i ograniczało wypłacalność zewnętrzną państw. Stwarzała ona także presję inflacyjną, dodatkowo pogarszającą konkurencyjność krajowych producentów, co skutkowało spadkiem dopływu walut obcych do gospodarki. Ekspansja fiskalna, absorbując krajowy kapitał i wzmagając ryzyko, powodowała ponadto wzrost kosztu kapitału na rynku krajowym, co dodatkowo zachęcało do poszukiwania źródeł finansowania za granicą.
- odpływ kapitału z gospodarek rozwijających się w konsekwencji obniżającej się wiarygodności i perspektyw rozwojowych, a także rosnących kwot obsługi zadłużenia zagranicznego (Jasiński i in. 1988: 19-20) oraz rosnących możliwości inwestycyjnych na rynkach zagranicznych.

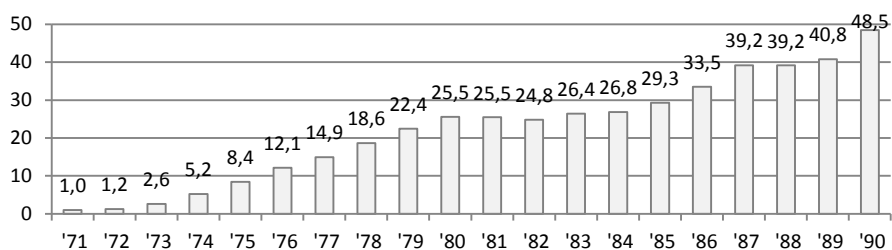
Większość powyższych czynników jest aktualna do dziś i będzie powodować przyrastanie zadłużenia gospodarek w następnych dekadach. Paradoksalnie bowiem zwiększenie ilości kapitału na rynkach międzynarodowych i łatwości w dostępie do niego, zamiast przyczynić się do przyśpieszenia rozwoju gospodarek rozwijających się, stało się jego hamulcem.

#### **3.4. Polskie zadłużenie zagraniczne do 2004 roku**

Po drugiej wojnie światowej Polska rozpoczęła odbudowę swojej gospodarki z długiem około 200 mln USD i w następnych latach, głównie ze względów politycznych, ale i mniejszej dostępności zagranicznych pożyczek, w niewielkim stopniu korzystała z zewnętrznego finansowania. Dlatego prawdziwa historia zagranicznego zadłużenia Polski sięga lat 70. XX w., kiedy to za czasów Edwarda Gierka zaczęto realizować na szeroką skalę programy modernizacji przemysłu finansując je zagranicznymi pożyczkami. W efekcie czego w samych tylko latach 70. XX w. zadłużenie zagraniczne wzrosło 25-krotnie: z 987 mln USD w 1971 r. do 25,5 mld USD w 1980 r.

(rys. 3.1), a Polska stała się największym dłużnikiem wśród państw RWPG (Skrzeszewska-Paczek: 13-15). Zakupiono wtedy m.in. licencję na rozlewanie Coca-Coli, autobusów Berliet, ciągników Massey-Ferguson-Perkins, zrealizowano duże przedsięwzięcia jak Fabryka Samochodów Małolitrażowych w Bielsku-Białej, huta Katowice, Port Północny, Rafineria Gdańska, kopalnia węgla brunatnego, elektrownia Bełchatów, Zakłady Przemysłu Papierniczego Kwidzyn, rozbudowano fabrykę ciągników Ursus, kombajnów zbożowych w Płocku, nawozów sztucznych w Policach, czy zakładów mięsnych, zbudowano od podstaw przemysł elektroniczny (zakłady Mera-Elzab, Elwro), wreszcie kupiono nowoczesny sprzęt dla telewizji, by pokazywać sukces gospodarczy ówczesnej władzy.

Rys. 3.1. Zadłużenie wolnodewizowe Polski w latach 1971-1990 (mld USD)



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Ministerstwa Finansów (za: Górniewicz 2002 i Głuchowski 1997).

Szybko dała o sobie jednak znać nieznaną zasad rachunku ekonomicznego. Skupiano się bowiem na wzroście produkcji, nie dbając o jej koszty, efektywność i jakość, przez co zbyt słabo rosnący eksport nie zapewniał wystarczających wpływów dewizowych na obsługę rosnącego zadłużenia zagranicznego. Zresztą na przyszłe problemy ze spłatą kredytów wskazywało już samo ich wykorzystanie, gdyż tylko 20% przeznaczono na inwestycje i wzrost mocy wytwórczych (65% na import surowców i materiałów do produkcji, a 15% na konsumpcję; NBP za: Górniewicz 2002). W drugiej połowie lat 70. XX w. było już wiadomym, że Polska nie jest w stanie spłacić długów. Zaciągano więc kolejne pożyczki (na krótsze terminy i przy wyższych odsetkach), by spłacać poprzednie, co musiało doprowadzić do bankructwa. W 1981 r. Polska poinformowała wierzycieli o niemożności obsługi zadłużenia zagranicznego i podjęła negocjacje w sprawie odroczenia spłaty rat kapitałowych. W ich konsekwencji płatności skumulowały się w końcu lat 80. XX w., tłumacząc zewnętrzną niewypłacalność i pokojowe oddanie władzy przez komunistów na przełomie lat 80. i 90. XX w. (Gadomski 2012).

W 1990 r. Polska wystąpiła do swych wierzycieli z propozycją rozmów o redukcji i restrukturyzacji zadłużenia. Dług zewnętrzny wynosił wówczas 48,5 mld USD, z czego ok. 2/3 stanowiły zobowiązania wobec wierzycieli rządowych (skupionych w tzw. Klubie Paryskim), a 1/4 wobec zachodnich banków komercyjnych (zrzeszonych w tzw. Klubie Londyńskim)<sup>13</sup>.

Negocjacje z 17 wierzycielami rządowymi, pomyślnie sfinalizowano już w kwietniu 1991 r. (jak się nieoficjalnie mówi, dzięki poparciu USA w zamian za wyciągnięcie amerykańskich szpiegów z Iraku podczas operacji Samum<sup>14</sup>). Uzyskano redukcję o 50% bieżących wartości (NPV) łącznych płatności, kilkuletnią (na początkowy okres transformacji) karencję dla rat kapitałowych oraz wydłużenie okresów spłaty do 2014 r. U progu lat 90. XX w. największymi wierzycielami Polski były rządy Francji, RFN, Brazylii, Austrii, Kanady, Wielkiej Brytanii i USA (por. tab. 3.2).

Tab. 3.2. Wysokość zobowiązań Polski wobec 17 wierzycieli rządowych (Klub Paryski; stan na 21 kwietnia 1991 r.)

	mIn USD	%
Francja	4,80	16,2
RFN	4,79	16,1
Brazylia	3,65	12,3
Austria	3,43	11,6
Kanada	2,97	10,0
Wielka Brytania	2,43	8,2
USA	2,10	7,1
Włochy	1,64	5,5
Japonia	1,37	4,6
Holandia	0,54	1,8
Szwecja	0,51	1,7
Szwajcaria	0,47	1,6
Belgia	0,31	1,0
Norwegia	0,29	1,0
Dania	0,18	0,6
Finlandia	0,12	0,4
Hiszpania	0,09	0,3
	29,69	100

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Ministerstwa Finansów za: Szklarczyk 1992.

<sup>13</sup> Na koniec lutego 1992 r. zadłużenie zagraniczne Polski wobec Klubu Paryskiego wynosiło 30,1 mld USD (65,3%), wobec Klubu Londyńskiego 11,3 mld USD (24,5%), wobec Wspólnoty Niepodległych Państw 1,8 mld USD (3,9%), wobec banków byłej RWPG 0,7 mld USD (1,5%), pozostałe zadłużenie 2,2 mld USD (4,8%) (Szklarczyk 1992).

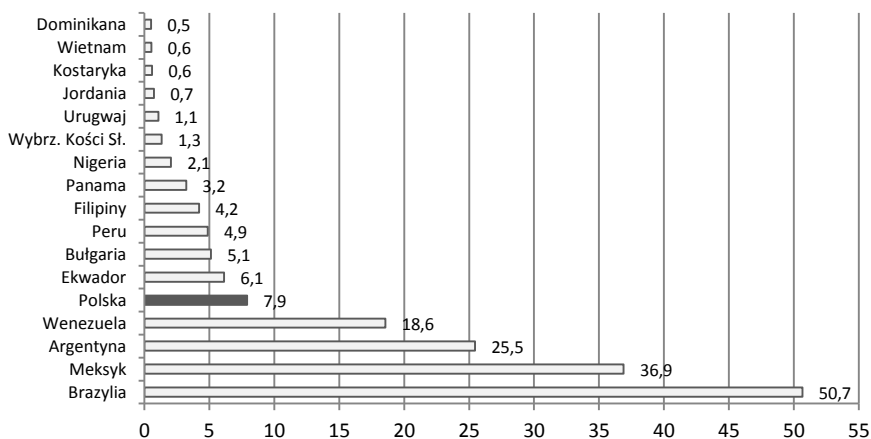
<sup>14</sup> Wspominał o tym niejednokrotnie w wywiadach gen. Gromosław Czempiński, który kierował akcją ewakuacji agentów CIA z terytorium Iraku (m.in. wiadomości.onet.pl 2017).

Klub Paryski zdecydował ponadto, że w wyniku indywidualnych negocjacji można było przeznaczyć do 10% spłacanego zadłużenia na działania proekologiczne (tzw. ekokonwersja), z zastrzeżeniem, że zakup urządzeń wykorzystywanych w ramach tych inwestycji dokonywany miał być w państwie, które zgodziło się zrezygnować z dodatkowej części swych wierzycelności. Na ekokonwersję całych 10% wierzycelności zdecydowały się USA, Szwajcaria i Norwegia, a Francja, Włochy i Szwecja zgodziły się przeznaczyć na ten cel mniejszą ich część.

Negocjacje z Klubem Londyńskim, czyli w przypadku Polski z ok. 500 bankami komercyjnymi, trwały dłużej i sfinalizowano je dopiero w październiku 1994 r. Polska została objęta planem Brady'ego skierowanym w głównej mierze do państw Ameryki Łacińskiej, które w latach 80. XX w. ogłosiły niewypłacalność. W jego ramach zredukowany (o prawie połowę: z 14,4 mld USD do 7,7 mld USD) nierynkowy dług zamieniano na obligacje rynkowe (tzw. obligacje Brady'ego), o długim terminie wykupu (20-30 lat).

Głównymi emitentami obligacji Brady'ego w latach 90. XX w. były zadłużone gospodarki Ameryki Łacińskiej, na które przypadło w sumie 87,1% łącznej kwoty emisji (170 mld USD; por. rys. 3.2). Polska była największym emitentem obligacji typu Brady spoza regionu Ameryki Łacińskiej (4,7% całkowitej emisji obligacji Brady'ego; Dynus 2010).

Rys. 3.2. Wielkość emisji obligacji Brady'ego w latach 90. XX w. w mld USD



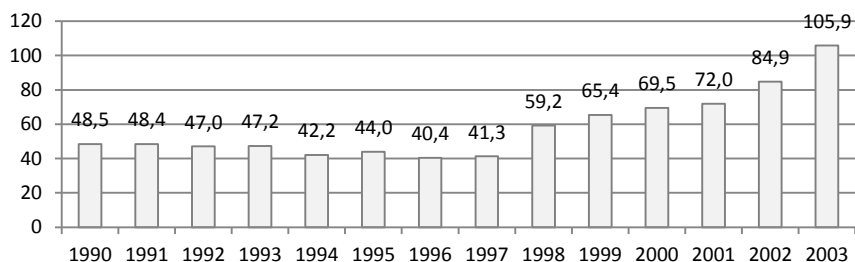
Źródło: Dynus 2010.

Ponieważ obligacje te były instrumentem pomocy dla złych dłużników, stanowiły swego rodzaju piętno na ich emitentach, stąd w miarę możliwości dłużnicy starali

się je jak najszybciej wykupić. Ponadto było one względnie wysoko oprocentowane i musiały być dodatkowo zabezpieczone amerykańskimi obligacjami skarbowymi (co oznaczało dodatkowe zamrożenie dewiz dla emitenta). Także Polska (mimo że część obligacji Brady'ego miała termin zapadalności w 2024 r.) spłaciła (a dokładniej rzecz biorąc zrolowała) zobowiązania wobec Klubu Londyńskiego przed czasem (ostatnie 297 mln USD w październiku 2012 r.). Podobnie przedterminowo (w marcu 2009 r.) Polska spłaciła zdecydowaną część zadłużenia zagranicznego wobec Klubu Paryskiego. Do uregulowania pozostało tylko 114,4 mln USD, które ostatecznie zrolowano w 2014 r., pozbywając się długów z okresu socjalizmu. Pamiętać jednak należy, że powyższe spłaty możliwe były dzięki zaciągnięciu nowych zagranicznych zobowiązań (co prawda na korzystniejszych warunkach), nie spowodowały więc obniżenia zadłużenia zagranicznego Polski.

Co więcej wraz z przystąpieniem do rozmów z wierzycielami, rozpoczęciem przemian gospodarczych, dyscyplinowanych przez MFW i Bank Światowy, Polska uzyskała dostęp do nowych pożyczek, przez co zadłużenie zagraniczne po chwilowym wyhamowaniu na przełomie lat 80. i 90. XX w. zaczęło dalej rosnąć (rys. 3.3).

Rys. 3.3. Zadłużenie zagraniczne Polski w latach 1990-2003 (w mld USD)



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych GUS oraz NBP.

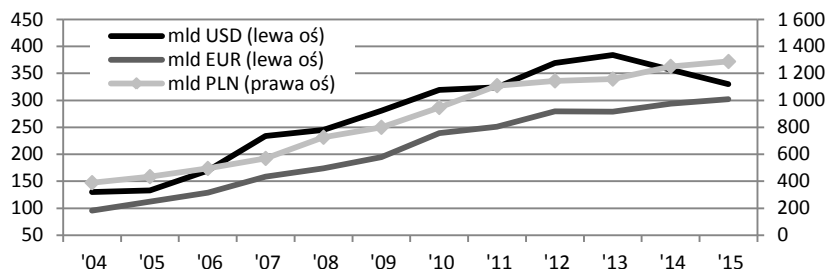
Na ułatwienie dostępu do zewnętrznych źródeł finansowania wpłynął w następnych latach wzrost wiarygodności polskiej gospodarki, dzięki m.in. kontynuacji procesu transformacji gospodarczej, przyrostowi rezerw dewizowych i przyśpieszeniu wzrostu gospodarczego w połowie lat 90. XX w., a także przystąpieniu do OECD oraz stowarzyszeniu ze Wspólnotą Europejską i ponownym wstąpieniu do MFW i Banku Światowego. Polska w latach 1989-1996 uzyskała prawie 9 mld USD nowych kredytów z organizacji międzynarodowych (głównie od Banku Światowego: 3,5 mld USD i Europejskiego Banku Inwestycyjnego: 1,2 mld USD) oraz rządów innych państw (m.in. Niemiec: 1,7 mld USD, Francji: 0,7 mld USD, Włoch: 0,46 mld USD i Korei Płd.:

0,45 mld USD). Z uwagi jednak na obwarowania kredytowe nie wszystkie z nich zostały wykorzystane (Ners 1996: 82-83). Mimo nowych pożyczek zadłużenie zagraniczne Polski nieznacznie spadło w połowie lat 90. XX w. (osiągając najniższy poziom 40,4 mld USD w 1996 r.; rys. 3.3), no co wpłynęła finalizacja rozmów w sprawie redukcji zadłużenia wobec Klubu Paryskiego i Londyńskiego. Od momentu zmiany ustroju gospodarka Polski dalej zadłużała się za granicą, a tempo przyrostu długów rośnie z biegiem lat 90. wraz z poprawą wiarygodności i kondycji polskiej gospodarki, tak że w ciągu zaledwie 6 lat (1996-2002) zadłużenie zagraniczne Polski podwoiło się (rys. 3.3). Szczególnie szybko powiększały się zagraniczne długi polskich przedsiębiorstw oraz banków komercyjnych. W następnych latach zadłużenie zagraniczne rosło jeszcze szybciej. Przystąpienie do Unii Europejskiej otworzyło nowe możliwości, dało zastrzyk wiarygodności i zwiększyło potrzeby.

### 3.5. Zadłużenie zagraniczne Polski po wstąpieniu do Unii Europejskiej

W latach 2004-2015 nastąpił prawie trzykrotny przyrost polskiego zadłużenia zagranicznego. Na koniec 2004 r. wynosiło ono nieco ponad 130 mld USD, a na koniec 2015 r. prawie 330 mld USD (w 2013 r. było to 384 mld USD; por. rys. 3.4). Polskie zadłużenie zagraniczne rosło praktycznie prawie w każdym roku badanego okresu. Wyjątkiem jest spadek zadłużenia zagranicznego wyrażonego w USD w latach 2014-2015, co wynikało przede wszystkim ze wzrostu kursu dolara amerykańskiego (rys. 3.4). Dług wyrażony w złotych polskich jak i w euro konsekwentnie zwiększał się we wszystkich latach.

Rys. 3.4. Zadłużenie zagraniczne Polski w latach 2004-2015



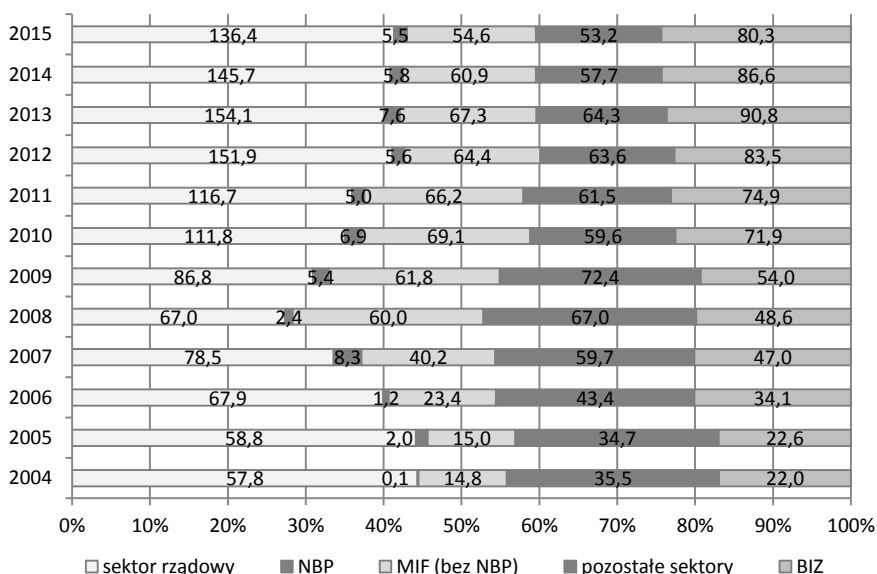
Źródło: opracowanie własne na podstawie danych NBP.

W strukturze polskiego zadłużenia zagranicznego dominuje dług sektora rządowego (rys. 3.5). Było to widoczne w całym analizowanym okresie, choć należy zaznaczyć, że jego udział istotnie się wahał: do 2008 r. sukcesywnie się obniżał (do



27,3%), a w kolejnych latach ponownie wzrastał skutek przyspieszenia tempa wzrostu zadłużenia zagranicznego sektora rządowego. Na koniec analizowanego okresu zadłużenie zagraniczne sektora rządowego stanowiło ponad 41% ogólnego zadłużenia zewnętrznego Polski (rys. 3.5). Praktycznie całość zadłużenia rządowego ma charakter długoterminowy (na koniec 2015 r. krótkoterminowe zadłużenie zagraniczne sektora rządowego wynosiło tylko 5 mln USD).

Rys. 3.5. Zadłużenie zagraniczne Polski brutto w podziale na sektory w latach 2004-2015

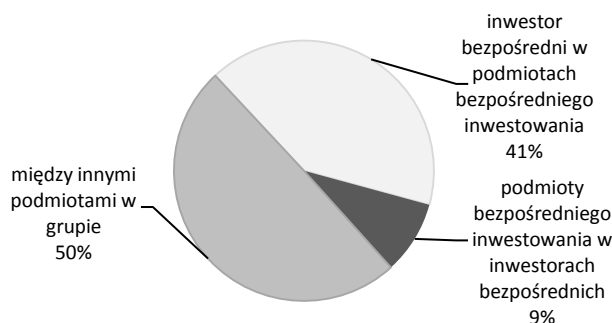


Źródło: opracowanie własne na podstawie danych NBP.

Ponieważ zadłużenie zagraniczne NBP jest znikome (1,7% całości) i związane z realizacją bieżącej polityki pieniężnej, to zdecydowana część (57%) zadłużenia zagranicznego Polski przypada na sektor prywatny. Największą część stanowią tu zobowiązania zagraniczne (z tytułu realizacji inwestycji bezpośrednich) pomiędzy przedsiębiorstwami powiązаныmi kapitałowo (24,3%). W latach 2004-2015 udział tego typu zobowiązań wykazywał trend wzrostowy. Na początku badanego okresu wynosił bowiem 16,9%. W strukturze zadłużenia z tytułu inwestycji bezpośrednich można wyróżnić takie pozycje jak: inwestor bezpośredni w podmiotach bezpośredniego inwestowania, podmioty bezpośredniego inwestowania w inwestorach bezpośrednich oraz między innymi podmiotami w grupie. Na koniec badanego okresu dominującą pozycją okazały się przepływy między innymi podmiotami w grupie.

Stanowiły one ponad połowę polskiego zadłużenia zagranicznego z tytułu inwestycji bezpośrednich. Nieco ponad 41% zobowiązań z tytułu inwestycji bezpośrednich stanowiła pozycja „inwestor bezpośredni w podmiotach bezpośredniego inwestowania” a najmniejszy udział wykazały podmioty bezpośredniego inwestowania w inwestorach bezpośrednich: ok. 9% (por. rys. 3.6).

Rys. 3.6. Struktura pozycji inwestycje bezpośrednie w wolumenie polskiego zadłużenia zagranicznego w 2015 r.



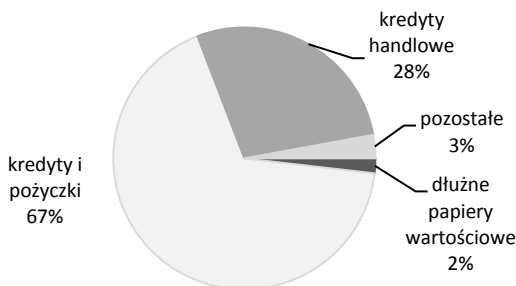
Źródło: opracowanie własne na podstawie danych NBP.

Zadłużenie zagraniczne banków komercyjnych oraz przedsiębiorstw stanowi po ok. 16% całkowitego zadłużenia zagranicznego Polski (rys. 3.6). W przypadku monetarnych instytucji finansowych (bez NBP) w latach 2004-2015 dostrzec można dwie wyraźne tendencje. W latach 2004-2008 MIF zwiększały udział w ogólnej sumie polskiego zadłużenia zagranicznego. Od 2009 r. do końca badanego okresu udział ten obniżał się (rys. 3.5). W zadłużeniu zagranicznym banków komercyjnych także dominuje dług długoterminowy (72% na koniec 2015 r.).

W całym badanym okresie zmniejszał się udział zadłużenia zagranicznego przedsiębiorstw (wykazywanego w pozycji: pozostałe sektory) w ogólnej sumie zadłużenia zagranicznego Polski. Składają się na niego przede wszystkim kredyty i pożyczki: 67% oraz kredyty handlowe: 28% (rys. 3.7). W zadłużeniu zagranicznym przedsiębiorstw również przeważa dług długoterminowy (stanowił on 66% na koniec 2015 r.).

Zadłużenie zagraniczne NBP było w całym badanym okresie niewielkie (rys. 3.5). Nie przekraczało kilku mld USD, a najwyższy udział w całości polskiego zadłużenia zagranicznego osiągnęło w 2007 r. (3,5%).

Rys. 3.7. Struktura zadłużenia zagranicznego przedsiębiorstw w 2015 r.



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych NBP.

Główną przyczyną wzrostu zadłużenia zagranicznego Polski w ostatnich latach jest rosnące zapotrzebowanie na finansowanie konsumpcji i inwestycji oraz rolowania dotychczasowych, dynamicznie powiększających się długów, zarówno sektora prywatnego, jak i publicznego, w sytuacji wciąż mocno ograniczonych możliwości finansowania krajowego, oraz korzystniejsze warunki kredytowe (niższe oprocentowanie i większa łatwość w pozyskaniu kapitału) w porównaniu z krajowymi. Na zmiany w poziomie zadłużenia wpływają też zmiany relacji kursów walutowych – względnie silne w analizowanym okresie. Wskazać też należy na zmiany metodologiczne przedstawianych statystyk, powodowane głównie ewolucją w zakresie zawieranych transakcji i sposobie ich rozliczeń.

Reasumując, należy stwierdzić, że zagraniczne zobowiązania, które miały przyczynić się do zmniejszenia dysproporcji gospodarczych pomiędzy Polską a państwami rozwiniętymi, stały się w rzeczywistości istotną barierą rozwoju, ograniczającą stabilność i wiarygodność polskiej gospodarki. Konieczność obsługiwanego zadłużenia bez wątpienia niekorzystnie wpływała na tempo wzrostu gospodarczego w Polsce, przebieg transformacji ustrojowej i trwające procesy integracyjne, stanowiąc znaczące obciążenie dla budżetu państwa i możliwości rozwojowych przedsiębiorstw. A w obliczu zbyt małej ilości krajowego kapitału i oszczędności, proces zadłużania się polskiej gospodarki na rynkach zagranicznych będzie z pewnością kontynuowany w następnych latach. Pamiętać jednak należy, że w przypadku państw rozwijających się, do jakich należy Polska, umowna granica (nie tylko) zewnętrznego zadłużenia, znajduje się na istotnie niższym poziomie niż w przypadku gospodarek rozwiniętych o bez porównania wyższej zdolności kredytowej. Powoduje to wyższy koszt zagranicznego finansowania, mniej swobodny do niego dostęp i wyższe ryzyko odcięcia od niego.

## Literatura

- Bloomberg (2016), <https://www.bloomberg.com/news/articles/2016-10-05/a-record-152-trillion-in-global-debt-unnerves-imf-officials>.
- Budnikowski A. (2006), *Międzynarodowe stosunki gospodarcze*, PWE, Warszawa.
- Dynus M. (2006), *Zadłużenie zagraniczne Polski – problem wielu rozwijających się krajów*, „Roczniki Naukowe WSB w Toruniu”, Nr 5 (5).
- Dynus M. (2007), *Globalny kryzys zadłużeniowy – analiza przyczynowo-skutkowa*, „Zeszyty Naukowe WSB we Wrocławiu”, Nr 8 (8).
- Dynus M. (2010), *Obligacje Brady’ego sposobem na rozwiązanie kryzysu zadłużeniowego krajów rozwijających się*, „Toruńskie Studia Międzynarodowe”, Nr 1(3).
- Gadomski W. (2012), *Splaciliśmy dług Gierka (nowym długiem)*, 26 listopada, [http://wyborcza.biz/biznes/1,147582,12924163,Splacilismy\\_dlug\\_Gierka\\_\\_nowym\\_dlugiem\\_.html](http://wyborcza.biz/biznes/1,147582,12924163,Splacilismy_dlug_Gierka__nowym_dlugiem_.html).
- Głuchowski J. (1997), *Międzynarodowe stosunki finansowe*, PWE, Warszawa.
- Górniewicz G. (2002), *Zadłużenie zagraniczne. Polska a kraje rozwijające się*, Akademia Bydgoska, Bydgoszcz.
- Jasiński B., Kulig J., Stańczak K. (1988), *Międzynarodowe zadłużenie a skuteczność polityki dostosowawczej. Raport*, Centrum Badań nad Zadłużeniem i Rozwojem, Uniwersytet Jagielloński, Kraków.
- Kawecka-Wyrzykowska E. (1997), *Polityka handlowa* [w:] Budnikowski A., Kawecka-Wyrzykowska E. (red.), *Międzynarodowe stosunki gospodarcze*, PWE, Warszawa.
- Krugman P.R., Obstfeld M. (1997), *Międzynarodowe stosunki gospodarcze*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Ners K.J. (1996), *Pomoc zagraniczna dla Europy Środkowej i Wschodniej*, „Sprawy Międzynarodowe”, Nr 3-4.
- Redo M. (2017), *The external debt overhang problem as a threat to global financial security* (w druku).
- Skrzeszewska-Paczek E. (1981), *Zadłużenie zagraniczne wybranych grup krajów a źródła jego finansowania*, Instytut Finansów, Warszawa.
- Szklarczyk B. (1992), *Zadłużenie zagraniczne Polski (stan z lutego 1992 r.)*, Kancelaria Sejmu, Biuro studiów i Ekspertyz, maj.
- wiadomosci.onet.pl (2017), *Gen. Gromosław Czempiniński: polski wywiad chodził własnymi ścieżkami*, 27 stycznia (<http://wiadomosci.onet.pl/kraj/gen-gromoslaw-czempinski-polski-wywiad-chodzil-wlasnymi-sciezkami/p2l3x8h> – dostęp 18.04.2017).

Zabielski K. (2002), *Finanse międzynarodowe*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.

**Źródła danych**

Bank Światowy (worldbank.org)

GUS (stat.gov.pl)

NBP (nbp.pl)

S&P Global (spratings.com)



## ROZDZIAŁ 4.

### OFICJALNE AKTYWA REZERWOWE

#### 4.1. Ogólna charakterystyka oficjalnych aktywów rezerwowych

Znaczenie aktywów rezerwowych jako kluczowego elementu systemu bezpieczeństwa finansowego państwa zyskało nowy wymiar w obliczu kryzysu finansowego z 2008 r. Postępująca globalizacja i dynamiczny rozwój rynków finansowych sprzyjały namnażaniu się kapitału, który coraz agresywniej konkurując o intratne możliwości inwestycyjne, windował akceptowalny poziom ryzyka inwestycyjnego, zwalniając tym samym gospodarkę z konieczności intensywnego zabiegania o napływ kapitału zagranicznego, co ograniczyło ich troskę o bezpieczeństwo finansowe i uśpiło czujność zarówno państw, jak i samych inwestorów. Zewnętrzne bankructwo Islandii jesienią 2008 r. niezwykle boleśnie obnażyło lekkomyślność świata międzynarodowych finansów w ocenie zewnętrznej wypłacalności gospodarki generującej – głównie dzięki instytucjom finansowym – jeden z najwyższych poziomów dochodów na mieszkańca na świecie. Tym samym okazało się, że bieżące monitorowanie ekspozycji państwa na zewnętrzne ryzyka i odpowiednie dostosowanie do niej poziomu własnych aktywów rezerwowych lub zapewnienie swobodnego dostępu do płynności z zewnętrznych źródeł jest dziś konieczne w każdej gospodarce, także bogatej i stabilnej.

Głównym zabezpieczeniem zewnętrznej wypłacalności gospodarki są od lat oficjalne aktywa rezerwowe, znajdujące się w gestii władzy monetarnej państwa. XXI wiek przyniósł jednak rozwój nowych elementów systemu bezpieczeństwa finansowego, takich jak spopularyzowanie państwowych funduszy majątkowych i znaczny wzrost ich zasobności, miliardowe linie kredytowe w Międzynarodowym Funduszu Walutowym oraz swapy walutowe pomiędzy bankami centralnymi. Gospodarki różnią się jednak zapotrzebowaniem na rezerwową płynność oraz dostępnością do jej źródeł (zarówno dziś, jak i co ważniejsze w sytuacjach kryzysowych), co utrudnia wskazanie właściwego poziomu zabezpieczenia finansowego dla poszczególnych z nich.

#### 4.1.1. Rodzaje oficjalnych aktywów rezerwowych

Zgodnie z obowiązującą także w Polsce (z racji członkostwa) definicją Międzynarodowego Funduszu Walutowego, aktywa rezerwowe to łatwo rozporządzalne,

płynne aktywa zagraniczne, znajdujące się w posiadaniu banku centralnego i kontrolowane przez niego (IMF 2009a: §6.64). MFW zalicza do nich:

1. rezerwy dewizowe (walutowe, *foreign exchange*):
  - papiery wartościowe,
  - lokaty,
  - gotówkę,
2. SDR-y,
3. pozycję rezerwową w MFW,
4. złoto,
5. inne aktywa rezerwowe (np. finansowe instrumenty pochodne i inne instrumenty o wysokim stopniu płynności).

**Rezerwy walutowe (dewizowe).** Niska elastyczność i specyficzny charakter złota, SDR i transzy rezerwowej w MFW sprawia, że przedmiotem aktywnego zarządzania oficjalnymi aktywami rezerwowymi są papiery wartościowe, lokaty i gotówka w walutach obcych, czyli tzw. rezerwy walutowe (dewizowe) – *foreign exchange*. To w stosunku do nich NBP opracowuje strategię zarządzania i dostosowuje ją na bieżąco do zmieniających się warunków gospodarczych w państwie i na świecie. Podejmuje więc działania optymalizujące ich poziom, strukturę walutową, typy instrumentów, terminowość, czy kontrahentów – przy założonym z góry akceptowalnym poziomie ryzyka. W oparciu o nie może też zawierać specyficzne transakcje finansowe (np. swapy walutowe, terminowe transakcje walutowe, czy transakcje terminowe na dłużne papiery wartościowe) klasyfikowane w osobnej pozycji „inne aktywa rezerwowe”.

Rezerwy walutowe zostały bliżej omówione na przykładzie Polski w podrozdziale 4.2.

**Złoto.** Historyczne uwarunkowania tłumaczą przywiązanie do złota, które w swych aktywach rezerwowych posiada większość państw na świecie (tab. 4.1). Ograniczona ilość tego kruszcu zwiększa jego wartość, ale jednocześnie uniemożliwia bardziej aktywne operacje na nim.

Największe na świecie zasoby złota mają USA. System Rezerwy Federalnej posiada 8,1 tys. ton złota, które przy nadal (2016) wysokich cenach tego kruszcu (rys. 4.1), są warte prawie 350 mld USD. Kilka tysięcy ton złota posiadają też banki centralne Niemiec (3,4 tys. ton) oraz Włoch i Francji (ok 2,4 tys. ton). W gronie największych posiadaczy złota są także banki centralne Chin, Rosji, Szwajcarii, czy



Japonii. Narodowy Bank Polski posiada w swych aktywach rezerwowych 102,9 tony złota (warte obecnie prawie 4 mld USD; tab. 4.1).

Tab. 4.1. Najwięksi publiczni posiadacze zasobów złota (stan na wrzesień 2016 r.)

lp.	świat	w tonach	w mln USD	100%
		33 181,3	1 410 860	
1.	USA	8 133,5	345 832	24,5%
2.	Niemcy	3 377,9	143 629	10,2%
3.	Międzynarodowy Fundusz Walutowy (IMF)	2 814,0	119 652	8,5%
4.	Włochy	2 451,8	104 251	7,4%
5.	France	2 435,8	103 570	7,3%
6.	Chiny	1 838,5	78 173	5,5%
7.	Rosja	1 542,7	65 593	4,6%
8.	Szwajcaria	1 040,0	44 220	3,1%
9.	Japonia	765,2	32 537	2,3%
10.	Holandia	612,5	26 041	1,8%
11.	Indie	557,8	23 716	1,7%
12.	Europejski Bank Centralny (ECB)	504,8	21 463	1,5%
13.	Bank Rozrachunków Międzynarodowych (BIS)	483,1	20 543	1,5%
14.	Turcja	442,1	18 799	1,3%
15.	Tajwan	423,6	18 012	1,3%
16.	Portugalia	382,5	16 264	1,2%
17.	Arabia Saudyjska	322,9	13 730	1,0%
18.	Wielka Brytania	310,3	13 193	0,9%
19.	Liban	286,8	12 196	0,9%
20.	Hiszpania	281,6	11 973	0,8%
21.	Austria	280,0	11 905	0,8%
22.	Kazachstan	248,2	10 552	0,7%
23.	Belgia	227,4	9 669	0,7%
24.	Filipiny	196,3	8 348	0,6%
25.	Wenezuela	188,9	8 032	0,6%
26.	Algieria	173,6	7 383	0,5%
27.	Tajlandia	152,4	6 480	0,5%
28.	Singapur	127,4	5 417	0,4%
29.	Szwecja	125,7	5 346	0,4%
30.	RPA	125,3	5 326	0,4%
31.	Meksyk	120,9	5 140	0,4%
32.	Libia	116,6	4 959	0,4%
33.	Grecja	112,7	4 794	0,3%
34.	Korea	104,4	4 439	0,3%
35.	Rumunia	103,7	4 409	0,3%
36.	Polska	102,9	4 377	0,3%

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych World Gold Council.

Trzecim co do wielkości posiadaczem złota na świecie jest Międzynarodowy Fundusz Walutowy. Mimo sprzedaży 403,3 ton złota w latach 2009-2010 (IMF 2016b), w jego zasobach znajduje się wciąż ponad 2,8 tys. ton tego kruszcu. Wśród

największych publicznych posiadaczy złota znajduje się także Europejski Bank Centralny, czyli bank centralny strefy euro, obejmującej na chwilę obecną 19 państw Unii Europejskiej, a także Bank Rozrachunków Międzynarodowych w Bazylei. Ich zasoby złota wynoszą jednak „tylko” po ok. 500 ton (tab. 4.1).

Rys. 4.1. Cena złota w ciągu minionych 20 lat (w USD za 1 uncję; rynek spot)



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych GoldPrice.org.

Wywindowana przez kryzys wysoka cena złota zapewne nie utrzyma się na takim poziomie w dłuższej perspektywie (rys. 4.1.). Zresztą jest ona dziś o ok. 1/3 niższa niż w szczycie w latach 2011-2012. Dlatego już w latach 90. XX w. największe posiadacze zasobów złota zaczęli zabiegać o podtrzymanie wartości tego kruszcu i stabilizację jego ceny. Od 1999 r. największe banki centralne na świecie (głównie państw strefy euro) zawierają raz na 5 lat nieformalne porozumienie o ograniczeniu rocznej ilości sprzedaży złota, by zapobiec spadkowi jego wartości – tzw. *Central Bank Gold Agreement*. Pierwsze trzy porozumienia obowiązujące w latach 2000-2014 nakładały roczne limity sprzedaży na poziomie 400-500 ton rocznie (CBGA1 1999, CBGA2 2004, CBGA3 2009). W obecnym czwartym porozumieniu na lata 2014-2019 nie wyznaczono wprawdzie limitu sprzedaży złota, jednak banki sygnatariusze zadeklarowały, że nie planują sprzedaży jego większych ilości (CBGA4 2014).

**Specjalne Prawa Ciągnięcia.** Specjalne Prawa Ciągnięcia (*Special Drawing Rights – SDR*) i pozycja rezerwowa w MFW to wymierne korzyści z członkostwa w Międzynarodowym Funduszu Walutowym. Są to bezwarunkowe instrumenty, dające natychmiastowy dostęp do walut międzynarodowych w kwotach równych odpowiednio ilości posiadanych SDR i wysokości transzy rezerwowej w MFW. Dlatego

też są one traktowane jako aktywa rezerwowe o wysokim stopniu zbywalności i z taką też myślą zostały stworzone – by poprawić zewnętrzną płynność gospodarek. Oba instrumenty przydzielane są przez MFW adekwatnie do opłaconego udziału w kapitale zakładowym. Jego wysokość jest uzależniona od wielkości PKB państwa, siły (oraz stabilności) handlowych i finansowych powiązań międzynarodowych oraz poziomu aktywów rezerwowych<sup>15</sup>. Wielkość kwoty udziałowej determinuje dalej

Tab. 4.2. Kwoty udziałowe w MFW, siła głosu i wielkość dotychczasowych alokacji SDR największych udziałowców MFW (stan na 11.04.2017)

	kwota udziałowa		głosy %	alokacja SDR	
	mIn SDR	%		mIn SDR	%
1. USA	82 994,2	17,46	16,53	35 315,68	17,30
2. Japonia	30 820,5	6,48	6,16	12 284,97	6,02
3. Chiny	30 482,9	6,41	6,09	6 989,67	3,42
4. Niemcy	26 634,4	5,60	5,32	12 059,17	5,91
5. Wielka Brytania	20 155,1	4,24	4,04	10 134,20	4,96
6. Francja	20 155,1	4,24	4,04	10 134,20	4,96
7. Włochy	15 070,0	3,17	3,02	6 576,11	3,22
8. India	13 114,4	2,76	2,64	3 978,26	1,95
9. Rosja	12 903,7	2,71	2,59	5 671,80	2,78
10. Brazylia	11 042,0	2,32	2,22	2 887,08	1,41
11. Kanada	11 023,9	2,32	2,22	5 988,08	2,93
12. Arabia Saudyjska	9 992,6	2,10	2,02	6 682,50	3,27
13. Hiszpania	9 535,5	2,01	1,92	2 827,56	1,38
14. Meksyk	8 912,7	1,87	1,80	2 851,20	1,40
15. Holandia	8 736,5	1,84	1,77	4 836,63	2,37
16. Korea	8 582,7	1,81	1,74	2 404,45	1,18
17. Australia	6 572,4	1,38	1,34	3 083,17	1,51
18. Belgia	6 410,7	1,35	1,30	4 323,34	2,12
19. Szwajcaria	5 771,1	1,21	1,18	3 288,04	1,61
20. Turcja	4 658,6	0,98	0,96	1 071,33	0,52
21. Indonezja	4 648,4	0,98	0,95	1 980,44	0,97
22. Szwecja	4 430,0	0,93	0,91	2 248,96	1,10
23. Polska	4 095,4	0,86	0,84	1 304,64	0,64
powyższe 23 państwa	356 742,8	75,04	71,60	148 921,48	72,94
189 państw członkowskich MFW	475 383,0	100	100	204 157,94	100

Źródło: opracowanie własne na podstawie MFW.

<sup>15</sup> Kwota udziałowa w MFW jest średnią ważoną wielkości PKB gospodarki (według wartości rynkowej: 30%, według parytetu siły nabywczej: 20%), stopnia jej otwarcia (sumy przepływów rachunku bieżącego: 30%), zmienności ekonomicznej (zmienności w poziomie przepływów kapitałowych i z tytułu rachunku bieżącego: 15%) oraz poziomu oficjalnych aktywów rezerwowych (5%), z uwzględnieniem dodatkowo współczynnika kompresji, mającego obniżyć udziały największych, a podnieść najmniejszych gospodarek.

siłę głosu w organizacji, poziom alokacji SDR, czy wysokość potencjalnego wsparcia ze strony MFW. W tabeli 4.2 przedstawiono największych udziałowców MFW oraz posiadaną przez nich siłę głosów i przydzielone w dotychczasowych alokacjach SDR.

Jak dotąd MFW przydzielił państwom członkowskim w sumie 204 mld SDR. Pierwsza alokacja SDR miała miejsce w latach 1970-72 (9,3 mld SDR), druga w latach 1979-1981 (12,1 mld SDR), a trzecia największa w sierpniu 2009 r. (161,2 mld SDR). We wrześniu 2009 r. MFW przeprowadził też uzupełniającą alokację (21,5 mld SDR), skierowaną tylko do państw, które przystąpiły do MFW po 1981 r. i nie uczestniczyły w pierwszych dwóch alokacjach.

Największym udziałowcem, posiadaczem SDR i państwem z indywidualnym prawem weta są USA. Reforma kwot udziałowych w MFW, która weszła w życie w styczniu 2016 r. (*Fourteenth General Review of Quotas and Reform of the Executive Board* z 2010 r., blokowana dotychczas przez Kongres USA), wzmocniła rolę gospodarek wschodzących w tej organizacji (w szczególności Chin oraz w mniejszym stopniu Brazylii, Rosji i Indii). Dzięki temu cała czwórka należy dziś do 10 największych udziałowców MFW, na których przypada 55,4% kwot udziałowych i 52,7% głosów (tab. 4.2).

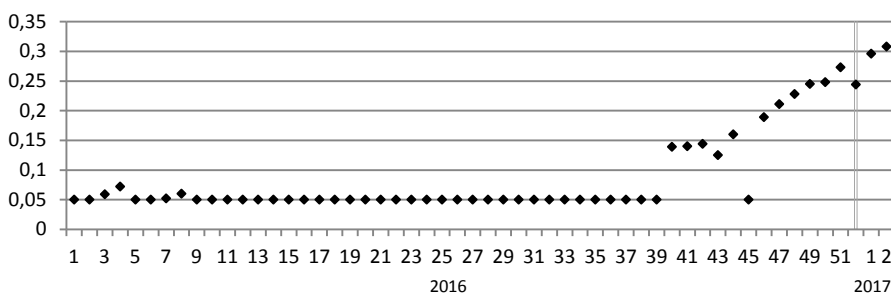
SDR można trzymać i wliczać do aktywów rezerwowych, sprzedać innemu państwu, bądź wymienić na inne waluty. Wymiana ta to właśnie tzw. ciągnięcie SDR, czyli czasowa zamiana SDR na waluty międzynarodowe, niejako pod ich zastaw (Redo 2013a). Państwu które użyczyło walut obcych w zamian za SDR, dopisuje się dodatkową porcję SDR w jego aktywach rezerwowych, podczas gdy pożyczkobiorcy, pomniejsza się. Po umówionym czasie, gdy nastąpi zwrot walut obcych, ich ekwiwalent w SDR znów zostanie dopisany do aktywów rezerwowych pożyczkobiorcy (a odjęty pożyczkodawcy). Ciągnięcie SDR jest więc formą pożyczki, od której naliczane są odsetki (*SDR interest rate*). Oprocentowanie to jest wyznaczone raz w tygodniu jako średnia ważona trzymiesięcznych stóp procentowych pożyczek rynku pieniężnego w pięciu walutach tworzących koszyk SDR<sup>16</sup>: USD, JPY, EUR, GBP i od września 2016 r. chińskim juanie (RMB; IMF 2017b). Odsetki są płacone przez państwo-pożyczkobiorcę od niedoboru SDR w stosunku do pierwotnej kwoty alokacji SDR. Państwo-pożyczkodawca otrzymuje z kolei odsetki za użyczenie walut obcych – od nadwyżki posiadanych SDR (ponad pierwotną kwotę ich alokacji; IMF 1945). Odsetki te rozliczane są kwartalnie. Od kilku lat poziom oprocentowania SDR jest bardzo niski (na poziomie dziesiątych procenta – por. rys. 4.2) z uwagi na po-

---

<sup>16</sup> Od 1 października 2016 r. struktura koszyka SDR jest następująca: USD 41,73%, EUR 30,93%, RMB 10,92%, JPY 8,33% i GBP 8,09%.

kryzysowe wyjątkowo niskie stopy procentowe w bankach centralnych na świecie. Jeszcze do jesieni 2016 r. utrzymywał się on przez ponad dwa lata poniżej 0,1%. Od października 2016 r. oprocentowanie SDR istotnie wzrosło i wynosi 0,308% (styczeń 2017 r.). To skutek włączenia do koszyka SDR chińskiego juana, w której to walucie oprocentowanie jest znacznie wyższe niż w przypadku dotychczasowych głównych walut międzynarodowych (rys. 4.2).

Rys. 4.2. Wysokość stopy procentowej, według której naliczane są odsetki od nadwyżek i niedoborów SDR w latach 2016-2017 (stawka w % obowiązująca w danym tygodniu roku\*; oś pozioma: numer tygodnia w danym roku)



\* stopa wyznaczana jest w każdy poniedziałek i jest stała przez cały tydzień.

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych IMF 2017b.

Warto też dodać, że przed kryzysem z 2008 r. kształtowało się ono na istotnie wyższym poziomie – np. w latach 2006-2007 około 3, a nawet ponad 4% w skali roku. Ciągnięcie SDR jest możliwe w wyniku samodzielnego porozumienia państwa-pożyczkobiorcy i państwa-pożyczkodawcy, ale także w konsekwencji odgórnego wskazania przez MFW państwa z dobrą sytuacją płatniczą, które ma użyć walut obcych potrzebującej gospodarce. Taki mechanizm wskazania przez MFW ma być gwarancją płynności SDR, by mogły być one traktowane jako płynne aktywa i stanowić składnik oficjalnych aktywów rezerwowych. Ponadto SDR mogą być wykorzystywane w transakcjach z MFW i innymi instytucjami uprawnionymi do posługiwania się SDR – np. do zapłaty odsetek, zwrotu pożyczki, czy opłacenia w przyszłości podwyżki wkładu w postaci kwoty udziałowej.

**Transza rezerwowa w MFW.** Kwota udziałowa w MFW wpłacana jest obecnie w 25% w walutach międzynarodowych i/lub SDR, a pozostała część w walucie narodowej. Całość kwoty jest wyrażona w SDR. Ekwiwalentem wpłaconych do MFW dewiz jest należność ze strony MFW, odpowiadająca ilości wpłaconych do MFW walut obcych. Należność ta ma charakter bezwarunkowy i jest wymagalna na żąda-

nie w razie problemów w bilansie płatniczym państwa, dlatego charakteryzuje się wysokim stopniem płynności i jest powszechnie wliczana do aktywów rezerwowych państw. Jest to tzw. transza rezerwowa w MFW (pozycja rezerwowa). Jej wartość w przypadku Polski wynosiła na koniec listopada 2016 r. 618 mln USD (szerzej por. podrozdział 4.2).

Do 1 kwietnia 1978 r. 1/4 kwoty, zamiast w SDR i/lub w walutach międzynarodowych, wpłacano w złocie – stąd też określenie „złota transza” (IMF 1978). Obecna wielkość transzy rezerwowej nie stanowi już pierwotnych 25% kwoty udziałowej, wskutek rozliczeń w ramach MFW. Transza rezerwowa państwa wzrasta bowiem, gdy MFW pożycza jego walutę innemu państwu i analogicznie – maleje, gdy inne państwo spłaca zobowiązanie w tej walucie. Ponadto transza rezerwowa (poza małą jej częścią) jest oprocentowana (według stopy *renumeration rate*). Jej wysokość jest równa stopie oprocentowania nadwyżki i niedoborów SDR i wynosi obecnie 0,308% (por. rys. 4.1). MFW wypłaca odsetki z tego tytułu raz na kwartał. Zgodnie z II poprawką do Statutu MFW wartość odpowiadająca 1/4 kwoty udziałowej z dnia 1 kwietnia 1978 r. pozostaje nieoprocentowana. To pozostałość po złotej transzy, która nigdy nie była oprocentowana. Nieoprocentowana część transzy rezerwowej to stała nominalna kwota, której udział w całościowej kwocie udziałowej w MFW (wraz ze znacznym ich wzrostem od lat 70. XX w.) jest dziś istotnie mniejszy niż pierwotne 25% i sukcesywnie się obniża (IMF 2001). Na koniec kwietnia 2008 r. nieoprocentowana część transzy rezerwowej wynosiła średnio jedynie 3,7% kwoty udziałowej (IMF 2008).

W razie konieczności (potrzeb finansowych MFW) państwo może być zmuszone do zwiększenia transzy rezerwowej (nawet do 100% kwoty udziałowej), czyli do wpłaty większej ilości walut międzynarodowych (IMF 2001).

#### **4.1.2. Znaczenie oficjalnych aktywów rezerwowych dla bezpieczeństwa finansowego państwa**

Oficjalne aktywa rezerwowe państwa stanowią niezwykle ważny element bezpieczeństwa finansowego gospodarek. Służą wzmocnieniu jej wiarygodności finansowej oraz obniżeniu wrażliwości na zawirowania w gospodarce światowej i na międzynarodowych rynkach finansowych.

1. Stanowią bowiem psychologiczne zabezpieczenie dla zapewnienia ciągłości importu (np. surowców, bez których nie da się dziś funkcjonować),
2. kontynuowania ekspansji gospodarczej na zagraniczne rynki,
3. oraz spłaty i obsługi zagranicznych zobowiązań,

4. a tym samym wpływają na zdolność kredytową krajowych podmiotów gospodarczych w oczach zagranicznych inwestorów – czyli na poziom kosztu kapitału i łatwość zaciągania zagranicznych zobowiązań.
5. Stanowią również zabezpieczenie dla kapitału zagranicznego ulokowanego w państwie, zwłaszcza dla bardziej ruchliwego kapitału portfelowego,
6. warunkują dalszy napływ kapitału zagranicznego, a więc determinują możliwości rozwojowe gospodarki krajowej w kolejnych okresach,
7. zmniejszają ryzyko ataków spekulacyjnych na walutę danego państwa, przez co wpływają na stabilność jego waluty, a tym samym całej gospodarki,
8. zwiększają odporność na zewnętrzne (nie tylko kryzysowe) zjawiska gospodarcze,
9. umożliwiają prowadzenie interwencji kursowych, pozwalając doraźnie osłabić lub umocnić własną walutę lub w dłuższym okresie czasu ją stabilizować,
10. mogą być wykorzystane w celu wsparcia stabilności rynku finansowego czy krajowego sektora bankowego (NBP 2016a),
11. stanowią wreszcie zabezpieczenie wyemitowanych pod nie złotych – to ich ekwiwalent.

Podsumowując aktywa rezerwowe stanowią zabezpieczenie finansowe państwa przed zjawiskami zewnętrznymi, decydują o jego wypłacalności w skali międzynarodowej, a więc o stabilności całej gospodarki (Redo 2013a).

Odpowiednio duża ilość walut obcych w gospodarce i/lub łatwość ich pozyskania z rynków międzynarodowych, to dziś warunek konieczny normalnego funkcjonowania państwa w silnie zglobalizowanym świecie. Dotyczy to w szczególności państw rozwijających się, które z racji niższej wiarygodności nie mają swobodnego dostępu do taniego zagranicznego kapitału, tak jak na przykład emitenci głównych walut międzynarodowych – dolara amerykańskiego, euro, funta brytyjskiego czy jena – nadużywający niejednokrotnie zaufania świata do ich walut i gospodarek. To niestety przywilej nielicznych. Gospodarki rozwijające się muszą więc wzmacniać swoją wiarygodność akumulując odpowiednio wysokie rezerwy dewizowe, zabezpieczające ich zewnętrzną wypłacalność, konkurując tym samym na rynkach międzynarodowych o łatwość dostępu i koszt zagranicznego kapitału. Z tego powodu problematyka rezerw dewizowych jest przedmiotem silnego zainteresowania gospodarek rozwijających się, a praktycznie w ogóle pomijana w przypadku najstabilniejszych państw o walutach międzynarodowych, w których poziom rezerw stanowi tylko kilka procent PKB (tab. 4.12).

**Zmiany poziomu oficjalnych aktywów rezerwowych.** Z uwagi na względnie stabilny poziom posiadanej przez państwa puli SDR, wysokości transzy rezerwowej

w MFW oraz zasobów złota, zmiany wielkości oficjalnych aktywów rezerwowych następują zazwyczaj w wyniku zmian w poziomie rezerw walutowych oraz relacji kursowych pomiędzy głównymi walutami rezerwowymi. Wyjątkiem są okresy znacznych wahań cen złota (rys. 4.1), co ma jednak znaczenie tylko w przypadku największych jego posiadaczy (tab. 4.1) lub państw o wysokim udziale złota w aktywach rezerwowych (tab. 4.3). Najbardziej wrażliwe na zmiany cen złota są więc aktywa rezerwowe USA, Niemiec, Francji czy Holandii, jednak z uwagi na bardzo wysoką wiarygodność tych gospodarek i ich rozwinięte rynki finansowe, nie wpływa to istotnie na zaufanie do nich. Zupełnie inaczej sprawa wygląda w przypadku państw o niższej wiarygodności, zwłaszcza rozwijających się, czyli obecnie Tadżykistanu, Wenezueli i Białorusi, do których zaufanie ogranicza dodatkowo silne uzależnienie zewnętrznej wypłacalności od cen złota (tab. 4.3). Złóżka że ich aktywa rezerwowe, mimo obecnie względnie wysokich cen kruszcu stanowią tylko odpowiednio 6,3%, 3,1% oraz 7,6% PKB (2015).

Tab. 4.3. Państwa o najwyższym udziale złota w aktywach rezerwowych (stan na IX 2016 r.)

		złoto jako % aktywów rezerwowych	zasoby złota w mld USD
1.	Tadżykistan	82,7%	0,6
2.	USA	75,6%	345,8
3.	Niemcy	70,1%	143,6
4.	Włochy	69,1%	104,3
5.	Francja	65,4%	103,6
6.	Cypr	65,3%	0,6
7.	Wenezuela	65,1%	8,0
8.	Holandia	64,5%	26,0
9.	Grecja	62,9%	4,8
10.	Portugalia	62,4%	16,3
11.	Austria	45,5%	11,9
12.	Słowacja	43,0%	1,3
13.	Białoruś	39,0%	1,9
14.	Belgia	38,1%	9,7
15.	Kazachstan	33,8%	10,6
	świat*	9,1%	1 115,9
66.	Polska	3,9%	4,4

\* dane za 2015 r.

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych World Gold Council.

Pośród powyższych państw największe problemy z aktywami rezerwowymi ma obecnie Wenezuela. W ciągu minionej dekady spadły one tam o 2/3 (a rezerwy walutowe aż o 85%), co dodatkowo pogłębia bardzo trudną sytuację finansową



jednego z najbardziej zadłużonych za granicą państw rozwijających się (por. rozdział 3), którego gospodarka z uwagi na niskie ceny ropy i praktycznie całkowite uzależnienie od jej eksportu, stoi znów na skraju bankructwa. To właśnie przez znaczny spadek rezerw walutowych tak bardzo wzrósł w Wenezueli udział złota w całości jej aktywów rezerwowych (z 21% na koniec 2006 r. do 65% we wrześniu 2016 r.). Aktywa rezerwowe Kazachstanu utrzymują się na względnie stabilnym poziomie i stanowiły na koniec 2015 r. 15% PKB. Wypłacalność gospodarek opartych na eksporcie surowców silnie zależy od ich cen na światowych rynkach.

W tym miejscu wskazać należy na odmienną sytuację Grecji, Cypru, Portugalii czy Słowacji, które z racji członkostwa w strefie euro i posiadania waluty międzynarodowej nie muszą wzmacniać swej zewnętrznej wypłacalności akumulowaniem wysokich aktywów rezerwowych, tak bardzo, jak inne państwa o niższej lub nadzarpniętej wiarygodności. Wiarygodność tą daje im sama przynależność do unii walutowej, fakt posiadania jednej z głównych walut międzynarodowych, gwarancje pomocy ze strony Europejskiego Banku Centralnego oraz Europejskiego Mechanizmu Stabilności (*European Stability Mechanism*), a przede wszystkim Niemiec, czyli jednej z najbardziej wiarygodnych gospodarek na świecie, sprawujących skutecznie (jak dotąd) rolę silnego gwaranta dla waluty euro i gospodarek całej strefy euro.

Przyrost aktywów rezerwowych powoduje więc poprawę wiarygodności gospodarki poprzez wzrost jej wypłacalności zewnętrznej i większe zabezpieczenie przed zjawiskami kryzysowymi. Pamiętaj jednak należy, że dodatnie saldo w bilansie płatniczym – czyli sytuacja, gdy więcej walut obcych napływa do gospodarki niż z niej wypływa, powodując wzrost ilości dewiz w państwie – oznacza wzrost ilości pieniądza w gospodarce z pełnym tego spektrum konsekwencji w postaci większej presji inflacyjnej i konieczności prowadzenia bardziej restrykcyjnej polityki pieniężnej. Efektem tego jest wyższy koszt kapitału, czyli mniejsza konsumpcja i inwestycje, większy ciężar zadłużenia oraz szybszy jego przyrost, co skutkować musi wolniejszym tempem rozwoju społeczno-gospodarczego, a przez to wyższym bezrobociem i niższym poziomem zamożności obywateli. To w przypadku takich gospodarek banki centralne stają się bardziej aktywne na krajowym rynku walutowym, absorbując nadwyżki walut obcych i akumulując coraz większe rezerwy walutowe, ponosząc przy tym koszty sterylizacji.

Spadek ilości aktywów rezerwowych oznacza z kolei obniżenie wiarygodności gospodarki, co na pewno podziela odstrasza ją na przynajmniej część potencjalnych nowych inwestorów oraz tych już obecnych, doprowadzając w skrajnym przypadku do panicznej ucieczki kapitału portfelowego z państwa. Brak dopływu kapitału zagranicznego do gospodarki i/lub ucieczka już zainwestowanego, skutkować

będzie wzrostem kosztu kapitału w państwie, a w konsekwencji spadkiem inwestycji i wzrostu gospodarczego. Masowe wyrzucanie pieniądza krajowego na rynek i uszczuplanie zasobów walut obcych w gospodarce, musi też spowodować skokową deprecjację waluty krajowej i presję inflacyjną. W ekstremalnej sytuacji zagrożenia dla wypłacalności, przy jednoczesnym wysokim poziomie ulokowanego ruchliwego kapitału w gospodarce, panika doprowadzić może do obniżenia zasobów dewiz w państwie do zera, czyli do jego zewnętrznej niewypłacalności – bankructwa gospodarki (a wcześniej do załamania się kursu walutowego). I nie jest to tylko teoria: fala kryzysów walutowych przetoczyła się na przykład w 1997 r. przez dalekowschodnią Azję (Tajlandię, Malezję, Filipiny, Indonezję, Koreę Południową), rok później bankructwo ogłosiła Rosja, w 2001 r. Argentyna, a jesienią 2008 r. niewypłacalna zewnętrznie okazała się Islandia – państwo, które jeszcze chwilę wcześniej należało do grona gospodarek o najwyższym poziomie dochodu na mieszkańca. A to tylko kilka świeższych i głośniejszych przykładów. Polska okazała się zewnętrznie niewypłacalna pod koniec lat 80. XX w. (Redo 2013a).

**Zagrożenia związane z wysokim poziomem aktywów rezerwowych.** Okazuje się jednak, że nie tylko małe, ale i duże rezerwy dewizowe stwarzają problemy. Do zagrożeń związanych z wysokim (lub dodatkowo nadal rosnącym) poziomem aktywów rezerwowych zaliczyć należy:

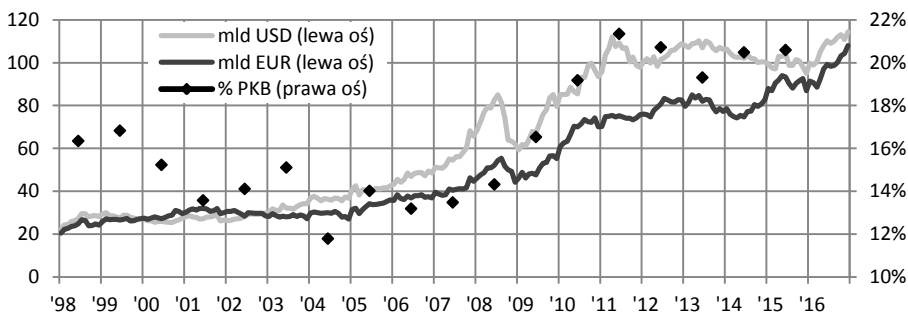
1. koszt utraconych korzyści – niską dochodowość wielomiliardowych aktywów, jako efekt wysokiego stopnia bezpieczeństwa i płynnego charakteru inwestowania rezerw,
2. presję inflacyjną w sytuacji dalszego wzrostu poziomu rezerw, co zmusza do:
  - utrzymywania wyższych niż można by stóp procentowych w gospodarce (ograniczając jej możliwości rozwojowe),
  - i/lub przeprowadzenia kosztownych operacji sterylizacji rynku,
3. ograniczenie efektywności mechanizmu transmisyjnego, a więc skuteczności polityki pieniężnej,
4. ryzyko kursowe – ryzyko spadku wartości aktywów rezerwowych w sytuacji niekorzystnych zmian relacji kursowych pomiędzy walutami rezerwowymi (lub radykalnego spadku cen złota w przypadku państw o ich wysokim poziomie), a w efekcie
5. ryzyko uzależnienia gospodarczego od polityki i koniunktury w państwach posiadających waluty międzynarodowe,
6. inercję przyzwyczajęń – ryzyko utraty wiarygodności gospodarki (z pełnym tego spektrum konsekwencji dla niej) w sytuacji podjęcia decyzji o świadomym obniżeniu wysokości aktywów rezerwowych w państwie lub o istotnym

- ograniczeniu tempa akumulacji dalszych rezerw – w wyniku „przyzwyczajenia się” rynków międzynarodowych do dotychczasowego status quo,
7. pokusę polityczną – ryzyko wykorzystania części rezerw walutowych do ekspansji fiskalnej w państwie, co spowodowałoby spadek wiarygodności gospodarki i presję inflacyjną,
  8. a w skali globalnej – rosnącą nierównowagę w zakresie alokacji aktywów rezerwowych, która może doprowadzić do powstawania kolejnych baniek spekulacyjnych i kryzysów (Redo 2013a).

#### 4.2. Oficjalne aktywa rezerwowe w Polsce

Oficjalne aktywa rezerwowe Polski utrzymywane są od kilku lat na poziomie ok. 100 mld USD i są obecnie (zarówno w dolarach, jak i w euro) ponad pięciokrotnie wyższe niż pod koniec lat 90. XX w. (por. rys. 4.3). Poza nominalnym wzrostem, nastąpił w tym okresie także ich przyrost w relacji do PKB: z ok. 13-14% PKB przed wejściem do UE, do obecnych prawie 21% PKB. Dynamiczny wzrost aktywów rezerwowych rozpoczął się w 2005 r., wraz z coraz bardziej intensywnym napływem funduszy unijnych. Zgodnie bowiem z uchwałą nr 16/1999 Zarządu NBP od 7 czerwca 1999 r. jedynymi podmiotami uprawnionymi do transakcji walutowych z NBP są niebankowe podmioty posiadające rachunki w NBP, do których należą Minister Finansów i inni dysponenti środków budżetowych (Uchwała NBP 1999). Dlatego od początku XXI w. głównym źródłem przyrostu rezerw dewizowych w Polsce jest napływ funduszy z UE, które Ministerstwo Finansów (MF) w większości wymienia na złotówki w NBP, a w znacznie mniejszym stopniu zyski z inwestycji rezerw walutowych (NIK 2014).

Rys. 4.3. Aktywa rezerwowe Polski w latach 1998-2016 (w mld USD, mld EUR i jako % PKB)



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych GUS i NBP.

Dlatego od końca lat 90. XX w. do czasu przystąpienia Polski do UE rezerwy dewizowe NBP kształtowały się na względnie stabilnym poziomie ok. 30 mld USD, po czym zaczęły systematycznie rosnąć wraz z napływem coraz większych środków z budżetu UE (rys. 4.3). Wymiana euro z funduszy unijnych przez MF w NBP przyczynia się do emisji pieniądza i prowadzi do generowania coraz wyższych kosztów absorpcji nadpłynności. Próbą ograniczenia tego zjawiska było zawarcie porozumienia pomiędzy Ministrem Finansów i Prezesem NBP o wymianie od maja 2011 r. funduszy unijnych na walutę krajową na rynku międzybankowym, co bardzo szybko wyhamowało przyrost rezerw dewizowych NBP. W związku z utrzymywaniem się wskutek kryzysu bardzo niskich stóp procentowych na świecie, zwłaszcza w walutach międzynarodowych, a w efekcie tego uzyskiwaniem niskiej dochodowości rezerw walutowych (por. rys. 4.6), w kwietniu 2013 r. NBP zasugerował Ministerstwu Finansów zwiększenie sprzedaży euro na rynku międzybankowym oraz zakup walut obcych w NBP zamiast emitowania skarbowych obligacji na rynkach zagranicznych, co MF uzależniło jednak od sytuacji braku presji na umocnienie złotego (NIK 2014).

Wcześniej, zwłaszcza w pierwszej połowie lat. 90 XX w. źródłem silnego przyrostu rezerw walutowych w Polsce była świadoma polityka kursowa, którą NBP próbował łagodzić presję aprecjacyjną na złotego poprzez odkup walut obcych od banków komercyjnych (NIK 2014). Pamiętać jednak należy, że na wielkość rezerw dewizowych wpływają też różnice kursowe, zmiany w wycenie aktywów finansowych, transakcje własne NBP, mające na celu bieżące zarządzanie płynnością aktywów rezerwowych, a także operacje zasilenia rachunku Komisji Europejskiej w NBP i operacje Ministerstwa Finansów. Znaczne osłabienie dolara w latach 2000., wywindowana kryzysem cena złota, czy interwencja NBP z kwietnia 2010 r. osłabiająca złotego, albo umocnienie złotego w grudniu 2010 r. przez Ministerstwo Finansów (poprzez sprzedaż na rynku środków z unijnych funduszy za pośrednictwem Banku Gospodarstwa Krajowego), to tylko kilka przykładów powodujących istotne zmiany w poziomie i wycenie wartości aktywów rezerwowych na dany moment (Redo 2015a).

**Struktura aktywów rezerwowych NBP.** Na koniec listopada 2016 r. 72,7% polskich aktywów rezerwowych było ulokowane w papierach wartościowych, 22,9% w formie lokat w bankach za granicą, 3,5% w złocie, a ich 1% stanowiła należność ze strony MF (0,4% pod postacią SDR i 0,6% w formie transzy rezerwowej) – por. tab. 4.4. Przedmiotem aktywnego zarządzania aktywami rezerwowymi NBP są tylko rezerwy dewizowe, czyli papiery wartościowe, lokaty oraz gotówka, które stanowią aż 93,5% całości aktywów rezerwowych NBP. Złoto, SDR oraz transza rezerwowa w Międzynarodowym Funduszu Walutowym z uwagi na specyficzny

charakter stanowią względnie stały element aktywów rezerwowych także w Polsce. Zasoby złota NBP utrzymują się od 2000 r. na wyjątkowo stabilnym poziomie ok. 3,306-3,310 mln uncji, jednak z uwagi na wyjątkowy wzrost cen złota na światowych rynkach w ciągu minionej dekady (por. rys. 4.1), jego wartość wyrażona w dolarach bądź euro (mimo znacznej przeceny w 2013 r.), jest dziś kilkukrotnie wyższa niż kilkanaście lat temu.

Tab. 4.4. Struktura polskich aktywów rezerwowych – stan na koniec listopada 2016 r.

	w mln EUR	w mln USD	w %
ogółem aktywa rezerwowe	104 193	110 843	100
I. rezerwy walutowe ( <i>foreign exchange</i> )	99 517	105 869	93,5%
1. papiery wartościowe	75 728	80 562	72,7%
2. lokaty i gotówka w bankach centralnych, BIS i IMF	1 115	1 186	1,1%
3. lokaty i gotówka w zagranicznych bankach	22 674	24 121	21,8%
II. złoto	3 695	3 930	3,5%
III. SDR	400	429	0,4%
IV. transza rezerwowa w MFW	581	618	0,6%

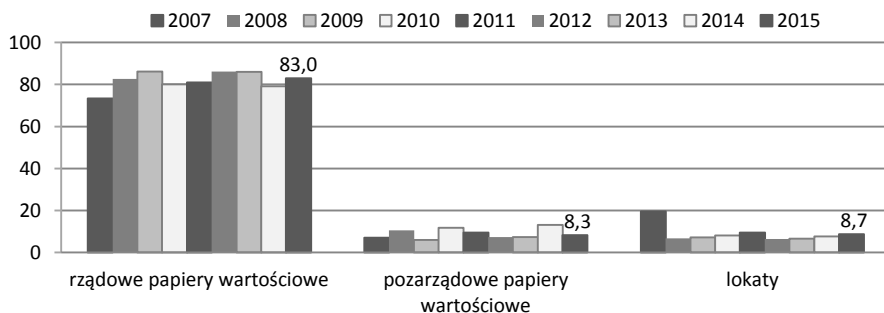
Źródło: opracowanie własne na podstawie danych NBP.

Narodowy Bank Polski zrezygnował od 2010 r. z możliwości lokowania złota dewizowego w instytucjach finansowych, a tym samym z zysków z tego tytułu. Było to konsekwencją ograniczenia przez Zarząd NBP kręgu kontrahentów do jedynie MFW i Banku Światowego oraz skrócenia horyzontu inwestycji do 12 miesięcy. 98 ton złota jest więc odpłatnie przechowywane w Banku Anglii (95% całości zasobów), a pozostałe 4,9 tony w skarbcach NBP (NIK 2014).

**Instrumentarium inwestycyjne NBP.** Narodowy Bank Polski inwestuje rezerwy dewizowe w typowe instrumenty stosowane przez inne banki centralne. Główną część rezerw dewizowych (ponad 80% – por. rys. 4.4) przechowywana jest w rządowych papierach wartościowych najbardziej wiarygodnych gospodarek – o wysokim ratingu, charakteryzujących się najwyższym stopniem bezpieczeństwa i płynności. Dominują tu amerykańskie, niemieckie, brytyjskie, francuskie i australijskie skarbowe papiery wartościowe (NBP Raport Roczny 2012). W 2012 r. NBP rozpoczął na niewielką wprawdzie skalę inwestycje w instrumenty państw o niższym ratingu, nieobjęte benchmarkiem strategicznym, mianowicie w brazylijskie i meksykańskie rządowe papiery wartościowe (NBP Raport Roczny 2013) – z uwagi na wyjątkowo niską obecnie dochodowość skarbowych papierów wartościowych najbardziej wiarygodnych gospodarek i jednocześnie w myśl kontynuacji procesu dywersyfikacji rezerw. W 2013 r. NBP nieznacznie zwiększył zaangażowanie w pa-

piery państw rozwijających się i rozpoczął inwestowanie w papiery rządu Nowej Zelandii (NBP Raport Roczny 2014). Przed kryzysem z 2008 r. część rezerw zainwestowana była w rządowe papiery wartościowe Irlandii i Hiszpanii, z których NBP wycofał się przed nasileniem kryzysu w drugiej połowie 2011 r. (NIK 2014).

Rys. 4.4. Udział instrumentów inwestycyjnych w portfelu rezerw dewizowych NBP w latach 2007-2015\* (w %)



\* słupki odpowiadają kolejno latom od 2007 r. do 2015 r. (zgodnie z kolejnością podaną w legendzie)  
Źródło: opracowanie własne na podstawie danych NBP.

Struktura inwestycyjna rezerw walutowych NBP zakłada obecnie wysoki, stabilny udział inwestycji o najwyższym stopniu płynności, czyli krótkoterminowych rządowych papierów wartościowych państw o najwyższym ratingu. W 2013 r. udział w benchmarku strategicznym rządowych papierów wartościowych o zapadalności do jednego roku wzrósł do 36%, a udział papierów o zapadalności do trzech lat do 55% (NIK 2014).

Pozostałą część rezerw dewizowych NBP inwestuje w pozarządowe papiery wartościowe rynku kapitałowego oraz w instrumenty rynku pieniężnego (po ok. 8-9%). Wśród emitentów pozarządowych dominują instytucje międzynarodowe oraz amerykańskie i europejskie agencje rządowe (NBP Raport Roczny 2008). Również jednak w tym obszarze trwają intensywne prace nad rozszerzeniem dopuszczalnego spektrum emisji pozarządowych, choć odbywa się to powoli i w mocno ograniczony sposób, z uwagi na utrzymujący się wciąż podwyższony poziom ryzyka kredytowego (NBP Raport Roczny 2010). Dla przykładu w 2012 r. NBP zapoczątkował inwestycje w obligacje korporacyjne w USD (NBP Raport Roczny 2013).

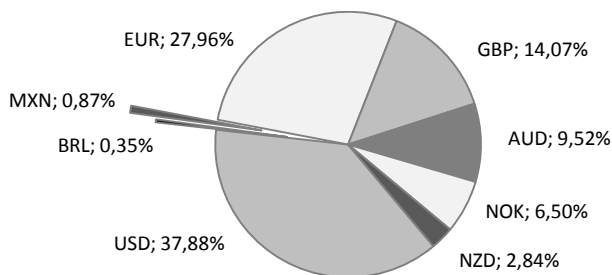
Trzecią grupę instrumentów, w jakie inwestowane są rezerwy dewizowe NBP, stanowią instrumenty rynku pieniężnego, czyli krótkoterminowe papiery dyskontowe, lokaty oraz transakcje z przyrzeczeniem odkupu papierów wartościowych –

transakcje typu repo (NBP Raport Roczny 2006). Wszystkie powyższe krótkoterminowe inwestycje lokacyjne dokonywane są w renomowanych instytucjach finansowych o wysokiej wiarygodności kredytowej, w większości w prywatnych bankach, ale także w innych bankach centralnych (np. w EBC), w Banku Rozrachunków Międzynarodowych oraz w MFW. W ramach dywersyfikacji rezerw w 2007 r. NBP dokonał pierwszych lokat międzybankowych w dolarze australijskim (NBP Raport Roczny 2008), a w 2008 r. na rynku norweskim oraz japońskim (NBP Raport Roczny 2009). Jednak w związku z kryzysem na rynkach finansowych znacznie obniżono w 2009 r. benchmark dla udziału lokat w rezerwach do 5,95% – z 21,25% w 2008 r. (NIK 2014).

Podsumowując, dominująca część aktywów rezerwowych Polski (ich 93,5% według stanu na koniec 2016 r.) jest utrzymywana w najbardziej płynny i bezpieczny sposób, czyli w papierach wartościowych najbardziej wiarygodnych podmiotów – głównie rządów (w 83,0%) oraz w niewielkim stopniu instytucji międzynarodowych i agencji rządowych (8,3%). Na podobnie niskim poziomie utrzymuje się udział transakcji lokacyjnych (8,7%), co jest efektem spadku zaufania do instytucji finansowych od czasu kryzysu w 2008 r. (rys. 4.4). Wcześniej udział lokat w rezerwach dewizowych NBP utrzymywał się od lat na poziomie ok. 20% (od 2001 r.), a w drugiej połowie lat 90. XX w. nawet 40-50% (NBP Raporty Roczne: 1998-2007).

**Struktura walutowa rezerw dewizowych NBP.** Z racji dominacji dolara amerykańskiego jako waluty międzynarodowej, a także wyjątkowo silnych powiązań handlowo-finansowych w Europie, dolar i euro są głównymi walutami rezerwowymi w Polsce. Należy do nich jednak także funt brytyjski, dolar australijski, korona norweska i dolar nowozelandzki – por. rys. 4.5. Niewielka część rezerw utrzymywana jest w walutach gospodarek wschodzących: w meksykańskim peso i brazylijskim realu (w sumie 1,22% całości rezerw).

Rys. 4.5. Struktura walutowa rezerw dewizowych NBP na koniec 2015 r. (w %)



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych NBP.

Obecna stosunkowo bogata struktura walutowa rezerw dewizowych w Polsce jest efektem zawirowań gospodarczych na świecie w minionej dekadzie. Wprawdzie w 1999 r. w wyniku wprowadzenia euro podjęto zgodną ze światowymi trendami decyzję o znacznym zawężeniu struktury walutowej rezerw do trzech walut: dolara amerykańskiego, euro i funta brytyjskiego<sup>17</sup>. Jednak straty, jakie spowodowało postępujące w ciągu lat 2000. osłabianie się dolara amerykańskiego, zmusiły inwestorów na całym świecie do poszukiwania alternatywnych walut, w wyniku czego wzrosło zainteresowanie dolarem australijskim, koroną norweską, czy dolarem kanadyjskim, a spadło – dolarem amerykańskim (szerzej por. podrozdział 4.3.1). Dlatego też w 2006 r. Narodowy Bank Polski obniżył zaangażowanie w dolarze amerykańskim do 45%, zwiększając jednocześnie w funcie brytyjskim (tab. 4.5).

Tab. 4.5. Struktura walutowa benchmarku NBP w latach (w %)

	USD	EUR	GBP	AUD	NOK	NZD
2001	50	40	10	0	0	0
2002	50	40	10	0	0	0
2003	50	40	10	0	0	0
2004	50	40	10	0	0	0
2005	50	40	10	0	0	0
2006	45	40	15	0	0	0
2007	40	40	15	5	0	0
2008	40	35	15	5	5	0
2009	40	35	15	5	5	0
2010	38	35	13	8	6	0
2011	36	32	15	10	7	0
2012	36	32	15	10	7	0
2013	36	32	12	10	7	3
2014	36	32	12	10	7	3
2015	39	29	12	10	7	3

Źródło: opracowanie własne na podstawie Raportów Rocznych NBP za lata 2005-2015.

W kolejnych latach dalszej redukcji zaangażowania w dolara amerykańskiego towarzyszyło rozszerzanie struktury walutowej o dolara australijskiego od 2007 r. oraz o koronę norweską od 2008 r. W związku z oczekiwaną dalszą aprecjacją jena japońskiego zarząd NBP dopuścił w 2008 r. możliwość rozpoczęcia inwestycji w tej walucie, ustalając maksymalne zaangażowanie na poziomie 2% rezerw (NBP Raport Roczny 2009). Z takim samym limitem zdecydowano też o zainwestowaniu rezerw

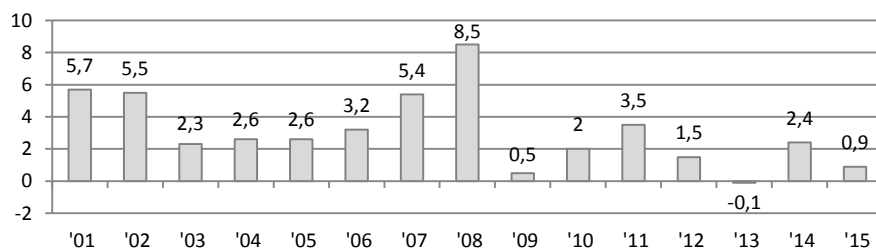
<sup>17</sup> Wcześniej bowiem (od IV kwartału 1991 r. do końca 1998 r.) w strukturze rezerw dewizowych występowały poza dolarem (55%) i funtem brytyjskim (5%) także marka niemiecka (30%), frank francuski (5%) i frank szwajcarski (5%) (na podstawie informacji uzyskanych od pracownika Departamentu Zarządzania Ryzykiem Finansowym NBP w 2013 r.).



w koronie szwedzkiej, jednak obie te inwestycje miały charakter przejściowy (NIK 2014). Kryzys finansowy z 2008 r. zapoczątkowany na amerykańskim rynku kredytów hipotecznych, a w jego następstwie spiętrzony kryzys fiskalny w strefie euro, przełożyły się na pogłębienie dywersyfikacji rezerw dewizowych, w efekcie czego udział funta brytyjskiego w rezerwach dewizowych NBP wzrósł do 15%, dolara australijskiego do 10%, a korony norweskiej do 7%. W 2013 r. zdecydowano o dalszym rozszerzeniu portfela walutowego rezerw o dolara nowozelandzkiego, zmniejszając jednocześnie zaangażowanie w funtach brytyjskich o 3 punkty procentowe (tab. 4.5). Zwiększono również udział inwestycji na rynkach państw rozwijających się, przy czym jego skala jest nadal niewielka – na koniec 2015 r. udział meksykańskiego peso w całości rezerw walutowych w Polsce wynosił tylko 0,87%, a brazylijskiego reala 0,35% (rys. 4.5; NBP Sprawozdanie z działalności w 2015). W związku z umocnieniem się dolara amerykańskiego w drugiej połowie 2014 r. zwiększono w 2015 r. zaangażowanie w USD o 3 punkty procentowe, zmniejszając tym samym udział euro w strukturze rezerw walutowych NBP. Druga od czasu kryzysu podwyżka stóp procentowych w USA (w grudniu 2016 r.) i zapowiedź kolejnych w 2017 r. w sytuacji luzowania ilościowego prowadzonego nadal przez EBC i banki centralne Norwegii, Australii oraz Nowej Zelandii, sugerują dalszą aprecjację USD, co może skłaniać do zwiększania jego udziału w portfelach rezerw walutowych (i nie tylko).

**Dochodowość rezerw walutowych NBP.** Po okresie celowej akumulacji rezerw dewizowych w Polsce w latach 90. XX w., kiedy to ustabilizowały się one na poziomie ok. 30 mld USD, zaczęły pojawiać się pytania co do efektywności inwestowania tak dużych środków. Kolejna dekada przyniosła wzrost wiarygodności polskiej gospodarki, napływ szerokim strumieniem zagranicznego kapitału inwestycyjnego i funduszy unijnych (szerzej por. Redo 2013b), a w efekcie dalszy przyrost

Rys. 4.6. Dochodowość rezerw dewizowych w Polsce (w %, w walucie instrumentów, bez uwzględniania wpływu zmian kursów walutowych)

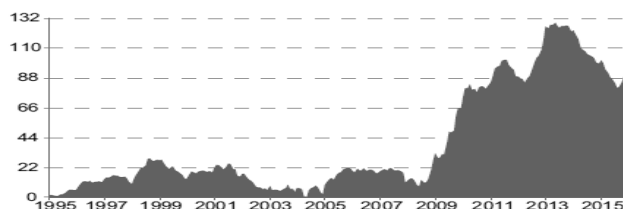


Źródło: opracowanie własne na podstawie Raportów Rocznych NBP za lata 2001-2015.

rezerw, w obliczu czego zasadność pytań o efektywność inwestowania rezerw dewizowych wzrosła, zwłaszcza w sytuacji permanentnie wysokich potrzeb pożyczkowych budżetu państwa w Polsce. 2-3% dochodowości rocznie (w latach 2003-2006) w okresie względnie dobrej koniunktury nie było szczególnym wynikiem (por. rys. 4.6).

Należy przy tym pamiętać, że utrzymywanie oficjalnych aktywów rezerwowych generuje koszty. Ponieważ w ostatnich latach głównym źródłem przyrostu rezerw walutowych w Polsce był silny napływ funduszy unijnych, które Ministerstwo Finansów wymienia na złote w NBP, co powoduje wzrost podaży pieniądza i zmusza NBP do kosztownej absorpcji płynności emitowanymi w ramach operacji otwartego rynku bonami pieniężnymi. Koszty dyskonta i odsetek od emitowanych bonów pieniężnych oraz obligacji NBP wzrosły od 2009 r. w związku z kilkukrotnym (5-7 krotnym) wzrostem nadpłynności sektora bankowego w Polsce (por. rys. 4.7.).

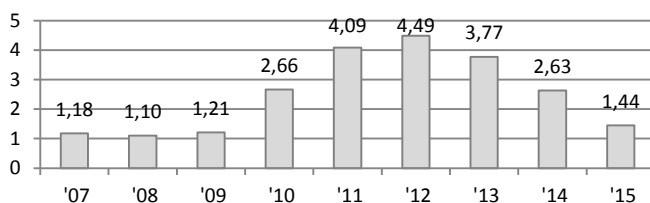
Rys. 4.7. Średnie miesięczne saldo operacji otwartego rynku NBP w latach 1995-2015 (mld zł)



Źródło: Sprawozdanie z działalności NBP 2015.

Koszty te zwiększyły się nawet czterokrotnie względem wcześniejszych lat i kształtowały w okresie 2010-2014 na poziomie 2,6-4,5 mld zł rocznie (rys. 4.8). Ich spadek w latach 2014-2015 jest w głównej mierze skutkiem spadku stopy referencyjnej – emisja bonów pieniężnych nie zmniejszyła się znacząco i utrzymuje na poziomie z lat 2010-2012 (por. rys. 4.7 i 4.8).

Rys. 4.8. Koszty odsetek i dyskonta od wyemitowanych dłużnych papierów wartościowych NBP w walucie krajowej w latach 2007-2015 (w mld zł)



Źródło: opracowanie własne na podstawie Sprawozdań z działalności NBP za lata 2007-2015.

W tym miejscu wskazać należy jeszcze na koszt alternatywny posiadanych rezerw walutowych, rozumiany jako różnica pomiędzy średnim oprocentowaniem polskich skarbowych papierów wartościowych emitowanych za granicą i średnią rentownością rezerw walutowych, który wskazuje na utracone korzyści, wynikające z zaniechania wykorzystania części rezerw walutowych do innych celów – np. spłaty publicznego zadłużenia zagranicznego (NIK 2014). Koszt ten wzrósł istotnie po 2008 r. wskutek wzrostu awersji do ryzyka na rynkach międzynarodowych i radykalnego cięcia stóp procentowych przez banki centralne zarządzające walutami międzynarodowymi.

Powyższe wzmacnia problem względnie niskiej dochodowości niemających rezerw walutowych w Polsce, co powinno być silniej uwzględniane w analizie adekwatności ich poziomu (szerzej por. podrozdział 4.2.3). Niestety jednak potencjalne zapotrzebowanie na rezerwy walutowe jest w Polsce wysokie, co unacyniły wydarzenia z jesieni 2008 r., kiedy to wartość aktywów rezerwowych NBP obniżyła się w ciągu 6 miesięcy (od lipca 2008 r. do stycznia 2009 r.) o 25,7 mld USD, czyli o 30% (w przeliczeniu na euro spadek ten wyniósł odpowiednio 9,2 mld EUR, a więc 16,6% w okresie sierpień 2008 r. – styczeń 2009 r.) – por. rys. 4.3. To uzasadnia w dużej mierze ostrożność w polityce zarządzania rezerwami dewizowymi NBP, zwłaszcza że kryzys z 2008 r. istotnie podniósł poziom awersji do ryzyka na świecie. Nie zmienia to jednak faktu, że dzisiejsze rynki finansowe oferują liczne możliwości zabezpieczania transakcji finansowych, co pozwala na angażowanie się w bardziej dochodowe inwestycje i aprecjujące waluty, przy nadal wysokim poziomie bezpieczeństwa. Można by więc choć początkowo niewielką część rezerw zacząć inwestować w mniej klasyczny sposób, zwłaszcza w sytuacji utrzymujących się od kilku już lat wyjątkowo niskich stóp procentowych na świecie, historycznie niskiej dochodowości najbardziej popularnych skarbowych papierów wartościowych oraz faktu opłacania nadal przez Polskę odnawialnej elastycznej linii kredytowej w Międzynarodowym Funduszu Walutowym, stanowiącej dodatkowe zabezpieczenie wiarygodności i wypłacalności gospodarki.

#### **4.2.1. Strategia zarządzania oficjalnymi aktywami rezerwowymi**

Oficjalne aktywa rezerwowe ze względu na kluczowe znaczenie dla wiarygodności i stabilności gospodarek, są utrzymywane w płynny i bezpieczny sposób. W takiej też kolejności definiuje się cele strategii zarządzania oficjalnymi aktywami rezerwowymi:

1. płynność,
2. bezpieczeństwo,

3. a dopiero po trzecie – dochodowość.

Z tego powodu niektóre gospodarki utrzymują część aktywów rezerwowych w złocie w celu ich dywersyfikacji dla zabezpieczenia przed niekorzystnymi zmianami relacji pomiędzy kursami walut rezerwowych. Jest to też w pewnym stopniu pozostałość po XIX-wiecznym systemie waluty złotej.

Jak wskazano wcześniej z uwagi na specyficzny charakter i względnie stabilny poziom pozostałych składowych oficjalnych aktywów rezerwowych, przedmiotem aktywnej polityki inwestycyjnej banków są rezerwy walutowe. Mając powyższe na uwadze gros rezerw dewizowych na świecie jest:

- inwestowane w skarbowe papiery wartościowe najstabilniejszych i najbardziej wiarygodnych gospodarek (głównie amerykańskich, japońskich, brytyjskich, niemieckich, francuskich),
- względnie w papiery wartościowe uznanych instytucji międzynarodowych, czy agencji rządowych
- lub przechowywane na lokatach w renomowanych bankach (IMF 2009a: §6.76-6.92).

**Strategia zarządzania rezerwami dewizowymi NBP.** Zgodne z powyżej przedstawionymi przesłankami są zasady, na jakich odbywa się zarządzanie rezerwami dewizowymi w Polsce. Precyzuje je *Długoterminowa strategia zarządzania rezerwami dewizowymi* Narodowego Banku Polskiego, w której określone zostały wizja, misja, wartości, uwarunkowania, cele i działania strategiczne NBP w obszarze zarządzania rezerwami walutowymi. Począwszy od 2009 r. na początku każdego roku sporządzana jest aktualizacja Strategii na kroczący okres pięciu następnych lat (NBP 2007).

Realizując zapisy powyższej Strategii NBP dąży do uzyskania wysokiej dochodowości portfeli inwestycyjnych przy zapewnieniu wysokiego stopnia bezpieczeństwa dokonywanych inwestycji oraz adekwatnego stopnia płynności środków (NBP 2016a). Wynika to z głównego celu Strategii jakim jest „maksymalizacja dochodowości rezerw dewizowych NBP w długim okresie, w ramach akceptowanego poziomu ryzyka finansowego i w ramach ograniczeń wyznaczonych przez misję” (NBP 2007). W tym celu zarząd NBP definiuje co roku tzw. strategiczną alokację aktywów na następny rok, określając w niej:

- strukturę walutową – w jakie waluty będą inwestowane rezerwy dewizowe,
- strukturę inwestycyjną – klasy aktywów, w które mogą być one inwestowane,
- limity w stosunku do powyższego,

- tolerancję na ryzyko (poziom tzw. *modified duration*, czyli miarę ryzyka stopy procentowej, określającą wrażliwość portfeli inwestycyjnych na zmiany rentowności instrumentów finansowych – NBP Raport Roczny 2016)
- oraz ramy dla krótkoterminowej taktyki inwestycyjnej (NBP 2007).

Powyższe działania podejmowane są w celu ograniczenia licznych ryzyk towarzyszących inwestowaniu rezerw dewizowych<sup>18</sup>: kredytowego (niewywiązania się kontrahenta z warunków umowy), kursu walutowego (poniesienia strat wskutek niekorzystnych zmian relacji kursowych), stopy procentowej (poniesienia strat wskutek niekorzystnych zmian poziomu rynkowych stóp procentowych), płynności (utrata możliwości bieżącej obsługi dewizowej banków czy Skarbu Państwa) czy operacyjnego (wystąpienia błędów w systemach informatycznych lub mechanizmach kontroli wewnętrznej; NBP 2006). Umiejętna ich identyfikacja podnosi bowiem skuteczność zarządzania ryzykiem, a w konsekwencji efektywność zarządzania rezerwami dewizowymi. Monitorowaniem ryzyka i analizą efektywności realizowanej strategii inwestycyjnej zajmuje się Departament Zarządzania Ryzykiem Finansowym NBP.

Szczegóły strategii zarządzania rezerwami walutowymi nie są jednak zazwyczaj ujawniane. Z racji ich kluczowego znaczenia dla bezpieczeństwa finansowego, wiarygodności i stabilności gospodarek upubliczniane informacje są dość ogólne, publikowane z opóźnieniem i dotyczą danych przeszłych, rzadko kiedy przyszłych planów w zakresie zmiany zasad inwestowania rezerw dewizowych. Wszystko dlatego by nie prowokować kapitału spekulacyjnego, ani nie ułatwić mu działania (Redo 2014a).

**Zmiana strategii zarządzania rezerwami dewizowymi NBP w sytuacji podjęcia decyzji o przyjęciu euro.** Ewentualna decyzja o przystąpieniu Polski do strefy euro wywrze istotne zmiany w zakresie całej polityki pieniężnej NBP, w tym także w zakresie zarządzania rezerwami dewizowymi. W pierwszym etapie decyzja taka poskutkuje włączeniem złotego do systemu stabilizacji kursów walutowych ERM II (*Exchange Rate Mechanism II* – szerzej por. Redo 2016b) i koniecznością stabilizowania go w ramach reguł systemu, czyli w paśmie wahań +/-15% od wyznaczonego kursu centralnego do euro (lub w węższym paśmie, jeśli taka będzie wola ze strony Polski). W konsekwencji konieczne będzie zwiększenie udziału rezerw dewizowych o najwyższej płynności dla skutecznej realizacji interwencji kursowych w ramach systemu ERM II. Sytuacja taka będzie trwać przez minimum dwa lata od momentu

---

<sup>18</sup> Nie należy pomijać również ryzyka prawnego, mogącego spowodować straty finansowane związane z niedostosowaniem się do przepisów prawa (Karwowski 2012).

włączenia złotego do systemu ERM II, gdyż zgodnie ze zdefiniowanymi przez traktat z Maastricht kryteriami konwergencji, warunkującymi członkostwo w strefie euro, państwo musi wykazać się względną stabilnością swej waluty w stosunku do wyznaczonego kursu centralnego względem euro przez okres minimum dwóch lat (TFUE 2012: art. 140; szerzej por. Redo 2015b). Po tym czasie i przy jednoczesnym wypełnieniu pozostałych kryteriów zbieżności – wraz z przyjęciem euro – rezerwy dewizowe nie będą musiały już spełniać funkcji interwencyjnej (NBP 2007), a zapotrzebowanie na nie ulegnie jednocześnie istotnemu ograniczeniu. Politykę pieniężną w Polsce będzie od tego momentu realizować Europejski Bank Centralny, a NBP straci swoją dotychczasową rolę – stanie się jedynie ramieniem wykonawczym EBC w ramach Europejskiego Systemu Banków Centralnych (Cieślik i in. 2015: 125-126). Dlatego też od momentu przejścia na euro strategia zarządzania rezerwami dewizowymi w Polsce będzie mogła ulec istotnej modyfikacji. Powyższe pozwoli na położenie większego nacisku na dochodowość rezerw dewizowych, a więc na ograniczenie ilości najbardziej płynnych aktywów, szersze zdywersyfikowanie, zwiększenie udziału bardziej ryzykownych, a dzięki temu potencjalnie bardziej zyskownych instrumentów, albo na zmianę klas dotychczasowych aktywów na takie o wyższej dochodowości, zaangażowanie się w nowe instrumenty, dotychczas uznawane za zbyt ryzykowne, poszerzenie listy dopuszczalnych kontrahentów i emitentów, czy wreszcie zaangażowanie się w mniej stabilne waluty rynków wschodzących. Przyjęcie euro powinno więc przełożyć się na wzrost dochodowości rezerw dewizowych w Polsce. Przy obecnym ich poziomie (ok. 100 mld USD) jeden punkt procentowy dochodowości więcej, to bagatela 1 mld USD, który z korzyścią dla całej gospodarki widzieliby wszyscy w zwiększonych o tę kwotę dochodach budżetu państwa. Do tego jednak konieczna będzie gruntowna zmiana strategii zarządzania rezerwami dewizowymi: bardziej elastyczna i otwarta na inne sposoby inwestowania na światowych rynkach, aktywnie poszukująca bardziej zyskownych inwestycji, przy jednoczesnym zachowaniu ich wysokiego poziomu bezpieczeństwa (tzn. dopuszczająca wyższy poziom ryzyka inwestycyjnego, przy umiejętnym zabezpieczeniu się przed nim), a przede wszystkim wymagająca znacznie większego wysiłku intelektualnego od osób na co dzień ją realizujących, albo po prostu skorzystania z usług specjalistów od inżynierii finansowej (Redo 2014a).

#### 4.2.2. Elastyczna linia kredytowa MFW

Elastyczna linia kredytowa (*Flexible Credit Line – FCL*) to jeden z nowszych pomocowych instrumentów Międzynarodowego Funduszu Walutowego wprowadzony w reakcji na kryzys z 2008 r. Nie jest to klasyczny kredyt, a jedynie prawo do natychmiastowego, bezwarunkowego zadłużenia się państwa do wysokości przyznanego limitu w sytuacji nagłej potrzeby. Narzędzie to ma więc bardziej charakter prewencyjny, wzmacniający zewnętrzną wypłacalność gospodarki, a przez to jej wiarygodność oraz stabilność, i dający w efekcie łatwiejszy oraz tańszy dostęp do kapitału.

Od 2009 r. elastyczną linię kredytową posiadają jedynie Polska, Meksyk i Kolumbia (tab. 4.6). Żadne z tych państw nie wykorzystało jak dotąd postawionych do ich dyspozycji środków w ramach linii, traktując ją jedynie jako potencjalne zabezpieczenie przed zewnętrznymi zjawiskami kryzysowymi (Redo 2017e).

Tab. 4.6. Zmiany w wysokości elastycznej linii kredytowej dla Kolumbii i Meksyku w latach 2009-2016 (data przyznania i wartość linii w mld SDR oraz jako odsetek kwoty udziałowej)

Kolumbia	mld SDR	% kwoty udziałowej	Meksyk	mld SDR	% kwoty udziałowej
11 V 2009	6,966	900	17 IV 2009	31,528	1000
7 V 2010	2,322	300	25 III 2010	31,528	1000
6 V 2011	3,870	500	10 I 2011	47,292	1500
24 VI 2013	3,870	500	30 XI 2012	47,292	1304,4
17 VI 2015	3,870	500	26 XI 2014	47,292	1304,4
13 VI 2016	8,180	400,1	27 V 2016	62,3889	700

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych MFW.

Międzynarodowy Fundusz Walutowy przyznaje elastyczną linię kredytową tylko państwom o stabilnych fundamentach makroekonomicznych, realizujących skuteczną politykę gospodarczą. Formalnie nie ma żadnego limitu jej wysokości, jednak każdy przypadek jest osobno analizowany. Za samo posiadanie FCL państwo zobowiązane jest płacić roczną opłatę za tzw. dostępność do środków MFW (nawet jeśli w ogóle z nich nie skorzysta). Wysokość tej opłaty uzależniona jest od długości obowiązywania linii oraz jej wartości (w stosunku do kwoty udziałowej danego państwa w MFW) – wzrasta gdy linia obowiązuje dłużej niż 12 miesięcy oraz gdy jej wartość przewyższa 115% kwoty udziałowej (wzrasta jeszcze bardziej po przekroczeniu 575% kwoty udziałowej). Z kolei od wykorzystanej części kredytu w ramach uzyskanej FCL państwo zobowiązane jest płacić odsetki oraz prowizję za uruchomienie transzy. Wysokość odsetek uzależniona jest od wysokości wykorzystanego

limitu kredytowego oraz czasu zadłużenia. Ponieważ elastyczna linia kredytowa jest kredytem odnawialnym, to po spłacie pożyczonych środków można wykorzystywać przyznany limit ponownie (IMF 2016c, Redo 2017e).

Pierwsza roczna elastyczna linia kredytowa dla Polski uzyskana w maju 2009 r. opiewała na kwotę 13,69 mld SDR (ok. 20,58 mld USD), czyli 10-krotność ówczesnej kwoty udziałowej w MFW. W 2011 r. na wniosek Polski limit został podwyższony do ponad 19 mld SDR (ok. 30 mld USD, co stanowiło 14-krotność kwoty udziałowej), a w 2013 r. do 22 mld SDR (ok. 34 mld USD). Dopiero w 2015 r. rząd zaczął ograniczać zabezpieczenie w postaci FCL, redukując limit do 15,5 mld SDR, w 2016 r. do 13 mld SDR, a od 2017 r. do 6,5 mld SDR (ok. 8,8 mld USD) – tab. 4.7. Obecna wartość linii kredytowej w MFW stanowi 158,7% kwoty udziałowej w MFW (wskutek okresowych korekt kwota udziałowa Polski w MFW wzrosła do prawie 4,1 mld SDR; Redo 2017c).

Tab. 4.7. Zmiany w poziomie elastycznej linii kredytowej w MFW dla Polski w latach 2009-2017

lp.	data uruchomienia FCL	wartość FCL			okres trwania FCL	opłata roczna za gotowość <sup>1</sup>	kwota udziałowa Polski w MFW
		mld SDR	mld USD (ok.)	% kwoty		mld SDR	mld SDR
1.	6 V 2009	13,69	20,58	1000	1 rok	36,96	1,369
2.	2 VII 2010	13,69	20,43	1000	1 rok	20,56 <sup>2</sup>	1,369
3.	21 I 2011	19,166	30	1400	2 lata	60,87	1,369
	20 I 2012					59,27	
4.	18 I 2013	22	33,8	1303	2 lata	75,79	1,6884
	17 I 2014					76,28	
5.	14 I 2015	15,5	23	918	2 lata	40,56	1,6884
	13 I 2016 <sup>3</sup>	13	17,9	770		31,83	1,6884
6.	13 I 2017	6,5	8,8	158,7	2 lata	12,35	4,0954
						414,47	

<sup>1</sup> opłata roczna pomniejszona o ewentualny zwrot nadpłaconej opłaty w związku z anulowaniem poprzedniej linii przed terminem zapadalności lub podwyższeniem udziałów członkowskich Polski w MFW,

<sup>2</sup> opłata za pół roku (od 2.07.2010 do 20.01.2011),

<sup>3</sup> na wniosek Polski po pierwszym roku umowy obniżona została wartość FCL z 15,5 do 13 mld SDR,

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych MFW oraz Ministerstwa Finansów.

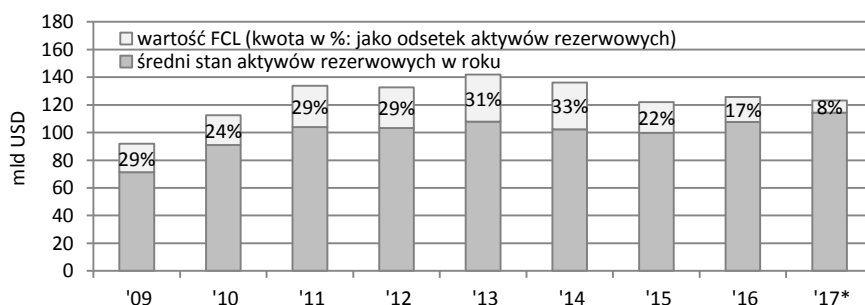
Polska, mimo że nie skorzystała dotąd ani razu z przyznanego kredytu w ramach FCL, musi płacić coroczną opłatę za potencjalną dostępność do postawionych do jej dyspozycji środków MFW. W związku z dużą zmiennością limitu jej wysokość wahała się w latach 2009-2016 od 20,56 mln SDR do 76,28 mln SDR rocznie, czyli w



granicach od ok. 100 do nawet 360 mln zł, obciążając jej sfinansowaniem budżet państwa. Opłata za 2017 r. (po uwzględnieniu zwrotu opłaty za rozwiązanie poprzedniej linii jeden dzień przed terminem zapadalności) wyniosła 12,35 mln SDR (ok. 68 mln zł) i jest istotnie niższa niż we wcześniejszych latach z uwagi na znacznie zredukowaną na wniosek Polski wartość obecnej FCL. Łączne koszty związane z utrzymaniem elastycznej linii kredytowej MFW wyniosły jak dotąd (w latach 2009-2017) 414,47 mln SDR, czyli ok. 2 mld zł (por. tab. 4.7).

Opinie na temat bilansu korzyści i kosztów posiadania FCL są podzielone. Faktycznie bowiem tuż po wybuchu kryzysu w sytuacji znacznego wzrostu awersji do ryzyka na rynkach finansowych i silnego odpływu kapitału z rynków wschodzących (w tym i Polski) wydaje się, że FCL istotnie wzmacniała zewnętrzną wypłacalność polskiej gospodarki. W latach 2009-2014 zwiększała poziom zabezpieczenia ze strony oficjalnych aktywów rezerwowych średnio o 24-33% (rys. 4.9) i obniżała znacząco poziom premii za ryzyko, a tym samym koszty obsługi zadłużenia (nie tylko zagranicznego) i ułatwiała dostęp do finansowania (Redo 2017c).

Rys. 4.9. Wartość elastycznej linii kredytowej w stosunku do średniego w danym roku poziomu oficjalnych aktywów rezerwowych Polski w latach 2009-2017 (w mld USD oraz jako odsetek aktywów rezerwowych)



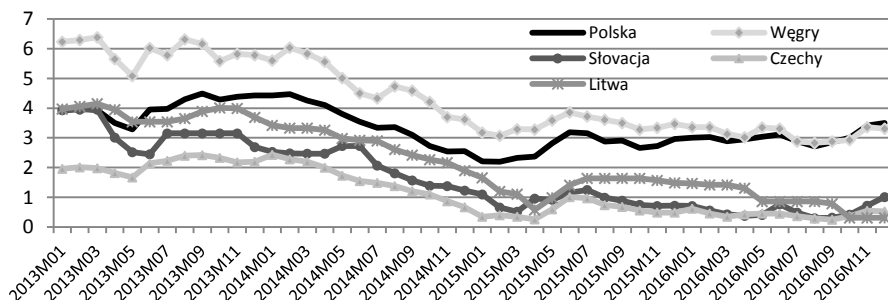
\* w 2017 r. wartość FCL została odniesiona do stanu aktywów rezerwowych z grudnia 2016 r.

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych NBP, MFW i MF.

Jednak od kilku już lat w obliczu poprawy nastrojów inwestorów dyskusyjnym stało się ponoszenie corocznej, niemałej opłaty za gotowość w ramach FCL. Niestety wraz ze wzrostem wydatków publicznych w Polsce od jesieni 2015 r. znaczenie FCL znowu się zwiększa. Pomimo posiadania FCL rynkowy koszt kapitału w Polsce za miesiąca na miesiąc wzrasta i należy do najwyższych w regionie państw Europy Środkowo-Wschodniej (Redo 2017a). Polska gospodarka pomimo posiadania FCL ponosi względnie wysokie koszty finansowania swego zadłużenia i rozwoju, co

potwierdza m.in. wysoka i rosnąca (od wiosny 2015 r.) rentowność polskich skarbowych obligacji (rys. 4.10).

Rys. 4.10. Rentowność 10-letnich skarbowych obligacji w Polsce i wybranych państwach Europy Środkowo-Wschodniej w latach 2013-2016 (w %)



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Eurostatu.

Rentowność 10-letnich polskich skarbowych obligacji należy obecnie (grudzień 2016 r.) do najwyższych wśród państw Europy Środkowo-Wschodniej (obok węgierskich i rumuńskich) i jest 3,5-krotnie wyższa niż słowackich (a także słoweńskich i łotewskich), 7-krotnie wyższa od czeskich i ponad 11-krotnie wyższa od litewskich (Eurostat 2017). Oznacza to, że koszty obsługi długu publicznego w Polsce są proporcjonalnie wielokrotnie wyższe niż w tych państwach, a dodatkowo powiększa je koszt posiadania elastycznej linii kredytowej MFW. Oczywiście gdyby nie ona rynkowy koszt kapitału w Polsce byłby zapewne jeszcze wyższy (Redo 2017c).

#### 4.2.3. Ocena adekwatności poziomu aktywów rezerwowych w Polsce w latach 2004-2015<sup>19</sup>

Aktywa rezerwowe stanowią kluczowy element zewnętrznej stabilności we wszystkich, także wysoko rozwiniętych gospodarkach, co unaocznili kryzys z 2008 r. Jednak optymalny ich poziom różni się istotnie w zależności od poziomu rozwoju gospodarczego państwa i co ważniejsze jego specyfiki – zwłaszcza głębokości i płynności krajowego rynku finansowego oraz elastyczności gospodarki. Pełnią one bowiem odmienną rolę w poszczególnych z nich: w rozwijających się obniżają ryzyko wystąpienia kryzysów walutowych, w rozwiniętych kryzysów bankowych i dys-

<sup>19</sup> Podrozdział 4.2.3. został opracowany na podstawie: Redo 2017d.

funkcji rynków, a w najłabszych zwiększają odporność na szoki w rachunku bieżącym (IMF 2015).

Pomimo jednak bolesnych doświadczeń niektórych rozwiniętych gospodarek podczas ostatniego kryzysu finansowego, nie wydaje się sensownym akumulowanie przez nie wysokich aktywów rezerwowych. Poza problemami natury praktycznej, byłoby to wysoce kosztowne, a co więcej groźne dla stabilności rynków i całej gospodarki światowej. Jak pokazał kryzys z 2008 r. rozwinięte gospodarki mogą skutecznie opierać swoje zabezpieczenie na swapach walutowych zawieranych pomiędzy bankami centralnymi. Gospodarki różnią się jednak nie tylko poziomem rozwoju gospodarczego, ale też stopniem rozwoju i wielkością rynków finansowych, siłą powiązań ekonomicznych i finansowych ze światem zewnętrznym oraz stopniem uzależnienia od niego, wielkością zadłużenia zagranicznego i jego strukturą, wiarygodnością, atrakcyjnością inwestycyjną, zapotrzebowaniem na zagraniczny kapitał, zdolnością do jego przyciągania oraz swobodą dostępu do niego, reżimem kursowym, strukturą oraz płynnością aktywów rezerwowych czy posiadaniem dodatkowego zabezpieczenia w postaci np. przynależności do strefy euro (i wiarygodności Niemiec), dostępu do elastycznej linii kredytowej MFW, państwowego funduszu majątkowego czy znajdujących się pod kontrolą państwa funduszy emerytalnych (szerzej por. podrozdział 4.4.2). Dlatego nie można oceniać adekwatności poziomu aktywów rezerwowych, nawet w państwach o zbliżonym poziomie rozwoju, przy pomocy takiego samego zestawu wskaźników. Uproszczenie takie prowadzi do błędnych wniosków, które usypiają czujność niektórych państw: silniej powiązanych zewnętrznie i uzależnionych od zagranicznego finansowania. Rynki jednak dyskontują podwyższone ryzyko inwestycyjne i żądają większej premii za ryzyko, co skutkuje wyższym poziomem kosztu kapitału, ograniczającym możliwości rozwojowe takiej gospodarki i powodującym szybsze przyrastanie jej zadłużenia, a więc także wyższą premią za ryzyko w przyszłości. A nawet jeśli dzięki wyższemu poziomowi akceptacji ryzyka inwestorów i/lub występowaniu okresowo zjawiska niedoszacowania ryzyka w niektórych państwach (zwłaszcza o słabszych fundamentach – szerzej por. Redo 2016a) udałoby się nie odczuć wzrostu kosztu rynkowego kapitału, to tym bardziej boleśnie odczuje taka gospodarka skokowy wzrost jego poziomu w sytuacji nagłego odcięcia od zewnętrznego finansowania przy okazji kolejnych kryzysów lub zawirowań na międzynarodowych rynkach finansowych (*sudden stop*), czy zmiany strategii inwestycyjnej instytucji finansowych. Dlatego każda gospodarka potrzebuje innego poziomu aktywów rezerwowych, tzn. takiego, który wywołuje trwałe obniżenie premii za ryzyko oczekiwanej przez inwestorów, a tym samym zapewnia łatwiejszy dostęp do tańszych zewnętrznych źródeł finansowania zadłu-

żenia i rozwoju, poprawiając perspektywy wzrostu gospodarczego i wzmagając inwestycje. Wzrost atrakcyjności powinien na zasadzie działania spirali zwiększyć napływ kapitału, ułatwiając jeszcze bardziej do niego dostęp i obniżając dalej jego koszt z korzyścią dla zdolności kredytowej podmiotów gospodarczych i finansowania ich rozwoju (Redo 2017d).

Z tego też względu coraz częściej mówi się o konieczności odejścia od analizy powszechnie stosowanych wskaźników, uwzględniających jedynie pojedyncze wielkości ekonomiczne, których zalecana wielkość jest ustalona arbitralnie na dyskusyjnym poziomie, nie uwzględniającym specyfiki gospodarek. Do najbardziej popularnych wskaźników adekwatności poziomu rezerw w państwach rozwijających się zalicza się:

- 100% pokrycie rezerwami krótkoterminowego zadłużenia zagranicznego,
- pokrycie dla 3-miesięcznego importu,
- pokrycie w 20% podaży pieniądza M2,
- pokrycie dla sumy krótkoterminowego zadłużenia zagranicznego oraz deficytu na rachunku bieżącym
- oraz relację rezerw do PKB.

Ich jednak ogromną zaletą jest prostota, zarówno pod względem obliczeniowym, jak i zrozumienia oraz wnioskowania, dlatego są nadal wyznaczane, mimo coraz powszechniejszej świadomości, że oceny takiej powinno się dokonywać przy pomocy bardziej kompleksowych wskaźników, uwzględniających jednocześnie znacznie szerszą gamę charakterystyk, ukazujących także inne rodzaje powiązań i uzależnienia od świata zewnętrznego i zagranicznego kapitału. Próby takie podejmuje m.in. Międzynarodowy Fundusz Walutowy, rozbudowując sukcesywnie kompleksowe wskaźniki adekwatności poziomu rezerw i różnicując wagi poszczególnych czynników w zależności od specyfiki gospodarki (IMF 2011, IMF 2013, IMF 2015; Redo 2017d).

W tabeli 4.8. przedstawiono wyniki analizy poziomu adekwatności aktywów rezerwowych w Polsce w latach 2004-2015 za pomocą najbardziej popularnych wskaźników, proponując dodatkowo jej poszerzenie o względnie wysoki poziom ujemnej pozycji inwestycyjnej netto w Polsce na tle państw regionu Europy Środkowo-Wschodniej oraz niemałą wielkość zagranicznych zobowiązań, w szczególności z tytułu inwestycji portfelowych.

Tab. 4.8. Wysokość wybranych wskaźników adekwatności poziomu aktywów rezerwowych w Polsce w latach 2004-2015

	oficjalne aktywa rezerwowe w relacji do											
	aktywa rezerwowe	krótkoterminowego zadłużenia zagranicznego	zadłużenia zagranicznego ogółem	importu towarów	importu towarów i usług	deficytu rachunku bieżącego	podażą pieniądza M2	krótkoterm. zadłuż. zagranicznego i deficytu rach. bieżącego	PKB	międzynarodowej pozycji inwestycyjnej netto	zobowiązań zagranicznych	zagranicznych inwestycji portfelowych*
	mld USD	%	%	krotność 1-miesięcznego importu		krotność	%	%	%	%	%	%
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2004	36,8	201	28,3	5,4	4,7	2,7	29,8	115	11,8	28,9	17,2	106,2
2005	42,6	223	32,0	5,5	4,7	5,3	33,4	157	14,0	33,6	18,9	106,6
2006	48,5	202	28,5	4,9	4,2	3,5	29,3	128	13,2	29,3	16,6	99,8
2007	65,7	145	28,1	5,0	4,3	2,4	29,1	90	13,5	27,4	16,1	104,4
2008	62,2	120	25,4	3,7	3,2	1,7	27,9	71	14,3	25,8	16,0	181,4
2009	79,6	145	28,4	6,6	5,7	4,5	31,7	109	16,5	28,8	17,9	156,8
2010	93,5	193	29,3	6,6	5,6	3,6	35,8	126	19,2	29,5	17,9	124,2
2011	97,9	218	30,2	5,8	5,0	3,6	38,7	136	21,3	34,2	19,6	140,7
2012	108,9	257	29,5	6,8	5,8	5,9	37,5	178	20,7	31,7	18,8	109,9
2013	106,2	229	27,7	6,4	5,5	15,8	33,3	200	19,3	28,0	17,2	100,3
2014	100,4	266	28,2	5,6	4,8	8,8	33,7	204	20,5	29,6	17,6	104,0
2015	94,9	259	28,8	6,0	5,1	32,4	32,3	239	20,6	33,0	18,4	104,2

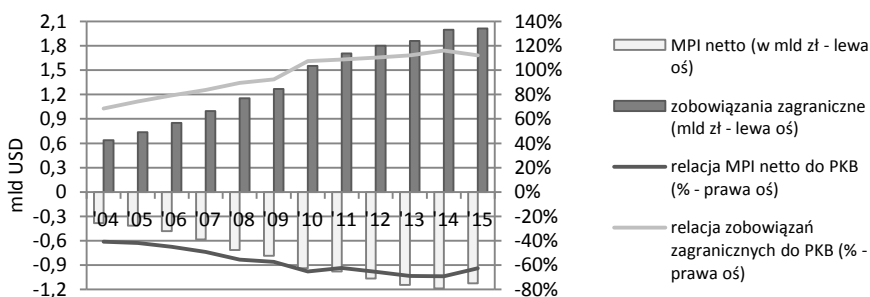
\* w akcje oraz skarbowe papiery wartościowe wyemitowane na rynku krajowym

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych NBP i GUS (Redo 2017d).

Przyrastające sukcesywnie od lat 90. XX w. aktywa rezerwowe w Polsce utrzymywane są od 2010 r. na względnie stabilnym poziomie ok. 100 mld USD i 20% PKB (kolumna nr 1 i 9 w tab. 4.8). Od kilkunastu lat stanowią niezmiennie ok. 30% całkowitego zadłużenia zagranicznego Polski, ok. 30% podażą pieniądza M2 oraz około sześciokrotność miesięcznego importu towarów (oraz pięciokrotność importu towarów i usług; por. kolumny nr 3, 7 oraz 4, 5 w tab. 4.8). W związku z obniżeniem się udziału krótkoterminowego zadłużenia zagranicznego w całkowitym zadłużeniu zagranicznym Polski (do poziomu 11-12% od 2012 r.; po przejściowym wzroście w latach 2007-2009 do 19-21%) poprawiła się relacja aktywów rezerwowych do krótkoterminowego zadłużenia zagranicznego – do poziomu 259% w 2015 r. (kol. nr 2).

Nic więc dziwnego, że zarówno NBP, jak i Najwyższa Izba Kontroli (NIK) na podstawie analizy podstawowych wskaźników adekwatności rezerw oceniają ich poziom w Polsce za wystarczający (NBP Raporty roczne oraz NIK 2014). Ponieważ jednak, jak pokazuje obecny kryzys, znaczne ograniczenie w dostępie do zewnętrznych źródeł finansowania może trwać znacznie dłużej niż 12 miesięcy, przydałoby się bardziej pogłębiona analiza tej relacji: z wydłużonym horyzontem do np. 3 i 5 lat. Niewątpliwie kluczowe jest jednak jednocześnie uwzględnienie we właściwym stopniu wzmożonego zapotrzebowania na waluty międzynarodowe ze strony wszystkich wrażliwych źródeł. Należałoby więc zwrócić uwagę na utrzymującą się w Polsce wysoką ujemną międzynarodową pozycję inwestycyjną netto, która pogłębiła się w analizowanym okresie z ok. 41-42% PKB w latach 2004-2005 do 69% PKB w latach 2013-2014 (w 2015 r. wyniosła 62% PKB; rys. 4.11 – szerzej por. podrozdział 2.7).

Rys. 4.11. Międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto oraz wartość zagranicznych zobowiązań w Polsce w latach 2004-2015 (w mld USD oraz jako odsetek PKB)

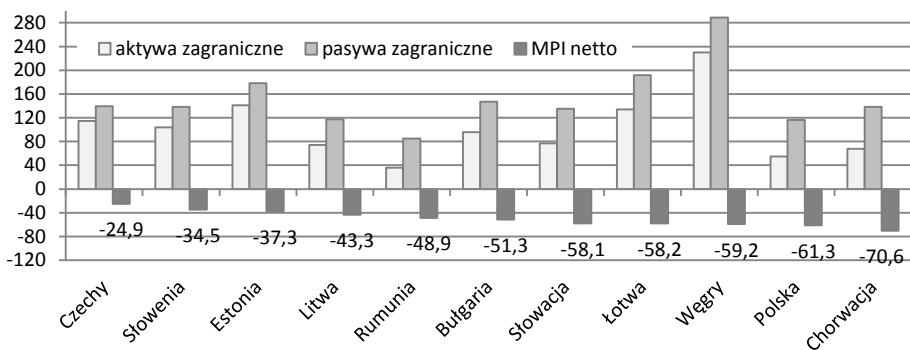


Źródło: opracowanie własne na podstawie danych NBP i GUS.

Z tego względu pomimo potrojenia się aktywów rezerwowych w Polsce w analizowanym okresie (kol. nr 1 w tab. 4.8), ich relacja do ujemnej międzynarodowej pozycji inwestycyjnej netto utrzymuje się na poziomie ok. 30% (kol. nr 10). Podkreślić należy także dynamiczny wzrost zobowiązań zagranicznych zwłaszcza w drugiej połowie lat 2000. – z 68% PKB w 2004 r. do 107% PKB w 2010 r. (na koniec 2015 r. stanowią one 112% PKB; rys. 4.11), czego efektem mimo dynamicznego wzrostu aktywów rezerwowych, jest utrzymywanie się ich relacji do całości polskich zobowiązań zagranicznych na poziomie 17-18% (kol. nr 11 w tab. 4.8). I choć pocieszać może fakt, że relacja zobowiązań zagranicznych do PKB jest w Polsce niższa niż w większości sąsiednich państw Europy Środkowo-Wschodniej (rys. 4.12), to jednak polskie podmioty posiadają też jeden z najniższych w regionie poziomów aktywów

zagranicznych, w efekcie czego międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto należy w Polsce do najbardziej ujemnych. Przy ich porównywaniu pamiętać należy, że Litwa, Łotwa, Estonia, Słowacja i Słowenia posiadają euro – drugą międzynarodową walutę na świecie, której gwarantem są Niemcy (Redo 2017d).

Rys. 4.12. Międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto oraz wartości zagranicznych aktywów i pasywów w państwach Europy Środkowo-Wschodniej (% PKB, stan na koniec 2016 r.)



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Eurostat.

Ponadto szczególną uwagę należałoby zwrócić na względnie wysoki udział bardziej ruchliwego kapitału portfelowego w Polsce. Inwestorzy zagraniczni na koniec 2015 r. byli w posiadaniu samych tylko obligacji skarbowych wyemitowanych na rynku krajowym o wartości 210 mld zł oraz akcji o wartości 145 mld zł (NBP MPI 2015). Aktywa rezerwowe stanowią od 3 lat mniej więcej równoważność portfelowych inwestycji zagranicznych ulokowanych tylko w tych dwóch (wprawdzie zdecydowanie największych) segmentach polskiego rynku finansowego (100-104% w latach 2013-2015; kol. 12 w tab. 4.8). Ponadto pamiętać trzeba, że saldo rachunku bieżącego charakteryzowało się w ostatnich latach dużą zmiennością (por. rozdział 2), co dodatkowo wzmacnia znaczenie aktywów rezerwowych i stanowi potencjalne zagrożenie dla zewnętrznej wypłacalności. Brak szerszej, konkurencyjnej i względnie odpornej na wahania koniunktury struktury eksportu, silne uzależnienie od importu (import towarów stanowił w 2015 r. 40% PKB), dalekie uzależnienie od zagranicznego kapitału niezbędnego do rolowania zadłużenia i finansowania dalszego rozwoju gospodarczego, względnie duży rynek finansowy na tle regionu z dużym udziałem zagranicznego kapitału, niepewność co do wielkości przyszłych budżetów UE w związku z perspektywą Brexitu, które od kilkunastu lat stanowią kluczowe źródło finansowania inwestycji publicznych w Polsce, czy względnie silna ekspozycja sekto-

ra bankowego na zjawiska zewnętrzne z uwagi na jego powiązania kapitałowe z zagranicą, to tylko część czynników wskazujących na wrażliwość zewnętrznej wypłacalności polskiej gospodarki (Redo 2017d).

Wreszcie podkreślić należy, że Polska posiada od 2009 r. elastyczną linię kredytową w MFW, więc należałoby uwzględnić ten potencjalny swobodny dostęp do postawionych do dyspozycji Polski walut międzynarodowych przy ocenie poziomu adekwatności aktywów rezerwowych. Na taką interpretację wskazuje też IMF 2011. Obliczone więc powyżej wskaźniki dla lat 2009-2015 należałoby odpowiednio powiększyć – proporcjonalnie do wartości posiadanej w danym roku FCL (szczegółowe dane zawiera tab. 4.7). Jej wysokość była bowiem na wniosek Polski dwukrotnie zwiększana (w 2011 i 2013 r.), a od 2015 r. corocznie obniżana. Dlatego wyznaczone wskaźniki adekwatności poziomu aktywów rezerwowych należałoby w latach 2009 oraz 2011-2014 zwiększyć o prawie 1/3 (29-33%), a te z lat 2010 i 2015 o prawie 1/4 (22-24%). Dla następnych lat – z racji znacznej redukcji FCL – wzmocnienie tych wskaźników ze strony FCL będzie znacznie niższe: dla danych za 2016 r. o 16,7%, a w 2017 r. o 7,7% (tab. 4.7 i 4.9).

Tab. 4.9. Wielkość polskiej elastycznej linii kredytowej w MFW jako odsetek oficjalnych aktywów rezerwowych

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017*
jako odsetek średniego stanu aktywów rezerwowych w roku	28,8%	23,6%	28,7%	28,5%	31,4%	32,9%	22,2%	16,7%	7,7%

\* w 2017 r. wartość FCL została odniesiona do stanu aktywów rezerwowych z grudnia 2016 r.

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych MFW i NBP.

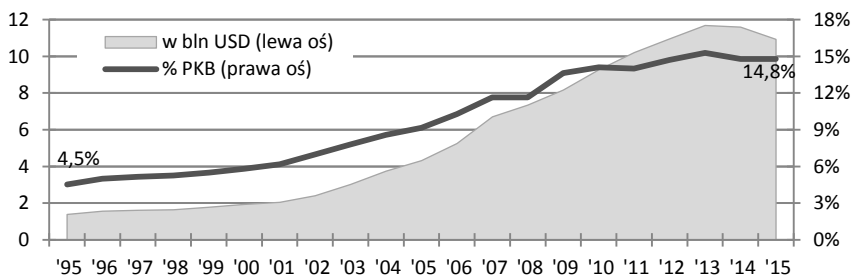
I choć powyższe może stanowić argument za obniżeniem poziomu aktywów rezerwowych w Polsce lub zainwestowaniem części z nich w bardziej dochodowy, ale przez to mniej płynny sposób, to względnie wysoka wrażliwość, a przez to i podatność polskiej gospodarki na wahania w dostępie i koszcie kapitału zagranicznego, sugeruje większą ostrożność w interpretacji powyższych wskaźników adekwatności rezerw. Wydaje się to potwierdzać żądana przez inwestorów wysoka na tle państw regionu premia za ryzyko, znajdująca odzwierciedlenie m.in. w rentowności skarbowych obligacji (por. rys. 4.10).



### 4.3. Aktywa rezerwowe na świecie

Silnemu rozwojowi gospodarek wschodzących, rynków finansowych i przepływów kapitałowych od lat 90. XX w. towarzyszy dynamiczny przyrost rezerw dewizowych skoncentrowany w wąskiej grupie gospodarek, aktywów i walut. Stanowią one źródło potencjalnych kolejnych baniek spekulacyjnych oraz wyjątkowo silną broń finansowo-gospodarczą i polityczną. Według statystyk Międzynarodowego Funduszu Walutowego na koniec 2015 r. globalne rezerwy walutowe wynosiły 10,9 bln USD i stanowiły 14,8% światowego PKB (rys. 4.13).

Rys. 4.13. Wielkość rezerw walutowych na świecie w latach 1995-2012 (w bln USD oraz jako procent PKB)



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych MFW.

Globalne rezerwy walutowe są dziś dwuipółkrotnie wyższe niż dekadę temu oraz prawie 8-krotnie wyższe niż dwie dekady temu, a 3/4 aktywów rezerwowych znajduje się w posiadaniu tylko 11 państw: Chin, Japonii, Arabii Saudyjskiej, Szwajcarii, Tajwanu, Korei, Hongkongu, Brazylii, Indii, Rosji i Singapuru. Ewentualne zmiany zasad strategii zarządzania aktywami rezerwowymi przez te państwa stanowić mogą poważne zagrożenie dla stabilności międzynarodowego systemu walutowego, rynków finansowych, wypłacalności państw, a więc funkcjonowania całej gospodarki światowej. Szczególnie dynamiczny przyrost rezerw rozpoczął się z początkiem lat 2000. O ile w latach 90. XX w. rezerwy dewizowe na świecie wzrosły dwuipółkrotnie (o 151% z poziomu 0,6 bln SDR na koniec 1990 r. do 1,5 bln SDR na koniec 2000 r.), to w następnej dekadzie wzrost ten był już czterokrotny (o 304% z poziomu 1,5 bln SDR do 6 bln SDR). Tak więc w latach 1990-2015 rezerwy dewizo-

we na świecie powiększyły się ponad trzynastokrotnie: z poziomu niespełna 0,6 bln SDR do 7,9 bln SDR<sup>20</sup> (por. tab. 4.10).

Tab. 4.10. Wielkość i przyrost globalnych rezerw walutowych (stan na koniec roku w mld SDR oraz zmiana procentowa w danym okresie)

w mld SDR				zmiana w %		
1990	2000	2010	2015	2000/1990	2010/2000	2015/1990
593,8	1 490,2	6 015,8	7 883,9	151%	304%	1 228%

Źródło: Obliczenia własne na podstawie IMF Annual Reports.

Znajduje to odzwierciedlenie także w relatywnym wzroście poziomu rezerw walutowych w odniesieniu do PKB. O ile jeszcze w 1995 r. rezerwy dewizowe stanowiły 4,5% globalnego PKB, to na koniec 2015 r. było to już 14,8% PKB, czyli ponad trzykrotnie więcej (por. rys. 4.13). To efekt rosnących wpływów z eksportu wskutek m.in. globalizacji i liberalizacji światowego handlu, coraz bardziej konsumpcyjnego stylu życia i łatwiejszej dostępności kredytów oraz rosnącego napływu zagranicznego kapitału inwestycyjnego (zwłaszcza do części dynamicznie rozwijających się gospodarek wschodzących), namnożonego do niewyobrażalnych rozmiarów wskutek eksplozji rozwoju rynków finansowych w ciągu minionego ćwierćwiecza, zmuszonego do ostrzejszej konkurencji, bardziej aktywnego poszukiwania wyższych stóp zwrotu i akceptowania wyższego poziomu ryzyka inwestycyjnego. To właśnie gospodarki rozwijające się są posiadaczami głównej części rezerw dewizowych na świecie. Od kilku już lat przypada na nie 2/3 globalnych zasobów rezerw walutowych (por. rys. 4.15).

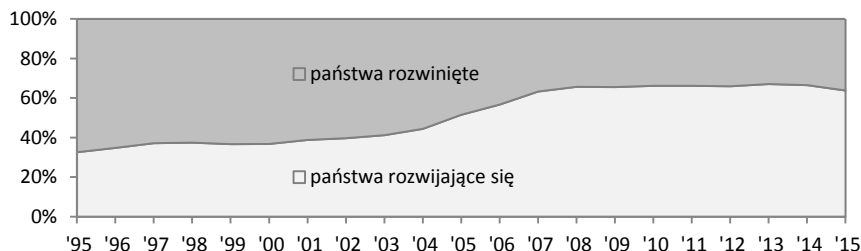
<sup>20</sup> z uwagi na brak szeregów czasowych w USD dla globalnych rezerw dewizowych przed 1995 r., wykorzystano w tym miejscu dane w SDR (kurs SDR kształtuje się od lat 90. XX w. na poziomie 1,3-1,7 USD – por. rys. 4.14).

Rys. 4.14. Kurs SDR do USD w okresie luty 2007 – luty 2017



Źródło: xe.com

Rys. 4.15. Udział rezerw walutowych państw rozwijających się oraz rozwiniętych w globalnych rezerwach dewizowych w latach 1995-2015\* (w %)

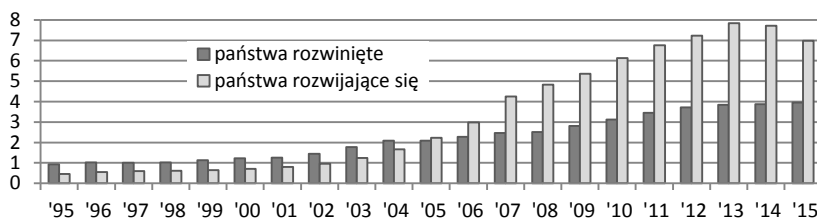


\* dane za 2015 r. dotyczą pierwszego kwartału 2015.

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych MFW.

Jednak jeszcze w połowie lat 90. XX w. struktura ta była dokładnie odwrotna. Państwa rozwijające się posiadały wtedy 32,7% globalnych zasobów rezerw walutowych (454 mld USD). Dziś dysponują one ponad 15-krotnie większą ilością rezerw dewizowych: na koniec I kwartału 2015 r. było to 7 bln USD (rys. 4.16).

Rys. 4.16. Zmiana wielkości rezerw walutowych w państwach rozwijających się oraz rozwiniętych w latach 1995-2015\* (w bln USD)



\* dane za 2015 r. dotyczą pierwszego kwartału 2015.

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych MFW.

Przyrost rezerw walutowych państw rozwiniętych nie był aż tak spektakularny. Wzrosły one w analizowanym okresie „tylko” czterokrotnie: z 936 mld USD w 1995 r. do poziomu prawie 4 bln USD na koniec pierwszego kwartału 2015 r. (rys. 4.16). Nie jest to absolutnie efektem ich słabszej zdolności do akumulacji walut międzynarodowych, a konsekwencją znacznie wyższego poziomu zamożności podmiotów gospodarczych (w szczególności finansowych) i lepiej rozwiniętego rynku finansowego, a więc możliwości absorpcji dużo większej ilości napływającego zagranicznego kapitału przez samą gospodarkę, bez konieczności angażowania banku central-

nego. Do tego dochodzi ponadto nieporównywalnie wyższa wiarygodność i stabilność, dająca swobodny dostęp do zagranicznych źródeł finansowania oraz fakt posiadania przez większość gospodarek rozwiniętych własnej waluty międzynarodowej (którą w ostateczności można zawsze dodrukować, co pokazują działania głównych banków centralnych na świecie w reakcji na kryzys z 2008 r.). Nie muszą więc one gromadzić rezerw walutowych, by zabezpieczać w ten sposób swoją zewnętrzna wypłacalność.

#### **4.3.1. Struktura walutowa światowych rezerw dewizowych**

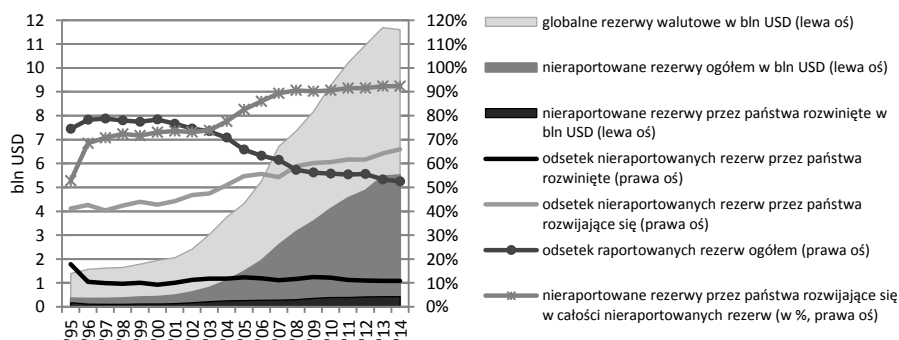
Z uwagi na wysokie ryzyko sprowokowania spekulacji na danej walucie czy instrumentach finansowych, poszczególne gospodarki nie upubliczniają szczegółowych informacji na temat strategii zarządzania swymi rezerwami dewizowymi. Brakuje więc systematycznie publikowanych bieżących statystyk o strukturze walutowej czy instrumentarium inwestycyjnym w zakresie rezerw walutowych w poszczególnych państwach. Dlatego też Międzynarodowy Fundusz Walutowy publikuje jedynie zbiorcze zestawienia dotyczące struktury walutowej rezerw dewizowych na świecie, bowiem raportowanie tych informacji do MFW jest fakultatywne, a MFW zobowiązuje się jednocześnie do zapewnienia im ścisłej poufności i publikowania jedynie zagregowanych globalnych zestawień. Dobrowolność w zakresie sprawozdawczości w tym obszarze na rzecz MFW skutkuje tym, że globalne zestawienia w zakresie aktywów rezerwowych nie są kompletne i pojawiają się z dużym opóźnieniem. Na koniec 2016 r. bardziej dokładne dane dotyczące struktury walutowej swych rezerw dewizowych przekazywało do MFW 145 podmiotów zarządzających rezerwami dewizowymi, z czego tylko 97 zgodziło się na upublicznienie jego nazwy wśród państw raportujących do MFW (IMF COFER 2017) i wciąż brakowało statystyk za 2015 r.

Od kilkunastu lat sukcesywnie spada odsetek rezerw dewizowych, w przypadku których państwa raportują szczegółowo do MFW strukturę walutową (por. rys. 4.17). O ile jeszcze w drugiej połowie lat 90. XX w. znana była struktura walutowa prawie 80% rezerw, to w 2014 r. tylko 52% (co oznaczało brak wiedzy na temat struktury walutowej rezerw o wartości 5,5 bln USD).

Dominująca część (92%) brakujących informacji o strukturze walutowej rezerw dotyczy państw rozwijających się. Do 2014 r. nie podawały one bliższych informacji aż o 2/3 posiadanych zasobów rezerw (czyli o prawie 5,1 bln USD na koniec 2014 r.), podczas gdy państwa wysoko rozwinięte o jedynie 11% swych rezerw (0,4 bln USD). I o ile odsetek nieraportowanych szczegółowo rezerw przez państwa rozwinięte utrzymuje się na tym dość niskim poziomie od lat, to w przypadku państw

rozwijających się odsetek ten zwiększył się o ponad połowę w ciągu minionych kilkunastu lat – w drugiej połowie lat 90. XX w. wynosił ok. 40% (rys. 4.17).

Rys. 4.17. Wielkość i odsetek nieraportowanych szczegółowo do MFV rezerw dewizowych w latach 1995-2014 (w bln USD oraz jako procent całości zasobów rezerw walutowych na świecie – także osobno dla państw rozwiniętych i rozwijających się)



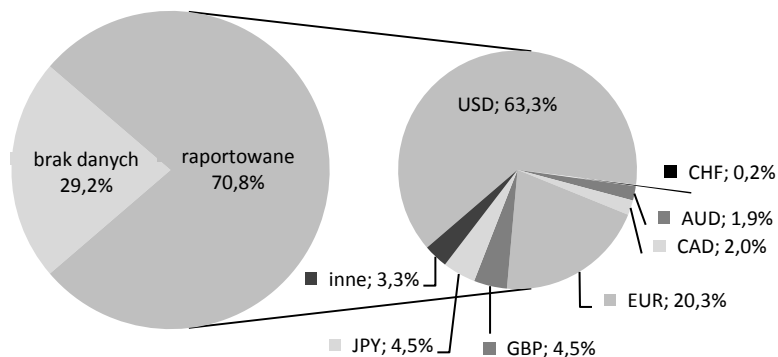
Źródło: opracowanie własne na podstawie danych MFV.

Analizując dane w zakresie struktury walutowej globalnych rezerw dewizowych należy pamiętać zatem, że dotyczą one tak naprawdę tylko części ich zasobów. Według danych IMF COFER w latach 2015-2016 nastąpiła pewna poprawa w zakresie ilości raportowanych rezerw: stanowiły one na koniec 2015 r. 62%, a na koniec września 2016 r. 71% ogółu rezerw dewizowych<sup>21</sup>.

Gros światowych rezerw dewizowych utrzymywane jest w dolarach amerykańskich (na koniec III kwartału 2016 r. było to 63,3%) oraz w euro (20,3%). Znaczenie pozostałych walut międzynarodowych jest bez porównania mniejsze: w funtach brytyjskich i jenach japońskich utrzymywane jest po 4,5% globalnych zasobów rezerw dewizowych, w dolarze kanadyjskim i australijskim po ok. 2%, a we franku szwajcarskim (z uwagi na niewielkie rozmiary gospodarki, a więc i podaży pieniądza) tylko 0,2%. Na pozostałe waluty przypada 3,3% globalnych rezerw dewizowych (por. rys. 4.18).

<sup>21</sup> w bazie IMF COFER osobne dane dla państw rozwijających się i rozwiniętych kończą się niestety na pierwszym kwartale 2015 r., dlatego wykres 4.17 obejmuje okres do 2014 r.

Rys. 4.18. Struktura walutowa globalnych rezerw dewizowych raportowanych szczegółowo do MFW (stan na koniec III kw. 2016 r.)



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych MFW.

W ciągu minionych prawie dwóch dekad struktura walutowa światowych rezerw dewizowych nie uległa większym zmianom. Wciąż dominującą walutą rezerwową jest dolar amerykański: jego udział (ok. 60%) jest dziś zbliżony do tego w połowie lat 90. XX w. (por. tab. 4.11).

Tab. 4.11. Udział głównych walut międzynarodowych w światowych rezerw dewizowych w latach 1995-2015 (w %)

	1995	2000	2005	2010	2015
USD	59,0%	71,1%	66,5%	61,8%	64,2%
EUR	-	18,3%	23,9%	26,0%	19,7%
GBP	2,1%	2,8%	3,7%	3,9%	4,9%
JPY	6,8%	6,1%	4,0%	3,7%	4,0%
CHF	0,3%	0,3%	0,1%	0,1%	0,3%
CAD	bd	bd	bd	bd	1,9%
AUD	bd	bd	bd	bd	1,9%
inne*	4,9%	1,5%	1,7%	4,4%	6,3%
ECU	8,5%	-	-	-	-
DEM	15,8%	-	-	-	-
FRF	2,4%	-	-	-	-
NLG	0,3%	-	-	-	-

\* w latach 1995-2010 pozycja „inne” obejmuje także udział dolara kanadyjskiego i australijskiego.

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych MFW.

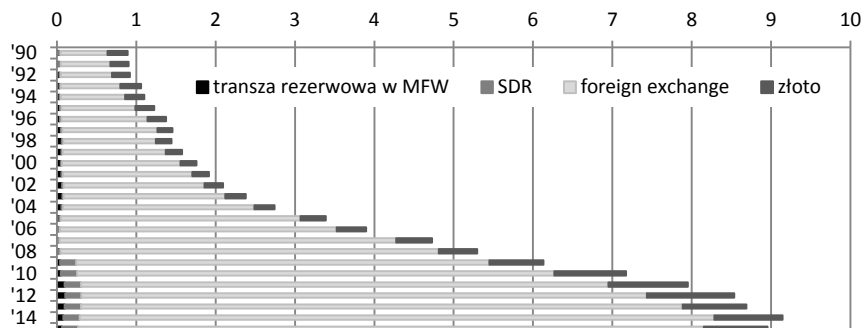
Przejęciowy wzrost (do ponad 71%) znaczenia dolara jako waluty rezerwowej obserwowany od 1999 r. tłumaczy wprowadzenie euro i związane z tym wycofanie

przez państwa strefy euro m.in. marki niemieckiej, franka francuskiego i guldena holenderskiego – ówczesnych walut międzynarodowych. Wymusiło to naturalną konsolidację walutową we wszystkich obszarach. Kolejne lata przyniosły jednak wzrost zaufania do euro (zwłaszcza w momencie wprowadzenia go do obiegu gotówkowego) i stopniowy spadek wartości dolara amerykańskiego (związany m.in. z dynamicznym powiększaniem się amerykańskiego długu publicznego i deficytu na rachunku bieżącym), co przełożyło się na zmniejszenie znaczenia dolara amerykańskiego jako waluty rezerwowej, na korzyść euro i innych walut międzynarodowych. Proces poszukiwania alternatyw inwestycyjnych dla dolara amerykańskiego, a potem także i euro, wzmógł w kolejnych latach kryzys finansowy z 2008 r. i w jego efekcie kryzys fiskalny w strefie euro. W wyniku tych przemian rośnie znaczenie innych walut w gospodarce światowej: poza funtem brytyjskim, także dolara kanadyjskiego, australijskiego czy korony norweskiej. Jeszcze na koniec 2000 r. łączny udział dolara amerykańskiego i euro w strukturze globalnych rezerw dewizowych wynosił 89,4%, podczas gdy na koniec trzeciego kwartału 2016 r. było to już tylko 83,6%. Z punktu widzenia wszystkich pozostałych walut jest to wzrost ich udziału jako światowych walut rezerwowych aż o 55% (z poziomu 10,6% do 16,4%). Walutą, która z kolei istotnie straciła na znaczeniu jest japoński jen: jeszcze w połowie lat 90. XX w. przechowywano w nim prawie 7% światowych rezerw dewizowych, podczas gdy w 2016 r. tylko ok. 4,5% (por. tab. 4.11).

#### **4.3.2. Najwięksi posiadacze aktywów rezerwowych na świecie**

Globalne oficjalne aktywa rezerwowe wyniosły na koniec 2016 r. 8,9 bln SDR, czyli 12 bln USD (kurs z 30 grudnia 2016 r. SDR/USD = 1,34433 – por. rys. 4.14). W ich strukturze zdecydowanie dominują rezerwy walutowe, które na koniec 2015 r. stanowiły 88% całości, i to w zdecydowanej mierze one stoją za dynamicznym przyrostem globalnych aktywów rezerwowych w minionych dwóch dekadach (rys. 4.19). Zauważyć jednak należy, że pozostałe składowe aktywa rezerwowych także wzrosły w minionych latach. O ile wzrost zasobów złota wynika w zdecydowanej mierze ze wzrostu jego ceny w ostatniej dekadzie (rys. 4.1.), to w przypadku SDR jest to związane z ogromną ich alokacją jesienią 2009 r. (w łącznej kwocie 161,2 mld SDR – prawie 8-krotnie przewyższającej dotychczasowe zasoby SDR, wynoszące dotąd 21,5 mld SDR; IMF 2009b), stanowiącą jeden z elementów wzmocnienia stabilności finansowej na świecie po wybuchu kryzysu w 2008 r. W związku z powyższym zasoby złota stanowiły na koniec 2015 r. 9% globalnych aktywów rezerwowych, zasoby SDR 2,3%, a tranza rezerwowa w MFW 0,7% (rys. 4.19).

Rys. 4.19. Struktura aktywów rezerwowych na świecie w latach 1990-2015 (w bln SDR)



Źródło: opracowanie własne na podstawie IMF Annual Reports z lat 1996-2016.

W styczniu 2016 r. weszła w życie reforma kwot udziałowych w MFW, podwajająca ich łączną wartość do 477 mld SDR, więc wraz z tym jak państwa będą uzupełniały swe udziały w MFW, zwiększy się też poziom i udział transzy rezerwowej w całości aktywów rezerwowych – zarówno globalnie, jak i pojedynczych państw, choć w zróżnicowanym stopniu, z uwagi na fakt, że reforma ta wzmacnia rolę dynamicznie rozwijających się gospodarek, w szczególności państw BRIC<sup>22</sup> (IMF 2017a, IMF 2016a).

Choć w strukturze globalnych aktywów rezerwowych dominują rezerwy walutowe i sytuacja ta nie zmienia się od lat, to okazuje się, że w poszczególnych państwach bywa bardzo zróżnicowana i potrafi znacznie odbiegać od średnich statystyk. Dotyczy to w szczególności USA, Niemiec, Włoch i Francji, które należą do największych posiadaczy zasobów złota (należy do nich 49,4% globalnych zasobów złota, znajdujących się w publicznych rękach), ale także do największych posiadaczy zasobów SDR i transzy rezerwowej (z uwagi na jedne z najwyższych kwot udziałowych w MFW). Ponadto z racji posiadania dobrze rozwiniętych, głębokich rynków finansowych (zwłaszcza w przypadku USA) ich banki centralne nie angażują się normalnie w transakcje na krajowym rynku walutowym, nie akumulują więc znacznych ilości rezerw walutowych. I tak w USA rezerwy walutowe stanowią tylko 9,4% oficjalnych aktywów rezerwowych, złoto aż 75,5%, SDR 10,9%, a transza rezerwowa w MFW 4% (stan na wrzesień 2016 r.; FED 2017). W większości pozostałych państw w strukturze oficjalnych aktywów rezerwowych dominują jednak rezerwy walutowe. Potwierdza to m.in. struktura aktywów rezerwowych w Polsce, w których re-

<sup>22</sup> Państwa BRIC to Brazylia, Rosja, Indie i Chiny, czyli wielkie i szybko rozwijające się gospodarki jutra (od 2011 r. do szczytów BRIC dołączyła Republika Południowej Afryki – BRICS; są też argumenty, by do grona tego zaliczać także Indonezję – BRIICS).



zerwy walutowe stanowią aż 93,5% (tab. 4.4). Zauważyć więc należy, że powyżej wskazane państwa zniekształcają średnie statystyki, zaniżając przeciętny udział rezerw walutowych, a zwyżając przeciętny udział złota, SDR i tranzytu rezerwowej w oficjalnych aktywach rezerwowych większości pozostałych państw.

Do największych posiadaczy aktywów rezerwowych na świecie należą wschodzące gospodarki dalekowschodniej Azji.

Tab. 4.12. Wielkość aktywów rezerwowych w państwach o ich najwyższym poziomie\* – w mld USD, jako odsetek PKB danego państwa i jako odsetek globalnych aktywów rezerwowych (stan na koniec 2015 r.)

	mld USD	% PKB	% ogółu aktywów rezerw.		mld USD	% PKB	% ogółu aktywów rezerw.
1. Chiny	3 405	31%	28,3%	26. Filipiny	81	28%	0,7%
2. Japonia	1 233	30%	10,3%	27. Kanada	80	5%	0,7%
3. Arabia Saud.	627	97%	5,2%	28. Libia	78	bd	0,6%
4. Szwajcaria	602	90%	5,0%	29. Dania	65	22%	0,5%
5. Tajwan	440	84%	3,7%	30. Czechy	64	35%	0,5%
6. USA	384	2%	3,2%	31. Peru	62	33%	0,5%
7. Rosja	368	28%	3,1%	32. Szwecja	58	12%	0,5%
8. Korea	367	27%	3,1%	33. Norwegia	57	15%	0,5%
9. Hongkong	359	116%	3,0%	34. Irak	54	30%	0,4%
10. Brazylia	356	20%	3,0%	35. Hiszpania	54	5%	0,4%
11. Indie	353	17%	2,9%	36. Australia	49	4%	0,4%
12. Singapur	252	86%	2,1%	37. Liban	49	103%	0,4%
13. Meksyk	178	16%	1,5%	38. Kolumbia	46	16%	0,4%
14. Niemcy	174	5%	1,4%	39. RPA	46	15%	0,4%
15. Tajlandia	156	40%	1,3%	40. Rumunia	39	22%	0,3%
16. Algieria	151	90%	1,3%	41. Chile	39	16%	0,3%
17. Francja	138	6%	1,1%	42. Holandia	38	5%	0,3%
18. Włochy	131	7%	1,1%	43. Katar	37	22%	0,3%
19. W. Brytania	130	5%	1,1%	44. Węgry	33	27%	0,3%
20. Turcja	110	15%	0,9%	45. Nigeria	31	7%	0,3%
21. Indonezja	106	12%	0,9%	46. Kuwejt	31	27%	0,3%
22. Malezja	95	32%	0,8%	47. Wietnam	28	15%	0,2%
23. Polska	95	20%	0,8%	48. Kazachstan	28	15%	0,2%
24. ZEA	94	25%	0,8%	49. Bangladesz	27	14%	0,2%
25. Izrael	91	30%	0,8%	50. Argentyna	26	4%	0,2%
			86,5%				10,0%

\* w tabeli uwzględniono państwa o poziomie aktywów rezerwowych powyżej 25 mld USD.

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych World Bank.

Przyspieszenie rozwoju gospodarczego pierwszych azjatyckich tygrysów nastąpiło jeszcze w latach 60. ubiegłego wieku. Do grona szybko rozwijających się gospodarek dołączały w kolejnych dekadach następne państwa: m.in. Chiny, Tajlandia, Ma-

leżają, Filipiny, Indonezja, Korea Płd. czy Indie. Dynamicznemu rozwojowi gospodarczemu towarzyszył przyrost ich rezerw walutowych – najsilniejszy, z uwagi na skalę zjawiska, nastąpił w latach 90. XX w. i trwa po dziś dzień. Eksplozja zysków na światowych rynkach finansowych w latach 90. XX w., skutkująca większą konkurencją w poszukiwaniu intratnych możliwości ich ulokowania i wzrostem zainteresowania bardziej ryzykownymi inwestycjami, spowodowała w połączeniu z ogromnymi potrzebami finansowymi tych państw i wyjątkowo tanią siłą roboczą, przesunięcia wielomiliardowych inwestycji kapitałowych w regiony gospodarek wschodzących i akumulację przez nie wysokich rezerw walutowych (tab. 4.12).

Najwyższe aktywa rezerwowe posiadają Chiny. Według danych Banku Światowego wynosiły one na koniec 2015 r. prawie 3,4 bln USD, a więc stanowiły ponad 1/4 globalnych zasobów (28,3%; por. tab. 4.12). Drugą gospodarką z najwyższymi rezerwami jest Japonia. Posiada ona 10,3% światowych aktywów rezerwowych (1,2 bln USD). Na 30 największych posiadaczy aktywów rezerwowych 11 pochodzi z dalekowschodniej Azji. Poza Chinami i Japonią do grona tego należą: Tajwan, Korea Płd., Hongkong, Indie, Singapur, Tajlandia, Indonezja, Maleszja i Filipiny, których aktywa rezerwowe stanowią 57% globalnych zasobów. Imponująca dynamika ich aktywów rezerwowych od lat 90. XX w. to zasługa akumulowanych wysokich nadwyżek w bilansie handlowym i/lub napływu kapitału (por. podrozdział 2.1). Są one tam dziś kilkudziesięciokrotnie wyższe niż u progu lat 90. i osiągnęły zawrotny poziom setek miliardów dolarów, a w przypadku Japonii i Chin – bilionów dolarów. O ile w przypadku pozostałych gospodarek wschodzących regionu (Indie, Korea Płd., Filipiny, Indonezja, Maleszja, Filipiny) najsilniejszy przyrost aktywów rezerwowych miał miejsce w latach 90. XX w. (choć nadal powiększają się we wszystkich z nich, a w części wciąż dynamicznie), to w Chinach eksplozja ich rozmiarów nastąpiła w latach 2000. (por. tab. 4.13).

Zarówno w latach 90. XX w., jak i następnych, wśród państw o najdynamiczniejszym przyroście aktywów rezerwowych dominują gospodarki Azji Południowo-Wschodniej oraz państwa naftowe (w latach 90. XX w. w gronie tym znalazły się też m.in. niektóre państwa byłego Bloku Wschodniego, co łatwo wytłumaczyć praktycznie zerowym stanem wyjściowym rezerw walutowych u progu procesu transformacji).

Na trzecim miejscu wśród największych posiadaczy aktywów rezerwowych na świecie jest Arabia Saudyjska z zasobami na poziomie 627 mld USD, co stanowi 5,2% globalnych aktywów rezerwowych. Państwa naftowe stanowią drugą silną grupę gospodarek o najwyższym poziomie aktywów rezerwowych. Rosnące uzależ-

Tab. 4.13. Państwa o najdynamiczniejszym przyroście aktywów rezerwowych w latach 1990-2000 (lewa część tabeli) oraz w latach 2000-2015 (prawa część tabeli)

	2000/1990		2015/2000
1. Węgry	947%	1. Katar	3 074%
2. Filipiny	740%	2. Arabia Saudyjska	2 908%
3. Indie	728%	3. Chiny	1 883%
4. Korea	645%	4. Bangladesz	1 714%
5. Polska	588%	5. Rosja	1 231%
6. Algieria	501%	6. Kazachstan	1 227%
7. Chiny	498%	7. Rumunia	1 040%
8. Peru	459%	8. Szwajcaria	1 023%
9. Hongkong	436%	9. Algieria	1 011%
10. Japonia	412%	10. Brazylia	980%
11. Argentyna	404%	11. Indie	761%
12. Brazylia	359%	12. Wietnam	727%
13. Izrael	353%	13. Peru	610%
14. Meksyk	348%	14. ZEA	589%
15. Indonezja	339%	15. RPA	496%
16. Turcja	308%	16. Liban	473%
17. RPA	298%	17. Libia	466%
18. Singapur	292%	18. Filipiny	435%
19. Czechy	289%	19. Kolumbia	413%
20. Rosja	282%	20. Meksyk	399%
21. ZEA	279%	...	
22. Malezja	269%	31. Polska	245%

\* wśród państw o nominalnie najwyższych aktywach rezerwowych w 2015 r. (powyżej 25 mld USD)

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych World Bank.

nienie gospodarki światowej od tego surowca i znaczące podniesienie cen ropy w latach 70. XX w. (dwa kryzysy naftowe) przełożyły się na akumulację przez nie z dekady na dekadę coraz to większych zasobów petrodolarów. Przyspieszenie przyrostu rezerw walutowych państw naftowych nastąpiło w latach 2000. wraz ze znacznym wzrostem cen surowców do 2008 r. i (po przejściowym spadku) powrotem do bardzo wysokich cen ropy aż do drugiej połowy 2014 r. (por. rys. 4.20, tab. 4.12 i 4.10).

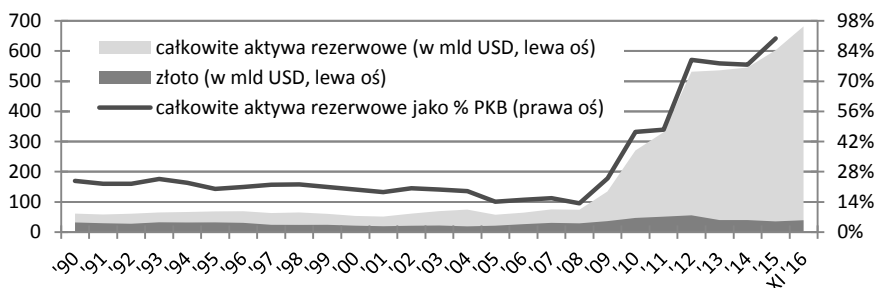
Rys. 4.20. Cena baryłki ropy Brent w okresie styczeń 1970 r. – styczeń 2017 r. (w USD)



Źródło: tradingeconomics.com.

Na czwartym miejscu wśród największych posiadaczy aktywów rezerwowych znajduje się względnie od niedawna Szwajcaria. Jej aktywa rezerwowe wyniosły na koniec 2015 r. 602 mld USD, czyli 90% PKB i 5% globalnych zasobów rezerw (tab. 4.12). Kryzys finansowy z 2008 r. doprowadził do wielomiliardowych przesunięć kapitału pomiędzy regionami świata i walutami. Ucieczka kapitału z amerykańskiego rynku finansowego wiązała się często z ucieczką również od inwestycji denominowanych w USD. Kryzys ten obnażył ponadto i istotnie wzmógł problemy fiskalne państw, zwłaszcza europejskich, zniechęcając do inwestowania w Europie i w euro. Jednym z największych beneficjentów tych rozład kapitałowych była ostoja stabilności i wiarygodności, jaką jest szwajcarski frank.

Rys. 4.21. Aktywa rezerwowe Szwajcarii w latach 1990-2016 (w mld USD oraz jako % PKB)



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych SNB i World Bank.

Efektom tego był drastyczny wzrost zapotrzebowania na franka szwajcarskiego na rynkach międzynarodowych w latach 2009-2012, skutkujący wyjątkową presją aprecyjną na jego kurs oraz niespotykanym tempem przyrostu rezerw walutowych Szwajcarii (rys. 4.21 i tab. 4.13). Aktywa rezerwowe Szwajcarii wzrosły w tym okresie ponad siedmiokrotnie, aż o 461 mld USD: z poziomu 74,9 mld USD na koniec września 2008 r. do 536,4 mld USD na koniec 2012 r., sytuując Szwajcarię wśród największych posiadaczy aktywów rezerwowych na świecie. Nierozwiązane problemy strefy euro, spowolnienie gospodarcze w Chinach i słabe ożywienie w USA skutkują dalszym przyrostem aktywów rezerwowych Szwajcarii: na koniec listopada 2016 r. wynosiły one 681,5 mld USD (rys. 4.21).

Wśród największych posiadaczy aktywów rezerwowych są także duże wschodzące gospodarki z innych regionów świata (np. Brazylia, a także Polska: która z aktywami rezerwowymi w wysokości 95 mld USD uplasowała się na koniec 2015 r. na 23. pozycji wśród ich największych nominalnych posiadaczy na świecie – por.

tab. 4.12) oraz oczywiście państwa wysoko rozwinięte: USA, Niemcy czy Wielka Brytania. Jednak w przypadku tych ostatnich względny poziom ich aktywów rezerwowych (w relacji do ich PKB) okazuje się być znikomym, gdyż stanowi tylko 2-5% PKB tych gospodarek (tab. 4.12).

Ekspansja eksportowa dynamicznie rozwijających się gospodarek wschodzących, namnażanie kapitału w walutach międzynarodowych w świecie wirtualnych rynków finansowych, trafiającego często do tych gospodarek oraz coraz większe wraz z rozwojem gospodarki światowej zapotrzebowanie na surowce energetyczne powodują akumulację ogromnych zasobów walut obcych przez niektóre państwa i sukcesywne powiększanie zasobów ich rezerw walutowych. Podkreślić w tym miejscu należy, że nie wszystkie z nich są wykazywane w postaci oficjalnych aktywów rezerwowych tych gospodarek. To zależy od zastosowanych rozwiązań instytucjonalno-prawnych w tym zakresie. Prawie wszystkie państwa z najwyższymi i dynamicznie przyrastającymi zasobami rezerw walutowych utworzyły w minionych latach państwowe fundusze majątkowe (*Sovereign Wealth Funds – SWF*), którym przekazywana jest w zarządzanie część rezerw walutowych (nadwyżka ponad normalne zapotrzebowanie gospodarki na waluty międzynarodowe), albo zasobów walut obcych, znajdujących się w posiadaniu państwa (środków publicznych pochodzących z eksportu państwowej ropy czy nadwyżek budżetowych). Według szacunków Sovereign Wealth Fund Institute wartość aktywów zarządzanych przez 78 państwowych funduszy majątkowych z całego świata wynosiła na koniec września 2016 r. 7,4 bln USD i stanowiła równowartość 62% oficjalnych aktywów rezerwowych wszystkich państw na świecie (szerzej por. podrozdział 4.4). Należałoby więc zastanowić się nad uwzględnieniem wielkości aktywów tych funduszy w statystykach oficjalnych aktywów rezerwowych państw. Istotnie różnią się one wprawdzie płynnością inwestycji, ale stanowią jednak mimo wszystko silne zabezpieczenie finansowe: 15 największych państwowych funduszy majątkowych zarządza aktywami powyżej 100 mld USD (każdy). Stopień skomplikowania świata gospodarczego jest dziś bardzo wysoki, a inżynierii finansowej jeszcze wyższy, więc inwestorzy i podmioty gospodarcze poradziłoby sobie bez żadnego problemu z identyfikacją tych mniej płynnych i obciążonych wyższym ryzykiem aktywów w statystykach aktywów rezerwowych poszczególnych państw. Dlatego wydaje się, że powinny one być wykazywane w statystykach oficjalnych aktywów rezerwowych – oczywiście w osobnej pozycji. Takie ujęcie statystyk oficjalnych aktywów rezerwowych (z racji obowiązku sprawozdawczego na rzecz MFW wynikającego z członkostwa) dałoby pełniejszy obraz faktycznego stanu i struktury posiadania przez poszczególne państwa aktywów zagranicznych, co unaoczniłoby skalę nierównowag i ułatwiłoby

bardziej rzetelną kalkulację ryzyk. Zachęcić by to mogło także inne państwa z wysokimi zasobami rezerw walutowych do bardziej aktywnej polityki zarządzania nimi – z korzyścią nie tylko dla swojej gospodarki w postaci wyższej dochodowości inwestycji, ale i dla gospodarki światowej. Pobudziłoby to bowiem rozwój innych segmentów rynku finansowego na świecie, a więc przyczyniłoby się do obniżenia kosztu kapitału i łatwiejszego dostępu do niego. Oczywiście wiązałoby się to zapewne ze wzrostem kosztu finansowania długów publicznych, lecz paradoksalnie wymusiłoby to może wreszcie trudne decyzje polityczne ograniczające ekspansje krajowych polityk gospodarczych, z korzyścią dla przyszłego wzrostu i stabilności gospodarczej (Redo 2014b).

#### **4.3.3. Relatywna wielkość zasobów rezerw dewizowych**

Znajdujące się w posiadaniu pojedynczych gospodarek rezerwy dewizowe liczone w setkach miliardów USD, czy wręcz nawet w bilionach, stanowią niezwykle silną broń w zglobalizowanym dziś świecie. To swoista tarcza ochronna przed zjawiskami kryzysowymi, atakami spekulacyjnymi, ale także naciskami politycznymi ze strony innych państw. Nominalnie wysokie kwoty oficjalnych aktywów rezerwowych wzmacniają wiarygodność i stabilność gospodarczą oraz pozycję polityczną posiadającego je państwa, ponieważ wzmacniają jego rolę jako partnera gospodarczego i politycznego, stając się skuteczną kartą przetargową w sytuacjach kryzysów i napięć międzynarodowych, nakazującą innym państwom wybór drogi konsensusu a nie konfrontacji z uwagi na posiadanie zbyt dużych zasobów głównych walut międzynarodowych, a więc i obligacji skarbowych największych gospodarek. Państwo takie może bowiem zagrozić sytuacji na światowych rynkach walutowych, stabilności i wypłacalności najbogatszych rządów, a tym samym stabilności rynków finansowych i funkcjonowaniu całej gospodarki światowej.

Z punktu widzenia pojedynczego państwa bardziej istotna jest natomiast relatywny poziom jego aktywów rezerwowych. Zróżnicowana wielkość poszczególnych gospodarek, o różnym poziomie zapotrzebowania na zagraniczne źródła finansowania i innej też zdolności do ich przyciągania, wpływa na ocenę wiarygodności gospodarki i jej podmiotów jako partnerów gospodarczych i finansowych na arenie międzynarodowej. I choć aktywa rezerwowe Chin wynoszą 3,4 bln USD, to stanowią „tylko” 31% ich rocznego PKB, podczas gdy na przykład aktywa rezerwowe Hongkongu, Singapuru, Arabii Saudyjskiej, Algierii czy Libanu stanowią ok. 100% PKB (tab. 4.12). Względnie wysokie aktywa rezerwowe (na poziomie 20-40% PKB) posiadają też niektóre gospodarki rozwijające się (m.in. Korea Płd., Brazylia, Malezja, Filipiny, Polska, Czechy czy Węgry) i pozostałe państwa naftowe (np. Zjednoczone

Emiraty Arabskie, Irak, Kuwejt czy Katar, a także wprawdzie z trochę niższym wskaźnikiem Norwegia). Z kolei oficjalne aktywa rezerwowe wysoko rozwiniętych gospodarek stanowią jedynie kilka procent ich PKB. Poza wspomnianymi już USA, Niemcami i Wielką Brytanią, zależność tę widać również w przypadku Kanady, Australii, Holandii, Francji czy Włoch. Wyjątkiem wśród najzamożniejszych gospodarek są wskazane wcześniej gospodarki Szwajcarii, Japonii oraz Norwegii, a także Dania – silnie stabilizująca kurs walutowy korony względem euro (por. tab. 4.12).

W powyższej analizie uwzględniono jedynie państwa o aktywach rezerwowych przekraczających 25 mld USD, ale w przypadku małych, a nawet bardzo małych gospodarek są też takie z kilkumiliardowymi aktywami rezerwowymi, stanowiącymi kilkadziesiąt procent ich PKB. Należą do nich m.in. Bośnia i Hercegowina (30% PKB), Albania (28% PKB), Kirgistan (27% PKB) czy Macedonia (24% PKB; World Bank).

Podsumowując, wśród gospodarek o najwyższym poziomie aktywów rezerwowych w relacji do PKB dominują państwa surowcowe i azjatyckie tygrysy. W gronie tym znajdują się też gospodarki o sztywnych lub dalece kontrolowanych kursach walutowych, jak np. (poza państwami naftowymi) Bułgaria (w której aktywa rezerwowe na koniec 2015 r. stanowiły 44% PKB) i Dania (22% PKB). Odpowiednio wysoki poziom rezerw walutowych umożliwia prowadzenie skutecznej aktywnej polityki kursu walutowego, z drugiej strony wybór takiego reżimu kursowego wymusza działania zmierzające do akumulacji i stabilizacji poziomu rezerw walutowych. Z powyższej analizy wynika jeszcze jedna zależność. Państwa rozwijające się mają zazwyczaj istotnie wyższe aktywa rezerwowe w relacji do swojego PKB – rzędu kilkunastu, a nawet kilkudziesięciu procent PKB, niż wysoko rozwinięte gospodarki, w których stanowią one zaledwie kilka procent ich rocznego dochodu narodowego.

#### 4.4. Państwowe fundusze majątkowe<sup>23</sup>

Państwowe fundusze majątkowe (*Sovereign Wealth Funds – SWF*) to fundusze inwestycyjne tworzone przez władze niektórych gospodarek, które akumulują wysokie wpływy dolarowe z eksportu surowców znajdujących się w posiadaniu państwa – głównie ropy i gazu, albo gromadzą wyjątkowo wysokie rezerwy walutowe w wyniku utrzymującego się wysokiego, dodatniego salda w bilansie handlowym i/lub na rachunku finansowym bilansu płatniczego. Choć oczywiście każdy z państwowych funduszy majątkowych (PFM) ma własną historię i cel powstania oraz specyficzną strategię inwestycyjną, to uogólniając można wskazać, że pierwsze z nich mają zazwyczaj na celu ochronę i stabilizację sytuacji finansowej budżetu pań-

---

<sup>23</sup> Podrozdział 4.4. został opracowany na podstawie: Redo 2017b.

stwa wobec wysokiej zmienności cen surowców, wsparcie rozwoju gospodarczego nieopartego na eksporcie surowców, wzrost zasobu oszczędności dla przyszłych pokoleń, czy wsparcie władz monetarnych w stabilizowaniu rynkowej płynności. Drugie natomiast wyższą dochodowość niż uzyskiwana z oficjalnych rezerw walutowych, długookresowy wzrost zasobów kapitałowych, a tym samym wzmocnienie rozwoju społeczno-gospodarczego (SWFI 2017b). Fundusze te wydają się bowiem przedkładać zyskowność inwestycji nad ich płynność i tolerują wyższy poziom ryzyka inwestycyjnego niż zarządzający oficjalnymi aktywami rezerwowymi (Redo 2017b).

Tab. 4.14. Największych 15 państwowych funduszy majątkowych

	nazwa PFM	aktywa w mld USD IX 2016	rok założenia	źródło kapitału	indeks transparentności 2016	państwo pochodzenia	wskaźnik demokracji 2015
1.	Government Pension Fund - Global	885	1990	ropa	10	Norwegia	9,93
2.	China Investment Corporation	814	2007	rezerwy walutowe	8	Chiny	3,14
3.	Abu Dhabi Investment Authority	792	1976	ropa	6	ZEA - Abu Dhabi	2,75
4.	SAMA Foreign Holdings	576	bd	ropa	4	Arabia Saudyjska	1,93
5.	Kuwait Investment Authority	592	1953	ropa	6	Kuwejt	3,85
6.	SAFE Investment Company	474	1997	rezerwy walutowe	4	Chiny	3,14
7.	Hong Kong Monetary Authority Investment Portfolio	457	1993	rezerwy walutowe	8	Chiny - Hongkong	6,50
8.	Government of Singapore Investment Corporation	350	1981	rezerwy walutowe	6	Singapur	6,14
9.	Qatar Investment Authority	335	2005	ropa i gaz	5	Katar	3,18
10.	National Social Security Fund	295	2000	rezerwy walutowe	5	Chiny	3,14
11.	Investment Corporation of Dubai	201	2006	ropa	5	ZEA - Dubaj	2,75
12.	Temasek Holdings	194	1974	majątek państwowy	10	Singapur	6,14
13.	Public Investment Fund	160	2008	ropa	4	Arabia Saudyjska	1,93
14.	Abu Dhabi Investment Council	110	2007	ropa	bd	ZEA - Abu Dhabi	2,75
15.	Korea Investment Corporation	108	2005	rezerwy walutowe	9	Korea	7,97
	w sumie	7 442				78 PFM	

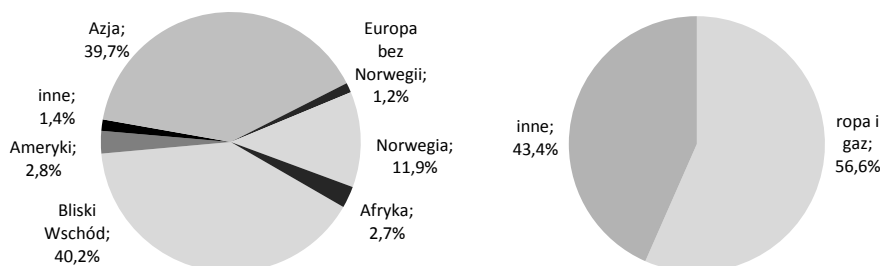
Źródło: opracowanie własne na podstawie danych SWFI, EIU.

Państwowe fundusze majątkowe choć oficjalnie nie angażują się w politykę gospodarczą, to jednak dopuszczają taką możliwość np. w sytuacji wystąpienia wyjątkowej nierównowagi w bilansie płatniczym czy załamania się rynkowej płynności (na ten cel utrzymywana jest odpowiednia pula krótkoterminowych płynnych



aktywów), a także konieczności wsparcia przedsiębiorstw lub branży kluczowych dla sprawnego funkcjonowania rodzimej gospodarki. W połączeniu więc z faktem, że dysponują one w sumie 7,4 bln USD (aktywa 78 funduszy; stan na wrzesień 2016 r.), a 75% tej kwoty przypada na 10 największych PFM, które posiadają aktywa po 300-900 mld USD każdy i zarządzają równowartością połowy globalnych rezerw walutowych (5,6 bln USD wobec 11 bln USD), wzbudza to uzasadnione obawy o potencjalne zagrożenie z ich strony dla stabilności rynków, walut, pojedynczych – nie tylko słabszych – państw, a przez to stabilności całej światowej gospodarki (tab. 4.14). Państwowe fundusze majątkowe są symbolem dokonującej się zmiany w dotychczasowym układzie sił w światowej gospodarce: ograniczania dominacji zachodniego kapitału. Na 78 PFM tylko 16 pochodzi z państw zachodnich (10 z USA, 2 z Europy, 2 z Australii oraz po 1 z Kanady i Nowej Zelandii), a wśród największych 15 jest tylko jeden: z Norwegii. Zarządzają one niespełna 16% aktywów znajdujących się w posiadaniu wszystkich PFM, jednak nie uwzględniając największego norweskiego funduszu, którego aktywa stanowią prawie 12% ogółu, pozostałe 14 „zachodnich” PFM posiada tylko 3,8% aktywów wszystkich PFM. Dominująca część zasobów PFM znajduje się w posiadaniu państw Azji i Bliskiego Wschodu (79,9%) – por. rys. 4.22.

Rys. 4.22. Struktura geograficzna PFM pod względem wartości zgromadzonych aktywów (lewy wykres) oraz struktura źródeł pochodzenia ich aktywów (prawy wykres) – stan na koniec 2015 r.



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych SWFI.

Źródłem ponad połowy aktywów PFM są zyski z eksportu surowców – w głównej mierze ropy naftowej (56,6% – rys. 4.22). Aktywa pozostałych powstały przede wszystkim poprzez transfer środków z oficjalnych aktywów rezerwowych, a w niewielkim stopniu majątku państwowego, pochodzącego z nadwyżek budżetowych czy przychodów z prywatyzacji (Redo 2017b).

#### 4.4.1. Państwowe fundusze majątkowe – szanse i zagrożenia

Zauważyć należy, że państwowe fundusze majątkowe charakteryzują się różnym poziomem przejrzystości, stąd nie ma pewności co do jakości i kompletności upublicznianych informacji. Poza więc oczywistymi korzyściami z istnienia PFM dla pojedynczej gospodarki w postaci wzmocnienia finansowego zabezpieczenia dla długotrwałego rozwoju gospodarczego, łagodzącego jej wrażliwość na zjawiska kryzysowe, podkreślić należy, że PFM stały się również źródłem istotnej stabilności dla globalnej gospodarki, co pokazał ostatni kryzys, i stanowią nadzieję na wydłużenie permanentnie skracanego horyzontu inwestycyjnego na rynkach finansowych i wzmocnienia tym ich stabilności, gdyż póki co wydają się preferować długookresowe inwestycje. Nie można jednak nie doceniać zagrożeń ze strony coraz bardziej majątnych i wpływowych PFM, pochodzących w zdecydowanej mierze z państw o niskim wskaźniku demokracji<sup>24</sup>. Wraz z dynamicznym wzrostem aktywów i powiększającą liczbą PFM, rośnie nie tylko ekonomiczna, ale i polityczna rola ich państw-właścicieli na arenie międzynarodowej. PFM stały się bowiem potencjalnym źródłem silnych nierównowag finansowych dla gospodarki światowej, stanowiącym realne zagrożenie dla jej stabilności i rozwoju. Są one dziś więc nie tylko silnym narzędziem ekonomicznym, ale także politycznym, co poza zasobnością majątkową wzmacnia ograniczona przejrzystość wielu z nich, a także fakt, że część PFM wywodzi się z państw o odmiennych niż demokratyczny systemach sprawowania władzy oraz podejściu do ekonomicznych funkcji państwa. Spośród 15 największych PFM tylko 1 pochodzi z państwa sklasyfikowanego jako w pełni demokratyczne: Norwegii, 4 z państw o tzw. wadliwej demokracji (Korei Płd., Hongkongu i Singapuru), zaś pozostałe 10 z państw o reżimie autorytarnym, które w raporcie *Democracy Index 2015* (EIU 2016) uzyskały wskaźnik demokracji poniżej 4 (por. tab. 4.14; Redo 2017b). Zwrócić więc należy uwagę, że rosnące zaangażowanie aktywów PFM w danym państwie wzmacnia jego wpływ na gospodarkę i politykę państwa przyjmującego w związku z ryzykiem potencjalnego wycofania tak dużego kapitału. Ponadto coraz większe ich inwestycje (bezpośrednio lub pośrednio poprzez fundusze inwestycyjne) w udziału w przedsiębiorstwach użyteczności publicznej lub o strategicznym znaczeniu dla danej gospodarki, wzbudzają obawy o przejęcie kontroli, czy dostęp do ich know-how oraz tajemnic handlowych (np. chińskie PFM skupiają się na inwestycjach w sektorach energetycznym i surowcowym oraz finansowym największych wysoko rozwiniętych państw: głównie USA i Wielkiej Brytanii). Zagraża to

---

<sup>24</sup> Wskaźnik demokracji na poziomie 8-10 klasyfikuje jako pełną demokrację, na poziomie 6-7,99 jako demokrację wadliwą, na poziomie 4-5,99 jako system hybrydowy, a poniżej 4 jako reżim autorytarny.

globalnej konkurencyjności i efektywności wskutek zwiększenia roli politycznych celów inwestycyjnych, wzrostu udziałów własności państwowej w gospodarkach, czy silniejszych działań protekcyjnych w odpowiedzi na ryzyko przejścia spółek strategicznych (Baran 2012). Prowadzić to więc może do wzrostu skali i częstotliwości występowania zjawiska przewartościowania rynków i powstawania baniek spekulacyjnych, zwłaszcza w małych gospodarkach i/lub o płytkich rynkach. Na koniec wskazać też należy, że PFM mogą wykorzystywać swe ogromne zasoby do bezpośredniego wywarcia presji na dane państwo lub budowania wizerunku (niekoniecznie prawdziwego) i wzmacniania swej pozycji na arenie międzynarodowej. Można to było obserwować wraz z narastaniem kryzysu finansowego z 2008 r., gdy PFM stały się kredytodawcami ostatniej szansy dla chwiejącego się światowego systemu finansowego, głównie instytucji finansowych w USA i Europie Zachodniej. Szczególnie liczne deklaracje wsparcia zauważalne były w przypadku chińskich funduszy, skutecznie kreujących wizerunek Chin, jako ważnego, odpowiedzialnego inwestora, którego rola w czasie kryzysu jest kluczowa. Trudno jednak zweryfikować ich realizację z uwagi na brak przejrzystości działań (Kamiński 2015).

Najlepszym potwierdzeniem rosnącej siły i poczucia zagrożenia ze strony PFM są kolejne inicjatywy międzynarodowe podejmowane w celu wypracowania wspólnych standardów działania i stworzenia katalogu dobrych praktyk – także przez same państwa, będące właścicielami PFM, zmierzające do określenia i ujawnienia ich polityki inwestycyjnej, upubliczniania okresowych danych, a także stworzenia prawnych ram funkcjonowania oraz zasad odpowiedzialności za działanie (Baran 2012). Mimo jednak upływu lat i obserwowanej implementacji przyjętych rozwiązań tylko 1/3 PFM charakteryzuje się dziś wyższą przejrzystością i posiada indeks transparentności<sup>25</sup> na poziomie 8-10, a wśród 15 z największymi aktywami tylko trzy PFM legitymują się najwyższym indeksem 10, dwa następne: 8, a pozostałe dziesięć tylko 4-6 (tab. 4.14). Dlatego m.in. na forum Unii Europejskiej dyskutowane są dziś rozwiązania mające na celu uniemożliwienie przejścia kontroli nad kluczowymi sektorami gospodarki, takimi jak telekomunikacja, media, sektor energetyczny i finansowy, a pojedyncze państwa (np. Wielka Brytania, Francja, Niemcy) po-

---

<sup>25</sup> *Linaburg-Maduell Transparency Index* został stworzony w 2008 r. przez Sovereign Wealth Fund Institute do oceny stopnia przejrzystości inwestycyjnej państwowych funduszy majątkowych i jest powszechnie wykorzystywany w oficjalnych zestawieniach. Najwyższa jego wartość 10 oznacza pełną transparentność działania funduszu według kryteriów SWFI (dostępnych pod adresem <http://www.swfinstitute.org/statistics-research/linaburg-maduell-transparency-index/>), niższe wartości świadczą o ograniczonej przejrzystości.

dejmują indywidualne działania w kierunku ochrony narodowych interesów w obliczu coraz większych inwestycji PFM (Baran 2012).

Państwowe fundusze majątkowe stały się dziś ważnym elementem systemu zabezpieczenia finansowego pojedynczych gospodarek, pełniąc rolę swoistych amortyzatorów w sytuacjach kryzysowych (Urban 2012). Mogą one bowiem stanowić zapasowe źródło pakietów stymulujących gospodarkę, czy finansowania deficytu budżetowego, a także być istotnym źródłem płynności dla sektora bankowego i rynków finansowych, oddziałując stabilizująco na całą gospodarkę i ograniczając jej wrażliwość na zjawiska kryzysowe. I choć dziś są jeszcze za małe, by odgrywać stabilizującą rolę w skali globalnej, prognozować można, że jest tylko kwestią czasu, gdy aktywa największych PFM wzrosną do takich rozmiarów, które pozwolą im kształtować ceny na rynkach finansowych i towarowych oraz być stabilizatorem, ale i zagrożeniem (także o charakterze politycznym), dla globalnej gospodarki. Nie można więc zapominać, że za funduszami tymi stoją coraz silniejsze finansowo państwa ze swoim partykularnymi interesami gospodarczymi i politycznymi aspiracjami oraz determinacją i coraz zasobniejszymi możliwościami, by je realizować. A w przypadku co najmniej części z nich także daleką nieprzewidywalnością, zwłaszcza w sytuacjach napięć (Redo 2017b).

#### **4.4.2. Aktywa państwowych funduszy majątkowych jako czynnik wzmacniający bezpieczeństwo finansowe państwa**

W 2016 r. aż 47 państw posiadało co najmniej jeden państwowy fundusz majątkowy<sup>26</sup>, z czego 25 państw jest posiadaczami PFM o aktywach powyżej 10 mld USD, 12 państw o aktywach powyżej 100 mld USD, a dwa państwa o aktywach powyżej 1 bln USD (Chiny i Zjednoczone Emiraty Arabskie). Nic więc dziwnego, że istotnie wzmacniają one wiarygodność i stabilność tych gospodarek – dysponują bowiem nawet kilkukrotnością rocznego PKB tych państw: w Kuwejcie – pięciokrotnością, w ZEA – trzykrotnością, a w Norwegii, Katarze czy Singapurze – dwukrotnością (por. tab. 4.15 i rys. 4.24). Wprawdzie tak silne dodatkowe zabezpieczenie zgromadziła jak dotąd wąska grupa państw naftowych oraz Singapur i Hongkong, to zauważyć należy, że tworzenie PFM staje się z roku na rok coraz bardziej popularne wśród niesurowcowych, także rozwijających się państw: aż 2/3 aktywów należy do

---

<sup>26</sup> Poza państwami wymienionymi w tab. 4.15 po jednym PFM posiadają także Botswana, Trinidad i Tobago, Angola (o aktywach po ok. 5 mld USD), Nigeria, Panama, Boliwia, Senegal, Irak, Palestyna, Wenezuela (po ok. 1 mld USD), Kiribati, Brazylia, Wietnam, Ghana, Gabon, Indonezja, Mauretania, Mongolia, Gwinea Równikowa (poniżej 0,6 mld USD) oraz Papua Nowa Gwinea i Turkmenistan (brak danych o wielkości aktywów).

PFM założonych w ciągu minionych 16 lat. PFM posiadają m.in. Malezja, Indonezja, Peru, Brazylia i Irlandia (Redo 2017b).

Tab. 4.15. Państwa posiadające państwowe fundusze majątkowe o sumie aktywów powyżej 6 mld USD (liczba posiadanych PFM, ich łączne aktywa w mld USD oraz jako odsetek PKB w porównaniu z wielkością aktywów rezerwowych)

		aktywa PFM	aktywa PFM	liczba PFM	aktywa rezerwowe w mld USD (2015)		aktywa rezerwowe + aktywa PFM	
		w mld USD	% PKB		mld USD	% PKB	mld USD	% PKB
		IX 2016						
1.	Chiny	1 587,8	14%	4	3 405	31%	4 992,8	45%
2.	ZEA	1 137,7	303%	5	94	25%	1 231,7	328%
3.	Norwegia	885,0	233%	1	57	15%	942,0	248%
4.	Arabia Saudyjska	736,3	114%	2	627	97%	1 363,3	211%
5.	Kuwejt	592,0	516%	1	31	27%	623,0	543%
6.	Singapur	543,6	186%	2	252	86%	795,6	272%
7.	Hongkong	456,6	148%	1	359	116%	815,6	264%
8.	Katar	335,0	199%	1	37	22%	372,0	221%
9.	USA	146,3	1%	10	384	2%	530,3	3%
10.	Kazachstan	127,6	68%	3	28	15%	155,6	83%
11.	Rosja	123,4	9%	2	368	28%	491,4	37%
12.	Korea	108,0	8%	1	367	27%	475,0	35%
13.	Australia	91,4	7%	2	49	4%	140,4	11%
14.	Libia <sup>1</sup>	66,0	-	1	78	-	144,0	-
15.	Iran	62,0	-	1	-	-	-	-
16.	Oman	40,0	57%	2	17,5	25%	57,5	82%
17.	Brunei	40,0	-	1	-	-	-	-
18.	Azerbejdżan	35,1	-	1	-	-	-	-
19.	Malezja	34,9	12%	1	95	32%	129,9	44%
20.	Nowa Zelandia	27,5	-	1	-	-	-	-
21.	Algieria	27,2	16%	1	151	90%	178,2	106%
22.	Chile	24,1	10%	2	39	16%	63,1	26%
23.	Timor Wschodni	16,6	-	1	-	-	-	-
24.	Kanada	13,4	1%	1	80	5%	93,4	6%
25.	Bahrajn	10,6	-	1	-	-	-	-
26.	Irlandia	8,5	3%	1	2,2	1%	10,7	4%
27.	Peru	7,9	4%	1	62	33%	69,9	37%
28.	Meksyk	6,0 <sup>2</sup>	1%	2	178	16%	184,0	17%

<sup>1</sup> PKB Libii ulega z roku na rok silnym wahaniom – w 2015 r. wyniosło tylko 29,2 mld USD, podczas gdy np. w 2012: 81,9 mld USD, a w 2011: 34,7 mld USD (tradingeconomics.com)

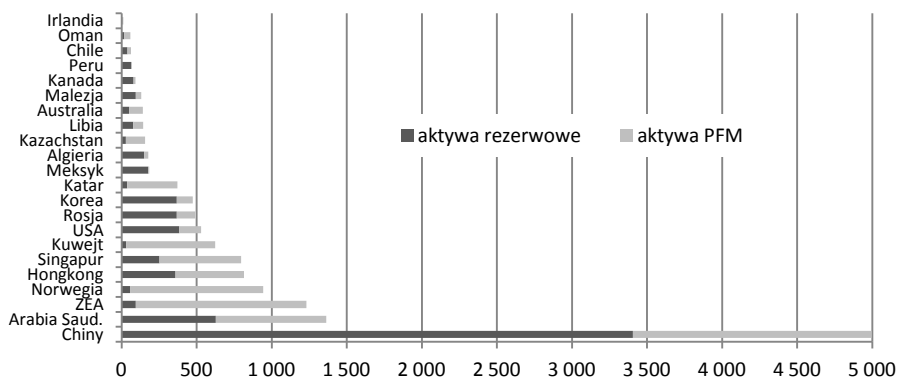
<sup>2</sup> z uwagi na brak danych o aktywach drugiego z PFM, w tabeli podano aktywa tylko jednego z nich „-” brak danych

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych SWFI oraz World Bank.

Tym bardziej więc zasadne wydaje się uwzględnianie wielkości aktywów znajdujących się w posiadaniu PFM podczas analizy adekwatności poziomu aktywów rezerwowych państw i traktowanie ich jako swoiste wzmocnienie dla zabezpieczenia zewnętrznej wypłacalności w szczególności państw rozwijających się, stanowią-

cej o zaufaniu inwestorów do danej gospodarki. Okazuje się bowiem, że nie tylko w wymienionych państwach naftowych czy państwach-centrach finansowych aktywa PFM są silnym zapleczem finansowym i sięgają dziesiątek czy nawet setek miliardów USD. Najwyższe kwotowo aktywa posiadają chińskie PFM – o wartości prawie 1,6 bln USD (koniec września 2016 r.), ale zauważyć trzeba, że również Rosja, Korea Płd., Kazachstan, Malezja, Peru czy Chile dysponują dodatkowym niemałym zabezpieczeniem na sytuacje kryzysowe i stanowiącym tarczę ochronną przed nimi (por. jaśniejsza część słupka na rys. 4.23).

Rys. 4.23. Aktywa rezerwowe (2015) oraz aktywa PFM (IX 2016) największych ich posiadaczy (w mld USD; na podstawie danych z tab. 4.12 i 4.14)

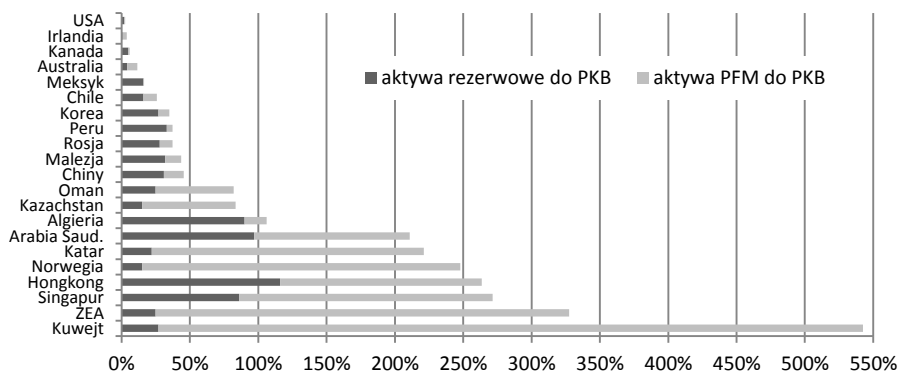


Źródło: opracowanie własne na podstawie danych SWFI oraz World Bank.

Aktywa państwowych funduszy majątkowych przewyższają wartość oficjalnych aktywów rezerwowych części państw nawet kilkunastokrotnie: w Kuwejcie 19-krotnie, w Norwegii 15-krotnie, a w ZEA 12-krotnie i stanowią wraz z nimi łącznie kilkakrotność ich rocznego PKB (rys. 4.24). Podkreślić jednak trzeba, że także w Kazachstanie i Irlandii aktywa PFM stanowią ok. 4-krotność aktywów rezerwowych, w Omanie i Australii – dwukrotność, w Chile 62%, Chinach 47%, a w USA, Malezji, Rosji i Korei Płd. ok. 30-40% – istotnie podnosząc statystyki w zakresie względnego poziomu zabezpieczenia ze strony oficjalnych aktywów rezerwowych.

W Polsce od końca lat 90. XX w. toczy się dyskusja nad adekwatnością poziomu rezerw walutowych w obliczu przyrastającej ich wielkości. I choć wyższa dochodowość możliwa do uzyskania przez PFM aniżeli z klasycznego sposobu inwestowania rezerw walutowych kusi, co wzmacniają dodatkowo względnie wysokie koszty

Rys. 4.24. Aktywa rezerwowe (2015) oraz aktywa PFM (IX 2016) w relacji do PKB największych ich posiadaczy (na podstawie danych z tab. 4.12 i 4.14)



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych SWFI oraz World Bank.

związane z akumulowaniem rezerw, jednak pamiętać należy, że zapotrzebowanie w Polsce na waluty międzynarodowe jest względnie wysokie w związku z uzależnieniem od importu, koniecznością spłaty i obsługi niemałego zadłużenia zagranicznego, czy silnym uzależnieniem płynności i rozwoju podmiotów gospodarczych (także sektora publicznego) od zagranicznego kapitału portfelowego. Znajduje to odzwierciedlenie w podwyższonej wycenie ryzyka przez inwestorów, przejawiającej się niższym ratingiem, większymi spreadami CDSów, czy wyższą rentownością skarbowych papierów wartościowych, a więc wyższym poziomem rynkowego kosztu kapitału – zarówno kosztu obsługi długu publicznego, jak i kosztu kredytów inwestycyjnych i konsumpcyjnych, ograniczającym możliwości rozwojowe polskiej gospodarki (Redo 2017a).

Na koniec warto wskazać, że zbliżoną funkcję zabezpieczającą i wzmacniającą wiarygodność mogły w Polsce pełnić (i przez kilkanaście lat pełniły) aktywa otwartych funduszy emerytalnych (OFE), w których 16,4 mln Polaków w latach 1999-2013 zgromadziło 299,6 mld zł (KNF 2017). Niestety w lutym 2014 r. została im przez rząd zabrana połowa aktywów (153 mld zł), a na 1 stycznia 2018 r. zapowiedziana jest całkowita likwidacja OFE. Najsmutniejsze jest jednak to, że te 153 mld zł zostały całkowicie „przejedzone” w ciągu zaledwie 3 lat i zapewne podobny los spotka pozostałe 140 mld zł (ponieważ jednak ponad 80% aktywów OFE jest zainwestowana w akcje, zajmie to zapewne trochę więcej czasu). Z uwagi na utrzymującą się w Polsce rok w rok ekspansję fiskalną dług publiczny po przejściowej obniżce wskutek przejścia połowy aktywów OFE wrócił do stanu sprzed ich znacjonalizowania już po

3 latach: na koniec grudnia 2013 r. wynosił on 882,3 mld zł, a na koniec grudnia 2016 r. 965,2 mld zł, czyli o 83 mld zł więcej niż trzy lata wcześniej tuż przed pierwszym etapem likwidacji OFE (MF 2017).

Aktywa OFE w kulminacyjnym momencie wynosiły ok. 300 mld zł i stanowiły prawie 1/5 PKB Polski. Były więc one bez wątpienia silnym amortyzatorem na kryzysowe czasy, wzmacniającym odporność polskiej gospodarki na zewnętrzne zjawiska i łagodzącym ich skutki, o czym przekonaaliśmy się (najwyraźniej nie doceniając ich znaczenia) na przełomie 2008/2009 r., mimo że wówczas wartość aktywów OFE była istotnie niższa: na koniec 2008 r. wynosiły one 138,3 mld zł, czyli 10,8% PKB (KNF 2017). Należy więc pamiętać, że w przypadku następnych kryzysów wrażliwość polskiej gospodarki będzie istotnie większa, natomiast już teraz rynek zdyskontuje likwidację zabezpieczenia finansowego, jakie dawały aktywa OFE, w postaci wyższej wyceny premii za ryzyko, a więc w podwyżce rynkowego kosztu kapitału (i trudniejszym dostępie do niego), który ja wskazano należy w Polsce do najwyższych wśród państw Europy Środkowo-Wschodniej (Redo 2017a).

## Literatura

- Baran B. (2012), *Znaczenie państwowych funduszy majątkowych na globalnym rynku kapitałowym*, „Gospodarka Narodowa”, Nr 9.
- CBGA1 (1999), *The first Central Bank Gold Agreement*, Signed On September 26th 1999, In Force From 27 September 1999.
- CBGA2 (2004), *The second Central Bank Gold Agreement (CBGA2)*, Signed On March 8th 2004, In Force From 27 September 2004.
- CBGA3 (2009), *The third Central Bank Gold Agreement (CBGA3)*, Signed On August 7th 2009, In Force From 27 September 2009.
- CBGA4 (2014), *The fourth Central Bank Gold Agreement (CBGA4)*, Signed On May 19th 2014, In Force From 27 September 2014.
- Cieślik E., Jankowska E., Górniewicz G., Piotrowicz A., Redo J., Redo M., Siemiątkowski P. (2015), *Ekonomiczne aspekty integracji wybranych państw Europy Środkowo-Wschodniej*, Wydawnictwo Naukowe UMK, Toruń, DOI: 10.12775/TIS.2015.100.
- EIU (2016), The Economist Intelligence Unit, *Democracy Index 2015*.
- Eurostat (2017), *EMU convergence criterion series – monthly data*, <http://ec.europa.eu/eurostat/data/database> (dostęp 26.01.2017).



- FED (2017), The Federal Reserve, *International Summary Statistics. U.S. Reserve Assets*, <https://www.federalreserve.gov/econresdata/releases/intlsumm/current.htm> (dostęp 26.01.2017).
- Główny Urząd Statystyczny (2017), *Polska – wskaźniki makroekonomiczne (PKD 2007). Roczne wskaźniki makroekonomiczne. Rachunki narodowe*, data aktualizacji 20.10.2016 (dostęp styczeń 2017).
- GoldPrice.org (2017), *Spot Gold Price, 20 Year Gold Price in USD/oz*, January 13 (<http://www.goldprice.org/spot-gold.html>).
- Informacje uzyskane od pracownika Departamentu Zarządzania Ryzykiem Finansowym Narodowego Banku Polskiego w 2013 r.
- International Monetary Fund (1945), *Articles of Agreement of the International Monetary Fund*, Article XXIV (Adopted at the United Nations Monetary and Financial Conference, Bretton Woods, New Hampshire, July 22, 1944. Entered into force December 27, 1945).
- International Monetary Fund (1978), *Second Amendment of Articles of Agreement*, adopted May 31, 1968; amended effective April 1.
- International Monetary Fund (2001), *Financial Organization and Operations of the IMF*, Pamphlet Series, No. 45 Sixth Edition.
- International Monetary Fund (2008), *Annual Report of the Executive Board for the Financial Year Ended April 30, 2008. Appendix VI. Financial Statements*, Washington.
- International Monetary Fund (2009a), *Balance of Payments and International Investment Position Manual, Sixth Edition (BPM6)*, Washington.
- International Monetary Fund (2009b), *General and Special SDR Allocations*, September 9.
- International Monetary Fund (2011), *Assessing Reserve Adequacy*, February.
- International Monetary Fund (2013), *Assessing Reserve Adequacy – Further Considerations*, November.
- International Monetary Fund (2015), *Assessing Reserve Adequacy – Specific Proposals*, April.
- International Monetary Fund (2016a), *Acceptances of the Proposed Amendment of the Articles of Agreement on Reform of the Executive Board and Consents to 2010 Quota Increase*, December 29.
- International Monetary Fund (2016b), *Gold in the IMF*, September 21.
- International Monetary Fund (2016c), *The IMF's Flexible Credit Line (FCL)*, September 30.

- International Monetary Fund (2017a), *IMF Members' Quotas and Voting Power, and IMF Board of Governors*, January 27.
- International Monetary Fund (2017b), *SDR Interest Rate Calculation*, January 19, ([http://www.imf.org/external/np/fin/data/sdr\\_ir.aspx](http://www.imf.org/external/np/fin/data/sdr_ir.aspx)).
- International Monetary Fund, *Annual Report* – wydania z lat 1996-2016.
- International Monetary Fund, *Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves COFER* – data aktualizacji 30 grudnia 2016.
- Kamiński T. (2015), *Państwowe fundusze majątkowe jako instrument polityki zagranicznej Chińskiej Republiki Ludowej*, „Sprawy Międzynarodowe”, nr 3.
- Karwowski J. (2012), *Zasady zarządzania rezerwami walutowymi* [w:] Jaworski W.L., Szelańska A. (red.), *Współczesna bankowość centralna*, Warszawa.
- KNF (2017), *Dane miesięczne OFE* ([www.knf.gov.pl](http://www.knf.gov.pl)).
- Ministerstwo Finansów ([www.finanse.mf.gov.pl](http://www.finanse.mf.gov.pl)).
- Najwyższa Izba Kontroli (2014), *Zarządzanie przez Narodowy Bank Polski rezerwami dewizowymi. Informacja o wynikach kontroli*, 10 marca, Nr ewid.14/2014/P/13/041/KBF.
- Narodowy Bank Polski (2007), *Długoterminowa strategia zarządzania rezerwami dewizowymi Narodowego Banku Polskiego. Streszczenie*, Warszawa.
- Narodowy Bank Polski (2016), *Plan działalności Narodowego Banku Polskiego na lata 2017-2019*, Warszawa.
- Narodowy Bank Polski (2017a), *Statystyka bilansu płatniczego. Oficjalne aktywa rezerwowe*, dane miesięczne, stan na koniec grudnia 2016 r. (dostęp 15.01.2017).
- Narodowy Bank Polski (2017b), *Statystyka bilansu płatniczego. Płynne aktywa i pasywa w walutach obcych*, stan na koniec listopada 2016 r. (dostęp 15.01.2017).
- Narodowy Bank Polski, *Międzynarodowa pozycja inwestycyjna Polski* – wydania za lata 2014-2015, Warszawa.
- Narodowy Bank Polski, *Raport Roczny* – wydania za lata 1998-2015, Warszawa.
- Narodowy Bank Polski, *Sprawozdanie z działalności Narodowego Banku Polskiego* – wydania za lata 2007-2015, Warszawa.
- Redo M. (2013a), *Istota i znaczenie oficjalnych aktywów rezerwowych w gospodarkach rozwijających się*, „Zeszyty Naukowe WSB we Wrocławiu”, Nr (5)37.
- Redo M. (2013b), *Źródła pochodzenia rezerw walutowych – analiza przepływów międzynarodowych w Polsce pod kątem akumulacji aktywów rezerwowych*, „Zeszyty Naukowe WSB we Wrocławiu”, Nr 38.

- Redo M. (2014a), *Prawne i finansowe aspekty zarządzania rezerwami dewizowymi w Polsce*, „Athenaeum. Polskie Studia Politologiczne”, vol. 42.
- Redo M. (2014b), *Rezerwy dewizowe na świecie – analiza i ocena poziomu, dynamiki i struktury w latach 1995-2012*, „Zeszyty Naukowe WSB we Wrocławiu”, Nr 6(44).
- Redo M. (2015a), *Analiza poziomu i struktury rezerw dewizowych w Polsce w latach 1998-2014*, „Zeszyty Naukowe WSB we Wrocławiu”, Nr 4 (15).
- Redo M. (2015b), *Znaczenie poziomu kursu konwersji na euro oraz kursu centralnego do euro w mechanizmie kursowym ERM II dla gospodarki Polski*, „The WSB Research Journal”, Vol. 15, No. 7, December.
- Redo M. (2016a), *Sustaining government budget deficits as a cause for the cost of public debt service increase in Western European countries in the 1995-2015 period*, „Torun International Studies”, No. 1 (9), DOI: <http://dx.doi.org/10.12775/TIS.2016.005>.
- Redo M. (2016b), *Stabilization of zloty within the Exchange Rate Mechanism II (ERM II) as an alternative for the floating exchange-rate regime and the unpopular idea for introducing euro in the Polish Society*, „Law and Administration in Post-Soviet Europe”, Volume 3, Issue 1, July, DOI: 10.1515/lape-2016-0003.
- Redo M. (2017a), *Bezpieczeństwo finansów publicznych – wpływ ekspansji fiskalnej na poziom kosztu kapitału w Polsce na tle państw Europy Środkowo-Wschodniej* [w:] Jackiewicz A., Trzaskowska-Dmoch A. (red.), *Bezpieczeństwo ekonomiczne państwa. Uwarunkowania, procesy, skutki*, CeDeWu, Warszawa.
- Redo M. (2017b), *Państwowe fundusze majątkowe źródłem (nie)stabilności dla globalnej gospodarki?* (w druku).
- Redo M. (2017c), *Ocena skuteczności elastycznej linii kredytowej MFW we wzmacnianiu bezpieczeństwa finansowego polskiej gospodarki* (w druku).
- Redo M. (2017d), *Analiza wrażliwości zapotrzebowania na aktywa rezerwowe w Polsce w latach 2004-2015* (w druku).
- Redo M. (2017e), *Analiza przyczyn niskiego wykorzystania ubezpieczającej elastycznej linii kredytowej (FCL) Międzynarodowego Funduszu Walutowego* (w druku).
- Sovereign Wealth Fund Institute (2017a), *Sovereign Wealth Fund Rankings*, January (<http://www.swfinstitute.org>).
- Sovereign Wealth Fund Institute (2017b), *Sovereign Wealth Funds – Nature & Purpose* (<http://www.swfinstitute.org>).

Swiss National Bank, *Monthly Statistical Bulletin*, January 2017.

TFUE (2012), *Traktat o funkcjonowaniu Unii Europejskiej (wersja skonsolidowana)* (Dz. Urz. UE C 326 z 26 października 2012 r.).

tradingeconomics.com

*Uchwała (1999) nr 16/1999 Zarządu Narodowego Banku Polskiego z 7 maja 1999 r. uchylająca uchwałę w sprawie wprowadzenia „Regulaminu zakupu walut obcych przez banki w Narodowym Banku Polskim”* (Dz. Urz. NBP Nr 11 z 26 maja 1999 r. poz. 16).

Urban D. (2012), *Państwowe fundusze majątkowe jako nowy element w architekturze globalnej sieci bezpieczeństwa finansowego*, „Zarządzanie i Finanse”, nr 4/2.

World Bank (2017), *World Development Indicators. World DataBank* (dostęp styczeń 2017).

World Gold Council (2017), *World Official Gold Holdings. International Financial Statistics*, January 17 (<http://www.gold.org/reserve-asset-management/statistics>).

xe.com

## ZAKOŃCZENIE

Jak pokazano w analizach dokonanych w niniejszej publikacji wiele zagrożeń bezpieczeństwa ekonomicznego państwa ma swoje źródło w jego otoczeniu międzynarodowym. Scharakteryzowane powyżej zewnętrzne zagrożenia finansowe odgrywają kluczową rolę w osiągnięciu określonego poziomu bezpieczeństwa państwa. Są niezwykle ważne z uwagi na samą skalę, w jakiej występują, a także ze względu na niezwykle skomplikowany charakter międzynarodowych relacji, w których powstają.

Zewnętrzne zagrożenia bezpieczeństwa finansowego państwa znajdują odzwierciedlenie w bilansie płatniczym. Jego poszczególne rachunki dostarczają informacji dotyczących skali i struktury międzynarodowych przepływów czynników produkcji. Ich analiza pozwala wyciągnąć daleko idące wnioski dotyczące stanu zewnętrznego bezpieczeństwa ekonomicznego państwa. Odpowiednio przeanalizowany zestaw wskaźników przybliży odpowiedź na pytanie czy dana gospodarka jest bezpieczna w obszarze finansów międzynarodowych.

Dokonane w niniejszej książce analizy ujawniły liczne problemy natury technicznej. Poddały w wątpliwość realność danych statystycznych zawartych w bilansie płatniczym. Problemy te są po części efektem niedopracowania systemów sprawozdawczości statystycznej, ale przede wszystkim negatywnych zjawisk w rzeczywistości gospodarczej. Procesy związane z tzw. luką w podatku VAT (czy ostatnio również CIT), legalna optymalizacja podatkowa czy działalność międzynarodowych spekulantów, powodują realne zagrożenie dla sytuacji płatniczej polskiej gospodarki. Polega ono nie tylko na pozbawianiu budżetu państwa dochodów z tytułu niezapłaconych, czy niesłusznie odzyskanych podatków, ale także na zniekształcaniu (niezwykle ważnej dla decydentów) informacji dotyczącej faktycznego stanu gospodarki.

Członkostwo Polski w Unii Europejskiej skutkuje nie tylko rzeczywistymi korzyściami, polegającymi na wykorzystaniu szerokiego strumienia funduszy, ale również szczególną sytuacją w bilansie płatniczym. Okazuje się bowiem, że napływające środki unijne są obecnie głównym stabilizatorem zewnętrznej sytuacji płatniczej gospodarki. Realne niebezpieczeństwo ograniczenia napływu funduszy europejskich stanowi zatem jedno z głównych zagrożeń finansowych bezpieczeństwa ekonomicznego polskiego państwa.

Silne umiędzynarodowienie gospodarki generuje dodatkowe niebezpieczeństwa. Obecność w Polsce międzynarodowych koncernów z reguły odbierana jest

pozytywnie, jednak przy wszystkich korzyściach z ich działalności, należy zdawać sobie sprawę z zagrożeń, jakie mogą powodować. Bogate doświadczenie, kapitał i powiązania wielu z tych korporacji, pozwalają optymalizować działalność gospodarczą na poziomie niedostępnym dla krajowych podmiotów. Szerokie kontakty międzynarodowe, wyspecjalizowane, doświadczony sztaby prawników i specjalistów podatkowych, pozwalają im oszczędzać miliardy na płaceniu znikomych podatków, odbierając wpływy krajowym budżetom.

Wysoki i dynamicznie rosnący poziom zagranicznych zobowiązań polskiej gospodarki świadczy o jej silnym uzależnieniu od zewnętrznego kapitału. Obce podmioty na stałe wpisały się w obraz rzeczywistości gospodarczej. W ich posiadaniu znajduje się istotna część czynników produkcji, rynku kapitałowego, czy długu publicznego. Sytuacja taka nie jest w skali europejskiej czymś wyjątkowym, trzeba jednak zdawać sobie sprawę z zagrożeń, jakie może generować, by być w stanie je monitorować i próbować ograniczyć siłę ich oddziaływania.

Problem zadłużenia zagranicznego narasta z dekady na dekadę, generując liczne zagrożenia dla bezpieczeństwa finansowego państw i stabilności światowej gospodarki. I choć największe długi zagraniczne posiadają państwa wysoko rozwinięte, to ciężą one w największym stopniu na gospodarkach rozwijających się, wzmagając i tak wyższe w ich przypadku ryzyko inwestycyjne. Hamują tym ich rozwój gospodarczy i osłabiają zdolność do nadrobienia dystansu rozwojowego wobec państw rozwiniętych, obniżają ich stabilność i powodują większą wrażliwość na zjawiska kryzysowe, w szczególności szoki zewnętrzne, i jeszcze bardziej wzmagają ich uzależnienie finansowe od podmiotów zewnętrznych, co zniechęca je do dalszych mało skutecznych wyrzeczeń. Towarzysząca temu frustracja rozluźnia dyscyplinę w politykach gospodarczych wielu państw i powoduje radykalizację poglądów, stwarzając podatny grunt dla populistów i zmian na scenie politycznej, zagrażających dotychczasowemu porządkowi świata i systemowi wartości. Powyższe prowadzi również do tolerancji coraz większego ryzyka (potęgując wskazane zagrożenia) oraz aprobaty nieakceptowanych dotąd w przestrzeni międzynarodowej zachowań. Świadomość nieskuteczności międzynarodowej pomocy obniża dodatkowo jej efektywność i osłabia działania na rzecz faktycznego rozwiązania problemu piętrzącego się zadłużenia. Paradoksalnie redukcje stóp procentowych do historycznie niskich poziomów, luzowanie ilościowe na masową skalę i wzrost długów publicznych, które miały złagodzić skutki kryzysu z 2008 r., ułatwiając dostęp do kapitału, doprowadzą do spotęgowania problemu zadłużenia na świecie w następnych dekadach, za co w największym stopniu zapłacą mniej wiarygodne gospodarki wschodzące o silnej zewnętrznej ekspozycji.

Rosnące powiązania ekonomiczne i finansowe w dalece zglobalizowanej gospodarce światowej o nieograniczonych, jak się wydaje, źródłach finansowania kreatywnie pomnażanym kapitałem w świecie wirtualnej inżynierii rynków finansowych, pogłębiają nawarstwianie się nierównowag zewnętrznych. Silne uzależnienie od importu, zagranicznych rynków zbytu, a przede wszystkim zagranicznego finansowania rozwoju i coraz większych długów, powoduje wzrost wrażliwości gospodarek państw na zjawiska zewnętrzne, znajdujące się całkowicie poza ich kontrolą, a stanowiące realne zagrożenie dla ich dotychczasowego funkcjonowania. Dlatego tak ważne jest dziś bieżące monitorowanie ekspozycji państwa na zewnętrzne ryzyka i odpowiednie zabezpieczenie jego zewnętrznej wypłacalności. Gospodarki różnią się zapotrzebowaniem na rezerwową płynność oraz dostępnością do jej źródeł, zarówno dziś, jak i co ważniejsze w sytuacjach kryzysowych, co utrudnia wskazanie właściwego poziomu zabezpieczenia finansowego dla poszczególnych z nich. I choć głównym zabezpieczeniem zewnętrznej wypłacalności gospodarki są wciąż oficjalne aktywa rezerwowe (w szczególności w przypadku gospodarek rozwijających się), to XXI wiek przyniósł rozwój nowych elementów systemu bezpieczeństwa finansowego. Spopularyzowały się państwowe fundusze majątkowe (i nastąpił znaczny wzrost ich zasobności), miliardowe linie kredytowe w Międzynarodowym Funduszu Walutowym oraz swapy walutowe pomiędzy bankami centralnymi. W Polsce przez kilkanaście lat zbliżoną funkcję zabezpieczającą i wzmacniającą wiarygodność pełniły (i w uszczuplonej o połowę wielkości jeszcze pełnią) aktywa otwartych funduszy emerytalnych, w których 16,4 mln Polaków w latach 1999-2013 zgromadziło 299,6 mld zł.

Dlatego umiejętne szacowanie bieżącego zapotrzebowania na zewnętrzne finansowanie, krytyczne monitorowanie dostępności do niego w sytuacji szoku, i w razie konieczności odpowiednie wzmocnienie aktywami rezerwowymi, jest dziś konieczne w każdej gospodarce. Stanowi bowiem o ryzyku inwestycyjnym, co inwestorzy wyjątkowo trafnie wyceniają w żądanej premii za ryzyko, znajdującej odzwierciedlenie w koszcie zewnętrznego finansowania (a tym samym i dostępności do niego), decydującego dalej o możliwościach i perspektywach rozwojowych gospodarki. Właściwe dopasowanie poziomu aktywów rezerwowych do wielkości i specyfiki zewnętrznej ekspozycji gospodarki (zwłaszcza rozwijającej się) determinuje rynkowy koszt kapitału, zdolność kredytową podmiotów gospodarczych, poziom konsumpcji i inwestycji.

Z biegiem dekad okazało się paradoksalnie, że aktywa rezerwowe, mające pełnić w pojedynczej gospodarce rolę amortyzatorów w sytuacjach kryzysowych, stały się same w sobie źródłem poważnych zagrożeń (także o charakterze politycz-

nym) i nawarstwiania nierównowag zewnętrznych. Dynamiczny ich wzrost w części państw (głównie naftowych i silnie rozwijających się) doprowadził do zgromadzenia w rękach pojedynczych gospodarek rezerw walutowych sięgających setek miliardów USD i/lub przekraczających ich roczne PKB. Pamiętać należy, że za funduszami tymi stoją coraz silniejsze finansowo państwa ze swoim partykularnymi interesami gospodarczymi i politycznymi aspiracjami oraz determinacją i coraz zasobniejszymi możliwościami, by je realizować. A w przypadku co najmniej części z nich także daleką nieprzewidywalnością, zwłaszcza w sytuacjach napięć. Póki co strategia inwestycyjna w zakresie rezerw walutowych wydaje się być względnie stabilna, jednak wzrost aktywności w tym zakresie może być niebezpiecznym źródłem wzrostu niestabilności na światowych rynkach finansowych i załóżkiem kolejnych globalnych kryzysów. W sytuacji nadmiernego obciążenia rosnącymi długami hamującymi rozwój gospodarczy na świecie, akceptacji coraz wyższego poziomu ryzyka, niskiej dochodowości aktywów rezerwowych, kwestią czasu wydaje się wzrost zainteresowania instrumentami pochodnymi wśród zarządzających tak dużymi aktywami, stwarzający źródło nieprzewidywalnych dziś zewnętrznych zagrożeń finansowych.

Trzeba więc zdawać sobie sprawę z silnej zewnętrznej ekspozycji polskiej gospodarki, wzmagającej jej wrażliwość na szoki i ograniczającej jej odporność na nie, co m.in. tłumaczy wyższą wycenę ryzyka inwestycyjnego na tle innych gospodarek. Polska należy do grupy państw rozwijających się, a więc z zasady posiadających niższą wiarygodność, czyli i niższą zdolność kredytową niż wysoko rozwinięte gospodarki np. Zachodniej Europy. Nie może być więc z nimi pod tym względem porównywana. Wysoko rozwinięte gospodarki mimo znacznie większych długów (zagranicznych, publicznych czy prywatnych) i znacznie silniejszych powiązań międzynarodowych, będą zawsze i tak lepszym miejscem do inwestowania kapitału i przeczekania trudnych chwil w sytuacjach zawirowań. Stoi za tym m.in. nieporównywalna wielkość i głębokość ich rynków finansowych, a także większa wiarygodność polityczna. Dodatkowo oryginalne i radykalne działania niektórych państw po ostatnim kryzysie powodować będą w przyszłości jeszcze szybszy i silniejszy odpływ kapitału z gospodarek wschodzących w sytuacji szoków z obawy przed podjęciem przez nie równie niekonwencjonalnych środków łagodzących skutki kryzysu. Wzmagać to więc będzie dodatkowo w ich przypadku premię za ryzyko.

O silnej ekspozycji polskiej gospodarki świadczą m.in. względnie wysoka ujemna międzynarodowa pozycja inwestycyjna (wynosząca na koniec 2015 r. -1,1 bln zł), względnie wysokie pasywa zagraniczne polskiej gospodarki (przekraczające 2 bln zł; 2015), względnie wysokie zadłużenie zagraniczne (69% PKB na koniec 2015 r., tj. prawie 1,3 bln zł, w tym 143 mld zł to zadłużenie krótkoterminowe), silne



powiązania zagraniczne banków (zobowiązania sektora bankowego wobec nierezydentów wynosiły na koniec 2015 r. 235 mld zł), silne uzależnienie wzrostu gospodarczego od zagranicznych rynków zbytu, a więc i kursu walutowego (eksport towarów i usług wyniósł w 2015 r. 49% PKB Polski, tj. 890 mld zł), uzależnienie od importu surowców, a także od importu dóbr konsumpcyjnych oraz inwestycyjnych (w efekcie niskiego technologicznego zaawansowania gospodarki, utrudniającego poprawę *terms of trade* polskiej wymiany handlowej; import towarów i usług wyniósł w 2015 r. 835 mld zł), silne uzależnienie dodatniego salda bilansu płatniczego w Polsce od napływu funduszy unijnych (w obecnej perspektywie finansowej 2014-2020 dla Polski przewidzianych jest 82,5 mld EUR, czyli o 10 mld EUR więcej niż w poprzedniej), względnie wysoka wartość zagranicznych inwestycji portfelowych w Polsce i względnie wysoki udział zagranicznych inwestorów w krajowym (dużym na tle regionu państw Europy Środkowo-Wschodniej) rynku finansowym (na koniec 2015 r. byli oni m.in. w posiadaniu obligacji skarbowych wyemitowanych na rynku krajowym o wartości 211 mld zł oraz wyemitowanych na rynkach zagranicznych o wartości 237 mld zł, a także akcji notowanych na warszawskiej GPW o wartości 145 mld zł), i wreszcie silna zmienność kursu złotego na przestrzeni lat (euro kosztowało prawie 5 zł nie tylko w lutym 2009 r., ale również w lutym 2004 r., a z kolei w połowie 2001 r. i w połowie 2008 r. kosztowało odpowiednio ok. 3,4 zł i 3,2 zł). Przy tak silnych zagranicznych powiązaniach i uzależnieniach polskiej gospodarki oraz wobec wysokiej amplitudy wahań kursu walutowego na przestrzeni lat, oficjalne aktywa rezerwowe w Polsce nie wydają się już tak wysokie (98 mld EUR; maj 2017). Nie zmienia tego nawet doliczenie wartości posiadanej wciąż przez Polskę elastycznej linii kredytowej w MFW (6,5 mld SDR; 2017) i uwzględnienie swego rodzaju buforu bezpieczeństwa w postaci pozostałych jeszcze aktywów OFE (173 mld zł; maj 2017 r.). To m.in. dlatego koszt kapitału w Polsce należy do najwyższych nawet wśród państw Europy Środkowo-Wschodniej – inwestorzy uwzględniają bowiem powyższe czynniki w żądanej premii za ryzyko.