

*Konrad Sobański**

BILANS PŁATNICZY A ZMIANY MIĘDZYNARODOWEJ POZYCJI INWESTYCYJNEJ W KRAJACH EUROPY ŚRODKOWO-WSCHODNIEJ

1. Wstęp

Bilans płatniczy gospodarki przypomina w pewnym uproszczeniu rachunek przepływów pieniężnych przedsiębiorstwa. Obydwa sprawozdania prezentują napływające i odpływające strumienie finansowe, przy czym rachunek przepływów pieniężnych odnosi się do pojedynczego podmiotu, a bilans płatniczy do szerokiej grupy podmiotów krajowych, tj. rezydentów. Bilans obrotów bieżących (z wyłączeniem rachunku dochodów kapitałowych i transferów bieżących) można porównać do rachunku przepływów z działalności operacyjnej – pokazuje on bieżące transakcje eksportowe (sprzedażowe) i importowe (zakupowe) rezydentów z nierezydentami. Inwestycje dokonane przez podmioty krajowe (część obrotów rachunku kapitałowego i finansowego) oraz otrzymywane przez nie dochody kapitałowe i przekazywane przez nie transfery bieżące tworzą swoisty rachunek przepływów z działalności inwestycyjnej gospodarki. Z kolei inwestycje napływające, dochody kapitałowe nierezydentów oraz otrzymywane z zagranicy transfery bieżące można traktować jak przepływy z działalności finansowej gospodarki. Odpowiednikami zmian środków pieniężnych firmy są zmiany aktywów rezerwowych gospodarki.

Podobnie jak przepływy pieniężne determinują aktywa i pasywa przedsiębiorstwa, tak przepływy ujęte w bilansie płatniczym wpływają na zmiany międzynarodowej pozycji inwestycyjnej – swego rodzaju bilansu gospodarki. Dla przykładu, kraje, które mają ciągłe deficyty na rachunku obrotów bieżących, zwiększają pasywa zagraniczne lub pomniejszają aktywa rezerwowe, a w rezultacie pogarszają swoją międzynarodową pozycję inwestycyjną netto. Taka współzależność jest widoczna w krajach Europy Środkowo-Wschodniej. Chociaż występowanie deficytów obrotów bieżących finansowanych dodatnim saldem rachunku kapitałowego i finansowego jest uznawane za stan normalny w krajach rozwijających się¹, należy badać ryzyko związane z takim stanem rzeczy.

* Mgr, asystent w Katedrze Finansów Międzynarodowych Akademii Ekonomicznej w Poznaniu.

¹ Por. hipoteza faz rozwoju [w:] D. Gotz-Kozierkiewicz, *Deficyt rachunku obrotów bieżących w gospodarce transformowanej-objektywne przesłanki a polityka makroekonomiczna*, „*Ekonomista*” 2002, nr 3.

Celem opracowania jest analiza bilansu płatniczego i jego wpływu na międzynarodową pozycję inwestycyjną oraz wybrane wskaźniki bezpieczeństwa dla sektora zewnętrznego krajów Europy Środkowo-Wschodniej (EŚW) w okresie 1996–2006. Analizie poddano kraje EŚW zaliczane do gospodarek o tzw. wyższym średnim dochodzie (*upper middle income* w ramach klasyfikacji Banku Światowego) według danych za 2005 r. oraz Bułgarię².

Układ tekstu jest następujący. Punkt drugi przedstawia dynamikę i strukturę bilansu płatniczego analizowanej grupy krajów w okresie 1996–2006. W trzeciej części zaprezentowano zmiany międzynarodowej pozycji inwestycyjnej. Rozdział czwarty zawiera prezentację kształtowania się wybranych wskaźników opisujących pozycję międzynarodową krajów EŚW. W ostatniej części zawarto uwagi podsumowujące analizę.

2. Tendencje w bilansie płatniczym krajów Europy Środkowo-Wschodniej

Bilans płatniczy grupy krajów EŚW w okresie 1996–2006 charakteryzował się relatywnie wysokim deficytem obrotów bieżących (311,4 mld USD, co stanowiło 5,4% produktu krajowego brutto wszystkich analizowanych krajów w tym okresie)³. Deficyt ten finansowany był napływem kapitału zagranicznego (426,9 mld USD, co stanowiło 7,4% PKB wszystkich analizowanych krajów)⁴. Tym samym wskaźnik pokrycia deficytu obrotów bieżących napływem kapitału netto znalazł się na poziomie 137% (w poszczególnych latach wahał się w przedziale 113–180%). Ujemne saldo na rachunku obrotów bieżących wzrosło z –4,4% PKB w 1996 r. do –6,2% PKB w 2006 r., natomiast saldo rachunku finansowego i kapitałowego w relacji do PKB zwiększyło się w tym okresie o 2,9 punktu procentowego do poziomu 7,9% PKB (rys. 1).

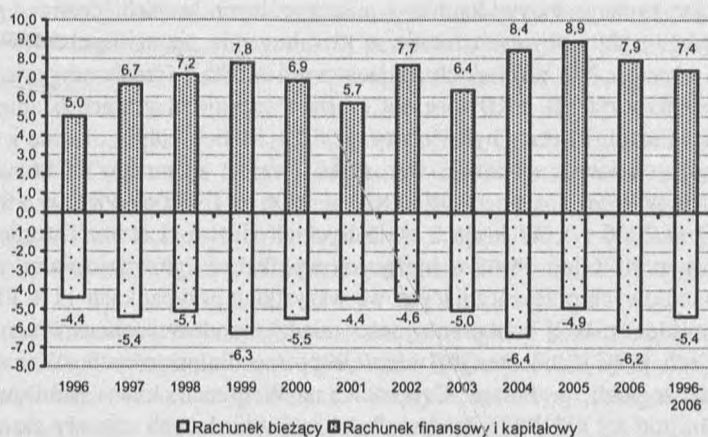
2.1. Obroty bieżące

Głównym źródłem deficytu rachunku bieżącego w latach 1996–2006 było ujemne saldo bilansu handlowego, które wyniosło –354,4 mld USD (–6,1% PKB). Deficyt handlowy stopniowo zmniejszył się z poziomu –6,9% PKB w 1996 r. do –5,6% w 2006 r., co wskazuje na pewną poprawę konkurencyjności międzynarodowej regionu (wynika to w głównej mierze z poprawy bilansu handlowego w największych gospodarkach EŚW: Polsce i Czechach). Istotnym czynnikiem determinującym rachunek bieżący było również niekorzystne saldo rachunku dochodów, tj. –167,6 mld USD (–2,9% PKB). Dochody netto nierezydentów w relacji do PKB wzrosły o 2,9 punktu procentowego do poziomu 4,2% PKB. Było to wynikiem sukcesywnego wzrostu zaangażowania kapitałowego nierezydentów w gospodarkach EŚW (wzrostu skumulowanego napływu zagranicznych inwestycji bezpośrednich, portfelowych i pozostałych).

² Oznacza to, że do analizowanej grupy zaliczono wszystkie kraje Europy Środkowo-Wschodniej, których produkt narodowy brutto *per capita* w 2005 r. wyniósł co najmniej 3450 USD z wyłączeniem Rosji.

³ Zagregowane dane dla regionu obliczono na podstawie danych dla poszczególnych krajów. W związku z brakiem danych na temat obrotów bilansu płatniczego pomiędzy krajami regionu zagregowane dane nie zostały skorygowane o obroty wewnątrzgrupowe.

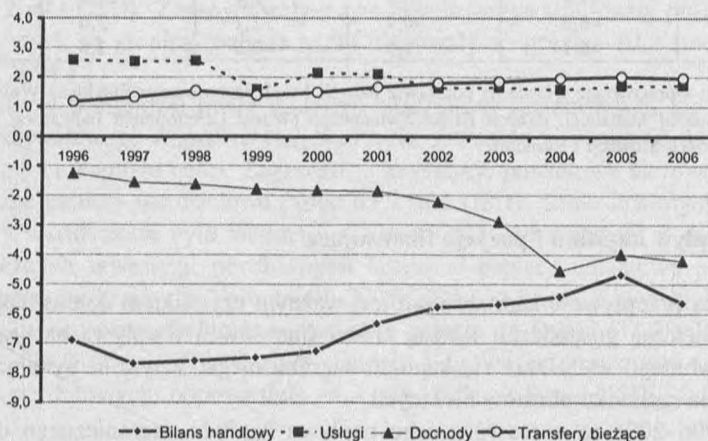
⁴ Saldo błędów i opuszczeń bilansu płatniczego zaliczono do przepływów finansowych i kapitałowych.



Rys. 1. Saldo rachunku obrotów bieżących oraz rachunku finansowego i kapitałowego w relacji do PKB dla grupy krajów EŚW w latach 1996–2006 (%)

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Międzynarodowego Funduszu Walutowego (International Financial Statistics), danych Banku Światowego (World Development Indicators) oraz danych banków centralnych Słowacji i Rumunii.

Bilans usług charakteryzował się nadwyżką (110,3 mld USD, czyli 1,9% PKB) i odgrywał pozytywną rolę w kształtowaniu salda rachunku bieżącego. Saldo usług zmniejszyło się jednak z poziomu 2,6% PKB w 1996 r. do 1,7% PKB w 2006 r. Transfery bieżące (100,4 mld USD, tj. 1,7% PKB) zmniejszyły deficyt rachunku bieżącego, wykazując przy tym stałą tendencję wzrostową (rys. 2).



Rys. 2. Składniki rachunku obrotów bieżących w relacji do PKB dla grupy krajów EŚW w latach 1996–2006 (%)

Źródło: Jak na rys. 1.

Analizując sytuację indywidualnie w poszczególnych krajach, dostrzec można szereg podobieństw, ale i pewnych różnic w kształtowaniu się salda obrotów bieżących w badanym okresie. We wszystkich krajach poza Polską i Czechami deficyt obrotów bieżących przekroczył 5% PKB (poziom często uważany za granicę bezpieczeństwa). W przypadku Estonii i Łotwy był większy niż 10% PKB w całym okresie i wykazywał w poszczególnych latach tendencję wzrostową (wzrost ujemnego salda odpowiednio z -8,6% PKB w 1996 r. do -14,9% PKB w 2006 r. i -5,0% PKB w 1996 r. do -21,3% PKB w 2006 r.). W krajach nadbałtyckich (Litwa, Łotwa, Estonia), Bułgarii i Chorwacji ujemne saldo obrotów bieżących wynikało w głównej mierze z wysokich deficytów handlowych przekraczających we wszystkich przypadkach 11% PKB. Wskazuje to na problem niskiej konkurencyjności międzynarodowej towarów wytwarzanych w tych krajach przy jednoczesnym wzroście potrzeb importowych. W największych gospodarkach regionu, tj. Polsce, Czechach i na Węgrzech, bilans handlowy zamykał się deficytem poniżej 4% PKB. Istotne dla obrotów bieżących okazały się ujemne dochody (na Węgrzech przekroczyły one 5% PKB).

Tabela 1. Składniki rachunku bieżącego w relacji do PKB dla poszczególnych krajów EŚW w okresie 1996–2006 (%)

Kraj	Bilans handlowy	Usługi	Dochody	Transfery bieżące	Rachunek bieżący
Bulgaria	-12,6	2,9	-0,2	3,0	-6,9
Czechy	-2,6	1,4	-4,0	0,5	-4,7
Słowacja	-6,3	0,9	-3,0	0,6	-7,9
Estonia	-16,8	9,0	-4,2	1,2	-10,8
Łotwa	-18,2	4,8	-0,7	2,9	-11,2
Węgry	-3,0	1,5	-5,8	0,5	-6,9
Litwa	-11,3	3,3	-2,2	2,1	-8,2
Chorwacja	-22,6	14,0	-2,3	4,1	-6,8
Polska	-3,9	0,9	-2,1	1,8	-3,3
Rumunia	-8,3	-0,4	-2,1	3,6	-7,3
Grupa EŚW	-6,1	1,9	-2,9	2,0	-5,4

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Międzynarodowego Funduszu Walutowego (International Financial Statistics), danych Banku Światowego (World Development Indicators) oraz danych banków centralnych Słowacji i Rumunii.

2.2. Napływ kapitału i pozycje finansujące

Struktura przepływów kapitałowych jest ważnym czynnikiem determinującym stabilność zewnętrzną gospodarki. Rodzaj źródeł finansowania wpływa na prawdopodobieństwo szybkiego wycofania się kapitału zagranicznego, a tym samym nagłego dostosowania na rachunku obrotów bieżących.

Lata 1996–2006 to okres rosnącego napływu kapitału zagranicznego do regionu EŚW. Był on wynikiem postępującej transformacji gospodarczej i wzrostem atrakcyjności inwestycyjnej krajów regionu. Saldo rachunku finansowego i kapitałowego wzrosło z 18,4 mld USD (5,0% PKB) w 1996 r. do 72,1 mld USD (7,9% PKB) w 2006 r.

Kapitał napływał głównie w formie zagranicznych inwestycji bezpośrednich (265,3 mld USD, tj. 62,2% ogółu napływu netto). Z pewnością to najbezpieczniejszy sposób finansowania zagranicznego⁵. Saldo inwestycji bezpośrednich wykazywało znaczną dynamikę wzrostową i przekroczyło 40 mld USD w 2005 r. Najwięcej inwestycji netto napłynęło w całym okresie do Polski (74,2 mld USD), Czech (53,1 mld USD), Rumunii (34,6 mld USD) oraz na Węgry (33,6 mld USD). Szczególnie warto podkreślić intensywny napływ inwestycji bezpośrednich do Rumunii w latach 2004–2006 (okres przed akcesją do Unii Europejskiej) w kwocie 24,8 mld USD. W tym samym czasie do największej gospodarki regionu, tj. Polski napłynęło 28,3 mld USD inwestycji bezpośrednich.

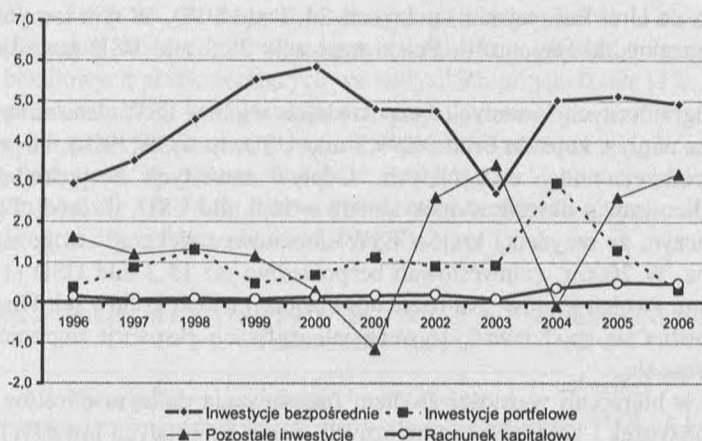
Saldo zagranicznych inwestycji bezpośrednich regionu EŚW determinowane było głównie przez napływ kapitału brutto (299,9 mld USD, tj. 5,2% PKB), co jest naturalne dla gospodarek mniej rozwiniętych. Odpływ inwestycji bezpośrednich brutto w całym analizowanym okresie wyniósł zaledwie 34,6 mld USD, tj. 0,6% PKB. Warto jednak zaznaczyć, że rezydenci krajów EŚW stopniowo zwiększali swoje zaangażowanie za granicą. W 2006 r. zainwestowali bezpośrednio już 15,3 mld USD (1,7% PKB) poza granicami swoich krajów. Na bazie doświadczeń takich krajów jak Hiszpania czy Portugalia można się spodziewać, że trend intensyfikacji ekspansji zagranicznej rezydentów utrzyma się.

Drugim w hierarchii ważności źródłem finansowania deficytu obrotów bieżących był napływ pożyczek i kredytów zagranicznych. Saldo pozostałych inwestycji dla okresu 1996–2006 wyniosło 97,6 mld USD, tj. 22,9% ogółu napływu kapitału netto. Intensyfikacja napływu kredytów netto nastąpiła w latach 2005–2006 (50,0 mld USD). Największą kwotę kredytów netto, tj. 29,1 mld USD otrzymała Rumunia, z czego w okresie przedakcesyjnym 2004–2006 napłynęło 20,4 mld USD. Najwięcej kredytów netto w relacji do PKB napłynęło natomiast na Łotwę (11,7 mld USD, tj. 10,4% PKB). Jedynym krajem, który zarejestrował odpływ pozostałych inwestycji była Polska (saldo –3,2 mld USD). Zadecydowały o tym przede wszystkim lokaty polskich instytucji finansowych za granicą (polskie banki ulokowały za granicą 10,4 mld USD tylko w samym 2004 r.).

Inwestycje portfelowe miały mniejsze znacznie w kształtowaniu rachunku finansowego i kapitałowego w analizowanym okresie. Ich saldo wyniosło 62,0 mld USD, tj. 14,5% napływu kapitału netto. Zagraniczne inwestycje portfelowe kierowały się głównie w dłużne papiery wartościowe (saldo 63,7 mld USD). Saldo inwestycji w udziałowe papiery wartościowe było ujemne (–1,7 mld USD), co wynikało w dużym stopniu z zagranicznych inwestycji portfelowych brutto w papiery udziałowe poczynionych przez rezydentów krajów EŚW w latach 2004–2006 (14,8 mld USD). Najwięcej kapitału portfelowego netto napłynęło w badanym okresie do Polski (32,2 mld USD) oraz na Węgry (26,0 mld USD). Czechy, Estonia i Łotwa zarejestrowały ujemne saldo inwestycji portfelowych: odpowiednio –4,4 mld USD, –1,9 mld USD, –0,9 mld USD.

⁵ Por. N. Roubini, P. Wachtel, *Current Account Sustainability in Transition Economies*, [w:] *Balance of Payments, Exchange Rates, and Competitiveness in Transition Economies*, ed. M. Blejer, M. Skreb, Kluwer Academic Publishers, 1999, s. 26–27.

Saldo rozliczeń transakcji pochodnych wyniosło -2,1 mld USD, a statystyczne błędy i opuszczenia 10,8 mld USD. Warto podkreślić, że derywaty zaczęły być wykorzystywane na większą skalę w zarządzaniu ryzykiem czy spekulacji przez rezydentów krajów EŚW (w szczególności na Węgrzech) począwszy od 2002 r., co pokazują międzynarodowe obroty tymi instrumentami finansowymi.



Rys. 3. Wybrane składniki rachunku finansowego i kapitałowego w relacji do PKB dla grupy krajów EŚW w latach 1996–2006 (%)

Źródło: Jak na rys. 1.

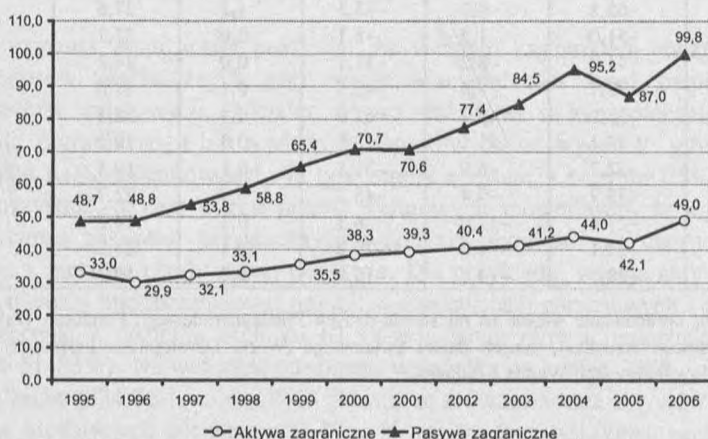
Tabela 2. Składniki rachunku finansowego i kapitałowego w relacji do PKB dla poszczególnych krajów EŚW w okresie 1996–2006 (%)

Kraj	Inwestycje			Rachunek kapitałowy	Derywaty	Błędy i opuszczenia	Razem
	bezpośrednie	portfelowe	pozostałe				
Bulgaria	9,8	1,0	2,6	0,4	-0,2	-0,7	12,9
Czechy	5,9	-0,5	0,7	0,0	-0,1	0,3	6,3
Słowacja	6,1	1,1	2,1	0,2	0,0	1,0	10,5
Estonia	7,0	-2,1	7,5	0,9	0,0	-0,1	13,1
Łotwa	4,6	-0,8	10,4	0,7	0,0	-0,3	14,6
Węgry	4,4	3,4	0,6	0,4	0,2	-1,0	8,1
Litwa	3,6	0,7	5,1	0,6	0,0	0,6	10,6
Chorwacja	4,7	0,8	7,3	0,2	0,0	-3,1	9,9
Polska	3,2	1,4	-0,1	0,2	-0,1	-0,1	4,5
Rumunia	5,5	0,4	4,6	0,3	0,0	0,5	11,3
Grupa EŚW	4,6	1,1	1,7	0,3	0,0	-0,2	7,4

Źródło: Jak w tab. 1.

3. Zmiany międzynarodowej pozycji inwestycyjnej

Ujemne saldo rachunku bieżącego powoduje wzrost zobowiązań wobec nierezydentów lub spadek aktywów rezerwowych. W rezultacie rosną pasywa zagraniczne netto. Współzależność ta była dobrze widoczna w krajach EŚW. Od końca 1995 do końca 2006 r. zwiększyły one ujemną pozycję inwestycyjną netto w relacji do PKB o 35,1 punktu procentowego do poziomu -50,8% PKB (-463,4 mld USD)⁶. Podczas gdy relacja aktywów zagranicznych do PKB wzrosła o 16 punktów procentowych, relacja pasywów zagranicznych zwiększyła się aż o 51,1 punktu procentowego.



Rys. 4. Aktywa i pasywa zagraniczne w relacji do PKB dla grupy krajów EŚW w latach 1995–2006 (dane na koniec roku, %)

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Międzynarodowego Funduszu Walutowego (International Financial Statistics), danych Banku Światowego (World Development Indicators) oraz danych banków centralnych Słowacji, Węgier i Bułgarii.

Zmiany te były wynikiem wzrostu ujemnej pozycji przede wszystkim w inwestycjach bezpośrednich (z -8,1 do -39,7% PKB). Ujemna pozycja w inwestycjach portfelowych w relacji do PKB wzrosła o 4,5 punktu procentowego do poziomu -14,2% PKB, a ujemna pozycja w inwestycjach pozostałych zwiększyła się o 4,2 punktu procentowego do poziomu -16,9% PKB. W związku z dominującym znaczeniem inwestycji bezpośrednich w strukturze finansowania zewnętrznego nie zarejestrowano znacznego zwiększenia długu zagranicznego. Absolutny poziom zadłużenia zagranicznego

⁶ Ze względu na brak oficjalnych danych międzynarodowa pozycja inwestycyjna Bułgarii oraz Chorwacji na koniec 1995, 1996, 1997 r. została oszacowana na podstawie danych o międzynarodowej pozycji inwestycyjnej z końca 1998 r. oraz danych bilansu płatniczego za lata 1996–1998. Podobne szacunki na koniec 1995 r. dotyczą Estonii. Międzynarodowa pozycja inwestycyjna Polski na koniec 2006 r. została oszacowana na podstawie danych o międzynarodowej pozycji inwestycyjnej z końca 2005 r. oraz danych bilansu płatniczego za rok 2006. W rezultacie oszacowane kwoty nie uwzględniają zmian z tytułu wyceny.

wzrósł od końca 1995 do końca 2006 r. z 132,0 do 427,7 mld USD, natomiast relacja długu do PKB w związku ze wzrostem produktu krajowego o 166% zwiększyła się tylko z 38,5 do 46,9%. Stopa zadłużenia netto wzrosła o 6,1 punktu procentowego do poziomu 27,8% PKB⁷.

Tabela 3. Składniki międzynarodowej pozycji inwestycyjnej netto w relacji do PKB dla poszczególnych krajów EŚW na koniec 2006 r. (%)

Kraj	Inwestycje			Derywaty	Aktywa rezerwowe	Międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto
	bezpośrednie	portfelowe	pozostałe			
Bulgaria	-65,2	-6,2	-23,3	1,2	37,6	-55,8
Czechy	-51,0	1,5	-8,1	0,6	22,1	-34,9
Słowacja	-44,0	-8,2	-17,1	0,0	24,2	-45,1
Estonia	-77,7	5,6	-45,3	0,1	17,0	-100,3
Łotwa	-35,2	2,4	-62,0	0,1	22,4	-72,2
Węgry	-59,1	-51,1	-15,8	-0,3	19,1	-107,2
Litwa	-32,7	-6,9	-31,1	0,1	19,4	-51,2
Chorwacja	-35,7	-9,4	-45,3	0,0	22,7	-67,6
Polska	-27,4	-17,0	-8,3	0,3	14,3	-38,2
Rumunia	-33,1	-4,0	-25,2	0,1	24,7	-37,4
Grupa EŚW	-39,7	-14,2	-16,9	0,2	19,7	-50,8

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Międzynarodowego Funduszu Walutowego (International Financial Statistics), danych Banku Światowego (World Development Indicators) oraz danych banków centralnych Słowacji, Węgier i Bułgarii.

W analizowanym okresie największe zmiany międzynarodowej pozycji inwestycyjnej netto nastąpiły w Estonii. Ujemna pozycja inwestycyjna w relacji do PKB pogłębiła się w tym okresie o 93,8 punktu procentowego do poziomu -100,3% PKB (-16,5 mld USD). Wynikało to głównie ze zmiany pozycji netto w inwestycjach bezpośrednich (zmiana o 63,7 punktu procentowego do poziomu -77,7% PKB), co należy ocenić pozytywnie. Duże zmiany nastąpiły również na Łotwie (zmiana o 70,7 punktu procentowego do poziomu -72,2% PKB, tj. -14,5 mld USD), ale w tym przypadku było to w większym stopniu wynikiem skumulowania kredytów i pożyczek zagranicznych. Wśród największych gospodarek regionu przewaga pasywów zagranicznych nad aktywami zagranicznymi widoczna jest w szczególności na Węgrzech. Na koniec 2006 r. ujemna pozycja inwestycyjna netto wyniosła -107,2% PKB i wynikała w znacznym stopniu z ujemnej pozycji w inwestycjach bezpośrednich (-59,1% PKB) oraz dużych inwestycjach portfelowych (-37,8% PKB). W Polsce i Czechach ujemna pozycja inwestycyjna netto nie przekroczyła na koniec 2006 r. 40% PKB. W Czechach dominujące znaczenie inwestycji bezpośrednich wśród źródeł finansowania wpłynęło na pogłębienie

⁷ Dług zagraniczny brutto nie obejmuje zadłużenia zagranicznego zaciągniętego w ramach bezpośrednich inwestycji zagranicznych. Dług zagraniczny netto (międzynarodowa pozycja netto w inwestycjach portfelowych w dłużne papiery wartościowe i pozostałych inwestycjach) stanowi różnicę pomiędzy zadłużeniem zagranicznym brutto a aktywami zagranicznymi w postaci dłużnych inwestycji portfelowych i pozostałych inwestycji rezydentów za granicą.

nie ujemnej pozycji w inwestycjach bezpośrednich w relacji do PKB o 38,3 punktu procentowego do poziomu -51,0% PKB. W Polsce obok inwestycji bezpośrednich istotnym źródłem finansowania zewnętrznego był napływ kapitału portfelowego, co widoczne jest w pozycji netto w tych inwestycjach na koniec analizowanego okresu (odpowiednio -27,4% PKB oraz -17,0% PKB).

W związku z tym, że napływ kapitału zagranicznego do regionu przewyższał deficyt obrotów bieżących, zarejestrowano wzrost oficjalnych aktywów rezerwowych od końca 1995 do końca 1996 r. z poziomu 51,1 mld USD (14,9% PKB) do 179,7 mld USD (19,7% PKB).

4. Wskaźniki pozycji międzynarodowej

Liczne badania empiryczne pokazują, że ważnym czynnikiem uwzględnianym przez inwestorów zagranicznych przy ocenie wiarygodności danej gospodarki jest wysokość rezerw walutowych. Oficjalne aktywa rezerwowe są zabezpieczeniem obsługi zadłużenia zagranicznego lub wydatków importowych na wypadek, gdyby napływ kapitału został nagle zahamowany⁸. W tym aspekcie sytuacja regionu EŚW przedstawiała się korzystnie. Szybki wzrost rezerw walutowych spowodował, że mimo znacznego zwiększenia pasywów zagranicznych wskaźniki płynności nie uległy istotnemu pogorszeniu, a niektóre uległy nawet poprawie. Dla przykładu, relacja aktywów rezerwowych do ujemnej międzynarodowej pozycji w inwestycjach portfelowych i pozostałych spadła nieznacznie z poziomu 66,6 do 63,5% (w całym okresie wskaźnik wahał się w przedziale 61–83%). Najwyższym poziomem wskaźnika na koniec 2006 r. charakteryzowały się Czechy (334,7%), co wynikało głównie ze zrównoważenia aktywów i pasywów tego kraju w inwestycjach portfelowych. Wysoki poziom tego wskaźnika zarejestrowano również w Bułgarii (127,9%) oraz na Słowacji (95,6%). Najgorzej relacja ta na koniec 2006 r. kształtowała się na Węgrzech (28,5%), co było rezultatem wysokiej ujemnej pozycji w inwestycjach portfelowych tego kraju (-57,8 mld USD, tj. -51,1% PKB).

Wskaźnik pokrycia miesięcznego importu przez aktywa rezerwowe dla regionu EŚW również uległ tylko niewielkiemu obniżeniu. Podczas gdy kraje regionu mogły na początek badanego okresu sfinansować z aktywów rezerwowych niemalże pięciomiesięczny import, to na koniec 2006 r. czteromiesięczny. Najlepiej na koniec 2006 r. kształtowała się w tym aspekcie sytuacja Rumunii, która była w stanie sfinansować z rezerw ponad półroczny import. Najmniejsze zdolności w tym zakresie miała Estonia (możliwość pokrycia tylko dwumiesięcznych wydatków importowych).

Poprawie uległ w analizowanym okresie wskaźnik pokrycia zadłużenia zagranicznego przez aktywa rezerwowe dla całego regionu. Wzrósł on o 3,3 punktu procentowego do 42,0% na koniec analizowanego okresu. Najwyższy poziom tej relacji na koniec 2006 r. zarejestrowano w Rumunii, Czechach i Bułgarii, a najniższy w Estonii, Łotwie i na Węgrzech.

⁸ G. M. Milesi-Ferretti, A. Razin, *Current Account Reversals and Currency Crises: Empirical Regularities*, Working Paper 98/89, International Monetary Fund, 1998, s. 26; G. M. Milesi-Ferretti, A. Razin, *Sharp Reductions in Current Account Deficits: An Empirical Analysis*, IMF Working Paper No. 97/168, 1997, s. 9-10; J. Frankel, A. Rose, *Currency Crashes in Emerging Markets: Empirical Indicators*, CEPR Discussion Papers 1349, 1996, s. 18.

Tabela 4. Podstawowe wskaźniki sektora zewnętrznego dla grupy krajów EŚW w latach 1995–2006 (dane na koniec roku)

1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Aktywa rezerwowe do ujemnej międzynarodowej pozycji netto w inwestycjach portfelowych i pozostałych (%)											
66,6	61,4	63,6	65,1	65,9	71,3	82,7	78,8	68,4	62,1	66,1	63,5
Aktywa rezerwowe do importu w miesiącach											
4,7	4,1	4,0	4,4	4,6	4,4	4,2	4,9	4,7	4,3	4,2	4,0
Aktywa rezerwowe do długu brutto (%)											
38,7	38,8	39,8	42,9	43,5	44,2	44,9	49,4	46,0	42,4	44,6	42,0
Eksport do PKB (dane za okres roczny, %)											
36,6	36,3	38,6	38,6	38,5	44,3	44,6	44,5	47,7	51,9	51,6	55,0
Eksport do długu brutto (%)											
95,0	101,0	104,2	102,8	97,5	108,7	116,7	109,7	107,3	109,2	120,2	117,2

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Międzynarodowego Funduszu Walutowego (International Financial Statistics), danych Banku Światowego (World Development Indicators) oraz danych banków centralnych Słowacji, Rumunii, Węgier i Bułgarii.

Tabela 5. Podstawowe wskaźniki sektora zewnętrznego dla poszczególnych krajów EŚW na koniec 2006 r.

Kraj	Aktywa rezerwowe do międzynarodowej pozycji netto w inwestycjach portfelowych i pozostałych (%)	Aktywa rezerwowe do importu w miesiącach	Aktywa rezerwowe do długu brutto (%)	Eksport do PKB (%)	Eksport do długu brutto (%)
Bułgaria	127,9	5,4	63,4	64,4	108,5
Czechy	334,7	3,6	63,5	75,3	215,9
Słowacja	95,6	3,2	51,6	85,3	181,9
Estonia	42,8	2,3	20,7	79,9	97,4
Łotwa	37,6	4,2	20,7	43,3	40,0
Węgry	28,5	3,0	24,9	76,9	100,5
Litwa	51,0	3,3	33,8	59,5	103,9
Chorwacja	41,6	4,8	33,7	49,8	73,9
Polska	56,4	4,1	39,9	40,7	113,4
Rumunia	84,9	6,4	68,3	33,9	93,7
Grupa EŚW	63,5	4,0	42,0	55,0	117,2

Źródło: Jak w tab. 4.

Korzystnym zjawiskiem było szybkie zwiększanie otwartości regionu EŚW. Udział eksportu towarów i usług w PKB wzrósł z poziomu 36,3% w 1996 r. do 55,0% w 2006 r. Wśród krajów EŚW najwyższym stopniem otwartości charakteryzowała się w 2006 r. Słowacja (85,3%), Estonia (79,9%), Węgry (76,9%) oraz Czechy (75,3%). Natomiast do krajów o najniższym wskaźniku otwartości w 2006 r. zaliczyć można Rumunię (33,9%), Polskę (40,7%) oraz Łotwę (43,3%).

Dzięki znacznemu wzrostowi eksportu zwiększył się wskaźnik pokrycia długu zagranicznego przez wpływy eksportowe z poziomu 95,0% na koniec 1995 r. do 117,2% na koniec 2006 r., a zatem wzrosła zdolność do obsługi zadłużenia zagranicznego w przypadku wstrzymania napływu kapitału. Z pewnością wpłynęło to pozytywnie na wiarygodność regionu. Najwyższy poziom tego wskaźnika na koniec 2006 r. wśród krajów regionu (215,9%) miały Czechy, co było wynikiem znacznej otwartości tej gospodarki oraz najniższej w regionie stopy zadłużenia zagranicznego (34,9% PKB).

5. Uwagi końcowe

Gospodarka, która przez dłuższy czas generuje deficyt obrotów bieżących (ujemne przepływy operacyjne) pokryty dodatnimi przepływami kapitałowymi, zwiększa własne ryzyko finansowe. Kapitałodawcy mogą stracić do niej zaufanie i wycofać swoje fundusze, doprowadzając tym samym do nagłego zmniejszenia aktywności gospodarczej kraju. Ryzyko to zależy w szczególności od rodzaju pasywów zagranicznych gospodarki. Zagrożenie jest znacznie mniejsze, jeżeli kapitał napływa jako inwestycje bezpośrednie aniżeli w formie kapitału portfelowego czy inwestycji pozostałych. W tym kontekście niezmiernie istotne jest ciągłe monitorowanie pozycji międzynarodowej takiej gospodarki.

Przeprowadzona analiza pokazuje, że lata 1996–2006 to okres relatywnie wysokich deficytów obrotów bieżących i rosnącego napływu kapitału zagranicznego do krajów regionu EŚW. W rezultacie istotnie wzrosły pasywa zagraniczne netto gospodarek regionu. Zmiany te były wynikiem wzrostu ujemnej pozycji przede wszystkim w inwestycjach bezpośrednich, co znacznie zmniejsza negatywny wydzźwięk pogorszenia międzynarodowej pozycji inwestycyjnej netto. Możliwość utrzymania relatywnie wysokiego deficytu obrotów bieżących powiązać można również ze wzrostem rezerw walutowych. W rezultacie pomimo znacznego zwiększenia pasywów zagranicznych wskaźniki płynności międzynarodowej (tj. relacja aktywów rezerwowych do międzynarodowej pozycji w inwestycjach portfelowych i pozostałych czy wskaźnik pokrycia miesięcznego importu przez aktywa rezerwowe) nie uległy istotnemu pogorszeniu. W przypadku pokrycia zadłużenia zagranicznego przez aktywa rezerwowe zaobserwowano poprawę. Dzięki zwiększeniu otwartości gospodarek regionu zwiększył się także wskaźnik pokrycia długu przez wpływy eksportowe, a zatem wzrosła zdolność do obsługi zadłużenia zagranicznego w przypadku wstrzymania napływu kapitału. Z pewnością korzystnie wpłynęło to na międzynarodową ocenę gospodarek EŚW.

W tym miejscu warto zastanowić się nad możliwym rozwojem sytuacji w przyszłości. Na podstawie doświadczeń takich krajów jak Hiszpania czy Portugalia po akcesji do UE można przypuszczać, że deficyty obrotów bieżących utrzymają się w gospodarkach regionu EŚW jeszcze przez dłuższy czas. W ramach postępującej transformacji gospodarczej oraz konwergencji w UE (zawłaszcza po przyjęciu euro) najprawdopodobniej spadnie ryzyko inwestycji w krajach EŚW, co doprowadzi do

zwiększenia bezpiecznego poziomu zadłużenia zagranicznego dla tych krajów⁹. W rezultacie nawet w przypadku finansowania deficytów bieżących kapitałem dłużnym nie nastąpi istotne pogorszenie oceny wiarygodności krajów regionu EŚW. Mimo to należy również pamiętać o możliwej realizacji scenariusza, który obecnie wydaje się mniej prawdopodobny (tj. pesymistycznego) i stale monitorować ryzyko zahamowania napływu kapitału i przymusowej korekty rachunku obrotów bieżących.

Konrad Sobański

BALANCE OF PAYMENTS AND CHANGES IN INTERNATIONAL INVESTMENT POSITION IN CENTRAL AND EASTERN EUROPE

The paper presents an analysis of balance of payments and its influence on international investment position of Central and Eastern European countries in the period 1996–2006. During that period CEE countries experienced high current account deficits covered by rising foreign capital flows. That led to a sharp increase in foreign liabilities. However, a deterioration of net foreign investment position stemmed mainly from a rise in negative foreign direct investment position. What is more, main international liquidity ratios (such as reserve to net international position in portfolio and other investment or reserve to import outlays) did not deteriorate much and some (such as reserve to debt, export revenues to debt) even improved. That influenced positively credibility of CEE countries. Based on experience of selected Western countries the author claims that positive scenario for future developments in CEE balance of payments is more probable than a negative one. Nevertheless the pessimistic scenario should be kept in mind and thorough analysis of balance of payments stability continued.

⁹ Por. O. Blanchard, F. Giavazzi, *Current Account Deficits in the Euro Area: The End of the Feldstein Horioka Puzzle*, Working Paper 03-05, September 17, 2002, Massachusetts Institute of Technology, s. 27–28, 35.