

# Ewa Bilewicz

---

## Równowaga zewnętrzna nowych krajów Unii Europejskiej po światowym kryzysie finansowym

---

Studia i Prace Wydziału Nauk Ekonomicznych i Zarządzania 49/1, 111-123

---

2017

Artykuł został opracowany do udostępnienia w internecie przez Muzeum Historii Polski w ramach prac podejmowanych na rzecz zapewnienia otwartego, powszechnego i trwałego dostępu do polskiego dorobku naukowego i kulturalnego. Artykuł jest umieszczony w kolekcji cyfrowej [bazhum.muzhp.pl](http://bazhum.muzhp.pl), gromadzącej zawartość polskich czasopism humanistycznych i społecznych.

Tekst jest udostępniony do wykorzystania w ramach dozwolonego użytku.



**Ewa Bilewicz\***

Uniwersytet Szczeciński

## RÓWNOWAGA ZEWNĘTRZNA NOWYCH KRAJÓW UNII EUROPEJSKIEJ PO ŚWIATOWYM KRYZYSIE FINANSOWYM

### Streszczenie

Celem opracowania jest ukazanie wpływu kryzysu finansowego na równowagę zewnętrzną krajów, które przystąpiły do Unii Europejskiej w 2004 roku i później. Badanie przeprowadzono dla lat 2008–2016. Pracę podzielono na trzy części. W pierwszej części przedstawiono kształtowanie się salda na rachunku bieżącym bilansu płatniczego tych krajów w relacji do PKB, w drugiej zaś międzynarodowej pozycji inwestycyjnej netto (MPI netto). Część trzecia przedstawia zadłużenie zagraniczne badanych krajów. Z przeprowadzonych badań wynika, że po kryzysie nastąpiło obniżenie wartości ujemnych sald rachunków bieżących w relacji do PKB we wszystkich badanych krajach. W większości badanych krajów poprawiła się również międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto. W efekcie zmniejszyła się nierównowaga zewnętrzna oceniona przez pryzmat powyższych miar. Jednak wskaźniki związane z zadłużeniem zagranicznym w wielu spośród badanych państw nadal utrzymują się na wysokim poziomie, co jest dla nich źródłem ryzyka.

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

---

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

## Wprowadzenie

Po 2004 roku do Unii Europejskiej przystąpiło 13 państw, głównie z Europy Środkowo-Wschodniej. Większość tzw. nowych członków to kraje słabiej rozwinięte niż dotychczasowi członkowie. Integracja ze wspólnym rynkiem europejskim umożliwiła im łatwiejszy dostęp do zasobów finansowych innych państw, którymi finansują inwestycje w kraju, wobec niewystarczających oszczędności własnych.

Import kapitału zagranicznego znajduje odzwierciedlenie w deficycie na rachunku obrotów bieżących oraz w rosnących zobowiązaniach zagranicznych. Może to spowodować utratę równowagi zewnętrznej, a tym samym wzrost ryzyka gwałtownego odpływu kapitału, destabilizującego finanse kraju (International Monetary Fund, 2013). Potwierdzają to doświadczenia ostatniego kryzysu, który dotknął wiele krajów Unii Europejskiej, zwłaszcza te najbardziej zadłużone (Gross, 2015). Konieczny jest zatem nadzór i zapobieganie długotrwałym nierównowagom zewnętrznym, aby nie dopuścić do utraty stabilności finansowej kraju.

Celem artykułu jest ukazanie wpływu kryzysu finansowego na równowagę zewnętrzną krajów, które przystąpiły do Unii Europejskiej w 2004 roku i później. Badanie przeprowadzono dla lat 2008–2016. W pierwszej części przedstawiono kształtowanie się salda na rachunku bieżącym bilansu płatniczego tych krajów w relacji do PKB, w drugiej zaś międzynarodowej pozycji inwestycyjnej netto (MPI netto). Część trzecia przedstawia zadłużenie zagraniczne badanych krajów. Metodą badawczą umożliwiającą realizację celu była analiza danych statystycznych, którą uzupełniono analizą literatury przedmiotu w odniesieniu do fundamentalnych wskaźników charakteryzujących stan równowagi zewnętrznej kraju. Wyniki badań opracowano na podstawie danych Eurostatu.

### 1. Rachunek obrotów bieżących w relacji do PKB

W 2008 roku wybuchł kryzys światowy, który wywołał głęboką recesję w sferze realnej i doprowadził do zaburzeń na rynkach finansowych w krajach Unii Europejskiej. Jedną z jego przyczyn była narastająca nierównowaga zewnętrzna, wyrażająca się w utrzymujących się deficytach na rachunkach bieżących i rosnącym zadłużeniu zagranicznym niektórych krajów członkowskich (Alessandrini, Hallett, Presbitero, Fratianni, 2012). Zważywszy na negatywne konsekwencje kryzysu, pod

koniec 2011 roku w Unii Europejskiej wprowadzono rozwiązania, które mają wykrywać i korygować zakłócenia równowagi makroekonomicznej, nie tylko w ujęciu wewnętrznym, ale także zewnętrznym. Jednym z takich rozwiązań jest tzw. Procedura Nierównowag Makroekonomicznych, które ma na celu m.in. ułatwić wczesne rozpoznanie oraz monitorowanie zaburzeń równowagi makroekonomicznej we wszystkich krajach członkowskich UE. W jej ramach Komisja Europejska corocznie przygotowuje raport, w którym ocenia sytuację gospodarczą i finansową państw członkowskich w oparciu o analizę wielu wskaźników. Jednym z podstawowych wskaźników w zakresie równowagi zewnętrznej jest saldo na rachunku bieżącym bilansu płatniczego, wyrażone w postaci 3-letniej średniej kroczącej w relacji do PKB (Rozporządzenie, 2011).

Saldo obrotów bieżących jest łączną miarą rozliczeń gospodarki z zagranicą wynikającą z bieżących operacji. Deficyt na rachunku bieżącym określa zagraniczne potrzeby pożyczkowe państwa i determinuje tempo wzrostu długu zagranicznego (Schmitt-Grohe, Uribe, Woodford, 2016). Trwały deficyt prowadzi do wzrostu zobowiązań zagranicznych kraju, co może stać się źródłem istotnych zagrożeń dla stabilności zewnętrznej. Wysoki poziom deficytu na rachunku bieżącym powoduje, że rośnie ryzyko gwałtownego odpływu kapitału zagranicznego z kraju, co destabilizuje gospodarkę i może wywołać kryzys.

Trudno jednak jednoznacznie ustalić bezpieczny poziom ujemnego salda na tym rachunku. Ponadto, dwa kraje odnotowujące określony poziom deficytu w obrotach bieżących bilansu płatniczego w praktyce mogą różnić się poziomem stabilności finansowej, ze względu na skalę i strukturę kapitału finansującego deficyt oraz różny poziom zobowiązań zagranicznych, które powstały z tytułu jego napływu. Z kolei nadwyżka na rachunku bieżącym nie jest uważana za niebezpieczną dla stabilności zewnętrznej kraju, w którym występuje, bowiem nie powoduje wzrostu zobowiązań zagranicznych. Jednak zbyt duża nadwyżka do PKB świadczy również o braku równowagi gospodarczej i może wynikać ze słabego popytu wewnętrznego lub niskiej atrakcyjności inwestycyjnej kraju. Biorąc powyższe pod uwagę, Komisja Europejska, we wspomnianej procedurze, jako zakłócenie równowagi wskazuje zarówno nadmierny deficyt, jak i nadwyżkę w stosunku do PKB, dla których określiła wartości progowe na poziomie  $-4\%$  PKB i  $+6\%$  PKB.

Z analizy danych zawartych w tabeli 1 wynika, że w 2008 roku, to jest w momencie wybuchu kryzysu, wszystkie badane kraje miały deficyt na rachunku

bieżącym bilansu płatniczego, w większości przypadków wysoki. Był on kontynuacją niekorzystnych tendencji występujących w latach wcześniejszych. Najwyższą średnią relację deficytu z 3 lat do PKB zanotowała Bułgaria (-21% PKB). Deficyt przekraczający 10% PKB wystąpił również na Łotwie, Litwie, w Estonii, Rumunii i na Cyprze. Tak wysokie deficyty stanowiły zagrożenie dla stabilności zobowiązań zagranicznych wymienionych państw i były nie do utrzymania w dłuższym okresie. Jedynie w Czechach, na Malcie i w Słowenii analizowany wskaźnik był niższy od wspomnianego prognozy.

W kolejnych latach, zwłaszcza w początkowej fazie kryzysu, wszystkie badane kraje odnotowały zdecydowaną poprawę salda na rachunku bieżącym, czego wyrazem było przekształcenie się dużych deficytów w niewielkie deficyty, a nawet nadwyżki. W latach 2008–2015 największa zmiana zaszła w Bułgarii, gdzie udział średniego (z 3 lat) salda na rachunku bieżącym w PKB zmienił się o około 20 p.p., przesuwając się od wysokiego deficytu w kierunku nadwyżki. Także w krajach bałtyckich doszło do znaczącej, bo przekraczającej 10 p.p., korekty deficytów. Od 2013 roku żaden badany kraj nie przekraczał wartości progowej wskaźnika dotyczącego rachunku obrotów bieżących z powodu deficytu. Wyjątkiem był Cypr, jednak wskaźnik cechował się tendencją spadkową. W 2015 roku średnie saldo w relacji do PKB wykazywało deficyt tylko w 4 krajach z 13 badanych (Cypr, Polska, Łotwa i Rumunia). Warto dodać, że szczególnie wysokie nadwyżki w ostatnich trzech latach odnotowano na Malcie i w Słowenii, które w 2014 roku przekroczyły nawet ustalony próg.

Poprawa analizowanego wskaźnika w badanych krajach odzwierciedla stopniowy proces dostosowań, jaki miał miejsce po wybuchu kryzysu. Przywrócenie równowagi wymagało korekty poprzednich deficytów i zmniejszenia zadłużenia. Gwałtowna zmiana sytuacji na rachunku obrotów bieżących zaraz po kryzysie była następstwem odwrócenia się kierunku prywatnych transgranicznych przepływów finansowych. Następnie w państwach będących dłużnikami netto utrzymywała się stłumiona dynamika popytu wewnętrznego i importu (Sprawozdanie, 2016).

Tabela 1. Saldo bilansu obrotów bieżących (ROB) do PKB w latach 2008–2015 (%)

Wyszczególnienie		2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Bułgaria	ROB/PKB	-22,0	-8,3	-1,7	0,3	-0,9	1,3	0,1	0,4
	średnia ROB z 3 lat/PKB	-21,0	-18,1	-10,7	-3,2	-0,7	0,3	0,2	0,6
Chorwacja	ROB/PKB	-9,0	-5,3	-1,2	-0,8	-0,2	1,0	2,1	5,0
	średnia ROB z 3 lat/PKB	-7,6	-7,2	-5,2	-2,4	-0,7	0,0	1,0	2,7
Cypr	ROB/PKB	-15,5	-7,7	-11,3	-4,1	-6,0	-4,9	-4,3	-2,9
	średnia ROB z 3 lat/PKB	-11,8	-11,7	-11,5	-7,7	-7,1	-5,0	-5,1	-4,1
Czechy	ROB/PKB	-1,9	-2,3	-3,6	-2,1	-1,6	-0,5	0,2	0,9
	średnia ROB z 3 lat/PKB	-2,8	-2,8	-2,6	-2,7	-2,4	-1,4	-0,6	0,2
Estonia	ROB/PKB	-8,7	2,5	1,8	1,3	-1,9	-0,4	0,9	2,2
	średnia ROB z 3 lat/PKB	-12,9	-7,1	-1,5	1,9	0,4	-0,3	-0,5	0,9
Litwa	ROB/PKB	-13,3	2,1	-0,3	-3,9	-1,2	1,5	3,6	-2,3
	średnia ROB z 3 lat/PKB	-13,0	-8,8	-3,9	-0,7	-1,8	-1,2	1,3	0,9
Łotwa	ROB/PKB	-12,3	7,8	2,1	-3,2	-3,6	-2,7	-2,0	-0,8
	średnia ROB z 3 lat/PKB	-17,9	-8,4	-0,8	2,2	-1,6	-3,2	-2,8	-1,8
Malta	ROB/PKB	-1,1	-6,6	-4,7	-0,2	1,7	2,8	6,7	5,2
	średnia ROB z 3 lat/PKB	-3,2	-3,2	-4,1	-3,8	-1,1	1,4	3,8	4,3
Polska	ROB/PKB	-6,7	-4,0	-5,4	-5,2	-3,7	-1,3	-2,1	-0,6
	średnia ROB z 3 lat/PKB	-5,7	-5,7	-5,3	-4,8	-4,8	-3,4	-2,4	-1,3
Rumunia	ROB/PKB	-11,8	-4,8	-5,1	-4,9	-4,8	-1,1	-0,7	-1,2
	średnia ROB z 3 lat/PKB	-12,0	-10,2	-7,2	-4,9	-4,9	-3,6	-2,2	-1,0
Słowacja	ROB/PKB	-6,5	-3,4	-4,7	-5,0	0,9	1,8	1,2	0,2
	średnia ROB z 3 lat/PKB	-7,3	-5,3	-4,9	-4,4	-2,9	-0,7	1,3	1,1
Słowenia	ROB/PKB	-5,3	-0,6	-0,1	0,2	2,6	4,8	6,2	5,2
	średnia ROB z 3 lat/PKB	-3,8	-3,3	-2,0	-0,2	0,9	2,5	4,5	5,4
Węgry	ROB/PKB	-7,0	-0,8	0,3	0,8	1,8	3,8	2,0	3,2
	średnia ROB z 3 lat/PKB	-7,1	-5,0	-2,5	0,1	0,9	2,1	2,5	3,0

Zacienione pola to przypadki, w których wartość wskaźnika przekracza wartość progową.

Źródło: Eurostat.

## 2. Międzynarodowa pozycja inwestycyjna w relacji do PKB

Komisja Europejska, oceniając równowagę zewnętrzną krajów członkowskich w ramach wspomnianej Procedury Nierównowag Makroekonomicznych, szczególną uwagę zwraca również na stan międzynarodowej pozycji inwestycyjnej netto (MPI netto) do PKB. Wartość progowa dla tego wskaźnika wynosi  $-35\%$  PKB. Wykorzystanie międzynarodowej pozycji inwestycyjnej do oceny równowagi zewnętrznej gospodarki wynika z faktu, że odzwierciedla ona w szerokim zakresie powiązania kraju z zagranicą. W ujęciu brutto pokazuje zarówno stan pasywów, jak i aktywów zagranicznych. Jak wspomniano, KE dokonuje oceny MPI w ujęciu netto, które pokazuje różnicę pomiędzy pasywami i aktywami zagranicznymi kraju. W przypadku gospodarek, które rejestrują wysoki odpływ kapitału krajowego za granicę, wskaźnik MPI netto do PKB kształtuje się na znacznie niższym poziomie niż łączne zobowiązania zagraniczne w relacji do PKB, dzięki czemu ocena równowagi zewnętrznej kraju przez pryzmat tego wskaźnika jest dla nich korzystniejsza.

W 2008 roku wszystkie badane kraje, z wyjątkiem Malty, miały ujemną wartość MPI netto, co oznacza, że były dłużnikami netto (tab. 2). Zobowiązania netto w każdym państwie były wysokie i przekraczały wartość progową. Wynika to z faktu, że w analizowanych państwach przez długi czas występowały względnie duże deficyty na rachunku obrotów bieżących. Najbardziej zadłużone były Węgry i Bułgaria, gdzie ujemna MPI netto była zbliżona do wartości ich rocznego PKB. Wysoką wartość relacji MPI netto do PKB, dwukrotnie przekraczającą dopuszczony próg, odnotowały również Cypr, Łotwa, Estonia i Chorwacja. Dodatkowo, w początkowej fazie kryzysu, doszło do dalszego pogłębienia ujemnej MPI netto we wszystkich analizowanych krajach. Największe pogorszenie w 2009 roku odnotowano na Cyprze i Węgrzech (ponad 20 p.p.). Pogłębienie ujemnej MPI netto o ponad 10 p.p. miało miejsce również w Polsce, Rumunii i Estonii. Jedynym krajem, który nie zanotował pogorszenia analizowanego wskaźnika, a wręcz przeciwnie, cały czas się poprawiał, była Malta.

Po pogorszeniu w pierwszej fazie kryzysu, stan równowagi zewnętrznej oceniany za pomocą MPI netto do PKB zaczął stopniowo się poprawiać w większości państw. Jedynie na Cyprze szybki wzrost tego wskaźnika trwał aż do 2014 roku, po czym tendencja odwróciła się. Poprawa MPI netto wynikała ze zmniejszenia deficytów na rachunku bieżącym i przejścia do nadwyżek w większości państw.

Szczególnie duże postępy zanotowały Węgry i Bułgaria, czyli kraje, które w momencie wybuchu kryzysu były największymi dłużnikami netto. Tam wartość wskaźnika w latach 2009–2016 obniżyła się o ponad 40 p.p. W innych krajach poprawa była znacznie mniejsza. Mimo wyraźnej poprawy MPI netto większości państw (poza Malta, Czechami i Słowenią) odnotowuje wartości trwale przekraczające próg. Najwyższy wskaźnik wśród badanych krajów w 2016 roku zanotował Cypr, gdzie ponad trzykrotnie przekraczał on przyjęty próg.

Tabela 2. Międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto w latach 2008–2015  
(mld euro oraz jako % PKB)

Wyszczególnienie		2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Bułgaria	mld euro	-34,9	-35,6	-35,2	-34,2	-32,7	-30,8	-32,2	-28,8	-24,3
	% PKB	-98,4	-101,8	-92,0	-83,0	78,0	-73,0	-75,0	-64,0	-51,0
Chorwacja	mld euro	-34,9	-39,4	-41,9	-40,5	-39,7	-38,4	-37,2	-34,0	-32,3
	% PKB	-73,0	-87,0	-93,0	-91,0	-90,0	-88,0	-87,0	-78,0	-71,0
Cypr	mld euro	-15,0	-18,7	-21,5	-25,6	-25,2	-25,2	-25,9	-23,0	-22,5
	% PKB	-79,0	-100,0	-111,0	-130,0	-129,0	-139,0	-147,0	-131,0	-126,0
Czechy	mld euro	-57,1	-65,2	-72,7	-70,7	-74,1	-61,8	-56,9	-56,0	-43,5
	% PKB	-36,0	-44,0	-46,0	-43,0	-46,0	-39,0	-36,0	-34,0	-25,0
Estonia	mld euro	-12,5	-11,3	-10,5	-9,1	-9,2	-9,5	-9,2	-8,3	-7,8
	% PKB	-76,0	-80,0	-71,0	-54,0	-51,0	-50,0	-46,0	-41,0	-37,0
Litwa	mld euro	-16,9	-15,7	-15,7	-16,4	-17,8	-16,4	-16,8	-16,7	-16,7
	% PKB	-52,0	-58,0	-56,0	-52,0	-53,0	-47,0	-46,0	-45,0	-43,0
Łotwa	mld euro	-18,1	-15,5	-14,7	-15,0	-14,8	-15,2	-15,2	-15,2	-14,6
	% PKB	-74,0	-83,0	-83,0	-74,0	-67,0	-67,0	-64,0	-62,0	-58,0
Malta	mld euro	0,3	0,8	0,8	0,4	1,4	1,6	3,6	4,6	4,7
	% PKB	5,0	13,0	12,0	6,0	19,0	21,0	43,0	49,0	47,0
Polska	mld euro	-172,1	-191,7	-236,6	-219,4	-261,3	-275,0	-278,1	-263,4	-260,0
	% PKB	-47,0	-60,0	-65,0	-58,0	-67,0	-70,0	-68,0	-61,0	-61,0
Rumunia	mld euro	-68,4	-74,7	-79,4	-85,5	-90,3	-89,2	-85,5	-81,7	-82,9
	% PKB	-48,0	-62,0	-63,0	-64,0	-68,0	-62,0	-57,0	-51,0	-49,0
Słowacja	mld euro	-38,3	-42,6	-41,9	-45,5	-44,7	-46,2	-48,5	-48,0	-47,1
	% PKB	-58,0	-67,0	-62,0	-64,0	-61,0	-62,0	-64,0	-61,0	-58,0
Słowenia	mld euro	-14,9	-15,8	-17,1	-16,7	-18,0	-16,7	-16,5	-14,9	-13,7
	% PKB	-39,0	-44,0	-47,0	-45,0	-50,0	-47,0	-44,0	-39,0	-34,0
Węgry	mld euro	-103,7	-112,4	-106,0	-95,0	-92,0	-84,6	-79,2	-69,3	-66,6
	% PKB	-96,0	-120,0	-108,0	-94,0	-93,0	-83,0	-75,0	-63,0	-59,0

Źródło: jak pod tab. 1.



Warto dodać, że ryzyko związane z ujemną międzynarodową pozycją inwestycyjną w poszczególnych krajach jest różne w zależności od struktury aktywów i pasywów zagranicznych. Mniejsze ryzyko stanowią zobowiązania związane z inwestycjami bezpośrednimi oraz w formie udziałów kapitałowych (Sprawozdanie, 2016, s. 13). Ze względu na ograniczone ramy opracowania nie będzie to przedmiotem badań.

### **3. Zadłużenie zagraniczne brutto i netto w relacji do PKB**

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

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

W analizowanym okresie utrzymywały się znaczne różnice w poziomie zobowiązań zagranicznych badanych krajów (tab. 3). Największe zadłużenie zagraniczne brutto w relacji do PKB miała Malta i Cypr. Było ono kilku-, a nawet kilkunastokrotnie wyższe niż w pozostałych państwach. Tak wysoki poziom zobowiązań zagranicznych w tych dwóch krajach wynikał z faktu, że mają one duże sektory finansowe, które są źródłem wysokich zobowiązań wobec zagranicy. Jednocześnie sektor ten posiada znaczne aktywa finansowe, które mogą zmniejszać ryzyko związane z zadłużeniem zagranicznym brutto. W kolejnych latach co prawda zadłużenie tych państw obniżało się, ale nadal utrzymywało się na bardzo wysokim poziomie. Wysokie zobowiązania zagraniczne, przekraczające 100% PKB odnotowano również na Węgrzech, Łotwie, w Estonii i Słowenii. Natomiast zadłużenie brutto do PKB w 2008 roku najniższe było w Czechach i Polsce i wynosiło odpowiednio 43 i 48%.

Podobnie jak w przypadku wcześniejszego wskaźnika, po pogorszeniu w początkowej fazie kryzysu, wysokość zadłużenia zagranicznego brutto w relacji do PKB od 2010 roku w części badanych państw zaczęła się zmniejszać, aczkolwiek w różnym tempie. Największy spadek zadłużenia w relacji do PKB odnotowano na Węgrzech, Łotwie i w Estonii. Na Łotwie i Litwie tendencja spadkowa zadłużenia zagranicznego odwróciła się jednak w ostatnich dwóch latach. Mimo to w 2016 roku ich zobowiązania zagraniczne były niższe niż w latach 2009–2010, kiedy odnotowano najwyższy poziom. Część państw jednak, mimo poprawy salda na rachunku obrotów bieżących, odnotowała wzrost zadłużenia zagranicznego brutto w relacji do PKB (Czechy, Polska i Słowacja).

Tabela 3. Zadłużenie zagraniczne w latach 2008–2016 (% PKB)

Wyszczególnienie		2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Bułgaria	brutto	–	–	99	91	93	91	97	83	82
	netto	–	–	37	30	25	22	18	3	–
Chorwacja	brutto	84	101	104	104	103	106	109	104	91
	netto	–	–	–	62	60	60	58	53	–
Cypr	brutto	593	686	665	632	617	570	555	552	597
	netto	58	70	71	127	137	140	136	133	–
Czechy	brutto	43	50	55	55	60	63	70	71	75
	netto	–5	–2	–1	–0,2	–1	–5	–6	–10	–
Estonia	brutto	115	123	112	100	101	0	96	0	91
	netto	54	53	36	6	–1	–5	–10	–10	–
Litwa	brutto	72	87	86	80	78	70	70	76	87
	netto	35	38	36	32	34	29	28	26	–
Łotwa	brutto	122	156	169	147	137	134	143	141	148
	netto	54	59	56	47	40	37	33	29	–
Malta	brutto	1013	1080	1105	1154	1144	1125	1114	960	879
	netto	–429	–335	–491	–496	–480	–371	–299	–256	–
Polska	brutto	48	61	66	65	72	71	71	70	75
	netto	28	30	33	35	36	37	38	36	–
Rumunia	brutto	50	68	74	75	75	68	63	57	54
	netto	28	33	36	38	38	36	30	25	–
Słowacja	brutto	58	78	77	78	76	82	90	85	91
	netto	18	22	21	21	22	24	28	27	–
Słowenia	brutto	106	115	116	113	119	117	125	117	109
	netto	35	41	44	41	46	44	40	31	–
Węgry	brutto	146	180	160	161	158	145	145	130	121
	netto	67	79	50	69	69	60	57	23	–

Źródło: jak pod tab. 1.

Poziom zadłużenia zagranicznego netto w relacji do PKB w badanym okresie był niższy niż zadłużenia brutto do PKB, ze względu na posiadane za granicą aktywa dłużne. Warto zwrócić uwagę, że Malta, która była najbardziej zadłużonym krajem w ujęciu brutto, w ujęciu netto była wierzycielem. Wartość wierzytelności netto w stosunku do PKB tego kraju w badanym okresie wahała się od 493 do 263%. Wierzycielem netto były również Czechy i Estonia, choć w ich przypadku wartość wierzytelności zagranicznych była znacznie niższa. Ponadto, w przypadku Estonii w badanym okresie wartość tego wskaźnika uległa dużej zmianie. O ile w 2008

roku wynosiła 54%, to w roku 2015 –10%. Z kolei bardzo duży wzrost tej relacji, bo przeszło dwukrotny, miał miejsce na Cyprze. Na koniec 2015 roku zobowiązania netto przekraczały poziom PKB o ponad 30%. Jednocześnie był to najbardziej zadłużony w ujęciu netto kraj spośród wszystkich badanych.

## Podsumowanie

Przeprowadzona analiza wybranych wskaźników służących do oceny równowagi zewnętrznej kraju wskazuje, że w tzw. nowych krajach członkowskich UE w badanym okresie uległy one poprawie.

1. W latach 2008–2015, w następstwie kryzysu, wszystkie badane kraje znacznie obniżyły wysokie deficyty obrotów bieżących w relacji do PKB. Od 2013 roku żaden badany kraj nie przekraczał wartości progowej wskaźnika dotyczącego rachunku obrotów bieżących z powodu deficytu. Wyjątkiem był Cypr, jednak ujemne saldo tego kraju również cechowało się tendencją spadkową. W dłuższym okresie czasu, dla ich równowagi zewnętrznej kluczowe znaczenie będzie miało utrzymanie i powiększenie nadwyżki na rachunku obrotów bieżących. Biorąc pod uwagę, że są to gospodarki nadrabiające zaległości, które cechuje stosunkowo niski poziom oszczędności krajowych połączony z wysokimi potrzebami inwestycyjnymi, może okazać się to trudne.

2. MPI netto (wyrażona jako % PKB) w większości badanych krajów, ze względu na wcześniejsze deficyty na rachunku bieżącym, przyjmowała wysokie ujemne wartości. Co prawda zmniejszenie ujemnego salda bądź pojawienie się nadwyżek na rachunkach bieżących spowodowało poprawę tej relacji, jednak w większości państw (poza Maltą, Czechami i Słowenią) odnotowywano wartości trwale przekraczające próg, co było źródłem ryzyka dla ich gospodarek. W 2016 roku obciążenie zobowiązaniami zagranicznymi netto było szczególnie wysokie na Cyprze.

3. Wskaźniki związane z zadłużeniem zagranicznym, również utrzymywały się na wysokim poziomie. Poprawa salda na rachunkach bieżących spowodowała spadek zadłużenia brutto i netto, choć nie we wszystkich krajach. Duża zależność nowych członków UE od wierzycieli zagranicznych zwiększa podatność na zagrożenia. W sytuacji zawirowań na światowych rynkach finansowych i zmniejszenia dostępności kredytów zagranicznych, spłata zobowiązań zagranicznych przez te państwa mogłaby być utrudniona. Dlatego zasadniczym warunkiem zapewnienia

trwałej równowagi zewnętrznej jest zmniejszenie zadłużenia zagranicznego. Wymaga to utrzymania nadwyżki na rachunku bieżącym bądź niewielkiego deficytu w dłuższym czasie.

4. Przeprowadzona analiza wskazuje, że równowaga zewnętrzna Polski w latach 2008–2016, podobnie jak i w innych krajach regionu, uległa poprawie – wysoki deficyt obrotów bieżących znacznie się obniżył i od 2012 roku kształtował się poniżej progu ostrzegawczego wyznaczonego przez KE. Równocześnie na rachunku kapitałowym odnotowano rosnącą nadwyżkę. Ujemna relacja MPI netto do PKB utrzymywała się na wysokim poziomie, znacznie powyżej wartości progowej, jednak od 2013 roku zahamowana została tendencja do jej pogłębiania się. Podobnie ustabilizował się poziom zadłużenia zagranicznego brutto i netto w relacji do PKB. Dodatkowo wskaźnik zadłużenia zagranicznego netto do PKB był niski.

5. Mimo że pozycja zewnętrzna Polski, jak i pozostałych badanych państw, poprawiła się, należy kontynuować przywracanie równowagi, bowiem m.in. od ich stabilności zewnętrznej będzie zależało, czy gospodarki te będą w stanie kontynuować proces nadrabiania zaległości.

## Literatura

- Alessandrini, P., Hallett, A., Presbitero, A., Fratianni, M. (2012). *The Eurozone Crisis: Fiscal Fragility, External Imbalances, or Both?* Pobrano z: <http://voxeu.org/article/eurozone-crisis-fiscal-fragility-external-imbalances-or-both> (10.03.2017).
- Eurostat. Pobrano z: <http://ec.europa.eu/eurostat>.
- Gross, D. (2015). *The Eurozone Crisis as a Sudden Stop: It is the Foreign Debt Which Matters*. Pobrano z <http://voxeu.org/article/eurozone-crisis-and-foreign-debt> (15.04.2017).
- International Monetary Fund (2013). *The Yin and Yang of Capital Flow Management: Balancing Capital Inflows with Capital Outflows*. World Economic Outlook: Transition and Tensions. October.
- Knap, R., Nakonieczna-Kisiel, H. (2012). W kwestii nierównowagi zewnętrznej Polski. *Finanse, Rynku Finansowe, Ubezpieczenia*, 45, 119–130.
- Lojusch, D., Rodriguez-Vives, M., Slavik, M. (2011). The Size and Composition of Government Debt in Euro Area. *Occasional Paper Series ECB*, 132.
- Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 1176/2011z dnia 16 listopada 2011 r. w sprawie zapobiegania zakłóceniom równowagi makroekonomicznej i ich

korygowania. Pobrano z <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/PL/TXT/?uri=CELEX%3A32011R1176> (20.03.2017).

Schmitt-Grohe, S., Uribe M., Woodford, M. (2014). *International Macroeconomics*. Pobrano z: <http://www.columbia.edu/~mu2166/UIM/suw.pdf> (19.04.2017).

Sprawozdanie Komisji do Parlamentu Europejskiego, Rady, Europejskiego Banku Centralnego i Europejskiego Komitetu Społeczno-Ekonomicznego (2016). Sprawozdanie przedkładane w ramach mechanizmu ostrzegania na 2017 r. Pobrano z: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/PL/TXT/?uri=CELEX:52016DC0728> (30.03.2017).

## EXTERNAL BALANCE OF NEW EU MEMBER STATES AFTER GLOBAL FINANCIAL CRISIS

### Abstract

The aim of the study was to assess external balance of new EU member states after last global financial crisis. The study consists of three parts. The first part describes current account balance in relation to GDP of these countries in period 2008–2016, the second analysis the scale of their international investment position and the third presents external debt of these countries after last global financial crisis. The research results show that many of these indicators improved after global financial crisis, but indicators related to foreign debt are still on the high level what is a source of risk for analysed economies.

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

**JEL code:** F30