

International Business and Global Economy 2014, no. 33, pp. 675–686  
Biznes międzynarodowy w gospodarce globalnej 2014, nr 33, s. 675–686

Edited by the Institute of International Business, University of Gdansk  
ISSN 2300-6102  
e-ISSN 2353-9496

DOI 10.4467/23539496IB.13.050.2435

Małgorzata Janicka  
Uniwersytet Łódzki

## Ocena stabilności zewnętrznej Polski w latach 2000–2012

W bieżącym roku upływa dziesięć lat od momentu przystąpienia Polski do Unii Europejskiej. Jedną z kluczowych zmian wynikających z członkostwa jest pełne otwarcie Polski na przepływy kapitałowe z krajami UE, OECD i EOG, a także daleko posunięta liberalizacja tych przepływów z krajami trzecimi. Celem artykułu jest analiza wybranych wskaźników definiujących stabilność zewnętrzną Polski wobec rosnącego zaangażowania kapitału zagranicznego w polską gospodarkę będącego konsekwencją tego otwarcia. Badane w artykule wskaźniki nie dają wyraźnych powodów do niepokoju, nie ulega jednak wątpliwości, że Polska przekracza wartości progowe zdefiniowane przez UE w zakresie kształtowania się salda rachunku obrotów bieżących i MPI netto odniesionych do PKB. Oznacza to, że konieczne jest podjęcie działań monitorujących konsekwencje wzrostu obecności kapitału zagranicznego w polskiej gospodarce z punktu widzenia uwarunkowań jej stabilności zewnętrznej w nadchodzących latach.

### Evaluation of the external stability of Poland in the years 2000–2012

This year ten years have passed since Poland became a member of the European Union. The full liberalization of capital flows between Poland and the EU, the OECD, and the EEA was one of the key changes resulting from this membership. The purpose of this article is to analyse selected indicators that define the external stability in the light of the growing involvement of foreign capital in the Polish economy, which is a consequence of that opening. The indicators examined in the article do not give a clear reason for concern; however, there is no doubt that Poland exceeds the thresholds defined by the EU to the current account balance and net IIP referred to the GDP. This means that there is a need to monitor the consequences of rising presence of foreign capital in the Polish economy from the point of view of the conditions of its external stability in the coming years.

Keywords: Poland, external stability, current account deficit, international investment position

Klasyfikacja JEL: F36, F41, F21

## Wprowadzenie

W bieżącym roku upływa dziesięć lat od momentu przystąpienia Polski do Unii Europejskiej. Fakt ten stanie się zapewne przyczynkiem do dyskusji nad

zmianami, które członkostwo w UE przyniosło polskiej gospodarce. Jednym z aspektów tych zmian jest pełne otwarcie Polski na przepływy kapitałowe z krajami UE, OECD i EOG, a także bardzo daleko posunięta liberalizacja tych przepływów z tzw. krajami trzecimi. Liberalizacja przepływów finansowych z krajami wysoko rozwiniętymi była warunkiem *sine qua non* przystąpienia naszego kraju do Unii Europejskiej. Nie ulega wątpliwości, że otwarcie to przyniosło Polsce korzyści, jako że zyskała ona szerszy dostęp do zasobów finansowych na rynkach międzynarodowych. Stało się ono jednak również źródłem istotnych zagrożeń. Jedno z nich stanowi zwiększona podatność kraju na kryzys finansowy, szczególnie walutowy, i ewentualność destabilizacji krajowego systemu finansowego, która może następnie przenieść się na realną sferę gospodarki.

Celem artykułu jest analiza wybranych wskaźników definiujących stabilność zewnętrzną Polski wobec rosnącego zaangażowania kapitału zagranicznego w polską gospodarkę w latach 2000–2012.

## 1. Zewnętrzna stabilność krajów członkowskich Unii Europejskiej

Polska stała się członkiem UE 1 maja 2004 r., a w październiku 2002 r. uchwalona została ustawa Prawo dewizowe, na mocy której Polska dokonała pełnej liberalizacji przepływu kapitału z krajami UE, OECD i EOG. Włączenie się naszego kraju w proces europejskiej integracji było równoznaczne z intensyfikacją współpracy w ramach budowanego przez UE wspólnego rynku finansowego. Jednocześnie pogłębianiu integracji w aspekcie *de iure* towarzyszył wzrost poziomu integracji *de facto*. Choć zależność taka wydaje się oczywista, nie ma tu jednoznacznego związku przyczynowo-skutkowego – znoszeniu ograniczeń związanych z regulacjami prawnymi nie musi towarzyszyć wzrost wartości środków finansowych przepływających między krajem a otoczeniem zewnętrznym. Zapewne w przypadku Polski, oprócz uchwalenia stosownego prawa, istotną przyczyną wzrostu zainteresowania inwestorów zagranicznych polskim rynkiem było uzyskanie pełnego członkostwa w UE, który to fakt wzmocnił wiarygodność polskiej gospodarki na międzynarodowych rynkach finansowych.

Rosnący wolumen przepływających środków finansowych może jednak powodować niepokój dotyczący stabilności krajowej gospodarki, w tym również systemu finansowego, wobec zmienności sentymentu zagranicznych inwestorów, w sytuacji ewentualnego pogorszenia się kondycji gospodarczej kraju, w którym dokonali oni inwestycji. W przypadku krajów członkowskich UE nie ma możliwości powrotu do ograniczeń nakładanych na przepływy finansowe (z pewnymi wyjątkami), co oznacza, że kraje te utraciły swobodę zarządzania poziomem swo-

jej otwartości w razie nadmiernego wzrostu wolumenu napływającego bądź odpływającego kapitału. Warto nadmienić, że kraje gospodarki światowej korzystają z tego narzędzia (np. Brazylia, Korea Płd., Indie, Chiny) wbrew prezentowanemu do niedawna – szczególnie przez przedstawicieli Międzynarodowego Funduszu Walutowego – poglądom, zgodnie z którym stanem optymalnym dla gospodarek krajów jest pełna swoboda przepływu środków finansowych. Zapewne zmiana podejścia do nakładania ograniczeń to pochodna światowego kryzysu finansowego, w konsekwencji którego następuje stopniowe wypieranie idei neoklasycznych na rzecz keynesowskiego nastawienia do swobody przepływu kapitałów.

Nadmierne uzależnienie gospodarki krajowej od kapitału zagranicznego może przyczynić się do spadku poziomu bezpieczeństwa zewnętrznego kraju, którego konkretnym przejawem jest utrata przezeń płynności finansowej. W artykule starano się zanalizować grupy wybranych wskaźników, które określają warunki ramowe stabilności zewnętrznej kraju przy założeniu, że nie został on dotknięty przez szoki wewnętrzne bądź zewnętrzne. Pojawienie się takich szoków może spowodować gwałtowną reakcję inwestorów, nieuzasadnioną przez dotychczasowe uwarunkowania działania danej gospodarki.

Skalę rosnących związków kapitałowych między Polską a otoczeniem zewnętrznym obrazuje kształtowanie się wskaźnika otwartości finansowej, który zdefiniowali Gian Maria Milesi-Ferretti i Philip Lane [Lane, Milesi-Ferretti, 2006]. Oblicza się go jako stosunek sumy aktywów i pasywów zagranicznych kraju do jego PKB. W tabeli 1 przedstawiono dane obrazujące kształtowanie się tego wskaźnika (OF) w odniesieniu do polskiej gospodarki.

Tabela 1. Otwartość finansowa gospodarki Polski w latach 2000–2012

Rok	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
OF	80,7	80,0	84,0	93,6	93,2	103,5	110,5	114,9	120,0	125,1	143,9	152,6	152,0

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: [GUS, 2014; NBP, 2014].

Dane zawarte w tabeli 1 nie pozostawiają wątpliwości, że związki polskiej gospodarki z zagranicą w zakresie przepływów finansowych znacząco wzrosły w ostatnich 10 latach. W 2002 r. wskaźnik OF wynosił 84%, a w roku 2012 już 152%, czyli zwiększył się blisko dwukrotnie. Fakt ten nie budzi zdziwienia – otwartość finansowa Polski na początku XXI w. była relatywnie niewielka, stąd też jej zwiększenie należy uznać za naturalne następstwo rozwoju gospodarczego naszego kraju i zmiany jego usytuowania w europejskiej gospodarce. Istotna staje się jednak odpowiedź na pytanie, czy rosnąca otwartość na przepływy finansowe wpływa na stabilność zewnętrzną Polski.

Stabilność wewnętrzna krajów stała się przedmiotem zainteresowania Unii Europejskiej w następstwie kryzysu, który dotknął kraje Wspólnoty, a szczegól-

nie kraje strefy euro, w 2008 r. W efekcie podjętych działań przyjęty został przez UE pakiet ustaw, tzw. sześciopak, które zdefiniowały ramy funkcjonowania gospodarek krajów UE od 13 grudnia 2011 r. Wśród przyjętych rozwiązań prawnych znalazło się Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 1176/2011 z dnia 16 listopada 2011 r. w sprawie zapobiegania zakłóceniom równowagi makroekonomicznej i ich korygowania. Wskaźniki definiujące ramowe warunki równowagi wewnętrznej i zewnętrznej to m.in. wartość salda rachunku obrotów bieżących w odniesieniu do PKB oraz międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto, także odniesiona do PKB. W stosunku do salda rachunku obrotów bieżących przyjęto, że niekorzystny jest zarówno nadmierny deficyt (powyżej 4% PKB), jak i nadmierna nadwyżka (powyżej 6% PKB). Punkt odniesienia do wydania przez Komisję opinii na temat kształtowania się tych wielkości stanowi średnia arytmetyczna wartości sald z trzech lat. Jeśli chodzi o międzynarodową pozycję inwestycyjną netto, uwzględnia się wartość wskaźnika w danym roku w odniesieniu do PKB. W tym przypadku powód do niepokoju stanowi tylko ujemna wartość wskaźnika przybierająca wartości niższe niż -35% PKB. Komisja zdefiniowała także dwa wskaźniki dodatkowe uwzględniane przy badaniu MPI netto – zadłużenie zewnętrzne netto jako procent PKB oraz napływające bezpośrednie inwestycje zagraniczne jako procent PKB (przepływy i zasoby w danym roku). Nie jest jasne, dlaczego napływające BIZ zostały odniesione do PKB, a nie do pasywów zagranicznych ogółem, co pozwoliłoby wskazać udział tych inwestycji w napływających środkach finansowych ogółem. Z punktu widzenia hipotezy struktury ta właśnie relacja zdaje się mieć kluczowe znaczenie dla stabilności finansowej rynku, który przyjmuje kapitał zagraniczny [por. Wei, 2005]. BIZ postrzegane są jako najbardziej stabilny rodzaj inwestycji, stąd też im ten udział większy, tym – przynajmniej teoretycznie – mniejsza podatność rynku na destabilizację. Odniesienie wartości napływających BIZ do PKB nie daje takiej informacji i nie stanowi tym samym podstawy do wnioskowania, czy z punktu widzenia całości napływających na rynek krajowy środków finansowych udział BIZ sprzyja długookresowemu zaangażowaniu inwestorów zagranicznych na tym rynku.

Od 2012 r. Komisja Europejska publikuje raporty, w których ocenia kształtowanie się głównych wskaźników definiujących równowagę wewnętrzną i zewnętrzną krajów członkowskich UE. W 2014 r. ukazał się także dokument [EC, 2014a], któremu towarzyszył aneks statystyczny [EC, 2014b, Statistical Annex]. Zgodnie z zamieszczonymi tam danymi wartość wskaźników dla Polski przekracza zdefiniowane wartości progowe: średnia wartości deficytu rachunku obrotów bieżących z trzech lat wyniosła 4,6% PKB, a wartość MPI netto w odniesieniu do PKB to -67%. Mimo że wskaźniki te przekraczają wartości progowe, Komisja nie zalecała w przypadku Polski konieczności podjęcia działań zmierzających do ich

redukcji [EC, 2014b, s. 21]. Dane dotyczące kształtowania się wskaźników w okresie 2004–2012 zawiera tabela 2.

Tabela 2. Wybrane wskaźniki definiujące stabilność gospodarki Polski według Raportu UE w latach 2004–2012

Wyszczególnienie	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Saldo bilansu obrotów bieżących do PKB (w %)	-5,3	-2,4	-3,8	-6,2	-6,6	-3,9	-5,1	-5,0	-3,7
Średnia salda rachunku obrotów bieżących z trzech lat do PKB (w %)	-3,5	-3,4	-3,8	-4,1	-5,5	-5,5	-5,2	-4,7	-4,6
Międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto do PKB (w %)	-42	-45	-46	-50	-56	-59	-65	-64	-67

Źródło: [EC, 2014b, s. 10–18].

Analiza kształtowania się salda rachunku obrotów bieżących wskazuje, że krytyczny z punktu widzenia tego wskaźnika był dla Polski rok 2007, kiedy to deficyt w skali roku przekroczył 6% PKB. Także średnia wartość deficytu na rachunku obrotów bieżących z trzech lat przekroczyła w 2007 r. 4% PKB i od tego czasu nie udało się jej skorygować tak, by nie przekraczała wartości progowej. Międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto w odniesieniu do PKB przekraczała w badanym okresie, i nadal przekracza, -35% PKB. Co więcej, widać, że rokrocznie jej wartość coraz bardziej odbiega od przyjętej wartości progowej. Choć Polska na tle pozostałych krajów UE nie wypada najgorzej [por. EC, 2014b], kwestia równowagi zewnętrznej w zakresie kształtowania się salda bilansu obrotów bieżących i MPI netto musi być przedmiotem uważnych badań, jako że polska gospodarka w coraz większym stopniu uzależnia się od napływającego kapitału zagranicznego. Wynika to także z danych prezentowanych przez Komisję. Wydaje się więc, że uzasadniona jest analiza dodatkowych wskaźników, które pozwolą dokładniej przyjrzeć się uwarunkowaniom zaangażowania kapitałowego inwestorów zagranicznych i lepiej ocenić podatność na ewentualne zaburzenia równowagi zewnętrznej naszego kraju. W tym celu dokonana zostanie analiza wskaźników skonstruowanych w oparciu o dane zawarte w bilansie płatniczym oraz w międzynarodowej pozycji inwestycyjnej.

## 2. Wskaźniki definiujące stabilność zewnętrzną Polski skonstruowane w oparciu o dane bilansu obrotów bieżących

Jako pierwsze zostaną przedstawione wskaźniki odnoszące się do bilansu obrotów bieżących – w tej części bilansu płatniczego państwo ujawnia przede wszystkim przychody z prowadzonej przez podmioty krajowe działalności produkcyjno-usługowej oraz inwestycyjnej w relacjach z zagranicą, które zostają zestawione z rozchodami z tytułu importu dóbr i usług, oraz inwestycji zagranicznych ulokowanych w Polsce. Do niedawna przyjmowano, że kraje rozwijające się, które utrzymują deficyt na rachunku obrotów bieżących, korzystają w ten sposób z oszczędności zgromadzonych przez kraje zamożniejsze, w domyśle – wysoko rozwinięte, w ramach wymiany międzyokresowej. Oznaczało to, że deficyt na rachunku obrotów bieżących w przypadku tych krajów nie był uznawany za powód do niepokoju w sytuacji, jeśli użyczone środki służyły rozbudowie potencjału produkcyjnego kraju. W dobie kryzysu podejście to ewoluowało, czego dowodzi zmiana stanowiska Unii Europejskiej w tym względzie – wysokie poziomy deficytów wymagają od krajów podjęcia działań zapobiegających ich pogłębianiu.

Tabela 3. Wybrane wskaźniki zewnętrznej stabilności Polski w latach 2000–2007  
– bilans obrotów bieżących

Wskaźnik	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Stosunek deficytu bilansu handlowego (towary) do PKB (w %)	7,18	4,01	3,65	2,64	2,37	1,03	2,14	4,48
Stosunek deficytu bilansu handlowego (towary plus usługi) do PKB (w %)	6,35	3,60	3,27	2,53	2,37	0,79	1,93	3,33
Stosunek deficytu bilansu dochodów do PKB (w %)	0,43	0,31	0,53	1,13	3,32	3,06	2,84	2,84
Stopień pokrycia deficytu bilansu obrotów bieżących przez napływające BIZ	93,6	106,3	82,5	99,78	129,38	279,70	208,67	114,22

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: [GUS, 2014; NBP, 2014].

W tabeli 3 i tabeli 4 przedstawiono wskaźniki skonstruowane na podstawie danych zawartych w bilansie obrotów bieżących. Oczywiście najczęściej analizowanym wskaźnikiem jest wartość salda rachunku obrotów bieżących odniesiona do PKB – te dane zostały przedstawione w tabeli 2. Niemniej jednak wydaje się interesujące, jak kształtują się również poszczególne składowe bilansu obrotów bieżących z uwagi na fakt, że często saldo bilansu obrotów bieżących utożsamia się z saldem rachunku obrotów handlowych. Z przedstawionych danych jasno

wynika, że w latach 2000–2012 saldo obrotów handlowych rozumiane jako wyłącznie wymiana towarowa (z wyjątkiem roku 2000 i lat 2007–2008 – początek kryzysów) kształtowało się na zadowalającym poziomie. Choć jego wartość była ujemna, nie przekraczała wartości referencyjnej -4% PKB. Sytuacja kształtowała się jeszcze lepiej, jeśli saldo obrotów handlowych zdefiniować jako saldo wymiany towarów i usług. Oznacza to, że wbrew potocznym opiniom, relatywnie wysokie ujemne saldo rachunku obrotów bieżących nie było pochodną wysokiego deficytu na rachunku obrotów handlowych. Kategorią, która z roku na rok coraz silniej wpływa na pogłębianie ujemnego salda rachunku obrotów bieżących, jest rosnący deficyt na rachunku dochodów, na którym notowane są dochody uzyskiwane z polskich inwestycji za granicą i zagranicznych inwestycji w Polsce. Rosnące zaangażowanie inwestorów zagranicznych w polską gospodarkę, przy relatywnie niedużym zaangażowaniu polskich inwestorów za granicą, powoduje wzrost ujemnego salda dochodów, co dobitnie potwierdzają dane zawarte w tabelach 3 i 4. Można więc wnioskować, że w przypadku Polski, z punktu widzenia kształtowania się salda rachunku obrotów bieżących, coraz istotniejszym problemem jest rosnący wolumen transferu zysków przez inwestorów zagranicznych. Pojawia się paradoksalna zależność – wzrost deficytu na rachunku obrotów bieżących powoduje konieczność „przyciągania” kapitałów zagranicznych, od których dochody w kolejnych okresach odprowadzane za granicę przyczyniają się do wzrostu tego deficytu.

Tabela 4. Wybrane wskaźniki zewnętrznej stabilności Polski w latach 2008–2012  
– bilans obrotów bieżących

Wskaźnik	2008	2009	2010	2011	2012
Stosunek deficytu bilansu handlowego (towary) do PKB (w %)	5,78	1,74	2,64	2,71	1,37
Stosunek deficytu bilansu handlowego (towary plus usługi) do PKB (w %)	4,81	0,64	1,95	1,63	0,15
Stosunek deficytu bilansu dochodów do PKB (w %)	2,39	3,81	4,29	4,55	4,63
Stopień pokrycia deficytu bilansu obrotów bieżących przez napływające BIZ	56,95	77,35	57,85	79,56	33,23

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: [GUS, 2014; NBP, 2014].

Niepokojąco kształtuje się także inny badany wskaźnik, czyli pokrycie deficytu na rachunku obrotów bieżących przez napływające inwestycje bezpośrednie (postrzegane jako najbardziej stabilne). Do roku 2007 pokrycie to kształtowało się na bezpiecznym poziomie, w roku 2005 oscylowało blisko 280%. Sytuacja uległa

diametralnej zmianie w momencie wybuchu światowego kryzysu finansowego, czyli w 2008 r. W 2012 r. współczynnik pokrycia ukształtował się na poziomie najniższym w całym badanym okresie i wyniósł zaledwie około 33%. Ta niska wartość wskaźnika może budzić niepokój, szczególnie w przypadku potencjalnego spadku wiarygodności naszego kraju na międzynarodowych rynkach finansowych i wycofywania się inwestorów zagranicznych z Polski.

### 3. Wskaźniki definiujące zewnętrzną stabilność Polski skonstruowane w oparciu o dane międzynarodowej pozycji inwestycyjnej

W trzeciej części artykułu dokonana zostanie analiza wskaźników skonstruowanych w oparciu o dane zawarte w międzynarodowej pozycji inwestycyjnej. Międzynarodowa pozycja inwestycyjna to zestawienie aktywów i pasywów zagranicznych danego kraju. Różnica między tymi dwiema kategoriami wyznacza jego międzynarodową pozycję inwestycyjną netto i określa, czy jest on wierzycielem, czy dłużnikiem netto wobec zagranicy. Polska należy do drugiej ze wskazanych kategorii. Z punktu widzenia stabilności zewnętrznej kraju istotna jest skala tego zadłużenia, definiowana przez międzynarodową pozycję inwestycyjną netto odniesioną do PKB. Jak już wcześniej wskazano, wartością graniczną określoną przez UE jest -35% PKB. W okresie 2000–2002 wartość tego wskaźnika utrzymywała się w Polsce na bezpiecznym poziomie, jednak w 2003 r. został on dość znacznie przekroczony i od tego czasu nie udało się zejść poniżej wartości progowej. Obecnie jego wartość prawie dwukrotnie przewyższa poziom przyjęty przez UE jako graniczny (por. tab. 2, 5).

Kolejnym wskaźnikiem, który może przyczynić się do szacowania poziomu bezpieczeństwa zewnętrznego kraju, w tym przypadku Polski, jest odniesienie MPI netto do wartości rezerw dewizowych. Wskaźnik ten pokazuje, czy w sytuacji, w której inwestorzy zagraniczni zapragnęliby wycofać z polskiego rynku wszystkie zainwestowane kapitały, a Polska ściągnęłaby aktywa denominowane w walutach obcych z rynków zagranicznych, byłibyśmy w stanie zapewnić inwestorom zagranicznym możliwość wymiany polskiej waluty na waluty zagraniczne (abstrahując od rodzaju waluty zaangażowanej w ten proces i przyjmując, że na polskie rezerwy dewizowe składają się tylko waluty). Z danych zawartych w tabeli 5 jasno wynika, że mimo iż Polska ma relatywnie duże rezerwy dewizowe (ich wartość w 2012 r. przekroczyła 108 mld USD), w przypadku konieczności wykorzystania ich w celu zaspokojenia oczekiwań inwestorów zagranicznych, byłoby ich zdecydowanie za mało. Obecnie wartość MPI netto jest trzykrotnie wyższa niż polskie rezerwy dewizowe, choć i tak wskaźnik ten uległ poprawie – w 2008 r. wartość MPI netto prawie czterokrotnie przekraczała wartość rezerw.



Tabela 5. Wybrane wskaźniki zewnętrznej stabilności finansowej Polski w latach 2000–2012 – międzynarodowa pozycja inwestycyjna

Wskaźnik	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Udział dochodów wywiezionych w pasywach zagranicznych (w %)	3,91	3,83	3,25	3,91	8,03	6,24	7,02	7,53	5,06	5,80	5,53	5,70	5,79
Udział dochodów przywiezionych w aktywach zagranicznych (w %)	6,99	7,07	5,71	5,83	8,10	7,56	8,16	7,31	6,53	4,61	4,39	3,67	4,00
Stosunek MPI netto do wartości rezerw dewizowych (w %)	200,8	217,3	246,4	275,0	349,8	300,7	343,0	368,3	390,2	348,7	334,4	292,6	314,6
Stosunek MPI netto do PKB (w %)	-30,7	-29,5	-34,9	-41,7	-42	-45	-46	-50	-56	-59	-65	-64	-67
Udział napływających BIZ w pasywach zagranicznych (%)	34,23	38,50	38,62	37,9	41,6	41,3	44,2	44,8	43,3	42,7	43,2	41,5	41,4

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: [GUS, 2014; NBP, 2014].

W tabeli 5 pojawił się także wskaźnik obrazujący udział bezpośrednich inwestycji zagranicznych w całości napływających do Polski. Im udział ten jest wyższy, tym, przynajmniej teoretycznie, mniejsze niebezpieczeństwo destabilizacji polskiego rynku finansowego oraz polskiej gospodarki, spowodowanej nagłym wycofaniem się kapitałów zagranicznych. Jeśli chodzi o kształtowanie się tego wskaźnika, w latach 2000–2003 jego wartość zamykała się w przedziale około 34–38%. Od 2004 r. udział BIZ w pasywach zagranicznych przekracza 40%, a w szczytowym roku 2007 wyniósł blisko 45%. Interpretacja wartości tego wskaźnika zależy od rozpatrywanej grupy krajów – w krajach wysoko rozwiniętych wartość około 40% uznano by za relatywnie wysoką, a w krajach rozwijających się – wręcz przeciwnie [por. Janicka, 2013]. Polska sytuuje się więc na pograniczu tych dwóch grup, co odpowiada jej obecnej sytuacji – trudno ją uznać za przeciętny kraj rozwijający się, a jeszcze nie należy do grupy krajów wysoko rozwiniętych.

Na potrzeby niniejszego artykułu powstał jeszcze jeden wskaźnik – relacja dochodów przywiezionych/wywiezionych do aktywów/pasywów zagranicznych. Wskaźnik ten powinien określić udział dochodów wywiezionych przez inwestorów zagranicznych z Polski w relacji do zasobów inwestycji zagranicznych w Polsce w danym roku oraz udział dochodów przywiezionych przez polskich inwestorów do kraju w relacji do zasobów polskich inwestycji za granicą. Z uwagi na fakt, że udział salda dochodów w coraz większym stopniu wpływa na ujemne saldo rachunku obrotów bieżących, ciekawa stała się kwestia, czy udział ten jest wyłącznie pochodną rosnącego zasobu inwestycji zagranicznych w Polsce, czy także rosnącego udziału dochodów wywiezionych w relacji do tych zasobów. Odpowiednie dane znajdują się w tabeli 5. Wniosek nasuwa się taki, że trudno na podstawie (w tak prosty sposób, bez uwzględnienia relacji kursowych itp.) policzonych wartości jasno wskazać, że inwestorzy zagraniczni wywożą relatywnie więcej dochodów niż przywożą inwestorzy polscy w odniesieniu do zasobu inwestycji, które je generują. Niemniej jednak od 2009 r. widać tendencję, zgodnie z którą udział wywiezionych zysków do zasobów inwestycji zagranicznych jest wyższy niż udział przywiezionych zysków w relacji do zasobów polskich inwestycji za granicą (w przypadku tych ostatnich widać nawet dość znaczący spadek w stosunku do wartości przed rokiem 2009). Fakt ten również może wpływać na kształtowanie się salda dochodów w latach 2009–2012.

## Podsumowanie

W niniejszym artykule nawiązano do wcześniejszych badań [Janicka, 2010, s. 465–467]. Można stwierdzić, że wskaźniki będące podstawą do wnioskowania

odnośnie do uwarunkowań stabilności zewnętrznej Polski nie dają wyraźnych powodów do niepokoju. Nie ulega jednak wątpliwości, że Polska przekracza wartości progowe zdefiniowane przez UE w zakresie kształtowania się salda rachunku obrotów bieżących i MPI netto odniesionych do PKB. Rosnące uzależnienie polskiej gospodarki od kapitału zagranicznego znajduje też potwierdzenie w kształtowaniu się wskaźnika otwartości finansowej charakteryzującego związku finansowe polskiej gospodarki z otoczeniem zewnętrznym. Wzrost tej otwartości nie wynika jedynie z postępującej globalizacji rynków finansowych, ale przede wszystkim z przystąpienia Polski do Unii Europejskiej, dzięki czemu polski rynek finansowy został włączony w jednolity rynek finansowy UE, z wszystkimi tego konsekwencjami. Wydaje się, że kryzys finansowy, który dotknął część krajów strefy euro, stał się przestrożą dla innych krajów, że ani członkostwo w UE, ani przynależność do strefy euro nie gwarantują stabilności finansowej i konieczny jest ciągły monitoring definiujących ją wskaźników. Jest to zapewne dla krajów dużą niespodzianką, ponieważ uzyskanie członkostwa w strefie euro wydawało się taką gwarancją i postrzegane było jako główna korzyść równoważąca koszty rezygnacji z części suwerenności gospodarczej – niespodzianką tym większą, że kryteria konwergencji, których wypełnienie określało gotowość kraju do przystąpienia do strefy euro, koncentrowały się na równowadze wewnętrznej kraju, czyniąc równowagę zewnętrzną jej pochodną.

#### Bibliografia

- EC, 2014a, Report from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Central Bank and the European Economic and Social Committee Alert Mechanism Report 2014 (prepared in accordance with Articles 3 and 4 of Regulation (EU) No 1176/2011 on the prevention and correction of macroeconomic imbalances) {SWD(2013) 790 final} {SWD(2013) 791 final} Brussels, 13.11.2013 COM(2013) 790 final, European Commission, [http://ec.europa.eu/economy\\_finance/economic\\_governance/macroeconomic\\_imbalance\\_procedure/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/economy_finance/economic_governance/macroeconomic_imbalance_procedure/index_en.htm) [dostęp: 20.03.2014].
- EC, 2014b, Statistical Annex, Accompanying the document Report from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Central Bank and the European Economic and Social Committee Alert Mechanism Report 2014 (prepared in accordance with Articles 3 and 4 of Regulation (EU) No 1176/2011 on the prevention and correction of macroeconomic imbalances), COMMISSION STAFF WORKING DOCUMENT, [http://ec.europa.eu/economy\\_finance/economic\\_governance/macroeconomic\\_imbalance\\_procedure/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/economy_finance/economic_governance/macroeconomic_imbalance_procedure/index_en.htm) [dostęp: 20.03.2014].
- GUS, 2014, Główny Urząd Statystyczny, Wskaźniki makroekonomiczne, <http://stat.gov.pl/wskazniki-makroekonomiczne/> [dostęp: 10.03.2014].
- IMF, 2005, *The IMF's Approach to Capital Account Liberalization*, Independent Evaluation Office, IMF, [www.imf.org/External/NP/ieo/2005/cal/eng/index.htm](http://www.imf.org/External/NP/ieo/2005/cal/eng/index.htm) [dostęp: 22.03.2014].
- Janicka M., 2010, *Liberalizacja przepływów kapitałowych w gospodarce światowej. Przypadek Polski*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź.

- Janicka M., 2013, *Struktura kapitału napływającego do krajów rozwiniętych i rozwijających się, ze szczególnym uwzględnieniem Polski*, [w:] *Trendy rozwojowe w gospodarce światowej*, red. M. Bartosik-Purgat, J. Schroeder, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Poznaniu, Poznań.
- Lane P., Milesi-Ferretti G. M., 2006, *The External Wealth of Nations Mark II. Revised and Extended Estimates of Foreign Assets and Liabilities, 1970–2004*, Trinity College Dublin, Institute for International Integration Studies, Discussion Paper no. 126, <http://www.tcd.ie/iiis/documents/discussion/pdfs/iiisd126.pdf> [dostęp: 22.03.2014].
- NBP, 2014, Narodowy Bank Polski, Statystyka bilansu płatniczego, [http://www.nbp.pl/home.aspx?f=/statystyka/bilans\\_platniczy.html](http://www.nbp.pl/home.aspx?f=/statystyka/bilans_platniczy.html) [dostęp: 10.03.2014].
- Rumiński M., 2000, *Wolność przepływu kapitału we Wspólnocie Europejskiej*, INFOR, Warszawa.
- UE, 2011, Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady nr 1176/2011 z dnia 16 listopada 2011 r. w sprawie zapobiegania zakłóceniom równowagi makroekonomicznej i ich korygowania; 23.11.2011 Dziennik Urzędowy Unii Europejskiej L 306/25.
- Wei S. J., 2005, *Connecting Two Views on Financial Globalization. Can We Make Further Progress?*, paper prepared for the 18<sup>th</sup> Annual TRIO Conference organized by University of Tokyo, Japan on December 9–10, [www.nber.org/~confer/2005/triof05/wei.pdf](http://www.nber.org/~confer/2005/triof05/wei.pdf) [dostęp: 20.03.2014].