

Andrzej Dorosz

Międzynarodowa pozycja inwestycyjna Polski i wynikające z niej zagrożenia dla rozwoju gospodarczego

International Journal of Management and Economics 37, 190-213

2013

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, gromadzącej zawartość polskich czasopism humanistycznych i społecznych.

Tekst jest udostępniony do wykorzystania w ramach dozwolonego użytku.

Andrzej Dorosz

Akademia Finansów i Biznesu Vistula w Warszawie

Międzynarodowa pozycja inwestycyjna Polski i wynikające z niej zagrożenia dla rozwoju gospodarczego

Abstract

The paper consists of two parts. The first outlines determinants of international investment position (IIP); it also attempts to determine conditions of external balance of payments of a country with a negative net IIP. Then the Laffer curve was used to determine a maximal economically justified level of inviting foreign capital in order to support the country's economic development. This level determines equalization of net costs of the IIP income maintenance with an increase in the country's global product during a given period. When a national economy reaches this level, it creates a serious threat to its development. Similarly, failing to meet conditions of the external balance of payments usually results in serious economic crisis in the given country.

The second part is devoted to the presentation of the IIP of Poland. In the first decade of the current century, Poland supported its economic development by attracting significant amounts of foreign capital in the form of share and creditor capital. It led to a high negative net IIP, a situation which may threaten the stability of a country's external payment position and developmental perspectives. Nevertheless, the analysis of the IIP structure of Poland did not indicate the appearance of any extreme threats to its external payments position at the beginning of the second decade of the 21st century. However, excessive absorption of global product growth by IIP income maintenance may arouse some concern. This led to the conclusion that particular corrections in the country's economic policy are necessary.

Keywords: Laffer curve, international investment position, external balance of payments

Wstęp

Celem artykułu jest określenie niektórych współzależności, jakie występują między bilansem płatniczym i międzynarodową pozycją inwestycyjną netto kraju a dynamiką jego rozwoju gospodarczego mierzonego wzrostem PKB.

Definicja międzynarodowej pozycji inwestycyjnej, pozycja „długa” i „krótka”

Międzynarodową pozycję inwestycyjną (MPI) kraju definiuje się jako „zestawienie, które przedstawia stany zagranicznych aktywów i pasywów podmiotów krajowych na koniec danego roku” [Międzynarodowa..., 2011, s. 5]. W otwartej gospodarce rynkowej decyzje podmiotów krajowych (rezydentów) ze wszystkich sektorów mają wpływ na kształtowanie się tej pozycji. Każdy podmiot gospodarczy może bowiem zaciągać zobowiązania (kredyty, pożyczki) i sprzedawać elementy swojego majątku podmiotom zagranicznym (nierezydentom), każdy też może udzielać kredytów i pożyczek nierezydentom (nabywać ich wierzytelności) i kupować elementy ich majątku. Wielkość zarówno globalnych aktywów zagranicznych w posiadaniu rezydentów, jak i krajowych aktywów w posiadaniu nierezydentów jest więc konsekwencją ich historycznych decyzji, podejmowanych przez nich indywidualnie w okresie poprzedzającym datę, na jaką robione jest zestawienie MPI kraju. Sprzedaż zagranicą jakiegoś fragmentu majątku lub zaciągnięcie długu za granicą spowoduje, że w MPI pojawią się pasywa – własność zagranicą do majątku krajowego lub zobowiązania pieniężne do zagranicznych wierzycieli. I odwrotnie – udzielenie zagranicą kredytu (pożyczki) lub kupno tam jakiegoś elementu majątku tworzą aktywa w MPI.

Transakcje finansowe i majątkowe danego kraju z zagranicą wchodzi do bilansu płatniczego za dany okres obrachunkowy. Bilans płatniczy kraju pokazuje, jak zmieniły się w danym okresie poszczególne pozycje MPI tego kraju i w jaki sposób zmiany te zostały sfinansowane. W poszczególnych okresach transakcje finansowe i majątkowe kraju z zagranicą nie muszą się przy tym równoważyć. W związku z tym na koniec okresu obrachunkowego MPI jest zazwyczaj niezrównoważona. Po odjęciu od ogólnej kwoty aktywów kwoty pasywów, powstaje pozycja netto – ujemna lub dodatnia.

Zestawienie MPI może być dokonane w walucie krajowej lub dowolnej walucie zagranicznej, jakkolwiek w tym drugim przypadku zwykle robi się to w jakiejś walucie światowej (kluczowej) – obecnie zwykle w dolarach amerykańskich lub w euro. Przeliczenie stanów aktywów i pasywów zagranicznych danego kraju na określoną walutę nie zmienia jego pozycji netto, jakkolwiek może mieć wpływ na absolutną wielkość tej pozycji. Zależy to bowiem od pierwotnej struktury walutowej poszczególnych wielkości MPI danego kraju. Jeżeli wielkość aktywów zagranicznych, jaka jest w posiadaniu rezy-

dentów kraju, jest większa od ich pasywów, to mówi się, że kraj jest „wierzycielem międzynarodowym”, ma „długą” – dodatnią MPI netto. Gdy natomiast pasywa są większe od aktywów, wówczas kraj jest „dłużnikiem międzynarodowym” i ma „krótką” – ujemną MPI netto. Nadwyżkowy lub deficytowy charakter MPI ma wpływ na bilans płatniczy. Wyraża się on w zestawieniu dochodów w obrotach bieżących. W przypadku kraju z „długą” pozycją, zestawienie to wykazuje nadwyżkę (dodatnie saldo), zaś w przypadku kraju z „krótką” pozycją, zestawienie to ma niedobór (ujemne saldo).

Czynniki kształtujące MPI

Decyzje podmiotów gospodarczych w sprawie finansowych i majątkowych transakcji z zagranicą są podejmowane głównie z trzech powodów, tj. rentowności, płynności (dostępności) oraz bezpieczeństwa. Podmioty gospodarcze podejmują te decyzje wprawdzie autonomicznie, ale robią to pod wpływem czynników: 1) makroekonomicznych, 2) mikroekonomicznych i 3) psychologicznych. Jeżeli chodzi o te pierwsze, to indywidualne podmioty gospodarcze nie mają na nie wpływu. W przypadku drugich jest inaczej. Podmioty gospodarcze bowiem analizują rentowność operacji transgranicznych. Często jednak indywidualni inwestorzy podejmują decyzje pod wpływem emocji, ulegając atmosferze, jaka panuje w ich bliższym otoczeniu – na rynkach regionalnych bądź w otoczeniu dalszym – na rynkach międzynarodowych.

Przyjmuje się, że w normalnych warunkach podstawowym czynnikiem, jaki decyduje o transgranicznych transferach kapitału, jest rentowność (zyskowność). Szczególnie odnosi się to do podmiotów z sektora prywatnego – przedsiębiorstw i gospodarstw domowych. Podmioty te udzielają kredytów lub pożyczek zagranicznym dłużnikom, kupują zagraniczne papiery udziałowe, dokonują za granicą inwestycji bezpośrednich lub nabywają elementy majątkowe wówczas, gdy spodziewana stopa zwrotu z inwestycji jest wyższa niż stopa zwrotu od porównywalnych inwestycji krajowych. Inaczej mówiąc, stopa zwrotu z inwestycji zagranicznych powinna być równa stopie zwrotu z inwestycji krajowych powiększonej o odpowiednią, zwykle dość znaczącą, marżę na pokrycie kosztów i dodatkowego ryzyka. Przy czym im wyższe są koszty związane z zagranicznymi inwestycjami oraz im większe jest ryzyko związane z nimi, tym wyższa jest marża. Zależy ona oczywiście od rodzaju inwestycji, wewnętrznej i zewnętrznej politycznej oraz gospodarczej sytuacji kraju, w jakim inwestycja ma miejsce, no i naturalnie także od sytuacji międzynarodowej. Ogólnym drogowskazem dla podmiotów inwestujących za granicą, są oceny, jakie najważniejsze organizacje ratingowe (Moody's, Fitch, Standard's & Poor) przyznają poszczególnym krajom oraz niektórym, działającym w tych krajach, przedsiębiorstwom. Specyficznymi wskazówkami są także względne ceny papierów wartościowych i innych elementów majątkowych danego kraju, jakie ukształtowały się na rynkach międzynarodowych oraz ceny tzw. opcji upadłościowych (*credit default swaps*

– CDO). Rentowność (zyskowność) jest podstawowym czynnikiem kształtującym postępowanie nie tylko eksporterów kapitału, ale także jego importerów. Żaden racjonalnie działający podmiot nie zaciągnie przecież pożyczki (kredytu) za granicą, jeżeli w kraju dostanie ją taniej. Nikt przecież nie sprzeda zagranicznemu partnerowi swojego majątku, jeżeli znalazłby się krajowy nabywca z wyższą ceną.

Eksporterzy kapitału kierują się także płynnością inwestycji, a importerzy – dostępnością kapitału. Ci pierwsi, podejmując inwestycję za granicą, rozważają łatwość, z jaką można się z niej wycofać, gdyby zaistniały nadzwyczajne okoliczności. Decyduje o tym głównie forma inwestycji oraz wielkość rynku kapitałowego i rynku nieruchomości. Wpływ ma także infrastruktura instytucjonalna obu tych rynków. Im rynki te są bardziej rozwinięte z punktu widzenia wolumenu obrotów i im lepiej są zorganizowane, tym łatwiej wycofać się z inwestycji. Rynki takie oceniane są jako „przyjazne” dla inwestorów zagranicznych. Ma to oczywiście wpływ na oczekiwaną stopę zwrotu. Będzie ona względnie niższa niż z inwestycji w krajach, które nie mają dużych i dobrze zorganizowanych rynków: kapitałowego i nieruchomości. Z kolei importerzy kapitału, chcąc zaspokoić swoje potrzeby, swoje zainteresowania koncentrują na krajach, które mają największe i najlepiej zorganizowane rynki kapitałowe – międzynarodowe rynki finansowe, skupiające środki nie tylko potencjalnych, własnych inwestorów (rezydentów), ale także obcych inwestorów (nierzydentów). Oferta na takich rynkach, z punktu widzenia formy inwestycji i okresu ich trwania, jest tak bogata, że pozwala zaspokoić popyt zewnętrznych podmiotów potrzebujących kapitału o bardzo zróżnicowanym profilu ryzyka. Międzynarodowe rynki finansowe zapewniają też stosunkowo niskie względne koszty pozyskania kapitału.

Kolejnym, trzecim czynnikiem, jaki brany jest pod uwagę przy inwestycjach zagranicznych, jest bezpieczeństwo. Dotyczy to także zarówno eksporterów, jak i importerów kapitału. Pierwsi rozważają nie tylko ryzyko przedsięwzięcia od strony handlowej, ale także makroekonomicznej i politycznej, starając się określić prawdopodobieństwo poniesienia częściowej lub całkowitej straty kapitału. Natomiast drudzy rozważają prawdopodobieństwo wstrzymania finansowania lub jego wycofania nie tylko ze względów komercyjnych, ale także makroekonomicznych lub politycznych. Dla jednych i drugich bezpieczeństwo, choć różnie rozumiane, jest istotnym elementem przy podejmowaniu decyzji o przeprowadzeniu transgranicznej transakcji kapitałowej.

Dla poszczególnych podmiotów gospodarczych, przy podejmowaniu decyzji o zagranicznych operacjach kapitałowych, powyższe czynniki – choć wszystkie są rozważane – zdają się mieć różne znaczenie. Zależy to również od zajmowanej pozycji – aktywnej lub pasywnej.

Jednostki z sektora rządowego i samorządowego, lokujące środki za granicą, kierują się przede wszystkim kryterium płynności i bezpieczeństwa, tj. starają się zapewnić swoim lokatom jak największą płynność i bezpieczeństwo. Najwyraźniej to widać przy analizowaniu struktury przedmiotowej oficjalnych rezerw dewizowych. Ale nawet wów-

czas, gdy inwestorami są państwowe fundusze kapitałowe (*sovereign funds*), ranga obu powyższych kryteriów jest bardzo wysoka przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych. Wynika to z makroekonomicznych funkcji, jakie pełni państwo w gospodarce. W tym przypadku zagraniczne inwestycje jednostek publicznych mają za zadanie stworzenie zasobów środków dewizowych, które mogłyby zostać szybko użyte do sfinansowania bieżących niedoborów płatniczych (funkcja oficjalnych rezerw dewizowych), albo łatwo użyte dla wyrównania strat, jakie mogłyby powstać w wyniku nieprzewidywanych okoliczności w dłuższej perspektywie (funkcja państwowych funduszy kapitałowych). Większy nacisk na rentowność, jaki kładą zarządzający w przypadku państwowych funduszy kapitałowych, ma zapewnić utrzymanie ich realnej wartości w świecie deprecjującego się pieniądza papierowego.

Z kolei przedsiębiorstwa kładą nacisk głównie na rentowność i bezpieczeństwo, następnie zaś na płynność. Prowadząc profesjonalnie działalność gospodarczą, oswojone są z ryzykiem, a ich *raison d'être* jest zysk, który jest w końcu funkcją ryzyka. Jeżeli decydują się na ryzykowną inwestycję za granicą, oczekują odpowiednio wysokiej stopy zwrotu, wysokiej marży ponad poziom rentowności porównywalnej inwestycji krajowej. Jeżeli inwestor preferuje głównie płynność, to jest skłonny zaakceptować odpowiednio zmniejszoną rentowność. Jednostki z sektora gospodarstw domowych, lokując swoje oszczędności za granicą, zdają się brać pod uwagę głównie bezpieczeństwo, a następnie płynność i rentowność. Wynika to także z funkcji, jakie pełnią oszczędności tych podmiotów. Mają one zapewnić gospodarstwu domowemu stabilizację poziomu dochodów – a konsekwencji i poziomu życia – w długim okresie i ewentualnie pomóc w przezwyciężeniu nieprzewidywanych, przypadkowych zdarzeń, obniżających bieżące dochody. Wśród gospodarstw domowych są wprawdzie jednostki, które lokują swoje oszczędności w sposób agresywny, nastawiony na wysoką stopę zwrotu przy akceptacji wysokiego poziomu ryzyka, niemniej są one zdecydowanie w mniejszości. Preferencje, jakimi kierują się podmioty gospodarcze, decydując się na inwestycje za granicą, przedstawiono w tabeli 1.

TABELA 1. Kryteria i preferencje, jakimi kierują się podmioty gospodarcze przy dokonywaniu inwestycji za granicą

Sektor	Rentowność	Płynność	Bezpieczeństwo
Publiczny	*	***	***
Przedsiębiorstw	***	**	***
Gospodarstw domowych	**	**	***

Uwaga: Liczba gwiazdek wskazuje na wagę danego kryterium – im więcej gwiazdek, tym kryterium ważniejsze dla podmiotu z danego sektora.

Źródło: Opracowanie własne.

W przypadku zaciągania zobowiązań lub sprzedawania majątku za granicą preferencje podmiotów gospodarczych są ze zrozumiałych względów odmienne. Dla wszystkich grup podmiotów najważniejsza jest dostępność kapitału. Ma to szczególne znaczenie w przypadku zaciągania kredytów i pożyczek. Zagraniczni wierzyciele muszą mieć zdolność do oceny wiarygodności kredytowej dłużników. Koszty takiej oceny są przy tym stosunkowo wysokie, dlatego na międzynarodowych rynkach finansowych kredyty i pożyczki mogą pozyskać tylko duże podmioty gospodarcze – skarż państwa, duże jednostki samorządu terytorialnego i duże przedsiębiorstwa. Osoby fizyczne mogą pozyskać kredyty za granicą właściwie tylko wtedy, jeżeli są odpowiednio zamożne i jeżeli zostaną klientami wydziałów *private banking* banków wyspecjalizowanych w tym zakresie. Dla jednostek sektora publicznego i przedsiębiorstw drugim ważnym kryterium jest koszt pozyskania kapitału. Powinien być niższy niż na rynku krajowym, aby operacja miała sens. W tym miejscu należy zaznaczyć, że takie porównanie nie zawsze jest możliwe. Niekiedy bowiem określony wolumen kapitału (finansowanie rządu kilkuset milionów lub kilku miliardów dolarów) lub kapitał określonego typu (np. kilkudziesięcioletnie lub dłuższe pożyczki) nie są w ogóle dostępne na danym rynku krajowym. Wówczas międzynarodowy rynek finansowy jest jedynym źródłem zaspokojenia zapotrzebowania na środki. W końcu trzecie kryterium – pewność finansowania. Finansowanie działalności jest przecież procesem ciągłym. Jego przerwanie może doprowadzić do silnych perturbacji w działalności finansowanej jednostki, a w konsekwencji do utraty jej zdolności do wywiązywania się z bieżących zobowiązań (*default*), a nawet – szczególnie w przypadku przedsiębiorstw – do bankructwa (*bankrupcy*). Stąd pewność utrzymania źródeł finansowania jest ważna głównie w przypadku jednostek publicznych i przedsiębiorstw, a szczególnie jest to istotne, gdy jednostki te finansują się kredytami i pożyczkami krótkoterminowymi. Kryterium to natomiast jest najmniej ważne dla jednostek z sektora gospodarstw domowych. Dodatkowymi, pozyskanymi za granicą środkami finansują one incydentalne, duże jednorazowe wydatki (np. zakup domu czy mieszkania). Stąd zapewnienie sobie ciągłości finansowania nie jest dla nich szczególnie istotne. W tabeli 2 przedstawiono kryteria, jakimi kierują się podmioty decydujące się na pozyskanie kapitału za granicą i ich preferencje w odniesieniu do kryteriów.

TABELA 2. Kryteria i preferencje, jakimi kierują się podmioty gospodarcze przy zaciąganiu zobowiązań lub sprzedaży majątku za granicą

Sektor	Koszt	Dostępność	Pewność
Publiczny	***	***	**
Przedsiębiorstw	***	***	**
Gospodarstw domowych	**	***	*

Uwaga: Jak dla tabeli 1.

Źródło: Opracowanie własne.

Dominująca część transgranicznych obrotów kapitałowych przypada na sektor przedsiębiorstw, w tym przedsiębiorstw finansowych, i na sektor publiczny. Udział jednostek sektora gospodarstw domowych jest w tych obrotach stosunkowo niski. Te ostatnie powierzają zazwyczaj swoje oszczędności krajowym instytucjom finansowym – głównie bankom, zakładom ubezpieczeniowym, funduszom emerytalnym i inwestycyjnym. Instytucje te przeprowadzają zagraniczne operacje finansowe na swój rachunek. Istotą tych operacji, jak wskazano wyżej, jest arbitraż cenowy (procentowy). Podmioty posiadające nadwyżki oszczędności chcą uzyskać wyższą stopę zwrotu ze swoich lokat (inwestycji), niż mogą osiągnąć w swoim kraju, i odwrotnie – podmioty potrzebujące kapitału starają się pozyskać kapitał taniej niż w kraju, poprzez niższe oprocentowanie kredytów (pożyczek) lub wyższe ceny sprzedaży majątku.

W ujęciu makroekonomicznym zasadniczym powodem, jaki uruchamia transgraniczne operacje kapitałowe, są różne „stopy niecierpliwości” (stopy międzyokresowej substytucji dochodu) w kraju i zagranicą [Caves, Frankel, Jones, 1998, s. 580], jeżeli oczywiście pominie się nadzwyczajne przypadki losowe (*force majeure*) powodujące utratę majątku lub dochodu. Stopę niecierpliwości można określić jako skłonność do rezygnacji z części bieżącego dochodu (konsumpcji, inwestycji) w imię przyszłego dodatkowego dochodu lub odwrotnie – jako skłonność do zwiększenia bieżącego dochodu (konsumpcji, inwestycji) w imię rezygnacji z części przyszłego dochodu. Wielkość stopy obrazuje nachylenie odpowiedniej krzywej obojętności. Są one mniej strome w krajach wysoko rozwiniętych, a przy tym posiadających wysoką stopę oszczędności (akumulacji). Kraje te są eksporterami kapitału¹. Natomiast w krajach o stosunkowo niskim poziomie rozwoju i niskiej stopie oszczędzania (akumulacji) stopa niecierpliwości jest zwykle znacznie wyższa niż w tych pierwszych i krzywa obojętności bardziej stroma. Kraje te są importerami kapitału, zaspokajając w ten sposób rozbudzone bieżące potrzeby konsumpcyjne i inwestycyjne, kosztem przyszłego dochodu.

Warunki zewnętrznej równowagi płatniczej

Różne stopy niecierpliwości, o ile utrzymują się w dłuższym okresie, determinują następnie MPI netto poszczególnych krajów. Utrzymywanie się wysokiego stopnia zniecierpliwienia społeczeństwa przeradza się następnie zazwyczaj w „krótką” MPI danego kraju, a niski stopień zniecierpliwienia – w „długą” MPI. Kształtowanie wielkości netto MPI jest procesem złożonym i odbywa się przy udziale bardzo dużej liczby podmiotów gospodarczych. Największą bezpośrednią rolę odgrywają w tym procesie największe podmioty gospodarcze – skarż państwa, duże jednostki samorządowe, duże przedsiębiorstwa produkcyjne i handlowe, duże instytucje finansowe oraz wąska grupa najbogatszych obywateli. Mniejsze jednostki wpływają oczywiście także na MPI kraju, ale pośrednio. Koncentrując swoje oszczędności w instytucjach finansowych, stwarzają

im finansową podstawę do eksportu kapitału albo, zgłaszając im swój popyt na kapitał (kredyty, pożyczki, kapitał udziałowy), tworzą przesłanki do podjęcia jego importu.

Zgodnie z keynesowskim równaniem przedstawiającym wykorzystanie (podział) produktu krajowego brutto (Y) w danym kraju, a mianowicie:

$$(1) \quad Y = C + S + G = C + I + G + (X - M),$$

gdzie:

C – konsumpcja,

S – oszczędności,

G – saldo sektora publicznego,

I – inwestycje,

X – eksport,

M – import,

nierównowaga zewnętrzna pojawia się w okresie (t), gdy $X \neq M$, tzn. gdy pojawia się saldo bilansu handlowego. Dodatkowo saldo bilansu handlowego ($X > M$), zmniejsza produkt do podziału w danym okresie, ograniczając wewnętrzną konsumpcję, inwestycje krajowe lub wydatki publiczne poniżej dochodów kreowanych przez wytwórstwo krajowe. Z kolei ujemne saldo bilansu handlowego ($X < M$) pozwala na zwiększenie wewnętrznej konsumpcji, inwestycji lub wydatków publicznych. Sytuacje te przedstawia lekko zmodyfikowana formuła (1):

$$(2) \quad Y - (X - M) = C + I + G.$$

Dodatknie saldo bilansu handlowego pozwala na lepsze wykorzystanie potencjału produkcyjnego kraju w sytuacji, gdy popyt wewnętrzny jest niedostateczny. Z kolei ujemne saldo bilansu handlowego pozwala na lepsze zaspokojenie wewnętrznych potrzeb, gdy krajowe moce produkcyjne są niedostateczne.

W kraju, w którym stopa niecierpliwości jest stosunkowo wysoka, wyższa niż zagranicą, powstanie skłonność po stronie rządzących i społeczne przyzwolenie na prowadzenie ekspansywnej polityki gospodarczej, w wyniku której ukształtuje się strukturalny (długookresowy) deficyt bilansu handlowego. Wysoką stopę niecierpliwości może ukształtować – z jednej strony – postawa klasy politycznej, tj. zarówno polityka partii rządzącej, jak i partii opozycyjnych, a z drugiej strony – oddziałujący na społeczeństwo „efekt demonstracji” – chęć szybkiego osiągnięcia poziomu rozwoju, warunków życia uzyskanego wcześniej przez inne, bardziej rozwinięte kraje. Współcześnie tego typu sytuacja wydaje się charakterystyczna dla wielu krajów mniej rozwiniętych, szczególnie krajów o tzw. wschodzących gospodarkach (*emerging economies*), nieposiadających bogatych zasobów surowcowych i ze stosunkowo niską stopą oszczędności.

Ujemne saldo bilansu handlowego musi jednak zostać w jakiś sposób sfinansowane – pożyczkami lub kredytami, inwestycjami bezpośrednimi lub innymi transakcjami majątkowymi (sprzedażą majątku krajowego). Jeżeli transgraniczne ruchy kapitału, nie-

zbędne do sfinansowania deficytu handlowego, są spowodowane przez czynniki ekonomiczne (różne poziomy stóp procentowych, stóp rentowności inwestycji, różny poziom cen nieruchomości w kraju i za granicą) i oparte zostaną na transakcjach komercyjnych, to mówi się o autonomicznych transgranicznych ruchach kapitału i określa się je jako transfery podstawowe (BT). Powiększają one jakby zasób krajowych oszczędności, umożliwiając sfinansowanie inwestycji, a konsekwencji umożliwiając także ewentualne sfinansowanie większej konsumpcji i wydatków publicznych. W rezultacie formułę podziału produktu krajowego należy odpowiednio uzupełnić:

$$(3) \quad Y - (X - M) = C + S + BT + G = C + I + G.$$

Podstawowe transfery kapitałowe (BT) w końcu wstępnego okresu (t) przekształcą się w MPI netto danego kraju (w formułach oznaczono ją jako D). W następnym okresie, o ile utrzyma się nierównowaga bilansu handlowego, również wystąpi potrzeba sfinansowania jego kolejnego salda. Pojawi się przy tym dodatkowa potrzeba sfinansowania kosztów obsługi MPI, tzn. sfinansować trzeba będzie nie tylko nowe saldo handlowe, ale także saldo dochodów w bilansie obrotów bieżących². Kapitał niezbędny do utrzymania zrównoważonej pozycji płatniczej kraju będzie więc większy o (r) stopę obsługi MPI (D). Zewnętrzna równowaga płatnicza zostanie więc zachowana w następnym okresie ($t + 1$), jeżeli:

$$(4) \quad BT_{t+1} = (X - M)_{t+1} + rD_t.$$

Inaczej mówiąc, kraj utrzyma zewnętrzną równowagę płatniczą w okresie ($t + 1$), jeżeli podstawowe transfery kapitału (BT) będą równe jego saldu handlowemu powiększonemu o koszty obsługi MPI lub pomniejszonemu o dochody z MPI. Łatwo zauważyć, że warunek ten nie jest zupełny. Pożyczki i kredyty są udzielane na różne terminy i zazwyczaj spłacane w ratach, a inne inwestycje kapitałowe mogą być wycofane w części lub całości w następnym okresie. Oznacza to, że jakąś część (p) zobowiązań w stosunku do zagranicy (raty kredytów i pożyczek, odsprzedane inwestorom krajowym papiery wartościowe, nieruchomości itp.) trzeba będzie zwrócić w następnym okresie. Inaczej mówiąc, część zagranicznego kapitału ulokowana w kraju może zostać „repatriowana”. Wówczas transfery podstawowe powinny to także sfinansować. Formuła zewnętrznej długoterminowej równowagi płatniczej kraju przedstawia się więc następująco³:

$$(5) \quad BT_{t+1} = (X - M)_{t+1} + r_{t+1}D_t + p_{t+1}D_t.$$

W konsekwencji zmienia się także formuła równowagi podziału produktu globalnego:

$$(6) \quad Y_{t+n} - (X - M)_{t+n} = C_{t+n} + S_{t+n} + BT_{t+n} + G_{t+n} = C_{t+n} + I_{t+n} + G_{t+n},$$

co oznacza, że aby gospodarka narodowa znalazła się w równowadze, oszczędności krajowe muszą zostać uzupełnione oszczędnościami zagranicznymi (importem kapitału) w wielkości pozwalającej na sfinansowanie deficytu handlowego, obsługi MPI netto i repatriacji kapitału (spłat pożyczek, kredytów i wycofania się zagranicy z innych inwestycji).

Utrzymanie się w długim okresie dodatniego salda bilansu handlowego i finansowanie go następnie eksportem kapitału oraz akumulowanie zagranicznych dochodów kapitałowych spowoduje właśnie wykształcenie się „długiej” MPI i przekształcenie się takiego kraju w „wierzyciela międzynarodowego”. Z kolei strukturalny deficyt handlowy i finansowanie go wraz z kosztami obsługi importem kapitału, spowoduje wykształcenie się „krótkiej” MPI i przekształcenie się takiego kraju w „dłużnika międzynarodowego”.

W następnych częściach niniejszego opracowania – ze względu na jego temat – pomija się problematykę kraju wierzycielskiego, koncentrując uwagę na problemach kraju dłużniczego, tj. kraju, w którym w długim okresie utrzymuje się wysoka stopa niecierpliwości, co prowadzi zarówno do strukturalnego $X < M$, jak i $rD < 0$ w rezultacie czego narasta „krótka” (ujemna) MPI. W kraju takim pojawiają się dwa poważne zagrożenia dla jego rozwoju. Powstaje – po pierwsze – niebezpieczeństwo utraty zewnętrznej równowagi płatniczej, a po drugie – niebezpieczeństwo stagnacji stopy życiowej społeczeństwa i w ogóle stagnacji gospodarczej kraju.

Nawiązując do formuły (5), zewnętrzna nierównowaga płatnicza pojawi się, jeżeli w danym okresie podstawowe transfery kapitałowe będą mniejsze niż łączna wielkość deficytu handlowego, kosztów netto obsługi MPI oraz odpływu kapitału:

$$(7) \quad BT_{t+n} < (X - M)_{t+n} + r_{t+n}D_{t+n-1} + p_{t+n}D_{t+n-1}.$$

Sytuacja taka może utrzymywać się jakiś czas, jeżeli kraj posiada odpowiednio duże oficjalne i bankowe rezerwy walutowe. Wówczas sfinansuje z nich bieżący niedobór środków dewizowych. Spadek poziomu rezerw walutowych, szczególnie zaś znaczący spadek rezerw oficjalnych, jest sygnałem, że pojawiła się zewnętrzna nierównowaga płatnicza. Może to ograniczyć skłonność zagranicy do finansowania rezydentów kraju dłużniczego, czyli ograniczy (BT). Dodatkowo może wywołać poczucie zwiększonego ryzyka inwestycyjnego i wywoła skłonność zagranicy do repatriacji kapitału, czyli zwiększy (p). Zmniejszeniu rezerw walutowych kraju towarzyszy zwykle deprecjacja jego waluty. Traktuje się to także jako sygnał zewnętrznej nierównowagi płatniczej. Jeżeli deprecjacja kursu jest silna i utrzymuje się przez długi czas, to może wzmocnić odczucie zwiększonego ryzyka u inwestorów zagranicznych. Wówczas tendencje do ograniczania (BT) i zwiększania zarówno (r), jak i (p) wzmocnią się. W konsekwencji może to doprowadzić nawet do zewnętrznego kryzysu finansowego kraju – kryzysu płynności (*default*), wyrażającego się w niezdolności do wywiązywania się z zewnętrznymi, dewizowymi zobowiązaniami płatniczymi. Zapobieżeniem takiej krytycznej sytuacji są, z jednej strony, automatyczny mechanizm wyrównawczy uruchamiany przez deprecjację waluty, z drugiej – korygująca polityka rządu i polityka banku centralnego nastawione na ograniczenie popytu wewnętrznego. Procesy uruchamiane zarówno automatycznie, jak i przez politykę gospodarczą wymagają jednak czasu, zanim przyniosą odpowiednie rezultaty – poprawę $(X - M)$ i zmniejszenie (p) oraz ewentualne obniżenie (r). Aby uniknąć w międzyczasie kryzysu płynności, kraj może zwrócić się do Między-

narodowego Funduszu Walutowego (MFW) lub innej międzynarodowej instytucji finansowej o udzielenie przejściowego wsparcia finansowego na uzupełnienie niedoboru (BT). MFW udziela takiej pomocy pod warunkiem opracowania przez kraj dłużniczy tzw. programu dostosowawczego. MFW monitoruje następnie jego wdrożenie i odpowiednio uruchamia kolejne transze pomocy. Celem programu jest trwałe przywrócenie zewnętrznej równowagi płatniczej kraju na podstawie zmian, jakie nastąpią w wewnętrznej strukturze gospodarki w wyniku deprecjacji kursu walutowego i korygującej polityki gospodarczej.

Możliwość wystąpienia zewnętrznej nierównowagi płatniczej zależy zarówno od czynników wewnętrznych, jak i zewnętrznych, przy czym są to nie tylko czynniki ekonomiczne, ale także polityczne i psychologiczne⁴. Wszystkie czynniki, jakie mogą prowadzić do nagłego pogorszenia się wewnętrznej sytuacji gospodarczej kraju (spadek produkcji, wzrost popytu wewnętrznego oraz związana z tym inflacja itd.), generują także możliwość powstania dużej i trwałej zewnętrznej nierównowagi płatniczej i mogą – jak wspomniano – doprowadzić do kryzysu płynności. Czynniki psychologiczne wzmacniają i przyspieszają ten proces. Wywołują spekulację i potęgują jej rozmiary. Spekulacja wzmacnia nierównowagę i w rezultacie, o ile nie zostanie w porę opanowana, może przyspieszyć i mocno zaostrzyć kryzys płynności. Potencjalne możliwości wystąpienia kryzysu płynności są przy tym ściśle związane ze strukturą pasywów MPI danego kraju. Niektóre pasywa są bardzo „płynne”, tzn. zagraniczni właściciele lokat/inwestycji (nierzydenci) mogą je szybko wycofać, nawet tylko w przypadku przejściowego zagrożenia wartości ich kapitałów. Niektóre pasywa są natomiast traktowane jako lokaty/inwestycje długoterminowe (strategiczne). Wówczas nawet duże wahania ich bieżącej wartości nie zmieniają podejścia zagranicznych właścicieli. Prawdopodobny stopień płynności poszczególnych rodzajów pasywów zagranicznych kraju przedstawiono w tabeli 3.

TABELA 3. Płynność zagranicznych pasywów kraju

Pasywa	Termin	Zobowiązania dłużne	Udziały właścicielskie	Nieruchomości
Publiczne	Krótki	W	-	-
	Długi	N/W	-	-
Prywatne	Krótki	W	W	W
	Długi	N/W	N	N

W – wysoka płynność, N – niska płynność.

Źródło: Opracowanie własne.

Największe zagrożenia dla stabilności MPI kryją się – jak widać – w krótkoterminowych, publicznych i prywatnych zobowiązaniach dłużnych oraz krótkoterminowych,

a więc spekulacyjnych, inwestycjach w papiery udziałowe (np. akcje na giełdzie) i w spekulacyjnych zakupach nieruchomości. Nawet przejściowe zagrożenie ich bieżącej wartości powoduje, że zagraniczni właściciele szybko podejmują decyzje o ich sprzedaży i wycofaniu kapitału z powrotem do swojego kraju. Inaczej przedstawia się natomiast sytuacja z długoterminowymi długami publicznymi. Część z nich jest płynna (np. publicznie notowane pożyczki obligacyjne), a część zupełnie nie jest. Do tych drugich należy zaliczyć kredyty i pożyczki udzielone publicznym podmiotom kraju dłużniczego przez międzynarodowe organizacje finansowe lub długoterminowe pożyczki obligacyjne trzymane przez niektóre grupy instytucjonalnych inwestorów. Do niepięlnych zobowiązań dłużnych trzeba także zaliczyć długoterminowe kredyty i pożyczki udzielone przez zagraniczne organizacje macierzyste (inwestorów strategicznych) swoim afiliacjom domicylowanym w kraju dłużniczym. Niepłynne są również tzw. inwestycje bezpośrednie i inwestycje w postaci strategicznego zakupu większościowego pakietu akcji lub udziałów w przedsiębiorstwach, które mają wchodzić w skład zagranicznych grup kapitałowych. Dotyczy to także zakupu odpowiednich nieruchomości związanych z tymi inwestycjami. Podobnie, jeżeli zagraniczne podmioty publiczne dokonują zakupu nieruchomości w celu realizowania jakichś swoich zadań w kraju dłużniczym, to inwestycje te są zupełnie niepiętne.

Podsumowując, można powiedzieć, że kraj dłużniczy, który w swojej MPI ma mało krótkoterminowych, publicznych i prywatnych zobowiązań dłużnych oraz ma mało innych płynnych pasywów (publicznie notowanych pożyczek obligacyjnych i akcji), jest mniej podatny na nagłe wystąpienie kryzysu płynności, nawet gdy wystąpią stosunkowo silne wewnętrzne perturbacje gospodarcze, niż kraj z przeciwstawną strukturą zagranicznych pasywów. Należy w tym miejscu dodać, że przy ustalaniu podatności kraju na wystąpienie kryzysu płynności analizuje się oczywiście nie tylko jego zagraniczne płynne pasywa, ale także jego płynne aktywa zagraniczne. Zmniejszenie wielkości niektórych pasywów może być finansowane zmniejszeniem pozycji niektórych aktywów. Szczególnie ważna w tym względzie jest wielkość oficjalnych rezerw walutowych, które stanowią swoistą „poduszkę bezpieczeństwa” łagodzącą szok, jaki dla gospodarki mógłby wywołać nagły znaczący odpływ kapitału zagranicznego.

Zewnętrzne czynniki, jakie mogą spowodować załamanie się zewnętrznej sytuacji płatniczej kraju, to znaczący spadek popytu na jego eksport, pogorszenie się *terms of trade*, wzrost poziomu stóp procentowych na międzynarodowych rynkach finansowych i względne ograniczenie podaży na nich. Dwa pierwsze czynniki zwiększają wielkość deficytu handlowego, a trzeci pogarsza saldo pozycji dochodowej w bilansie obrotów bieżących. Wszystkie trzy powodują więc zwiększone zapotrzebowanie na *BT* i jeżeli nie zostanie ono zaspokojone (czynnik czwarty), może to spowodować kryzys płynności. Podatność kraju na zaburzenia wynikające z działania tych czynników zależy od udziału eksportu w produkcie globalnym brutto (X/Y) oraz udziału zobowiązań dłużnych o zmiennej stopie procentowej w ogólnej kwocie pasywów zagranicznych kraju, czyli

w konsekwencji zależy od relacji deficytu handlowego i kosztów obsługi zewnętrznego zadłużenia do produktu globalnego brutto ($[(X - M)_{t+1} + r_{t+1}D_t]/Y_{t+1}$), a ściślej rzecz biorąc – relacji deficytu obrotów bieżących do produktu globalnego brutto. Im te udziały są wyższe, tym kraj jest bardziej narażony na szoki zewnętrzne.

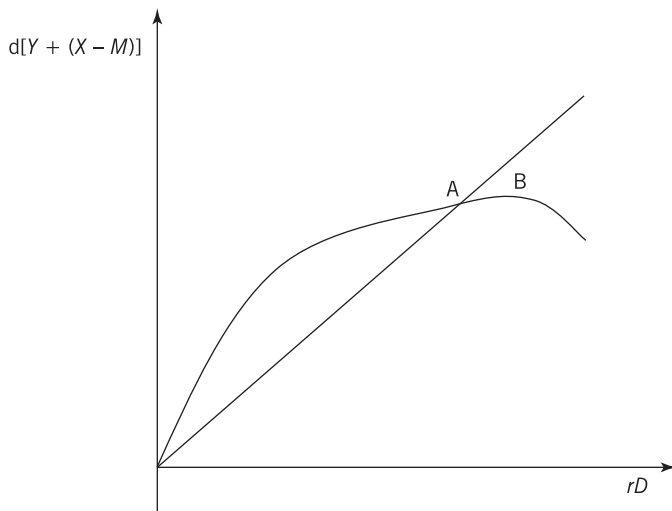
Między sytuacją wewnętrzną kraju a zewnętrzną sytuacją płatniczą istnieje sprzężenie zwrotne. Wspomniano wyżej, że silny znaczący spadek wielkości produktu krajowego, istotna zmiana proporcji jego podziału, silna inflacja mogą spowodować zachwianie się zewnętrznej równowagi płatniczej, co z kolei może doprowadzić do kryzysu płynności. Zmiany wewnętrzne wywołują bowiem niekorzystne zmiany w stosunkach handlowych kraju z zagranicą, z czym zazwyczaj łączy się wyższa ocena ryzyka, związanego z lokowaniem kapitału w tym kraju. Prowadzi to następnie do ograniczenia podstawowych transferów kapitałowych (*BT*) tego kraju. Zmniejszenie rozporządzalnych zasobów zmusza gospodarkę do kontrakcji, tzn. ograniczenia popytu globalnego – zmniejszenia konsumpcji, inwestycji lub wydatków publicznych, co powoduje ograniczenie produkcji i w końcu zmniejszenie wytworzonego produktu globalnego [$Y + (X - M)$]. Kryzys płynności, oznaczający znaczny, utrzymujący się w dłuższym czasie niedobór środków dewizowych niezbędnych na pokrycie zewnętrznych płatności, wzmacnia ów proces kontrakcji, pogłębia spadek wytworzonego produktu globalnego. Potwierdzają to liczne przypadki historyczne. Na przełomie pierwszej i drugiej dekady obecnego wieku kilka krajów europejskich wpadło w kryzys płynności. Ich produkt globalny znacznie obniżył się, a gospodarki i społeczeństwa przeszły przez okres silnych zaburzeń. Konsekwencje utraty zewnętrznej płynności najbardziej odbiły się na greckiej gospodarce. Skala zewnętrznej nierównowagi płatniczej była jednak w Grecji wyjątkowo duża.

Drugie ważne niebezpieczeństwo dla kraju, jakie łączy się z jego dużą ujemną MPI netto, wiąże się ze stałym (strukturalnym) transferem części produktu krajowego na rzecz zagranicy. Stopa niecierpliwości jest tam wprawdzie niższa niż w kraju dłużniczym, ale wcale to jednak nie oznacza, iż zagraniczni wierzyciele rezygnują z odsetek, zagraniczni właściciele przedsiębiorstw rezygnują z dywidend oraz innych form udziału w zyskach, a zagraniczni właściciele nieruchomości rezygnują z czynszów dzierżawnych. Część tych dochodów może być wprawdzie reinwestowana w kraju, powiększając majątek zagranicy, ale pozostała część, zwykle przeważająca, jest przekazywana za granicę. Dopóki będzie utrzymywać się „krótka” MPI kraju, będzie on przekazywać zagranicy część swego produktu globalnego (Y) jako wynagrodzenie za udostępniony kapitał. Bieżąca sytuacja kraju nie musi wprawdzie pogarszać się, jeżeli będzie następować równoważący dopływ netto nowego kapitału, co wynika z równania (7). Powiększają się wtedy odpowiednio pasywa zewnętrzne kraju i w następnym okresie koszty ich obsługi będą jeszcze większe, przyjmując założenie *ceteris paribus*. Strukturalny import kapitału zagranicznego jest jakby „samonakręcającym się mechanizmem”, który może doprowadzić do sytuacji krytycznej określanej w literaturze jako „pułapka zadłużenia” (*debt trap*) lub

„nawis zadłużeniowy” (*debt overhang*). Od strony zewnętrznej – płatności dewizowych wystąpi wówczas kryzys płynności, zaś od strony wewnętrznej – najpierw spadek produktu wytworzonego a następnie jego okresowa stagnacja.

Pomimo tego, że strukturalny import kapitału stwarza w długim okresie niebezpieczeństwo utraty płynności, jak wynika z formuły (6), zwiększa on wielkość bieżącego produktu do podziału, podnosząc tym samym poziom bieżącej konsumpcji i poziom bieżących inwestycji. W kraju, w którym zasoby inwestycyjne są niedostateczne, zwiększa więc potencjał rozwojowy⁵. Z punktu widzenia procesu rozwoju gospodarczego kraju, import kapitału zagranicznego wydaje się więc tak długo uzasadniony, jak długo przyrost produktu globalnego jest większy od kosztów netto obsługi MPI (rysunek 1). Te ostatnie zmniejszają bowiem możliwości konsumpcyjne i inwestycyjne gospodarki. Współzależność między przyrostem produktu krajowego brutto – $d[Y + (X - M)]$ – a kosztami (netto) obsługi pasywów zagranicznych kraju (rD) obrazuje, odpowiednio zastosowana do tego celu, krzywa Laffera.

RYSUNEK 1. Przyrost produktu krajowego a koszty netto obsługi MPI kraju



Źródło: Opracowanie własne.

Kraj korzysta więc na imporcie kapitału tak długo, jak długo przyrost produktu jest większy od kosztów obsługi MPI, tj. $d[Y + (X - M)] > rD$. Na rysunku 1 wyznacza to odcinek od zera do pkt. A, gdzie przyrost produktu zrównuje się z kosztami obsługi. Produkt rośnie jeszcze trochę do pkt. B, ale jego przyrost jest mniejszy niż koszty obsługi. Następnie, po przejściu tego punktu, wytworzony produkt krajowy maleje. W pkt. B

rozpoczyna się – można przyjąć – kryzys płynności. Jedną z jego istotnych konsekwencji jest ograniczenie płatności importowych, co następnie prowadzi do spadku produktu krajowego.

Z punktu widzenia perspektyw rozwojowych kraju bardzo istotne jest, aby krzywa Laffera na odcinku do pkt. A miała możliwie jak najbardziej stromy kształt. Oznaczałoby to, że dynamika produktu krajowego jest większa od dynamiki kosztów obsługi MPI. Może tak być, gdy importowany kapitał wykorzystywany jest w przeważającej mierze na inwestycje, rozszerzając ich zakres i podnosząc ich nowoczesność. Chodzi w tym przypadku zarówno o inwestycje produkcyjne, jak i nieprodukcyjne, gdyż jedno i drugie mają wpływ na ogólną efektywność gospodarki. Te drugie powinny przy tym koncentrować się na dziedzinach, które podniosą następnie efektywność sektora produkcyjnego, a więc powinny być realizowane w pierwszym rzędzie w zakresie infrastruktury i szkolnictwa. Niemniej należy podkreślić, że chodzi jednak głównie o inwestycje produkcyjne i to w te gałęzie, które spowodują wzrost eksportu i ewentualny spadek importu [Kindleberger 1968:384]. W innym przypadku import kapitału oznaczałby właściwie finansowanie wyłącznie konsumpcji i infrastruktury, co dość szybko mogłoby doprowadzić kraj do kryzysu płatniczego.

Jest zrozumiałe, że w procesie rozwoju gospodarki muszą występować wahania dynamiki wzrostu produktu krajowego związane z przebiegiem cyklu koniunkturalnego. Inaczej mówiąc, w rzeczywistości dynamika przyrostu produktu krajowego (dY) nie jest stała. Przedstawiony wyżej warunek korzyści, jakie odnosi kraj z importu kapitału, należy więc rozumieć jako nadwyżkę przyrostu produktu krajowego w wieloletnim okresie nad sumą kosztów netto obsługi MPI tego kraju w tym samym czasie. Jeżeli ten warunek jest spełniony w długim okresie i różnica między wytworzonym produktem krajowym a łącznymi kosztami obsługi MPI jest znaczna, to poziom produktu krajowego, w tym poziom produktu *per capita* w końcu okresu będzie znacznie wyższy niż w punkcie wyjściowym. Wówczas ewentualny spadek wielkości produktu podzielonego, jaki obrazuje odcinek krzywej Laffera po przekroczeniu pkt. B, nie musi rodzić nadzwyczajnych napięć. Stopa niecierpliwości społeczeństwa może bowiem ulec w międzyczasie zmianie, wynikającej ze znacznie lepszego zaspokojenia potrzeb indywidualnych i społecznych.

Przekroczenie pkt. B łączy się zwykle – jak wspomniano – ze spadkiem produktu krajowego. Jeżeli ten spadek jest duży, to może wywołać silne perturbacje gospodarcze, społeczne i polityczne, czyli może wiązać się z silnym kryzysem całego systemu gospodarczego i politycznego danego kraju. Koszty gospodarcze, społeczne i polityczne takiego kryzysu są bardzo wysokie i wyrażają się w znacznym obniżeniu stopnia wykorzystania mocy wytwórczych kraju w okresie kilku lat, a czasami związane są także ze stratą części majątku narodowego. Odpowiedzialne władze państwowe powinny więc tak prowadzić politykę, aby unikać kryzysu płynności, tj. doprowadzenia gospodarki do stanu, który na krzywej Laffera przedstawia odcinek na prawo od pkt B. Nie powinny więc pobudzać nadmiernie ani oczekiwać konsumpcyjnych społeczeństwa, ani jego

aspiracji rozwojowych, jeżeli ich zaspokojenie miałyby zależeć w zbyt dużym stopniu od importu kapitału zagranicznego. Doświadczenia historyczne potwierdzają, że „przekroczenie” pkt. B wywołuje ostre kryzysy gospodarcze i polityczne. Przypomnieć tutaj można choćby sytuację PRL z lat 80.⁶ i przywołać jeszcze raz kłopoty Grecji na przełomie pierwszej i drugiej dekady obecnego wieku⁷.

MPI Polski

Na początku obecnego stulecia polska gospodarka rozwijała się w znacznym stopniu na podstawie importu netto zasobów kapitałowych. Wyrażało się to w bilansie płatniczym – z jednej strony – strukturalnym, stale powiększającym się deficytem obrotów bieżących, z drugiej zaś – dużym importem netto kapitału zagranicznego. W rezultacie Polska stała się krajem dłużniczym, z dużą „krótką” (ujemną) MPI. Jeszcze w końcu ubiegłego wieku wynosiła ona tylko 59,5 mld EUR. Natomiast w grudniu 2010 r. podniosła się do 228,8 mld EUR, a więc ponad 3,8-krotnie. Do połowy 2011 r. dalej rosła – aż do 241,9 mld EUR. W końcu tego roku spadła jednak do poziomu 220,1 mld EUR. Międzynarodowe pasywa Polski wynosiły bowiem 371,3 mld EUR, zaś aktywa – 151,3 mld EUR⁸.

Jest kilka przyczyn takiego stanu rzeczy. W Polsce, po zmianie ustroju politycznego, podniosła się stopa niecierpliwości – wzrosły aspiracje społeczeństwa, pobudzone następnie przystąpieniem kraju do Unii Europejskiej. Wywołało to zapotrzebowanie na inwestycje modernizacyjne i rozwojowe we wszystkich sektorach produkcyjnych gospodarki, a także w gospodarce komunalnej i ogólnokrajowej infrastrukturze.

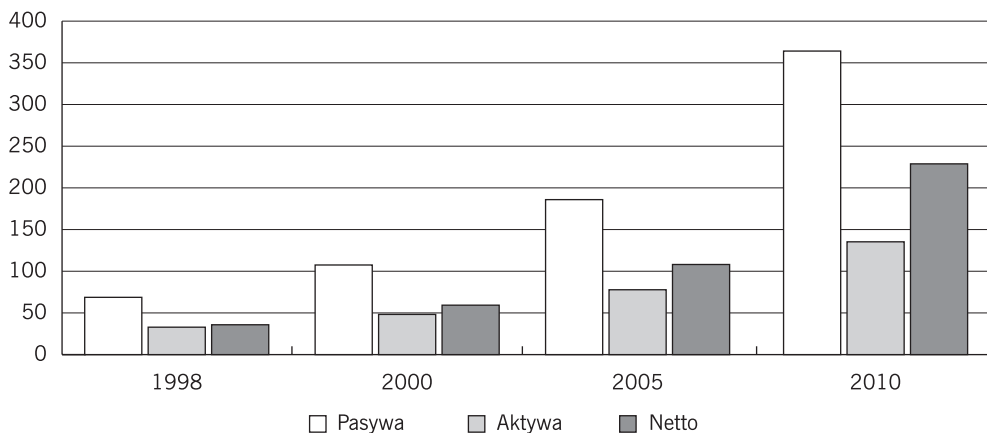
Transformacja gospodarki na bazę wolnorynkową, szczególnie w sektorze gospodarczym, przebiegała dosyć szybko i sprawnie. Niemniej spowodowała znaczne koszty społeczne, które odbiły się na sytuacji finansowej sektora publicznego, głównie na sytuacji budżetu państwa. Ponieważ przemiany w sektorze publicznym przebiegały wolniej i z większymi oporami niż w sektorze prywatnym, wydatki tego pierwszego rosły szybciej niż dochody. To z kolei spowodowało powstanie strukturalnego deficytu finansowego sektora publicznego, który skumulował się w dług publiczny. Na początku drugiej dekady obecnego stulecia osiągnął on poziom 50–55% wartości bieżącego PKB, czyli mocno zbliżył się do maksymalnej, konstytucyjnej granicy tego długu (60% PKB). Dodatkowym czynnikiem, jaki rodził zapotrzebowanie na kapitał zagraniczny, była relatywnie słaba własna baza kapitałowa prywatnego sektora gospodarki. Jest to zrozumiałe o tyle, że po 1989 r. zarówno gospodarstwa domowe, jak i prywatne przedsiębiorstwa miały stosunkowo krótki okres na wypracowanie nadwyżek finansowych i zakumulowanie ich. Dodatkowo, wysoka inflacja, jaka wystąpiła w pierwszych latach transformacji, spowodowała deprecjację wcześniej zgromadzonych zasobów pieniężnych. Efekt demonstracji spowodował natomiast, że początkowo stosunkowo wysoka stopa oszczędności gospodarstw domowych w ostatniej dekadzie obniżyła się znacznie.

Z tych względów, ale także ze względów politycznych, władze państwowe zdecydowały się na prywatyzację przedsiębiorstw w głównej mierze w drodze ich sprzedaży kapitałowi zagranicznemu. Mały, początkowo, krajowy rynek kapitałowy powodował także, że skarb państwa, większe organizacje samorządowe oraz większe przedsiębiorstwa, gdy potrzebowały dużych, długoterminowych pożyczek, szukały ich na rynkach zagranicznych. Z kolei zagraniczni inwestorzy dość szybko zainteresowali się Polską. Wstępnie przyczyniło się do tego uzgodnienie nowych warunków spłaty przeterminowanego zadłużenia z okresu PRL. Nastąpiło to na początku lat 90. ubiegłego wieku. Stare długi spłacano o czasie, a nawet część z nich uregulowano przedterminowo. Zagranica doceniła to. Doceniła także inne zjawiska, jakie miały miejsce w polskiej gospodarce, a mianowicie: jej konsekwentną transformację instytucjonalną, postępujące przekształcenia własnościowe, stosunkowo wysoką dynamikę rozwoju gospodarczego, jaka miała miejsce od połowy lat 90. oraz duży potencjał rynku wewnętrznego. Wszystko to spowodowało, że zagraniczni inwestorzy zdecydowali się na dokonywanie w Polsce, na stosunkowo szeroką skalę, inwestycji bezpośrednich i podejmowali znaczące inwestycje portfelowe. Stworzyło to podaż (dostępność) kapitału dla polskich podmiotów. Utrzymująca się niezła kondycja gospodarki powodowała ponadto, że zagraniczni inwestorzy nabierali coraz większego zaufania do Polski jako terenu lokaty swojego kapitału. Wyrażało się to m.in. w stałym poprawianiu się ratingu Polski, który dość szybko doszedł aż do poziomu *investment grade*, co dodatkowo wzmocniło skłonność zagranicy do inwestowania w Polsce. Względnie stabilna sytuacja gospodarcza kraju i w miarę sprawne zarządzanie spowodowały, że rating nie uległ zmianie nawet w latach 2008–2010, gdy do Polski dotarły szoki globalnego kryzysu finansowego. Również w okresie kryzysu finansowego strefy euro w latach 2011–2012 rating Polski nie zmienił się, choć kilku krajom europejskim agencje obniżyły oceny. Tak jak w kilku poprzednich latach utrzymał się na stosunkowo wysokim poziomie (A).

W miarę rozwoju gospodarczego Polski jej MPI ulegała dywersyfikacji. Obok pasywów rosły też zagraniczne aktywa (rysunek 2). Pogarszała się jednak relacja między nimi. O ile w pierwszej połowie ubiegłej dekady aktywa zagraniczne Polski stanowiły 48–49% pasywów zagranicznych, to pod koniec dekady aktywa stanowiły zaledwie 37% pasywów. W 2011 r. sytuacja w tym względzie wprawdzie lekko poprawiła się – aktywa stanowiły 40% pasywów, ale nie wynikało to ze zmiany tendencji, a było konsekwencją obniżki cen giełdowych, zmiany kursów walutowych i wycofania się przez dużego inwestora zagranicznego ze swojej inwestycji w Polsce.

Z punktu widzenia generowania bieżących dochodów i wydatków dewizowych struktura przedmiotowa MPI Polski jest bardzo niekorzystna. W pasywach zdecydowanie przeważają pozycje, które przynoszą relatywnie wysoką stopę zwrotu nierezydentom, zaś w aktywach przeważają pozycje o niskiej rentowności dla rezydentów. Na koniec 2010 r. w pasywach największą pozycją – 42,3% były inwestycje bezpośrednie, a długoterminowe pożyczki i kredyty, łącznie dla sektora publicznego i sektora prywatnego,

RYSUNEK 2. Międzynarodowa pozycja inwestycyjna Polski w latach 1998–2010 (w mld EUR)



Źródło: Dane ze stron internetowych NBP, opracowanie własne.

stanowiły 38,2%, zaś udział zagranicznych inwestycji portfelowych w udziałowych papierach wartościowych wynosił 6,9%. Wszystkie te trzy pozycje dawały aż 87,4% zagranicznych pasywów Polski, resztę stanowiły krótkoterminowe zobowiązania dłużne. Taka struktura pasywów potwierdza tezę o niedostatku długoterminowych funduszy rozwojowych w kraju oraz niedostatku długoterminowych środków na finansowanie długu publicznego – ponad połowa zagranicznych, długoterminowych pożyczek i kredytów przypada bowiem na sektor rządowy. Kolejny rok – 2011 – nie przyniósł istotnych zmian w strukturze zagranicznych pasywów Polski. Lekko obniżył się jedynie ze względów, o których wspomniano wyżej, udział inwestycji bezpośrednich – do 41,2%.

Z kolei w aktywach przeważają pozycje przynoszące stosunkowo niskie dochody. Największy udział mają oficjalne aktywa rezerwowe – z założenia aktywa o wysokim stopniu płynności i o możliwie niskim stopniu ryzyka. W końcu 2010 r. wynosiły one prawie 70 mld EUR, co dawało 52% całej sumy aktywów zagranicznych Polski. Inne krótkoterminowe lokaty, kredyty i pożyczki udzielone stanowiły 16,8%. Razem udział nisko rentowych pozycji krótkoterminowych kształtował się na poziomie 68,8%. Natomiast polskie inwestycje długoterminowe stanowiły zaledwie 31,2%. Na inwestycje bezpośrednie przypadało niecałe 21%, na lokaty portfelowe w papiery udziałowe – 5,6%, a na długoterminowe kredyty i pożyczki 4,6%. Podobnie jak w przypadku pasywów, tak i w strukturze aktywów rok 2011 nie przyniósł istotnych zmian. Udział polskich inwestycji bezpośrednich za granicą wzrósł do 25,6%, a udział oficjalnych rezerw walutowych obniżył się do 50%, choć wzrosły one do 75,7 mld EUR.

Mocno niezrównoważona MPI oraz niekorzystna struktura przedmiotowa powodują, że Polska ma duże strukturalne, ujemne saldo pozycji dochodów w bilansie obrotów bieżących. W okresie 2000–2010 kształtowało się jak w tabeli 4.

TABELA 4. Saldo dochodów bilansu płatniczego Polski w wybranych latach (w mld EUR)

Lata	2000	2005	2010
Przychody	3,2	5,6	5,5
Rozchody	-4,0	-11,1	-18,3
Saldo	-0,8	-5,5	-12,8

Źródło: Kwartalne statystyki bilansu płatniczego Polski, strony internetowe NBP – luty 2012, obliczenia własne.

W 2011 r. sytuacja uległa dalszemu pogorszeniu. W końcu tego roku przychody wyniosły 6,1 mld EUR, a rozchody 20,6 mld EUR. Ujemne saldo wyniosło więc 14,5 mld EUR⁹. Dla zobrazowania sytuacji płatniczej Polski warto dodać, że w latach 2010 i 2011 ujemne saldo handlowe kraju wynosiło odpowiednio: 8,9 i 10,1 mld EUR, a ujemne saldo bilansu obrotów bieżących – 16,5 i 16 mld EUR. Ponieważ od kilku lat Polska jest beneficjentem netto pomocy finansowej z Unii Europejskiej (UE), deficyt obrotów bieżących jest częściowo finansowany dodatnim saldem tzw. rachunku kapitałowego bilansu płatniczego. W 2010 r. pozycja ta wyniosła 6,5 mld EUR, a w 2011 r. – 8,1 mld EUR. Pozostała część deficytu obrotów bieżących oraz eksport polskiego kapitału musiał zostać sfinansowany podstawowymi transferami kapitałowymi, czyli napływem netto kapitału zagranicznego, co powodowało zwiększanie się ujemnej MPI kraju. Sytuacja taka będzie utrzymywać się tak długo, jak długo występować będzie deficyt obrotów bieżących, a przejściowe obniżenie ujemnej MPI netto Polski w 2011 r. jest zjawiskiem incydentalnym.

Jeżeli zagraniczne pasywa Polski będą powiększać się w tempie większym niż aktywa zagraniczne i nie zmieni się ich struktura przedmiotowa, to ujemne saldo rachunku dochodów z zagranicą będzie powiększać się. Będzie stawać się ono coraz większym obciążeniem dla gospodarki narodowej. W 2010 r. nominalny przyrost PKB wyniósł 5,3% w stosunku do poziomu z roku poprzedniego, co dawało 71 mld PLN. W 2011 r. przyrost PKB wyniósł 7,7%, co z kolei oznaczało przyrost o 109,7 mld PLN. Jednocześnie w 2010 r. ujemne saldo pozycji dochodów w bilansie płatniczym wyniosło 51,2 mld PLN, licząc po grudniowym średnim kursie PLN do EUR, a w 2011 r. – 64 mld PLN. Stanowiło to odpowiednio 72% i 58% przyrostu PKB w tych latach¹⁰. W 2011 r. poprawa sytuacji w tym względzie była w dużej mierze konsekwencją stosunkowo wysokiej inflacji. Wskaźnik wzrostu cen detalicznych wyniósł bowiem 4,3%. Stopień absorpcji przyrostu PKB przez dochody zagranicznych inwestorów osiągnął już dość wysoki poziom. Wydaje się, że na przełomie pierwszej i drugiej dekady obecnego wieku Polska zbliżyła się znacznie do pkt. A na krzywej Laffera, czyli – inaczej mówiąc – Polska mocno zbliżyła się do punktu, który stanowi makroekonomiczną granicę opłacalności importu kapitału w postaci i strukturze, w jakiej dotąd występował.

Wspomniano powyżej, że w strukturze zagranicznych pasywów Polski przeważają obowiązania długoterminowe, co ma wpływ na poziom kosztów obsługi. Rozpatrując kwestię stabilności tych zobowiązań, należy stwierdzić, iż znaczna ich część jest dosyć

płynna. Szczególnie dotyczy to części zobowiązań sektora rządowego oraz inwestycji portfelowych w akcje notowane na warszawskiej giełdzie. Potwierdza to analiza danych bilansu płatniczego Polski z lat 2008–2009, tzn. z okresu, gdy dotarły do kraju szoki wywołane przez globalny kryzys finansowy (GKF). Wyżej wymienione pozycje zmniejszyły się wprawdzie ze względu na spadek cen odpowiednich instrumentów, ale także ze względu na znaczne skrócenie pozycji inwestycyjnych. Płynne są oczywiście również zobowiązania krótkoterminowe, które stanowią trochę ponad 12% ogólnej sumy pasywów, czyli ok. 43 mld EUR. Ich poziom był w miarę stabilny w początkowym okresie GKF, co oznacza – jak się wydaje – że są one dość silnie związane z importem towarów i usług. Ponieważ zjawiska recesyjne, jakie przyniósł GKF, ogarnęły Polskę w znacznie mniejszym stopniu niż inne kraje europejskie, poziom obrotów handlowych nie uległ zbyt niemu obniżeniu, a tym samym utrzymały się obroty kapitałowe związane z nim. Natomiast w przypadku znacznego spadku PKB i związanego z nim obniżenia się wartości handlu zagranicznego wystąpi niewątpliwie wycofanie części lokat, pożyczek (*time advance*) i kredytów krótkoterminowych lub przynajmniej opóźnienie (*time lag*) ich odnowienia.

Odwrotna sytuacja może wystąpić po stronie aktywów. W przypadku zjawisk kryzysowych, rezydenci mogą „przyspieszyć” (*time advance*) eksport kapitału lub opóźnić jego repatriację (*time lag*) w celu ochrony wartości lub ze względu na możliwość spekulacyjnego zarobku przy spadku kursu walutowego. Kwoty, jakie występują w tym zakresie w zagranicznych aktywach Polski, nie są wprawdzie zbyt duże, ale należy liczyć się z tym, że w okresie kryzysu finansowego, przy wymienialnej walucie, eksport krótkoterminowego kapitału może ulec znacznemu zwiększeniu. Wskazują na to doświadczenia Grecji i Hiszpanii z lat 2010–2011. Kryzys finansów publicznych, jaki wystąpił w tych krajach, spowodował duży odpływ depozytów z banków komercyjnych i w konsekwencji istotnie pogłębił ich kłopoty.

MPI a zagrożenia dla perspektyw rozwojowych kraju – wnioski

Duża, ujemna i powiększająca się co roku MPI netto rodzi dwojakiego rodzaju zagrożenia dla perspektyw rozwoju kraju.

Po pierwsze, istnieje możliwość wystąpienia zaburzeń w zbilansowaniu bieżącej pozycji płatniczej, czyli ukształtowania się wielkości podstawowych transferów kapitałowych (*BT*) na poziomie niższym niż jest niezbędny do sfinansowania deficytu obrotów bieżących. Im zaburzenia te będą silniejsze i dłuższe, tym prawdopodobieństwo wystąpienia kryzysu płynności wzrasta. Krytyczna sytuacja może zostać sprowokowana zarówno przez czynniki zewnętrzne (egzogeniczne), jak i wewnętrzne (endogeniczne). Pierwsze mogą wiązać się perturbacjami na międzynarodowych rynkach finansowych spowodowanymi kryzysami gospodarczymi w innych krajach lub wydarzeniami poli-

tycznymi o znaczeniu światowym. W takich sytuacjach występują zmiany w kierunkach transgranicznych przepływów kapitału połączone zwykle z podwyższeniem poziomu stóp procentowych dla dłużników z krajów, które zagraniczni wierzyciele określają jako obszary podwyższonego ryzyka gospodarczego lub politycznego. Zarówno jeden, jak i drugi czynnik pogarszają bieżącą sytuację płatniczą kraju i jeżeli będą odpowiednio silne, to mogą doprowadzić do kryzysu płynności. Z analizy struktury MPI wynika, że w okresie takiego kryzysu mogłoby z Polski odpłynąć 30–40 mld EUR kapitału zagranicznego i krajowego. Kwota ta nie wydaje się wprawdzie zbyt wysoka w porównaniu z wielkością oficjalnych rezerw walutowych kraju, które w połowie 2012 r. wyniosły ponad 83 mld EUR, ale gwałtowny odpływ kapitału we wskazanej wyżej skali spowodowałby niewątpliwie silne perturbacje w sektorze instytucji finansowych i w sektorze przedsiębiorstw. Wystąpiłoby przy tym duży, gwałtowny spadek kursu złotego, co z kolei odbiłoby się negatywnie na pozycji finansowej importerów i wszystkich krajowych podmiotów posiadających zobowiązania w walutach zagranicznych. Starając się zabezpieczyć przed konsekwencjami gwałtownego spadku wielkości podstawowych transferów kapitałowych (*crisis prevention*), w maju 2009 r. rząd Polski uzgodnił z MFW postawienie do dyspozycji NBP tzw. Elastycznej Linii Kredytowej – ELK (*Flexible Credit Line* – FCL) w kwocie 13,7 mld SDR na okres dwunastu miesięcy. Linia ta została następnie dwukrotnie odnowiona, przy czym za trzecim razem zwiększono ją do 19,1 mld SDR i wydłużono okres jej wykorzystywania na dwa lata – do stycznia 2013 r.¹¹

Należy jednak podkreślić, że z analizy wielkości i struktury MPI według stanu na początek drugiej dekady obecnego wieku nie wynikają jakieś nadzwyczajne zagrożenia dla stabilności zewnętrznej sytuacji płatniczej Polski. Zagrożenia takie byłyby związane z możliwością odpływu z kraju dużych kwot kapitału prywatnego w stosunkowo krótkim czasie bez możliwości sfinansowania ich dewizami. Na początku drugiej dekady obecnego wieku udział krótkoterminowych i innych płynnych zobowiązań w pasywach był jednak stosunkowo mały, zaś wielkość oficjalnych i bankowych rezerw dewizowych była stosunkowo znaczna. Dodatkowo Polska od kilku lat miała do dyspozycji znaczącą linię kredytową w MFW, co stanowiło dodatkowe zabezpieczenie.

Po drugie, dochody netto z MPI stanowią duże obciążenie nie tylko obrotów bieżących bilansu płatniczego, ale także całego procesu rozwojowego gospodarki. Wspomniano, że ich wielkość wydaje się zbliżać się do pkt. A na krzywej Laffera, co oznacza, że znaczna część przyrostu PKB jest już pochłaniana przez obsługę ujemnej MPI kraju. Gdyby przyjąć, że zagraniczni inwestorzy transferują wszystkie swoje dochody i jednocześnie wycofują część kapitału podstawowego, wówczas w wewnętrznym procesie dystrybucji PKB nie byłoby miejsca na zwiększenie ani wolumenu konsumpcji, ani inwestycji. Kraj wszedłby wówczas w okres przewlekłej stagnacji dochodu narodowego. Jeżeli nawet zagraniczni inwestorzy reinwestują część swoich dochodów w kraju, to tym samym powiększa się ich baza majątkowa – odpowiednio zwiększają się pasywa zagraniczne kraju i rosną przyszłe dochody zagranicy. Okres dojścia do pkt. A na krzywej

Laffera po prostu wydłuża się o jakiś czas. Taka sytuacja ma zresztą miejsce w Polsce, gdzie inwestorzy zagraniczni reinwestują część zarobionych w kraju pieniędzy. Ewentualne wewnętrzne lub zewnętrzne perturbacje gospodarcze lub polityczne mogą jednak nie tylko łatwo ograniczyć ich skłonność do reinwestowania kapitału, ale także wywołać skłonność do wycofania za granicę kapitału podstawowego.

Na zakończenie należy stwierdzić, że duży deficyt rachunku dochodów w bilansie płatniczym oraz stosunkowo duży stopień absorpcji przyrostu PKB przez dochody inwestorów zagranicznych wymaga – jak się wydaje – modyfikacji polityki państwa w odniesieniu do obrotów kapitałowych z zagranicą tak, aby spowodować określone zmiany w MPI. Państwo powinno:

- popierać napływ kapitału zagranicznego głównie w postaci inwestycji bezpośrednich i to przede wszystkim takich, które mają charakter produkcyjny oraz są związane z importem nowoczesnych technologii, a jednocześnie znaczna część ich wyrobów będzie przedmiotem eksportu – stworzy bazę dewizową dla obsługi przyszłych wypłat z tytułu dochodów inwestorów;
- stworzyć warunki dla rozwoju wewnętrznego rynku długoterminowych papierów dłużnych poprzez ulgi w opodatkowaniu dochodów z tych papierów; ograniczy to zapotrzebowanie na długoterminowy kapitał zagraniczny i tym samym zmniejszy wypłaty odsetek zagranicznym wierzycielom;
- sprzedawać swoje udziały (akcje) w spółkach głównie krajowym inwestorom, zapewniając im ewentualnie koncesje podatkowe pod warunkiem długoterminowego inwestowania; zmniejszy to wypłaty dochodów inwestycyjnych za granicę;
- wspierać mocniej zagraniczne inwestycje bezpośrednie polskich inwestorów; zwiększy to wpływy z zagranicznych inwestycji polskich przedsiębiorstw;
- stworzyć krajowy (państwowy) fundusz inwestycyjny (*sovereign fund*) na podstawie części oficjalnych rezerw walutowych; część nisko rentownych aktywów zagranicznych przekształcona zostałaby w inwestycje zagraniczne przynoszące potencjalnie wyższą stopę zwrotu.

Przypisy

¹ Pod koniec XX w. wykształciła się swoista sytuacja w gospodarce światowej – znaczącymi eksporterami kapitału stały się kraje o tzw. wschodzących gospodarkach. Kraje te cechuje albo bardzo wysoka stopa oszczędzania i duża nadwyżka w handlu towarami przemysłowymi (np. Chiny), albo wysoka stopa akumulacji ze względu na słabą wewnętrzną zdolność absorpcji nadwyżek dewizowych powstałych w wyniku dużego eksportu surowcowego (np. Rosja, Arabia Saudyjska lub w pewnym stopniu Brazylia).

² Dla uproszczenia pomija się powyżej dwie pozycje bilansu obrotów bieżących, tj. usługi i transfery jednostronne. Przy bardziej dokładnej analizie, a szczególnie przy badaniu przypadku konkretnego kraju, należałoby obie te pozycje uwzględnić, tzn. uwzględnić wielkość całego salda obrotów bieżących. Nadwyżka w obrotach usługowych i przekazach jednostronnych pozwala na sfinansowanie odpowiedniej części, a być może nawet całości, deficytu handlowego i deficytu pozycji dochodów. Jeżeli takie nadwyżki występują, to ma to oczywiście wpływ na wielkość *BT*, zmniejszając ją. I odwrotnie. Jeżeli pozycje te, albo choć jedna z nich, są deficytowe, to wielkość *BT* musi być odpowiednio większa, aby zaistniała zewnętrzna równowaga płatnicza. Relacja salda obrotów bieżących do produktu globalnego brutto jest jednym z ważnych wskaźników makroekonomicznych, jakimi posługują się analitycy przy badaniu stanu gospodarek narodowych.

³ M. Nasiłowski przedstawił podobny wniosek co do równowagi bilansu płatniczego [Nasiłowski, 1998, s. 334]. Píše jednak dalej, że granicę zadłużenia zagranicznego kraju wyznacza koszt obsługi wynoszący co najwyżej 25% wpływów eksportowych (s. 335), co jest warunkiem intuicyjnym, wynikającym być może z doświadczeń praktycznych, ale niemającym uzasadnienia teoretycznego.

⁴ Czynniki wywołujące kryzysy płatnicze zostały szeroko omówione m.in. w opracowaniu: *Financial Crises: Theory, History and Policy*, red. Ch.P. Kindleberger, J.P. Laffargue, Cambridge University Press 2008.

⁵ Badania wykazują, że w długim okresie w krajach rozwijających się i „wschodzących” istnieje dodatnia korelacja między stopą inwestycji a stopą wzrostu gospodarczego, jakkolwiek inwestycje nie są jedynym czynnikiem wywołującym ten wzrost. Szerokie analizy na ten temat prowadzone są od dawna przez Bank Światowy. Por. np. [Barro, Lee, 1994].

⁶ Polska (PRL) straciła zdolność do regulowania swoich zobowiązań dewizowych w kwietniu 1981 r. Spowodowało to znaczny spadek produktu krajowego i następnie doprowadziło do stagnacji gospodarczej w ciągu całej dekady. Kryzys gospodarczy, jaki ogarnął kraj, był przyczyną silnych zaburzeń społecznych, co w konsekwencji doprowadziło do gruntownych zmian politycznych.

⁷ Grecja straciła zdolność do regulowania zewnętrznych zobowiązań płatniczych jesienią 2009 r. Okazało się wówczas, że władze państwowe fałszowały statystyki oraz stosowały „kreatywną” rachunkowość, aby ukryć rzeczywistą wielkość deficytu sektora publicznego. Raptownie przyhamowało to dopływ podstawowych transferów kapitałowych (*BT*) i gwałtownie podniosło koszty refinansowania długów publicznych, zmuszając rząd do ostrych działań dostosowawczych. W wyniku tych okoliczności PKB Grecji zmniejszyło się w 2009 r. o 3,2%, w 2010 r. o 3,5%, a w 2011 r. o 7%. Stopa bezrobocia wzrosła z 9,5 do 16,6% w 2011 r. Kraj ogarnęły zamieszki społeczne i w 2011 r. nastąpiła zmiana rządu. Por. np. *Much too much to do about Greece*, „Financial Times”, 15.02.2012, s. 9; *Dzieje greckiej katastrofy*, „Rzeczpospolita”, 17.02.2012, s. 8–9.

⁸ Źródło: www.nbp/statystyka, Międzynarodowa pozycja inwestycyjna Polski, dane kwartalne, tabela główna (dostęp: 07.09.2012).

⁹ Źródło danych: www.statystyka bilansu płatniczego, dane kwartalne, obliczenia własne.

¹⁰ Źródło danych: *Informacje wstępne NBP*, z lat 2010–2012, obliczenia własne.

¹¹ IMF Press Release No 11/15: *IMF Executive Board Approves New Two-Year US \$30 Billion Flexible Credit Line Arrangement for Poland*, www.imf.org.

Bibliografia

Barro R.J., Lee J.-W., 1994, Losers and Winners in Economic Growth, s. 295, Proceedings of the World Bank Annual Conference on Development Economies 1993; IBRD, Washington

Caves R.E., Frankel J.A., Jones R.W., 1998, Handel i finanse międzynarodowe, PWE, Warszawa

Financial Crises; Theory, History and Policy, 2008, red. Ch.P. Kindleberger, J.P. Laffargue, Cambridge University Press

Kindleberger Ch.P., 1968, International Economics, Irwin Inc., Homewood, Illinois

Międzynarodowa pozycja inwestycyjna Polski w 2010 roku, NBP, Warszawa 2011

Nasiłowski M., 1998, System rynkowy. Podstawy mikro- i makroekonomii, Wyd. Key Text, Warszawa