



Zeszyty Naukowe
Wyższej Szkoły Bankowej we Wrocławiu
Nr 6(38)/2013

Magdalena Redo
Uniwersytet Mikołaja Kopernika

Źródła pochodzenia rezerw walutowych – analiza przepływów międzynarodowych w Polsce pod kątem akumulacji aktywów rezerwowych

Streszczenie. Celem niniejszego opracowania była identyfikacja źródeł pochodzenia rezerw walutowych dokonana na podstawie analizy statystycznej przepływów międzynarodowych w Polsce w latach 1994-2012. Globalizacja doprowadziła do ogromnych zależności gospodarczych i finansowych na świecie, dała dostęp do nowych rynków, produktów, technologii, ale i źródeł finansowania – stworzyła więc podwaliny pod wzrost tempa rozwoju gospodarczego. Efektem tej coraz intensywniejszej współpracy międzynarodowej jest ciągły i rosnący dopływ walut obcych do gospodarek, głównie walut międzynarodowych, bo to w nich rozlicza się handel zagraniczny, w nich rynki oferują najwięcej możliwości inwestycyjnych i w nich się inwestuje i pożycza kapitał. Napływ walut obcych zaburza wprawdzie wewnętrzną równowagę krajów, warunkuje dziś jednak ich rozwój gospodarczy i zewnętrzną wypłacalność.

Słowa kluczowe: rezerwy dewizowe, bank centralny, wpływy z eksportu, napływ kapitału zagranicznego, saldo bilansu płatniczego, zewnętrzna wypłacalność kraju, wiarygodność kredytowa gospodarki

Wstęp

Odpowiednio duża ilość walut obcych w gospodarce i/lub łatwość pozyskania walut wymiennalnych z rynków międzynarodowych, to dziś warunek konieczny normalnego funkcjonowania kraju na co dzień w dalece zglobalizowanej gospodarce światowej. Problem rezerw walutowych odgrywa więc szczególną rolę w gospodarkach rozwijających się, które z racji niższej wiarygodności nie mają swobodnego dostępu do taniego kapitału na rynkach międzynarodowych, tak jak np. emitenci głównych walut międzynarodowych – dolara amerykańskiego, euro, funta brytyjskiego czy jena – nadużywający



niejednokrotnie zaufania świata do ich gospodarek i walut. To niestety przywiłej nielicznych.

Tak więc to w przypadku gospodarek rozwijających się rezerwy walutowe stanowią ich zabezpieczenie finansowe przed zjawiskami kryzysowymi, decydują o wypłacalności w skali międzynarodowej, a więc o stabilności zewnętrznej. Dlatego też muszą być one odpowiednio wysokie (adekwatnie do potrzeb danej gospodarki) i utrzymywać się na w miarę stabilnym poziomie w dłuższym okresie czasu.

Na co dzień praktyczna rola rezerw walutowych jest ogromna w przypadku gospodarek rozwijających się. Są one przede wszystkim potrzebne do zachowania ciągłości importu (choćby surowców, tego, czego gospodarka sama nie wytwarza, czy wreszcie nowocześniejszych rozwiązań warunkujących przyszły rozwój i tempo nadrobienia zaległości względem bogatszych gospodarek), a także spłaty i obsługi zagranicznych zobowiązań (nie tylko sektora publicznego, ale przede wszystkim prywatnego). Tym samym wpływają one na zdolność kredytową krajowych podmiotów gospodarczych w oczach zagranicznych inwestorów, czyli na poziom kosztu kapitału i łatwość zaciągania zagranicznych zobowiązań (od czego zależy w istotnym stopniu poziom inwestycji w kraju, a więc poziom wzrostu gospodarczego w przyszłości i swoboda rolowania zadłużenia, w szczególności publicznego, oraz koszty jego obsługi).

Rezerwy walutowe stanowią także zabezpieczenie dla kapitału zagranicznego już ulokowanego w kraju, zwłaszcza dla bardziej ruchliwego kapitału portfelowego, co stabilizuje poziom akumulacji źródeł finansowania gospodarki. Tym samym warunkują one dalszy napływ kapitału zagranicznego, a więc determinują możliwości rozwojowe gospodarki krajowej w kolejnych okresach. Odpowiedni poziom rezerw walutowych zmniejsza też ryzyko ataków spekulacyjnych na walutę danego kraju, przez co wpływa na stabilność jego waluty i całej gospodarki. Jednocześnie umożliwiają one technicznie przeprowadzenie interwencji kursowych – pozwalają doraźnie osłabić lub umocnić własną walutę lub w dłuższym okresie czasu ją stabilizować. Wymienialne waluty obce zgromadzone w gospodarce dają wreszcie siłę nabywczą na zagranicznych rynkach, umożliwiając ekspansję gospodarczą poza jej granicami w poszukiwaniu zysków. I co bardzo ważne – stanowią one zabezpieczenie wyemitowanych pod nie złotówek – to ich ekwiwalent (dlatego płynność i bezpieczeństwo to główne cele strategii inwestycyjnych w zakresie rezerw walutowych w większości krajów)¹.

Dlatego też rezerwy walutowe kraju stanowią niezwykle ważny element bezpieczeństwa finansowego gospodarek – stanowią bowiem o jego stabilności, wiarygodności i sile w transakcjach zagranicznych.

¹ M. Redo, *Istota i znaczenie oficjalnych aktywów rezerwowych w gospodarkach rozwijających się*, „Zaszyty Naukowe Wyższej Szkoły Bankowej we Wrocławiu” 2013, nr 37, s. 195.

1. Źródła walut obcych w gospodarce

Kontrolę nad rezerwami dewizowymi w Polsce pełni Narodowy Bank Polski. To do jego zadań należy gospodarowanie nimi². Wyłączne prawo Narodowego Banku Polskiego do definiowania i realizacji polityki pieniężnej – a w jej ramach m.in. do zarządzania aktywami rezerwowymi Polski – zapisano w art. 227 Konstytucji RP³. „NBP realizuje funkcje centralnej bankowej instytucji dewizowej poprzez gromadzenie rezerw dewizowych, zarządzanie rezerwami dewizowymi oraz podejmowanie czynności bankowych i innych mających na celu zapewnienie bezpieczeństwa obrotu dewizowego i płynności płatniczej kraju”⁴.

Z racji swej centralnej, nadrzędnej pozycji w obowiązującym w Polsce dwuszczeblowym systemie bankowym, NBP gromadzi nadwyżki walut obcych napływające do polskiej gospodarki. Trafiają one tam przede wszystkim za pośrednictwem banków komercyjnych, które dla zachowania płynności wymieniają w NBP waluty obce na złotówki (i odwrotnie), względnie rządu, którego NBP jest agentem finansowym.

Głównym źródłem walut obcych w kraju są oczywiście wpływy z eksportu, napływ zagranicznego kapitału inwestycyjnego oraz kredyty i pożyczki zaciągane za granicą. Im więc gospodarka bardziej konkurencyjna i atrakcyjna inwestycyjnie, tym charakteryzuje ją większa stabilność ciągłego napływu szerokim strumieniem walut międzynarodowych. Również wyższe zapotrzebowanie kraju na zewnętrzne źródła finansowania – w powiązaniu z wiarygodnością – oznacza istotny dopływ walut obcych. Wielkości te należy jednak skonfrontować z poziomem dewiz wypływających z gospodarki – a więc w głównej mierze ze stopniem jej uzależnienia od importu oraz skłonności do inwestowania poza granicami kraju.

Utrzymujące się w dłuższym okresie dodatnie saldo dopływu walut obcych do gospodarki i ich odpływu z niej (czyli dodatnie saldo bilansu płatniczego), powoduje akumulację walut obcych w kraju, z których część zostaje na rynku krajowym, a część trafia za pośrednictwem systemu bankowego do banku centralnego, jako efekt wzmożonego popytu na walutę krajową. Szczególnie wysokie i/lub rosnące dodatnie saldo przepływu walut obcych powoduje szybki wzrost aktywów rezerwowych kraju, co skutkuje istotnym wzrostem podaży pieniądza w kraju, wywołując presję inflacyjną. Rynkowemu wzrostowi popytu na walutę krajową w takiej sytuacji towarzyszy często **świadoma polityka krajowego banku centralnego akumulacji rezerw walutowych, ograniczająca presję aprecjacyjną na kurs waluty krajowej**, co jak wiadomo, obniża

² Art. 3 ust. 2 pkt 2 ustawy z dnia 29 sierpnia 1997 r. o Narodowym Banku Polskim (Dz.U. z 2005 r. nr 1, poz. 2).

³ Konstytucja Rzeczypospolitej Polskiej z dnia 2 kwietnia 1997 r. (Dz.U. nr 78, poz. 483).

⁴ Art. 52 ust. 1 ustawy z dnia 29 sierpnia 1997 r. o Narodowym Banku..., op. cit.

konkurencyjność gospodarki, a więc jej możliwości rozwojowe, utrudniając działania zmierzające do ograniczania bezrobocia czy poprawy sytuacji w budżecie państwa. Dlatego też wiele gospodarek rozwijających się, zwłaszcza w okresach dłuższej prosperity akumuluje bardzo wysokie rezerwy walutowe z obu powodów – w efekcie napływu kapitału inwestycyjnego i/lub wzrostu wpływów eksportowych oraz w wyniku prowadzonej z premedytacją polityki niedopuszczania do nadmiernej aprecjacji krajowej waluty, co obniżałoby konkurencyjność gospodarki. Działania takie prowadzą od lat Chiny, utrzymując sztucznie juana na mocno niedoszacowanym poziomie (mimo nacisków opinii międzynarodowej), a chińskie aktywa rezerwowe są gigantyczne i najwyższe na świecie – na koniec 2011 r. wynosiły 3,3 bln USD i stanowiły jednocześnie ponad 27% wszystkich rezerw na całym świecie (podczas gdy dekadę wcześniej wynosiły raptem 220 mld USD, czyli 15 razy mniej)⁵. Z kolei ogromny wzrost zainteresowania frankiem szwajcarskim w obliczu obecnego kryzysu spowodował w krótkim okresie eksplozję aktywów rezerwowych Szwajcarii i zmusił bank centralny tego kraju do podjęcia od września 2011 r. działań blokujących dalszą aprecjację franka, w konsekwencji czego rezerwy przyrastają jeszcze szybciej. Podczas gdy na koniec 2008 r. aktywa rezerwowe Szwajcarii wynosiły 74 mld USD, to na koniec 2012 r., czyli raptem cztery lata później, aż 536 mld USD, a więc ponad siedmiokrotnie więcej⁶.

2. Analiza przepływu walut obcych w Polsce na bazie statystyk bilansu płatniczego

Od dwóch dekad, mimo permanentnego deficytu na rachunku bieżącym, bilans płatniczy Polski zamyka się corocznie nadwyżką (z wyjątkiem lat 2001 i 2008)⁷. To efekt bardzo dużego od lat napływu zagranicznego kapitału inwestycyjnego do Polski, a także zaciągania zobowiązań poza granicami – por. wykres 1, czego wynikiem są wielomiliardowe nadwyżki na rachunku finansowym (ostatnio w latach 2007-2011: ponad 20 mld euro rocznie), kompensujące z pewnością deficyty na rachunku bieżącym Polski.

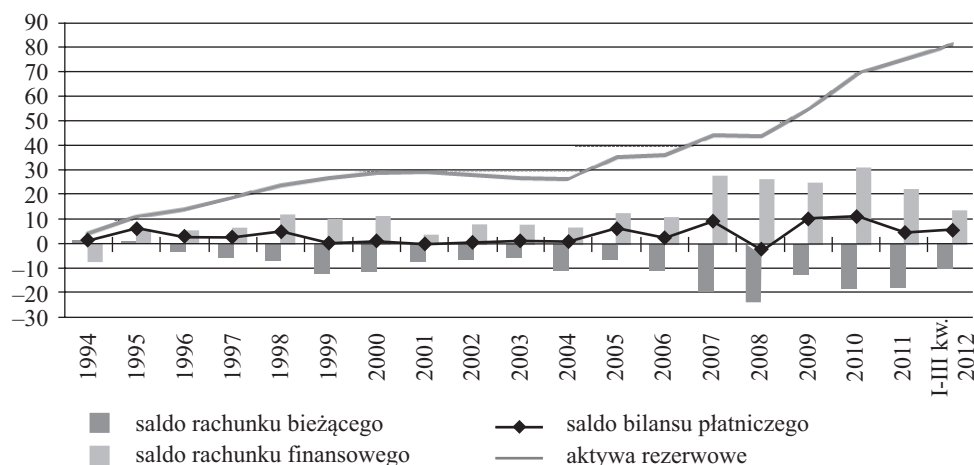
Wyjątkiem były tu lata 2001 i 2008, czyli lata kryzysów finansowych, kiedy to obserwowaliśmy odpływ ruchliwego kapitału portfelowego z gospodarek wschodzących, w tym i z Polski. Było to szczególnie widoczne w 2001 r., kiedy nadwyżka na rachunku finansowym okazała się istotnie niższa (wyniosła ok.

⁵ *World Development Indicators*, World Bank, World Databank, <http://databank.worldbank.org/ddp/home.do?Step=3&id=4> [11.03.2013].

⁶ *Monthly Statistical Bulletin*, Swiss National Bank, February 2013, s. 12.

⁷ Oficjalne szeregi czasowe danych NBP rozpoczynają się od 1994 r.

Wykres 1. Salda w bilansie płatniczym Polski a poziom rezerw dewizowych w latach 1994-2012 (w mld euro)



Źródło: opracowanie własne na podstawie: *Statystyka bilansu płatniczego. Oficjalne aktywa rezerwowe*, Narodowy Bank Polski, dane roczne, stan na marzec 2013 r. [14.03.2013] oraz *Statystyka bilansu płatniczego. Bilans płatniczy*, Narodowy Bank Polski, dane roczne, stan na marzec 2013 r. [14.03.2013].

3,5 mld euro), natomiast w 2008 r. odnotowaliśmy sporo głębszy deficyt na rachunku bieżącym (a konkretniej w bilansie handlowym).

Nadwyżka w bilansie płatniczym oznacza, że w danym okresie więcej walut obcych napłynęło do gospodarki, aniżeli z niej wyciekło, skutkując wzrostem zasobów walut obcych w gospodarce, których z kolei nadmiar przesuwany jest do banku centralnego i akumulowany w postaci rezerw walutowych. Powyższe dane potwierdzają więc, że już od 20 lat następuje sukcesywny przyrost walut obcych w polskiej gospodarce – z wyjątkiem lat 2001 i 2008, w których ujemne saldo bilansu płatniczego wprowadziło nieznacznie, ale uszczupliło summa summarum ich zasoby (odpowiednio o 543 mln i 2428 mln euro). Konsekwencją tego jest też systematyczny wzrost rezerw walutowych Narodowego Banku Polskiego (por. wykres 1). Na koniec 1993 r. wynosiły one raptem 3,8 mld euro, 10 lat później – 27,1 mld euro (czyli siedmiokrotnie więcej), a na koniec lutego 2013 r. – 81,6 mld euro (czyli jeszcze trzykrotnie więcej niż przed prawie dekadą).

2.1. Eksport i import towarów i usług

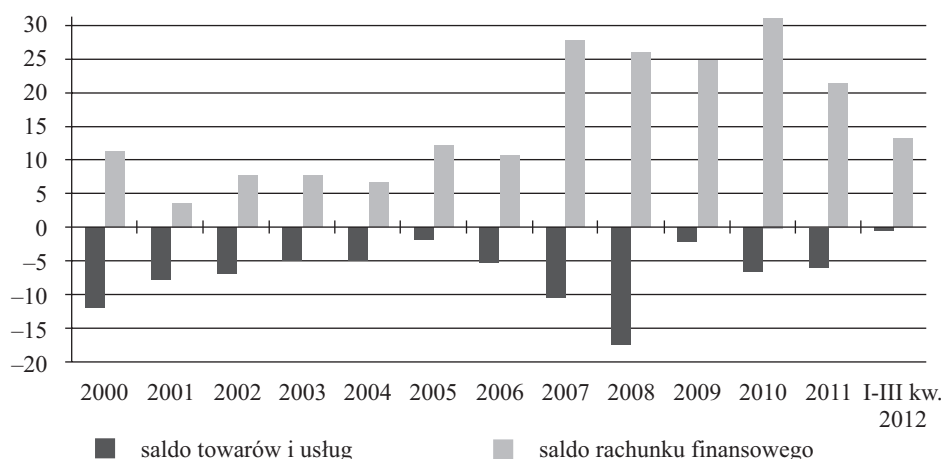
Wpływy z eksportu towarów osiągnęły w Polsce w 2011 r. poziom 140,2 mld euro (a z usług 27 mld euro). Import towarów pochłania jednak rokrocznie więcej walut obcych – w 2011 r. 150,2 mld euro – czego wynikiem jest notoryczny **deficyt w bilansie handlowym** Polski. W 2012 r. obroty towarowe będą o ok. 30 mld

euro większe. Import w zakresie usług jest jak dotąd niższy od ich eksportu (w 2011 r. wyniósł 22,9 mld euro), stąd **saldo usług** jest co roku dodatnie.

W strukturze **towarowej polskiego eksportu** dominują trzy grupy towarowe:

- maszyny i urządzenia (głównie odbiorniki telewizyjne, silniki Diesla, drukarki, kable, przewody elektryczne, komputery i ich akcesoria, różne części RTV) – w 2011 r. dostarczyły 23,5% wpływów z eksportu,
- sprzęt transportowy (przede wszystkim samochody osobowe i ich części) – jego udział oscylował w ostatnich latach na poziomie prawie 16%,
- metale nieżelazne (miedź oraz wyroby z żeliwa i stali) – zapewniały przed kryzysem 2008 r. ok. 14% wpływów z eksportu, obecnie nieznacznie mniej (11,8%)⁸.

Wykres 2. Saldo rozliczeń eksportu i importu towarów i usług oraz rachunku finansowego – dane roczne (w mld euro)



Źródło: opracowanie własne na podstawie: *Statystyka bilansu płatniczego. Bilans płatniczy*, Narodowy Bank Polski, dane roczne, stan na marzec 2013 r. [15.03.2013].

Ponad połowę **przychodów z tytułu usług** generują w Polsce podróże zagraniczne (w III kwartale 2012 r. 33%) i usługi transportowe (28%). Pozostałe wpływy zapewniają usługi budowlane, telekomunikacyjne i pocztowe, finansowe, opłaty za korzystanie z patentów i praw autorskich, opłaty licencyjne, usługi

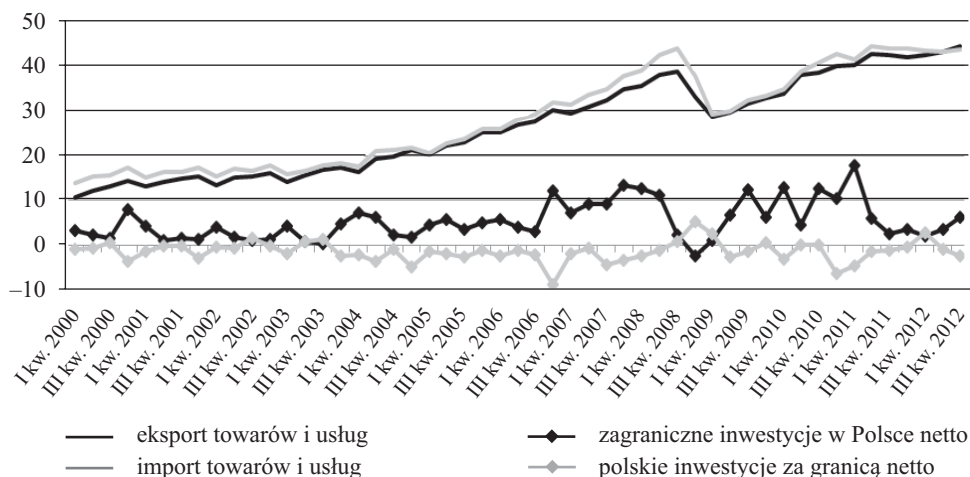
⁸ *Rocznik Statystyczny Rzeczypospolitej Polskiej 2012*, Główny Urząd Statystyczny, Warszawa grudzień 2012, s. 556, *Bilans płatniczy Rzeczypospolitej Polskiej za IV kwartał 2010 r.*, Narodowy Bank Polski, Warszawa 2011, s. 13-14 oraz *Bilans płatniczy Rzeczypospolitej Polskiej za IV kwartał 2011 r.*, Narodowy Bank Polski, Warszawa 2012, s. 11-12.

dotyczące pośrednictwa handlowego, leasing operacyjny, usługi inżynierskie, usługi związane z reklamą oraz usługi w zakresie doradztwa prawnego⁹.

Głównymi **partnerami handlowymi** Polski są w zakresie importu Niemcy, Chiny i Rosja – na te trzy kraje przypada 43% obrotów (2011 r.). W zakresie eksportu 50% obrotów przypada na handel z Niemcami, Wielką Brytanią, Czechami, Francją i Włochami. Dominuje oczywiście handel z Niemcami – na ich rynek trafia 26,1% polskiego eksportu, a pochodzi stamtąd 22,3% importu¹⁰.

Od lat łączne saldo obrotów towarowych i usług jest w Polsce ujemne – por. wykres 2. Deficyt ten kształtuje się na poziomie kilku miliardów euro rocznie, choć w latach 2007 i 2008 był znacznie wyższy – odpowiednio rzędu 10 i 17 mld euro.

Wykres 3. Dynamika handlu zagranicznego i zagranicznych inwestycji netto* – dane kwartalne (w mld euro)



* bez inwestycji w zakresie instrumentów pochodnych.

Źródło: opracowanie własne na podstawie: *Statystyka bilansu płatniczego. Bilans płatniczy*, Narodowy Bank Polski, dane kwartalne, stan na marzec 2013 r. [15.03.2013].

Ważne jednak, że eksport w Polsce rośnie z okresu na okres, co świadczy o utrzymującej się konkurencyjności polskiej gospodarki, oraz że odbudował się on już w znacznym stopniu po załamaniu na przełomie 2008 i 2009 r., gdy Europa pogrążyła się w kryzysie – por. wykres 3.

⁹ *Rocznik Statystyczny Rzeczypospolitej Polskiej 2012*, op. cit., s. 556; *Bilans płatniczy Rzeczypospolitej Polskiej za IV kwartał 2010 r.*, op. cit., s. 13-14 oraz *Bilans płatniczy Rzeczypospolitej Polskiej za IV kwartał 2011 r.*, op. cit., s. 11-12.

¹⁰ *Rocznik Statystyczny Rzeczypospolitej Polskiej 2012*, op. cit., s. 551-554.

2.2. Inwestycje zagraniczne

Deficyt w obrotach towarowych i usług (a szerzej ujmując, także w całym rachunku bieżącym) kompensuje w Polsce z nawiązką **nadwyżka na rachunku finansowym**. Sięga ona w ostatnich latach 20-30 mld euro rocznie (lata 2007-2010). Wcześniej było to ok. 10 mld euro rocznie – por. wykres 1.

Tak wysokie dodatnie saldo rachunku finansowego jest konsekwencją dużego od lat napływu kapitału zagranicznego do Polski, zarówno w postaci inwestycji bezpośrednich oraz portfelowych, jak i zaciągania kredytów za granicą (to główna składowa pozostałych inwestycji) – por. tabela 1.

Tabela 1. Inwestycje zagraniczne w Polsce netto^a (w mld euro)

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012 ^b
Inwestycje bezpośrednie	6,37	4,37	4,07	10,24	8,33	15,74	17,24	10,13	9,34	10,51	13,65	1,28
Inwestycje portfelowe	1,10	3,37	3,37	8,49	11,80	1,49	-0,02	-3,66	11,30	20,04	11,42	12,11
Udziałowe papiery wartościowe	-0,34	-0,59	-0,72	1,30	1,02	-1,70	-0,37	0,26	1,03	5,91	2,16	2,27
Dłużne papiery wartościowe	1,44	3,96	4,09	7,19	10,78	3,19	0,35	-3,91	10,27	14,13	9,26	9,85
Pozostałe inwestycje	0,75	0,49	2,85	-0,83	-1,13	7,87	21,80	17,53	5,68	10,09	4,61	-1,64
Razem	8,22	8,23	10,28	17,89	19,00	25,09	39,03	24,00	26,32	40,64	29,68	11,75

^a wartość dodatnia oznacza, że w danym roku o taką kwotę wartość nowych inwestycji zagranicznych w Polsce była wyższa od tych wycofanych z Polski; analogicznie wartość ujemna oznacza, że w danym roku o taką kwotę wartość wycofanych z Polski inwestycji zagranicznych była wyższa od nowych.

^b dane za 2012 r. obejmują pierwsze trzy kwartały roku.

Źródło: opracowanie własne na podstawie: *Statystyka bilansu płatniczego. Bilans płatniczy*, Narodowy Bank Polski, dane roczne oraz dane kwartalne, stan na marzec 2013 r. [14.03.2013].

Przemiany ustrojowe na przełomie lat 80. i 90. XX w. kusiły inwestorów zagranicznych perspektywą wyższych zysków w dużej, nienasyconej i niezagospodarowanej Polsce. Jednocześnie notoryczne deficyty budżetowe przyczyniły się do szybkiego rozwoju rynku skarbowych papierów wartościowych, co wraz z szeroko zakrojonym procesem prywatyzacji i utworzeniem już w 1991 r. Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie dodatkowo przyciągało kapitał portfelowy. W kolejnych latach inwestorów zachęcały postępujące reformy i rosnąca stabilizacja gospodarcza, a także przyspieszone tempo rozwoju gospodarczego w połowie lat 90. Dodatkowym silnym bodźcem stawała się coraz bliższa per-

spektywa członkostwa Polski w Unii Europejskiej, która istotnie wpłynęła na wzrost wiarygodności kraju. Skutkiem tego był nie tylko wzrost zainteresowania naszym krajem przez zagranicznych inwestorów, ale przede wszystkim istotna poprawa zdolności pozyskiwania kapitału na rynkach zagranicznych przez polskie podmioty gospodarcze, co przełożyło się na rozpoczęcie na przełomie dekad nieprzerwanego do dziś dynamicznego procesu zadłużania się poza granicami kraju w szczególności podmiotów prywatnych. Nieco później przyszło spowolnienie gospodarcze (wzrost gospodarczy w 2001 r. wyniósł w Polsce raptem 1,2%, a w 2002 r. 1,4%), w efekcie czego nastąpiło istotne pogorszenie sytuacji w polskich finansach publicznych – deficyt budżetowy w 2001 r. uległ podwojeniu względem roku poprzedniego (32,6 mld zł wobec 15,4 mld zł). Niestety wzrost długu publicznego w następnych latach nie uległ wyhamowaniu, mimo poprawy koniunktury, co przyczyniło się do szczególnie dynamicznego rozrostu krajowego rynku dobrze oprocentowanych skarbowych papierów wartościowych (dług publiczny Polski na koniec III kwartału 2012 r. wyniósł 835 mld zł wobec 302 mld zł na koniec 2001 r.). Jednocześnie kusiła coraz lepsza koniunktura. Aż do jesieni 2008 r. Szybko jednak okazało się, że paradoksalnie dzięki mniejszym powiązaniom polskiej gospodarki z międzynarodowymi rynkami finansowymi, nie odczuła ona kryzysu tak boleśnie jak inne kraje, co po kilkumiesięcznej wstrzeźliwości zagranicznych inwestorów stało się czynnikiem ponownie ich przyciągającym. Na szczęście, bo bez kapitału zagranicznego nie jest możliwy dalszy rozwój polskiej gospodarki – ktoś musi współfinansować rozwój przedsiębiorstw, kredyty inwestycyjne i konsumpcyjne czy wreszcie dług publiczny kraju.

2.3. Zagraniczne inwestycje w Polsce

Zagraniczne inwestycje w Polsce odbudowały się dość szybko po kryzysowym 2008 i 2009 r. Saldo zagranicznych inwestycji w Polsce w 2010 r. osiągnęło poziom z najlepszego przed kryzysem 2007 r. (wartość nowych inwestycji zagranicznych w Polsce była w 2010 r. aż o 40,6 mld euro wyższa od tych wycofanych w tym okresie z Polski). W 2011 r. dodatnie saldo było już jednak o 1/4 niższe niż przed rokiem (wyniosło 29,7 mld euro), a za pierwsze trzy kwartały 2012 r. wyniosło raptem 11,7 mld euro. To bez wątpienia efekt gorszych wyników i perspektyw gospodarczych.

Jeszcze w 2010 r. najwyższe obroty generowały **inwestycje portfelowe** – w głównej mierze inwestycje w polskie papiery dłużne (przede wszystkim Skarbu Państwa), ale także i udziałowe – por. tabela 1. Był to efekt poprawy nastrojów na międzynarodowych rynkach finansowych, globalnego spadku awersji do ryzyka, do którego przyczyniły się antykryzysowe działania banków centralnych głównych gospodarek światowych, a także rozluźnienia polityki pieniężnej przez

główne banki centralne oraz utrzymującej się relatywnie dobrej sytuacji Polski na tle regionu¹¹. Jednak w 2011 r. zmniejszyła się wartość środków inwestowanych przez zagranicznych inwestorów portfelowych, a także obserwowaliśmy proces wycofywania środków z rachunków nierezydentów w polskich bankach. Pogorszenie się globalnych nastrojów pod koniec 2011 r. wywołane rozwojem kryzysu zadłużenia w strefie euro, spowodowało też odpływ zagranicznych inwestycji z krajowego rynku obligacji skarbowych¹². W 2012 r. perspektywy uruchomienia trzeciej rundy ilościowego luzowania polityki pieniężnej w USA wywołały wzrost optymizmu na rynkach międzynarodowych, co spowodowało wzrost napływu inwestycji portfelowych także do Polski (głównie na rynek skarbowych papierów wartościowych). Dodatnie saldo zagranicznych inwestycji portfelowych za pierwsze trzy kwartały 2012 r. wyniosło 12,1 mld euro, z czego aż 10 mld euro dotyczyło inwestycji w skarbowe papiery dłużne¹³.

Dodatnie saldo **inwestycji bezpośrednich** utrzymywało się od lat na stabilnym w miarę poziomie kilku miliardów euro rocznie (por. tabela 1). Oczywiście w okresie dobrej koniunktury przed kryzysem (lata 2006-2008) było ono znacznie lepsze – sięgało nawet kilkunastu miliardów euro rocznie. Jego obecnie istotnie niższy poziom to skutek zmiany struktury inwestycji nierezydentów w Polsce – wycofania się z inwestycji bezpośrednich, a napływu w formie inwestycji portfelowych. Niestety 2012 r. przyniósł radykalne wyhamowanie zagranicznych inwestycji bezpośrednich w Polsce – saldo za pierwsze trzy kwartały tego roku wyniosło jedynie 1,28 mld euro. Wynik za cały 2012 r. będzie należał do najniższych w ciągu minionych 20 lat (a być może będzie najniższy, bo w latach 1995-2000 saldo zagranicznych inwestycji bezpośrednich w Polsce kształtowało się na poziomie od 2,83 mld do 10,33 mld euro rocznie). Coraz wolniejsze tempo wzrostu gospodarczego i mało optymistyczne perspektywy na najbliższe kwartały nie rodzą nadziei na szybką zmianę tego trendu.

Pozostałe inwestycje to w głównej mierze zagraniczne kredyty sektora bankowego i rządowego (w mniejszym stopniu przedsiębiorstw), a także depozyty i środki na rachunkach bankowych oraz transakcje repo dokonywane przez NBP (dla zarządzania płynnością rezerw dewizowych). Istotny wzrost zagranicznych zobowiązań obserwowaliśmy w okresie dobrej koniunktury do kryzysu jesienią 2008 r. (por. tabela 1). Po kryzysowych 2008 i 2009 w 2010 r. nastąpił widoczny przyrost zagranicznych kredytów, zarówno w sektorze bankowym, rządowym, jak i przedsiębiorstw. Od połowy jednak 2011 r. utrzymuje się znaczący odpływ kapitału z sektora bankowego – w ciągu drugiej połowy 2011 r. oraz trzech pierwszych kwartałów 2012 r. jego ujemne saldo wyniosło aż

¹¹ *Rocznik Statystyczny Rzeczypospolitej Polskiej 2012*, op. cit., s. 551-554.

¹² *Bilans płatniczy Rzeczypospolitej Polskiej za IV kwartał 2011 r.*, op. cit., s. 22-25.

¹³ *Bilans płatniczy Rzeczypospolitej Polskiej za III kwartał 2012 r.*, Narodowy Bank Polski, Warszawa 2013, s. 24-26.

8,9 mld euro. W przypadku prywatnego sektora pozabankowego odpływ netto kapitału rozpoczął się już kwartał wcześniej – i od kwietnia 2011 do września 2012 r. wyniósł on 2,1 mld euro¹⁴.

2.4. Polskie inwestycje za granicą

Polskie inwestycje za granicą, uszczuplające zasoby walut obcych w kraju, są znacznie mniejsze niż zagraniczne inwestycje w Polsce – por. tabela 2 i 1. Ujemne saldo w pozycji polskich inwestycji za granicą oznacza wzrost stanu polskich aktywów zagranicznych, a dodatnie – ich spadek, czyli wycofywanie się z zagranicznej inwestycji i powrót kapitału do kraju. Prawie co roku w ciągu minionej dekady mieliśmy w Polsce do czynienia z powiększaniem się polskich inwestycji za granicą (czyli ujemnym ich łącznym saldem).

Tabela 2. Polskie inwestycje za granicą netto^a (w mld euro)

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012 ^b
Inwestycje bezpośrednie	0,10	-0,23	-0,27	-0,76	-2,79	-7,14	-4,02	-3,07	-3,34	-5,48	-5,28	0,83
Inwestycje portfelowe	0,04	-1,21	-1,14	-1,06	-2,01	-3,69	-4,61	1,70	-1,01	-0,80	0,53	-0,04
Udziałowe papiery wartościowe	-0,08	-0,28	0,17	-0,04	-0,48	-2,39	-4,24	0,96	-1,33	-0,74	0,47	-0,24
Dłużne papiery wartościowe	0,12	-0,93	-1,31	-1,01	-1,53	-1,30	-0,37	0,74	0,32	-0,06	0,05	0,20
Pozostałe inwestycje	-4,50	1,88	-0,41	-9,60	-2,18	-3,14	-1,32	4,04	3,91	-2,84	-2,51	-1,23
Razem	-4,36	0,44	-1,82	-11,41	-6,98	-13,96	-9,95	2,67	-0,43	-9,12	-7,26	-0,44

^a wartość ujemna oznacza, że w danym roku o taką kwotę wartość nowych polskich inwestycji za granicą była wyższa od tych wycofanych; analogicznie wartość dodatnia oznacza, że w danym roku o taką kwotę wartość wycofanych z zagranicy polskich inwestycji była wyższa od nowych polskich inwestycji za granicą.

^b dane za 2012 r. obejmują pierwsze trzy kwartały roku.

Źródło: opracowanie własne na podstawie: *Statystyka bilansu płatniczego. Bilans płatniczy*, Narodowy Bank Polski, dane roczne oraz dane kwartalne, stan na marzec 2013 r. [14.03.2013].

Z kolei sytuacja odwrotna – ściąganie kapitału z zagranicznych inwestycji z powrotem do Polski – wystąpiła w okresach kryzysowych, w 2008 oraz w 2002 r. W 2008 r. odnotowano nadwyżkę wycofanego kapitału z polskich inwestycji

¹⁴ Ibidem, s. 26-27.

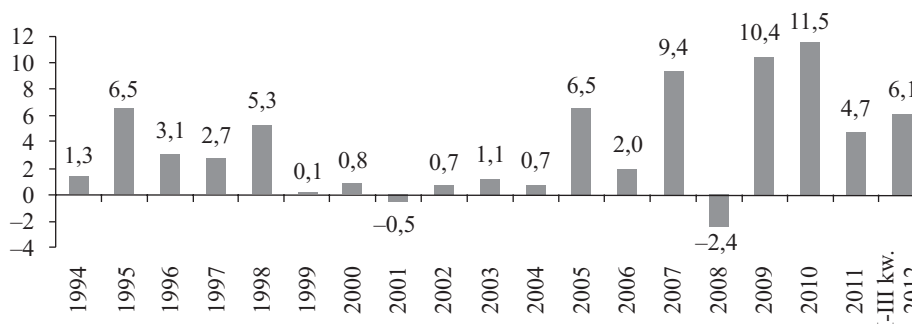
za granicą nad nowymi inwestycjami poza krajem na poziomie 2,67 mld euro, natomiast w 2002 r. nadwyżka ta wyniosła 440 mln euro.

Od lat obroty w zakresie polskich inwestycji za granicą generują w głównej mierze inwestycje bezpośrednie (nabycie akcji i udziałów w zagranicznych przedsiębiorstwach oraz zakup nieruchomości) i lokaty polskich podmiotów (głównie banków) w bankach za granicą. W mniejszym stopniu pojawiają się kredyty dla podmiotów zależnych, kredyty handlowe udzielane zagranicznym kontrahentom, zakupy udziałowych i dłużnych papierów wartościowych¹⁵.

Pierwsze trzy kwartały 2012 r. przyniosły wyhamowanie w zakresie inwestowania przez polskie podmioty poza granicami kraju.

Podsumowując, po okresie załamania przepływów inwestycyjnych w drugiej połowie 2008 i pierwszej połowie 2009 r., nastąpiła stopniowa ich odbudowa i obecnie kształtują się w Polsce w dużej mierze na poziomie zbliżonym do tego sprzed kryzysu – zarówno w zakresie eksportu i importu, jak i przepływów finansowych – zapewniając wciąż odpowiednio wysoką nadwyżkę na rachunku finansowym, która wraz z nadwyżką na rachunku kapitałowym z nawiązką wystarcza na równoważenie deficytu na rachunku bieżącym (oraz ujemnego zazwyczaj salda błędów i opuszczeń). Dzięki temu bilans płatniczy Polski zamyka się od 2009 r. znów kilkumiliardową nadwyżką, co oznacza, że w danym roku do polskiej gospodarki dopływało od 4,7 mld euro (w 2011 r.) do nawet 11,5 mld euro (w 2010 r.) więcej walut obcych niż z niej w tym czasie wyciekło – por. wykres 4. Tym samym rośnie ilość walut obcych w polskiej gospodarce, poprawiając jej zewnętrzną wypłacalność, stabilność i wiarygodność.

Wykres 4. Saldo bilansu płatniczego Polski (w mld euro)



Źródło: opracowanie własne na podstawie: *Statystyka bilansu płatniczego. Bilans płatniczy*, Narodowy Bank Polski, dane roczne, stan na marzec 2013 r. [14.03.2013].

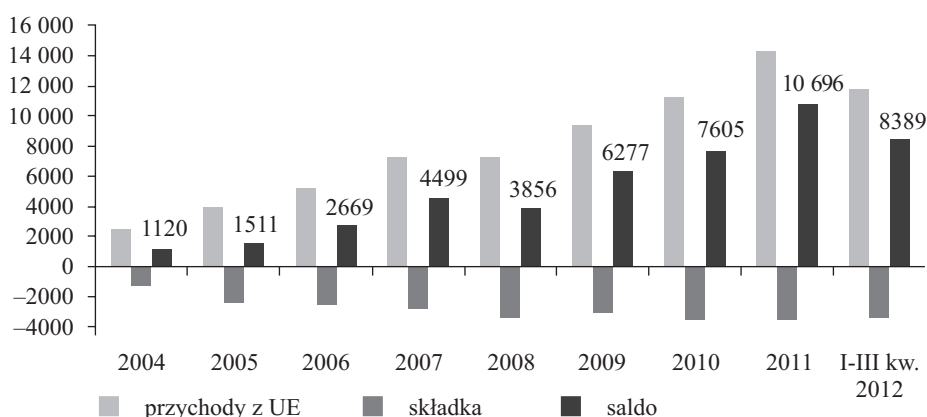
¹⁵ *Bilans płatniczy Rzeczypospolitej Polskiej*, Narodowy Bank Polski – różne wydania raportów kwartalnych.

Mimo istotnego zwolnienia polskiej gospodarki w 2012 r. (wzrost gospodarczy wyniósł raptem 2%, podczas gdy rok wcześniej 4,3%) oraz mało optymistycznych prognoz na rok 2013, bilans płatniczy Polski zamykał się po trzech pierwszych kwartałach 2012 r. nadwyżką na poziomie ponad 6 mld euro (por. wykres 4) – w głównej mierze dzięki mniejszemu deficytowi w bilansie handlowym oraz mimo wszystko sporej nadwyżce na rachunku finansowym (por. wykres 2).

3. Transfery z Unią Europejską

Od 2004 r. na wielkość przepływów zagranicznych w Polsce w istotny sposób wpływają także **transfery z Unią Europejską**. Członkostwo w UE wiąże się z koniecznością opłacania składki członkowskiej, ale uprawnia też do korzystania z unijnych funduszy. Polska korzysta z unijnego wsparcia na pełnoprawnych zasadach dopiero od 2007 r., czyli od czasu rozpoczęcia nowej perspektywy finansowej (2007-2013). Rozszerzenie UE na wschód w 2004 r. nastąpiło w czasie trwania poprzedniej perspektywy finansowej, więc podczas jej uchwalania Polska i pozostałe nowe państwa członkowskie nie były uwzględniane przy podziale środków na pełnoprawnych zasadach. Dlatego napływ środków z UE do Polski był w pierwszych latach członkostwa w UE dużo niższy niż obecnie, co jest dodatkowo efektem coraz lepszych z roku na rok umiejętności w pozyskiwaniu i wykorzystywaniu unijnych funduszy.

Wykres 5. Wielkość transferów z Unią Europejską w latach 2004-2012 (w mln euro)



Źródło: opracowanie własne na podstawie: *Bilans płatniczy Rzeczypospolitej Polskiej*, Narodowy Bank Polski – różne wydania z lat 2004-2012, Warszawa 2005-2013 [marzec 2013].

Całkowite saldo zrealizowanych przepływów z Unią Europejską po ponad ośmiu latach członkostwa (od 1 maja 2004 r. do końca września 2012 r.) to 46,6 mld euro netto – por. wykres 3. W okresie tym Polska uzyskała w sumie z UE 72,8 mld euro i odprowadziła jednocześnie 26,2 mld euro w formie składek z tytułu członkostwa. Środki z UE rejestrowane są w głównej mierze na rachunku kapitałowym bilansu płatniczego (wpływy z Europejskiego Funduszu Rozwoju Regionalnego oraz z Funduszu Spójności), ale także w pozycji transfery bieżące na rachunku bieżącym (wpływy z Europejskiego Funduszu Rolnego na rzecz Rozwoju Obszarów Wiejskich). Tam też w rozchodach ujmowana jest składka członkowska w UE, która nie jest stałą kwotą i rocznie wynosi ok. 3 mld euro.

Dodatknie saldo rozliczeń Polski z UE rośnie z roku na rok (po niewielkim spadku w 2008 r.). W 2011 r. wpływy z UE wyniosły aż 14,3 mld euro, co przy uwzględnieniu składki na poziomie 3,6 mld euro, dało w rozliczeniach z UE napływ netto środków do Polski na poziomie 10,7 mld euro (por. wykres 3). W trzech pierwszych kwartałach 2012 r. dodatnie saldo netto wyniosło już 8,4 mld euro. Tym samym więc członkostwo w UE istotnie wpływa na wielkość międzynarodowych przepływów kapitałowych w Polsce – oczywiście głównie na napływ kapitału – od 2010 r. to rocznie kilkanaście miliardów euro, co porównując z saldem bilansu płatniczego Polski, istotnie poprawia jego wynik. W 2011 i najwyraźniej również w 2012 r. (na co wskazują dane za pierwsze trzy kwartały 2012 r.) bilans płatniczy Polski zamknąłby się deficytem, gdyby nie wielomiliardowe dodatnie saldo rozliczeń z budżetem UE – por. saldo transferów z UE na wykresie 5 z poziomem salda bilansu płatniczego Polski na wykresie 4. Zresztą już w zasadzie od 2007 r., gdy saldo rozliczeń z budżetem UE sięgnęło 4 i więcej miliardów euro rocznie, transfery z UE w sposób znaczący wpływały na poprawę salda bilansu płatniczego Polski – to w głównej mierze dzięki wysokim transferom z UE bilans płatniczy Polski zamykał się w latach 2007 i 2009-2010 tak wysoką nadwyżką, a w kryzysowym 2008 r. relatywnie niskim deficytem (por. wykres 4 i 5).

Nie można też nie doceniać pozytywnego wpływu samego członkostwa w Unii Europejskiej na poziom wiarygodności polskiej gospodarki i w efekcie na zainteresowanie zagranicznych inwestorów.

Zakończenie

Coraz silniejsze powiązania gospodarcze na świecie oraz dynamiczny rozwój rynków finansowych, na których ulokowane są setki bilionów USD, z jednej strony ułatwiają funkcjonowanie gospodarkom rozwijającym się, z drugiej przyczyniają się do wzrostu zadłużenia i uzależnienia się od zewnętrznego kapitału. Ponadto proces liberalizacji handlu ułatwia im ekspansję, a szybsze tempo rozwoju, mimo wyższego ryzyka, przyciąga zagranicznych inwestorów. Kraje

rozwijające się o rozsądnej polityce gospodarczej mają obecnie dużo łatwiejszy dostęp do źródeł finansowania rozwoju i nadrabiania dystansu do wysokorozwiniętych gospodarek, co w połączeniu z umiejętnością wykorzystywania przewag komparatywnych, zapewnia stały dopływ walut międzynarodowych, mimo częstego uzależnienia od importu bardziej przetworzonych produktów czy surowców. Wpływa to na poprawę ich pozycji jako partnerów gospodarczych i jest dodatkową zachętą do zacieśniania współpracy i inwestowania. Z kolei wyższa wiarygodność to niższe koszty pozyskania kapitału i łatwiejszy dostęp do niego, co w dobie spiętrzonych ogromnych długów (zarówno wewnętrznych i zagranicznych, podmiotów publicznych i prywatnych) może generować znaczne oszczędności związane z obsługą długu i poprawić zdolność kredytową (np. niższe o 1 punkt procentowy odsetki od polskiego długu publicznego dałyby obecnie budżetowi państwa oszczędność rzędu 8 mld zł rocznie!). Dlatego też zewnętrzna wypłacalność stanowi dziś o sile, atrakcyjności i możliwościach gospodarek rozwijających się jako partnera gospodarczego i finansowego.

Dominacja zaledwie kilku walut w międzynarodowej gospodarce (wzmocniona dodatkowo utworzeniem strefy euro, czyli eliminacją kilku znaczących walut wymienialnych) doprowadziła do zjawiska akumulacji znacznych i stale rosnących rezerw walut międzynarodowych, zwłaszcza przez gospodarki wschodzące, dla zapewnienia sobie zewnętrznej wypłacalności, w szczególności wobec szeroko rozumianych zagranicznych źródeł finansowania rozwoju. Rozwiązując problem trudności w pozyskiwaniu źródeł finansowania przez mniej wiarygodne gospodarki, doprowadzono paradoksalnie do innego: drukowania pustych pieniędzy (zarówno przez emitentów walut międzynarodowych, którzy wykorzystują wzmożony popyt zgłaszany przez cały świat, jak i przez kraje rozwijające się, drukujące własną walutę jako ekwiwalent dopływających do ich gospodarek walut obcych – często świadomie tłumiąc presję aprecjacyjną, by zapobiec spadkowi konkurencyjności swej gospodarki), którego efektem stają się kolejne bańki spekulacyjne, czyli zjawiska kryzysowe na innych rynkach, w innych sektorach gospodarki czy w innych regionach świata.

Od czasu transformacji ustrojowej Polska zyskuje z biegiem lat na wiarygodności, co zachęca zagraniczny kapitał do inwestowania w dużą rozwijającą się gospodarkę o wysokim potencjale i dynamicznie rosnących potrzebach finansowania konsumpcji i inwestycji. Dzięki temu rokrocznie napływają do Polski dziesiątki miliardów euro kapitału zagranicznego, który nie tylko współfinansuje rozwój przedsiębiorstw oraz tworzenie i utrzymanie miejsc pracy, kredytuje inwestycje i konsumpcję prywatną oraz Skarb Państwa, ale pozwala też z nawiązką zbilansować deficyt na rachunku bieżącym Polski, w efekcie czego sukcesywnie przyrasta ilość walut międzynarodowych w polskiej gospodarce (i rezerwy dewizowe NBP), poprawiając jej zewnętrzną wypłacalność, podnosząc stabilność i wiarygodność. Należy więc dołożyć wszelkich starań, żeby trend ten

był kontynuowany, rośnie bowiem import (i nie zmniejsza się uzależnienie polskiej gospodarki od niego), dynamicznie przyrasta zadłużenie zagraniczne Polski oraz poziom zaangażowanego zagranicznego kapitału portfelowego, rośnie też potrzeba kredytowania prywatnej konsumpcji Polaków i potrzeb pożyczkowych polskiego państwa, przy jednoczesnym braku możliwości samofinansowania rozwoju gospodarczego Polski.

Literatura

- Bilans płatniczy Rzeczypospolitej Polskiej*, Narodowy Bank Polski – różne wydania raportów kwartalnych z lat 2004-2013, Warszawa 2005-2013.
- Konstytucja Rzeczypospolitej Polski z dnia 2 kwietnia 1997 r. (Dz.U. z 1997 r. nr 78, poz. 483).
- Monthly Statistical Bulletin*, Swiss National Bank, February 2013.
- Statystyka bilansu płatniczego. Bilans płatniczy*, Narodowy Bank Polski, dane roczne oraz dane kwartalne, stan na marzec 2013 r. [14.03.2013].
- Statystyka bilansu płatniczego. Oficjalne aktywa rezerwowe*, Narodowy Bank Polski, dane roczne, stan na marzec 2013 r. [14.03.2013].
- Redo M., *Istota i znaczenie oficjalnych aktywów rezerwowych w gospodarkach rozwijających się*, „Zaszyty Naukowe Wyższej Szkoły Bankowej we Wrocławiu” 2013, nr 37.
- Rocznik Statystyczny Rzeczypospolitej Polskiej 2012*, Główny Urząd Statystyczny, Warszawa grudzień 2012.
- Ustawa z dnia 29 sierpnia 1997 r. o Narodowym Banku Polskim, Dz.U. z 2005 r. nr 1, poz. 2.
- World Development Indicators*, World Bank, World Databank, <http://databank.worldbank.org/ddp/home.do?Step=3&id=4> [11.03.2013].

Sources of foreign currencies – an analysis of international capital flows in Poland with a view to reserve assets accumulation

Summary. The aim of this study is to identify the sources of foreign exchange reserves made on the basis of statistical analysis of international flows in Poland in the years 1994-2012. Globalisation led to huge economic and financial dependences in the world, gave access to new markets, products, technologies and also sources of financing – so it created the base for the increase of economic growth. A constant and growing inflow of foreign exchange is an effect of more and more intensive international cooperation of economies. These international capital flows are mainly denominated in international currencies, because they are the main currencies for clearing accounts in global trade, issue and investment currencies, and the lending currencies in the international markets. On the one hand, international currencies inflows impair the internal stability of economies, but on the other hand, they determine their economic development and external solvency.

Key words: foreign reserves, central bank, export of goods and services, international capital inflows, balance of payments, external solvency and credibility of the economy