

## Struktura rodzajowa zagranicznych aktywów i pasywów a zmiany międzynarodowej pozycji inwestycyjnej Polski

Renata Knap\*

**Streszczenie:** *Cel* – Celem artykułu jest ocena wpływu struktury rodzajowej zagranicznych aktywów i pasywów na zmiany międzynarodowej pozycji inwestycyjnej (MPI) Polski w latach 1994–2015.

*Metoda badania* – Dla realizacji celu przeprowadzono studia literaturowe, wykorzystano metody analizy statystycznej w postaci narzędzi analizy struktury zbiorowości i dynamiki zjawisk.

*Wynik* – Z badań wynika, że struktura rodzajowa zagranicznych aktywów i pasywów miała istotny wpływ na kształtowanie się MPI netto (MPIN) Polski. Wyższy udział inwestycji wysokiego zwrotu w aktywach niż pasywach prowadził do wzrostu ujemnego salda dochodów z inwestycji i pogarszania się MPIN Polski. Ponadto przyczyniał się do wzrostu roli innych przepływów w kształtowaniu MPIN, a tym samym zwiększania się różnicy między zmianą MPIN a saldem bilansu obrotów bieżących Polski.

*Oryginalność/wartość* – Pozytywna weryfikacja, na przykładzie Polski, identyfikowanego w literaturze oddziaływania „efektu struktury” na zmiany MPIN.

**Słowa kluczowe:** międzynarodowa pozycja inwestycyjna, efekt struktury, bilans płatniczy

### Wprowadzenie

Stan zagranicznych należności i zobowiązań, czyli międzynarodowa pozycja inwestycyjna (MPI) należy do najważniejszych mierników zewnętrznej równowagi ekonomicznej gospodarek narodowych. Ważną rolę przy dokonywaniu tej oceny odgrywa, oprócz wartości i salda zagranicznych aktywów i pasywów, ich struktura rodzajowa. Skład rodzajowy zagranicznych należności i zobowiązań nie tylko determinuje bezpieczeństwo i stabilność finansową gospodarki, ale może być też ważnym czynnikiem zmian MPI netto, w tym zachodzących niezależnie od transakcji rejestrowanych w bilansie płatniczym.

Celem artykułu jest próba oceny wpływu struktury rodzajowej polskich aktywów i pasywów na zmiany MPI Polski w latach 1994–2015. W pierwszej części przedstawiono teoretyczne interpretacje czynników zmian MPI, w drugiej zaprezentowano wyniki analizy kształtowania się MPI Polski i jej głównych determinant, w trzeciej natomiast zbadano zmiany struktury rodzajowej zagranicznych należności i zobowiązań Polski oraz określono kierunki jej oddziaływania na kształtowanie się MPI Polski w badanym okresie.

---

\* dr hab. Renata Knap, Uniwersytet Szczeciński, e-mail: renataknap@onet.pl.

Na podstawie przeprowadzonych studiów literaturowych dokonano wyboru metod analizy oraz sposobu prezentacji jej wyników i ich interpretacji. Materiał statystyczny wykorzystany w badaniach pobrano z bazy danych NBP oraz UNCTAD. Do określenia tendencji zmian MPI Polski i ich czynników oraz identyfikacji roli struktury rodzajowej zastosowano metody analizy statystycznej w postaci narzędzi analizy struktury zbiorowości i dynamiki zjawisk. Badaniami objęto lata 1994–2015, za które dostępne są zestawienia MPI Polski. Ze względu na brak odpowiednich danych, niektóre szczegółowe analizy dotyczą okresu 2000–2015.

## 1. Czynniki zmian MPI

Międzynarodowa pozycja inwestycyjna jest statystycznym zestawieniem na dany moment wartości:

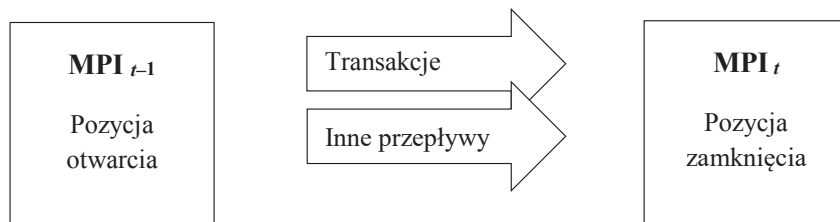
- zagranicznych aktywów finansowych rezydentów (należności od nierezydentów i złota monetarnego),
- zagranicznych pasywów finansowych rezydentów (zobowiązań rezydentów wobec nierezydentów) (IMF, 2009).

Różnica między wartością finansowych aktywów i pasywów zagranicznych stanowi międzynarodową pozycję inwestycyjną netto kraju (MPIN). Dodatnia MPIN oznacza, że kraj jest wierzycielem netto, czyli osiąga nadwyżkę oszczędności nad wydatkami, którą lokuje za granicą i otrzymuje z tego tytułu dochody. W przypadku ujemnej MPIN kraj jest dłużnikiem netto, czyli jego wydatki przewyższają oszczędności, a różnicę finansuje zagranicą lokując swoje oszczędności netto w kraju, co powoduje bieżące wydatki na rzecz zagranicy w postaci wypłaty dochodów od zainwestowanego kapitału.

Zmiany stanów zagranicznych należności i zobowiązań są wynikiem transakcji oraz innych przepływów zachodzących w danym okresie sprawozdawczym (np. w ciągu danego roku kalendarzowego – por. rys. 1). Transakcje oznaczają transakcje finansowe między rezydentami i nierezydentami, rejestrowane w bilansie płatniczym. Inne przepływy to zmiany wartości, wolumenu lub klasyfikacji zagranicznych aktywów i pasywów finansowych, które nie są wynikiem transakcji i nie mają odzwierciedlenia w bilansie płatniczym. Zalicza się do nich zmiany wartości aktywów i pasywów na skutek zmian ich cen lub zmian kursów walutowych (tzw. zmiany wyceny) oraz inne zmiany ilościowe, czyli wszystkie inne zmiany wartości aktywów i pasywów niewynikające ani z transakcji, ani ze zmian cen czy kursów walutowych (umorzenia i odpisy, reklasyfikacje, powstanie/zanik aktywów wskutek zmiany statusu rezydentów/nierezydentów itd.) (IMF, 2009).

Prezentowane w literaturze przedmiotu wyniki badań międzynarodowych przepływów finansowych wykazują, że w miarę wzrostu wartości zagranicznych aktywów i pasywów (otwartości finansowej) zmniejsza się rola transakcji finansowych przeprowadzanych między rezydentami i nierezydentami w kształtowaniu MPIN kraju. W wysoko rozwiniętych, otwartych gospodarkach większy wpływ na zmiany salda zagranicznych aktywów i pasywów wywierają zmiany (aktualizacje) ich wyceny zaliczane do innych przepływów.

W konsekwencji, w praktyce zmiany MPIN nie są równe saldom na rachunkach obrotów bieżących, jak to zakłada się w teorii (Obstfeld, 2012; Boonstra, 2008; Lane, Milesi-Ferretti, 2006).



**Rysunek 1.** Czynniki zmian MPI w okresie sprawozdawczym  $t$

Źródło: opracowanie własne.

Wpływ zmian wyceny (zmian cen i kursów walutowych) na MPIN sprowadza się najczęściej w literaturze przedmiotu do trzech efektów: kursowego, wydajności i struktury (Schipper, 2015; Curcuru, Thomas, Warnock, 2012; Habib, 2010; Boonstra, 2008; Gourinchas, Rey, 2005).

Efekt kursowy (*exchange rate effect*) polega na zmianie MPIN w wyniku zmian wartości aktywów i pasywów zagranicznych spowodowanych zmianą kursu walutowego. Efekt ten występuje wówczas, gdy zagraniczne aktywa i pasywa nominowane są w innej walucie niż waluta zastosowana w prezentacji MPI. Skala i kierunek wpływu efektu kursowego na zmianę MPIN zależą od struktury walutowej zagranicznych należności i zobowiązań oraz od tego, jaka jest pozycja otwarcia MPIN (ujemna czy dodatnia).

Efekt wydajności (*performance effect*) prowadzi do zmian MPIN w sytuacji, gdy występują różnice dochodów z tego samego rodzaju inwestycji, w zależności od tego, czy jest ona składnikiem zagranicznych aktywów czy pasywów. Różnice te mogą być skutkiem różnic w wynikach działania krajowych i zagranicznych giełd papierów wartościowych.

Efekt struktury (*composition effect*) polega na zmianie MPIN w wyniku występowania różnicy między dochodami kapitałowymi z zagranicznych aktywów a dochodami z pasywów. Różnice te są skutkiem różnic wysokości dochodów uzyskiwanych z poszczególnych rodzajów inwestycji oraz zróżnicowania rodzajowego składu zagranicznych aktywów i pasywów. Część dochodów kapitałowych w postaci wypłacanych dywidend i odsetek (rentowność kapitału, *capital yields*) należy do transakcji i jest rejestrowana w bilansie płatniczym. Nierealizowana część dochodów, w postaci zmiany wartości rynkowej posiadanego kapitału (zyski/straty kapitałowe, *capital gains/losses*), nie znajduje odzwierciedlenia w bilansie płatniczym (Shipper, 2015; Curcuru i in., 2012). Efekt struktury nierejestrowany w bilansie może bardzo istotnie wpływać na zmianę MPIN, jeśli zyski kapitałowe z aktywów różnią się od zysków kapitałowych z pasywów. Mimo to, jest relatywnie słabo zbadany i rozpoznany, szczególnie w odniesieniu do zagranicznych inwestycji bezpośrednich (Heath, 2008).

Z powyższych rozważań wynika, że w warunkach występowania różnic dochodów z poszczególnych rodzajów inwestycji, struktura rodzajowa zagranicznych aktywów i pasywów ma istotny wpływ na kształtowanie się MPIN. Znajduje on odzwierciedlenie w zmianach wartości transakcji rejestrowanych w bilansie płatniczym (w bilansie dochodów pierwotnych) oraz w zmianach wartości innych przepływów, nierejestrowanych w bilansie płatniczym.

## 2. Tendencje i czynniki zmian MPI Polski

W latach 1994–2015 polskie aktywa i pasywa zagraniczne zwiększyły się blisko 10-krotnie (odpowiednio z 23,5 mld USD do 230,5 mld USD i z 53,1 mld USD do 514,4 mld USD). Tempo wzrostu zarówno zagranicznych aktywów, jak i pasywów przewyższało dynamikę PKB Polski. W efekcie relacja aktywów do PKB wzrosła z 22,7% w 1994 roku do 48,5% w 2015 roku, a pasywów – odpowiednio z 51,2 do 108,3%. Otwartość finansowa Polski, mierzona stosunkiem sumy zagranicznych aktywów i pasywów do PKB, zwiększyła się ponad dwukrotnie, z 73,9 do 156,9% (por. tab. 1).

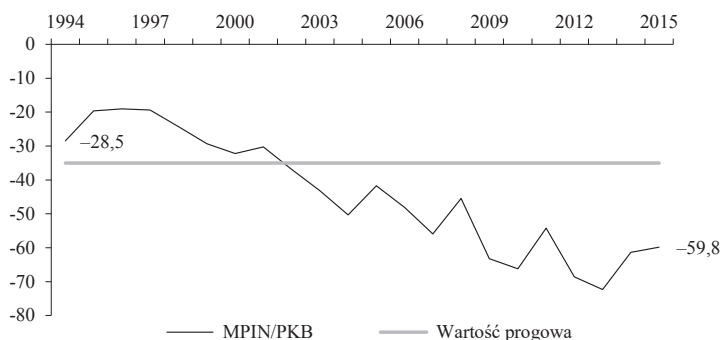
**Tabela 1**

MPI i wskaźniki otwartości finansowej Polski w latach 1994–2015

Lata	Aktywa (mld USD)	Pasywa (mld USD)	MPI netto (mld USD)	Aktywa + pasywa/PKB (%)
1994	23,5	53,1	-29,6	73,9
1995	32,0	59,3	-27,3	65,6
1996	28,7	58,5	-29,8	55,6
1997	31,9	62,4	-30,5	60,0
1998	38,4	80,2	-41,8	68,9
1999	40,1	89,3	-49,2	77,1
2000	44,8	100,0	-55,2	84,5
2001	49,4	107,1	-57,7	82,2
2002	51,7	125,1	-73,4	89,0
2003	58,6	152,5	-94,1	97,1
2004	86,1	213,6	-127,5	118,1
2005	98,6	225,5	-126,9	106,5
2006	126,7	291,9	-165,2	121,9
2007	168,5	408,6	-240,1	134,5
2008	147,8	389,2	-241,3	101,3
2009	169,1	445,1	-276,0	140,6
2010	206,1	523,5	-317,3	152,3
2011	212,6	498,8	-286,2	134,6
2012	236,9	580,4	-343,5	163,2
2013	237,8	617,0	-379,2	163,1
2014	230,5	565,2	-334,8	146,0
2015	230,5	514,4	-283,9	156,9

Źródło: opracowanie własne na podstawie NBP (2016b); UNCTAD (2016).

W całym badanym okresie zagraniczne pasywa przewyższały zagraniczne aktywa, Polska była więc w stosunku do zagranicy dłużnikiem netto, a ujemna MPIN uległa pogłębieniu z 29,6 mld USD w 1994 roku do 283,9 mld USD w roku 2015 (por. tab. 1). Powiększanie się w szybkim tempie ujemnej MPIN Polski skutkowało pogorszeniem się relacji MPIN do PKB, uznawanej za jeden z najważniejszych mierników zewnętrznej równowagi makroekonomicznej kraju. Do 2002 roku wartość tego wskaźnika kształtowała się powyżej wartości progowej, określonej przez Komisję Europejską na poziomie  $-35\%$  (European Commission, 2012), ale w kolejnych latach przekraczała ten próg bezpieczeństwa, osiągając w 2015 roku  $-59,8\%$  (por. rys. 2).



**Rysunek 2.** Relacja MPIN do PKB w Polsce w latach 1994–2015 (%)

Źródło: opracowanie własne na podstawie NBP (2016b); UNCTAD (2016).

Przedstawione zmiany MPIN w badanym okresie były wynikiem transakcji przeprowadzanych przez rezydentów oraz innych przepływów<sup>1</sup>. Jak wynika z danych zawartych w tabeli 2, skala i kierunki oddziaływania obu czynników były bardzo zróżnicowane w poszczególnych latach analizowanego okresu. Wskazują one jednak, że w ponad połowie badanych lat (12 na 21) to nie transakcje bilansu płatniczego, ale inne przepływy determinowały zmianę MPIN Polski. Na podkreślenie zasługuje fakt, że o ile transakcje z zagranicą powodowały pogarszanie się MPIN we wszystkich latach badanego okresu, z wyjątkiem tylko 1995 i 2015 roku, o tyle inne przepływy aż w 11 przypadkach oddziaływały w kierunku jej poprawy. Przyczyniały się tym samym do zmniejszenia skali pogarszania się salda zagranicznych aktywów i pasywów Polski, a w trzech przypadkach (w latach 2005, 2011 i 2014) doprowadziły nawet do poprawy MPIN, pomimo ujemnego salda transakcji bilansu płatniczego. W latach 2002–2004, 2007 i 2012–2013 były natomiast główną determinantą pogłębienia się ujemnej MPIN Polski (por. tab. 2).

<sup>1</sup> Zmiany MPIN w wyniku transakcji w latach 1995–2003 wyznaczono jako sumę salda rachunku finansowego bilansu płatniczego i zmiany rezerw dewizowych, a w latach 2004–2005 jako saldo rachunku finansowego bilansu płatniczego (ze względu na zmiany w statystyce bilansu płatniczego). Zmiany spowodowane innymi przepływami obliczono jako różnicę między zmianą MPIN i zmianą wywołaną transakcjami.

**Tabela 2**

Rola transakcji i innych przepływów w zmianach MPIN Polski w latach 1995–2015

Lata	$\Delta$ MPIN* (mln USD)	TR** (mln USD)	IN** (mln USD)	TR/ $\Delta$ MPIN** (%)	IN/ $\Delta$ MPIN** (%)
1995	+2,3	+0,6	+1,7	+26,1	+73,9
1996	-2,4	-2,8	+0,4	-116,7	+16,7
1997	-0,8	-4,4	+3,6	-550,0	+450,0
1998	-11,3	-7,4	-3,9	-65,5	-34,5
1999	-7,4	-10,3	+2,9	-139,2	+39,2
2000	-6,0	-9,6	+3,6	-160,0	+60,0
2001	-2,6	-3,6	+1,0	-138,5	+38,5
2002	-15,6	-6,5	-9,1	-41,7	-58,3
2003	-20,6	-7,5	-13,1	-36,4	-63,6
2004	-33,5	-7,2	-26,3	-21,5	-78,5
2005	+0,6	-7,0	+7,6	-1166,7	+1266,7
2006	-38,3	-10,7	-27,6	-27,9	-72,1
2007	-74,9	-25,0	-49,9	-33,4	-66,6
2008	-1,3	-41,1	+39,8	-3161,5	+3061,5
2009	-34,7	-20,1	-14,6	-57,9	-42,1
2010	-41,3	-31,0	-10,3	-75,1	-24,9
2011	+31,2	-27,5	+58,7	-88,1	+188,1
2012	-57,4	-11,5	-45,9	-20,0	-80,0
2013	-35,8	-6,0	-29,8	-16,8	-83,2
2014	+44,5	-4,5	+49,0	-10,1	+110,1
2015	+50,9	+8,5	+42,4	+16,7	+83,3

 $\Delta$ MPIN – zmiana MPIN; TR – zmiana wynikająca z transakcji; IN – zmiana wywołana przez inne przepływy.

\* plus (+) – poprawa MPIN; minus (-) – pogorszenie MPIN (w stosunku do poprzedniego roku).

\*\* plus (+) – pozytywny wpływ na MPIN; minus (-) – negatywny wpływ na MPIN.

Źródło: opracowanie własne na podstawie NBP (2016a, 2016b).

**Tabela 3**Współczynniki korelacji zmian MPIN z transakcjami bilansu płatniczego ( $R_1$ ) i innymi przepływami ( $R_2$ ) oraz wskaźniki otwartości finansowej ( $W_{OF}$ ) Polski w latach 1995–2015

Lata	$R_1$	$R_2$	$W_{OF}$ *
1995–2000	0,814	0,518	68,6
2001–2005	0,526	0,995	98,6
2006–2010	-0,469	0,952	130,1
2011–2015	0,202	0,965	152,8
1995–2015	0,343	0,927	110,4

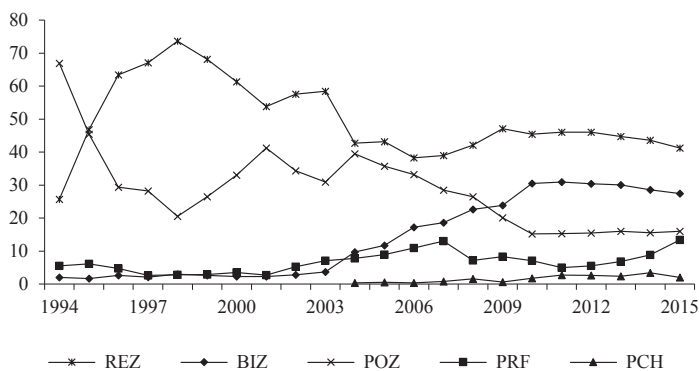
\* Średnia arytmetyczna za odpowiednie lata (%).

Źródło: opracowanie własne na podstawie NBP (2016a, 2016b).

Wzrost znaczenia innych przepływów w kształtowaniu MPIN w badanym okresie należy wiązać ze zwiększającą się otwartością finansową Polski. Wyniki analizy wskaźników korelacji zmian MPIN z omawianymi czynnikami tych zmian potwierdzają spadek roli transakcji i wzrost znaczenia innych przepływów w kształtowaniu MPIN w miarę zwiększania się wartości zagranicznych aktywów i pasywów Polski w relacji do PKB (por. tab. 3).

### 3. Zmiany struktury rodzajowej a zmiany salda MPI Polski

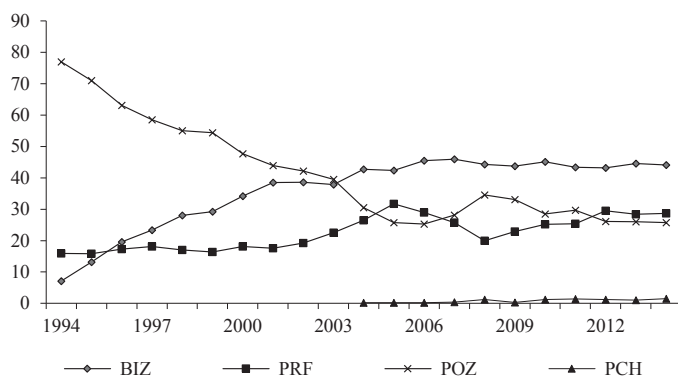
W latach 1994–2015 dynamicznemu wzrostowi wartości zagranicznych aktywów i pasywów towarzyszyły istotne przekształcenia ich struktury według kategorii funkcjonalnych. W aktywach ponad 13-krotnie wzrosła rola bezpośrednich inwestycji zagranicznych (BIZ, z 2,0 do 27,4%), ponad 1,5-krotnie zwiększył się udział oficjalnych aktywów rezerwowych (REZ, z 25,7 do 41,2%), wzrosło również znaczenie inwestycji portfelowych (PRF, z 5,5 do 13,4%), a także wyróżnianych od 2004 roku pochodnych instrumentów finansowych (PCH). Ponad czterokrotny spadek udziału w zagranicznych aktywach odnotowały natomiast pozostałe inwestycje (POZ, z 66,9 do 16,0%), do których zalicza się kredyty i pożyczki, gotówkę, rachunki bieżące i lokaty (por. rys. 3).



**Rysunek 3.** Struktura zagranicznych aktywów Polski według rodzajów inwestycji w latach 1994–2015 (%)

Źródło: opracowanie własne na podstawie NBP (2016b).

Najważniejsze zmiany w strukturze rodzajowej zagranicznych pasywów Polski polegały na ponad czterokrotnym wzroście udziału BIZ (z 7,1 do 44,1%) i blisko dwukrotnym inwestycji portfelowych (z 15,9 do 25,7%) oraz spadku znaczenia pozostałych inwestycji (z 77,0 do 25,7% – por. rys. 4).



**Rysunek 4.** Struktura zagranicznych pasywów Polski według rodzajów inwestycji w latach 1994–2015 (%)

Źródło: opracowanie własne na podstawie NBP (2016b).

Do oceny zmian struktury rodzajowej zagranicznych należności i zobowiązań w kontekście zmian MPIN wykorzystano stosowany w literaturze przedmiotu podział kategorii funkcjonalnych aktywów i pasywów według kryterium ich dochodowości. Do grupy inwestycji o wysokim dochodzie (i wysokim ryzyku) dla inwestora zaliczono inwestycje bezpośrednie i inwestycje portfelowe o charakterze udziałowym, a do grupy inwestycji o niskim dochodzie (i niskim ryzyku) – pozostałe kategorie (Boonstra, 2008; Lane, Milesi-Ferretti, 2006).

Jak wynika z danych zawartych w tabeli 4, w latach 1994–2015 nastąpiły korzystne zmiany w składzie zagranicznych aktywów Polski, polegające na blisko 17-krotnym wzroście udziału inwestycji wysokiego zwrotu – z zaledwie 2,0 do 37,3%, a tym samym malejącej dominacji inwestycji niskiego dochodu – spadek z 98,1 do 62,7% (tab. 4).

**Tabela 4**

Struktura rodzajowa zagranicznych aktywów Polski według dochodowości w latach 2004–2014 (%)

Lata	Wysoki dochód			Niski dochód			razem
	inwestycje bezpośrednie	inwestycje portfelowe udziałowe	razem	inwestycje portfelowe dłużne	pozostałe inwestycje	rezerwy dewizowe	
1	2	3	4	5	6	7	8
1994	2,0	0,0	2,0	5,4	66,9	25,7	98,1
1995	1,7	0,0	1,7	6,1	45,4	46,8	98,3
1996	2,6	0,0	2,6	4,6	29,4	63,4	97,5
1997	2,1	0,0	2,1	2,6	28,2	67,1	97,9
1998	3,0	0,0	3,0	2,8	20,5	73,6	96,9
1999	2,6	0,1	2,7	2,8	26,5	68,1	97,4
2000	2,3	0,1	2,4	3,4	33,0	61,3	97,7



1	2	3	4	5	6	7	8
2001	2,3	0,2	2,5	2,4	41,2	53,8	97,4
2002	2,8	0,4	3,2	4,9	34,3	57,6	96,8
2003	3,7	0,4	4,1	6,7	30,9	58,4	96,0
2004	9,7	0,9	10,6	6,9	39,8	42,7	89,4
2005	11,7	1,7	13,4	7,2	36,3	43,2	86,7
2006	17,2	4,1	21,3	6,8	33,6	38,3	78,7
2007	18,6	7,1	25,7	5,9	29,3	39,0	74,2
2008	22,6	2,9	25,5	4,3	28,1	42,1	74,5
2009	23,9	5,2	29,1	3,1	20,7	47,1	70,9
2010	30,5	5,2	35,7	1,9	17,0	45,4	64,3
2011	30,9	3,3	34,2	1,7	18,0	46,0	65,7
2012	30,4	3,9	34,3	1,6	18,1	46,0	65,7
2013	30,1	4,7	34,8	2,1	18,4	44,7	65,2
2014	28,6	5,4	34,0	3,4	19,0	43,6	66,0
2015	27,4	9,9	37,3	3,5	18,0	41,2	62,7

Źródło: opracowanie własne na podstawie NBP (2016b).

Podobne tendencje wystąpiły po stronie zagranicznych pasywów Polski. W zobowiązaniach wobec zagranicy ponad 6-krotnie wzrósł bowiem udział inwestycji o wysokim dochodzie (z 7,9 do 50,3%), a prawie dwukrotnie zmniejszył się odsetek inwestycji niskiego zwrotu (z 92,1 do 49,8%) – (por. tab. 5). Z punktu widzenia MPIN Polski zmiany te były niekorzystne, bo skutkowały wzrostem wartości zagranicznych zobowiązań i rosnącym obciążeniem gospodarki kosztami ich obsługi (dochodami wypłacanymi nierezydentom od ich inwestycji w Polsce)<sup>2</sup>.

**Tabela 5**

Struktura rodzajowa zagranicznych pasywów Polski według dochodowości w latach 2004–2014 (%)

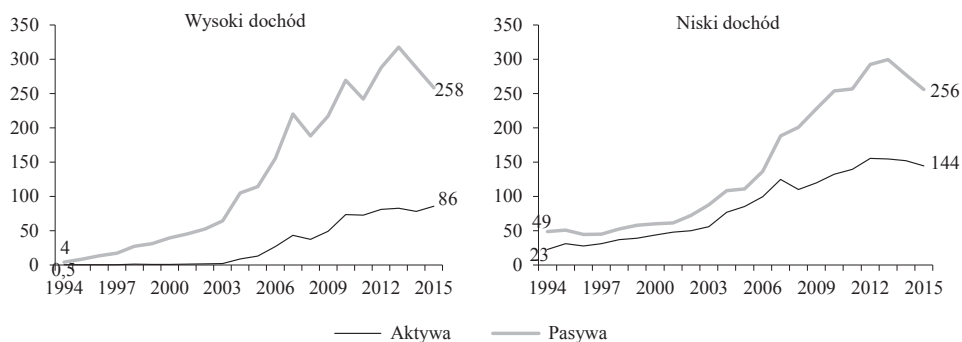
Lata	Wysoki dochód			Niski dochód		
	inwestycje bezpośrednie	inwestycje portfelowe udziałowe	razem	inwestycje portfelowe dłużne	pozostałe inwestycje	razem
1	2	3	4	5	6	7
1994	7,1	0,8	7,9	15,1	77,0	92,1
1995	13,2	1,1	14,3	14,7	71,0	85,7
1996	19,6	3,9	23,5	13,4	63,1	76,5
1997	23,4	4,3	27,7	13,9	58,5	72,4
1998	28,0	6,2	34,2	10,8	55,0	65,8
1999	29,2	5,6	34,8	10,8	54,4	65,2
2000	34,2	5,4	39,6	12,7	47,7	60,4
2001	38,5	4,0	42,5	13,6	43,9	57,5
2002	38,6	3,5	42,1	15,7	42,2	57,9
2003	37,9	4,4	42,3	18,2	39,5	57,7

<sup>2</sup> Na temat wpływu kosztów obsługi MPIN na PKB Polski zob. Sawicki (2014), Dorosz (2013).

1	2	3	4	5	6	7
2004	42,7	6,4	49,1	20,1	30,7	50,8
2005	42,4	8,3	50,7	23,3	25,9	49,2
2006	45,5	7,8	53,3	21,2	25,5	46,7
2007	45,9	8,1	54,0	17,6	28,5	46,1
2008	44,3	4,1	48,4	15,9	35,7	51,6
2009	43,7	5,1	48,8	17,8	33,4	51,2
2010	45,1	6,4	51,5	18,8	29,7	48,5
2011	43,4	5,1	48,5	20,3	31,2	51,5
2012	43,2	6,4	49,6	23,1	27,3	50,4
2013	44,6	6,8	51,4	21,5	27,0	48,5
2014	44,1	6,8	50,9	21,9	27,2	49,1
2015	43,1	7,2	50,3	22,6	27,2	49,8

Źródło: opracowanie własne na podstawie NBP (2016b).

W całym okresie 1995–2014 udział inwestycji wysokiego dochodu był znacznie wyższy w pasywach niż w aktywach Polski. Bilans przedstawionych zmian w strukturze MPI Polski, pozytywnych po stronie aktywów i negatywnych po stronie pasywów, był dla MPIN niekorzystny. Skala oddziaływania struktury aktywów i pasywów na saldo MPI jest bowiem funkcją różnic składu rodzajowego między aktywami i pasywami oraz ich wartości. Z porównania bezwzględnej wartości aktywów i pasywów wynika więc, że znacznie większy wpływ na kształtowanie się MPIN wywierały zmiany w strukturze pasywów niż zmiany w składzie aktywów (por. rys. 5).

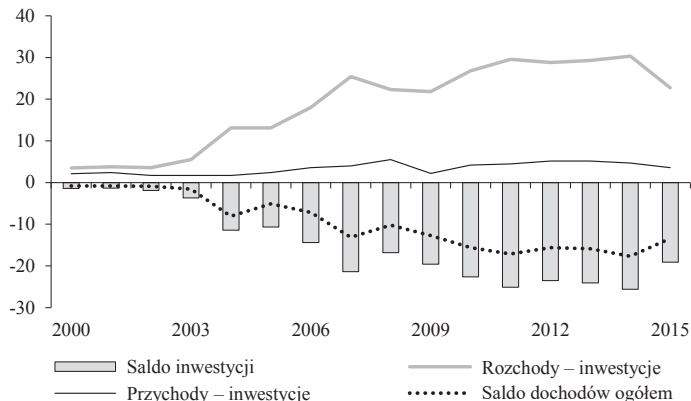


**Rysunek 5.** Wartość inwestycji wysokiego i niskiego dochodu w MPI Polski w latach 1994–2015 (mld USD)

Źródło: opracowanie własne na podstawie NBP (2016b).

Wyrazem negatywnego oddziaływania ukazanego kształtowania się struktury aktywów i pasywów na MPIN, skutkującego wyższą średnią rentownością pasywów niż aktywów, było zwiększanie się ujemnego salda dochodów z inwestycji (*capital yields*), powodującego

rosnący, strukturalny deficyt na rachunku dochodów w bilansie obrotów bieżących Polski (por. rys. 6).



**Rysunek 6.** Saldo dochodów z inwestycji na tle salda dochodów ogółem w bilansie płatniczym Polski w latach 2000–2015 (mld USD)

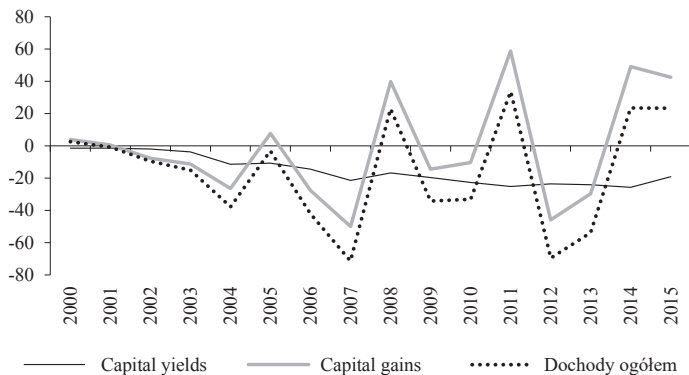
Źródło: opracowanie własne na podstawie NBP (2016a).

Zmiany w strukturze aktywów i pasywów, polegające na wzroście udziału inwestycji o wysokim dochodzie (inwestycji bezpośrednich i portfelowych udziałowych), przyczyniły się ponadto do zwiększenia znaczenia innych przepływów w zmianach MPIN Polski, a tym samym do rosnących rozbieżności między saldem MPI a saldem bilansu obrotów bieżących (por. tab. 2). W dochodach z inwestycji wysokiego zwrotu największą rolę odgrywają bowiem nierejestrowane w bilansie zyski/straty kapitałowe (*capital gains*), a rejestrowane dywidendy i odsetki (*yield gains*) mają mniejsze znaczenie (odwrotnie niż w dochodach z inwestycji niskiego dochodu) (Schipper, 2015; Curcuru i in., 2012; Boonstra, 2008). Z wyższego udziału inwestycji wysokiego zwrotu po stronie pasywów niż aktywów Polski wynika, że zyski/straty kapitałowe z pasywów były większe niż z aktywów. Występował więc efekt struktury, nieujmowany w bilansie płatniczym.

Wyniki szacunków zmian zysków kapitałowych (*capital gains*) po stronie tak zagranicznych aktywów, jak i pasywów Polski wskazują, że w latach 2000–2015 osiągały one znacznie wyższe wartości niż zrealizowane dochody od kapitału (*capital yields*)<sup>3</sup>. W wyniku różnic w strukturze aktywów i pasywów, saldo *capital gains* rosło w miarę zwiększania się otwartości finansowej Polski. Na tej podstawie można więc stwierdzić, że skala oddziaływania nierejestrowanego w bilansie płatniczym efektu struktury na MPIN Polski zwiększyła się w badanym okresie. W przeciwieństwie do jednokierunkowego, negatywnego oddziaływania pogarszającego się salda *capital yields* na MPIN, kierunek zmian *capital*

<sup>3</sup> Zyski kapitałowe z aktywów/pasywów oszacowano jako różnicę między zmianą wartości aktywów/pasywów a wartością transakcji rejestrowanych w bilansie płatniczym.

*gains* był zróżnicowany w poszczególnych latach okresu 2000–2015, oddziałując w niektórych z nich w kierunku poprawy MPIN (por. rys. 7).



**Rysunek 7.** Saldo zrealizowanych dochodów od kapitału (*capital yields*), saldo zysków kapitałowych (*capital gains*) i saldo dochodów z zagranicznych inwestycji ogółem w Polsce w latach 2000–2014 (mld USD)

Źródło: opracowanie własne na podstawie NBP (2016a, 2016b).

Wyniki przeprowadzonej analizy należy traktować z pewną ostrożnością. Dla dokładnego określenia skali i kierunku oddziaływania zmian struktury rodzajowej zagranicznych aktywów i pasywów na MPIN Polski konieczne jest bowiem wyodrębnienie oddziaływania zmian kursów walutowych i innych zmian ilościowych, co wymaga przeprowadzenia dodatkowych badań. Badania te są jednak utrudnione przez brak dostępności odpowiednich, szczegółowych danych.

## Uwagi końcowe

Na podstawie wyników przeprowadzonej analizy można stwierdzić, że struktura rodzajowa zagranicznych aktywów i pasywów wpływała na kształtowanie się MPIN Polski w badanym okresie, a skala tego wpływu rosła wraz ze zwiększaniem się polskiego zaangażowania w międzynarodowe przepływy finansowe. Oddziaływanie to było skutkiem większego udziału inwestycji wysokiego zwrotu w polskich pasywach niż w aktywach, co znajdowało odzwierciedlenie w zmianach wartości zarówno transakcji, jak i innych przepływów. W pierwszym przypadku prowadziło to do wzrostu ujemnego salda dochodów z inwestycji i pogarszania się MPIN Polski. W drugim, przyczyniało się do rosnącego udziału innych przepływów, nierejestrowanych w bilansie płatniczym, w kształtowaniu MPIN Polski.

Występowanie drugiego z wymienionych efektów przyczyniało się do zwiększania się rozbieżności między zmianą MPIN a saldem obrotów bieżących Polski. Efekt struktury wpływał więc na zmniejszanie się zależności między zmianami zadłużenia zagranicznego Polski (MPIN) a transakcjami przeprowadzanymi z zagranicą.

## Literatura

- IMF (2009). *Balance of Payments and International Investment Position Manual. Sixth Edition (BPM6)*. Washington.
- European Commission (2012). Scoreboard for the Surveillance of Macroeconomic Imbalances. *European Economy. Occasional Papers*, 92.
- NBP (2016a). *Bilans płatniczy*. Pobrane z: [http://www.nbp.pl/home.aspx?f=/statystyka/bilans\\_platniczy/bilans\\_platniczy.html](http://www.nbp.pl/home.aspx?f=/statystyka/bilans_platniczy/bilans_platniczy.html) (1.05.2016).
- NBP (2016b). *Międzynarodowa pozycja inwestycyjna*. Pobrane z: [http://www.nbp.pl/home.aspx?f=/statystyka/m\\_poz\\_inwest\\_pre.html](http://www.nbp.pl/home.aspx?f=/statystyka/m_poz_inwest_pre.html) (1.05.2016).
- Boonstra, W. (2008). Ageing, National Savings and the International Investment Position: What Does the Current Account Tell Us? *Journal of Economics and Business*, 26 (1).
- Lane, R., Milesi-Ferretti, G.M. (2005). A Global Perspective on External Positions. *IMF Working Paper*, 5/161.
- Lane, R., Milesi-Ferretti, G.M. (2006). The External Wealth of Nations Mark II: Revised and Extended Estimates of Foreign Assets and Liabilities, 1970–2004. *IIIS Discussion Paper*, 126.
- Obstfeld, M. (2012). Does the Current Account Still Matter? *NBER Working Paper*, 17877.
- Gourinchas, P.-O., Rey, H. (2005). From World Banker to World Venture Capitalist: The US External Adjustment and the Exorbitant Privilege. *NBER Working Paper*, 11563.
- Schipper, U. (2015). *Transaction and Valuation Effects on Germany's International Investment Position (IIP) – New Statistical Approaches and IIP Trends*. IFC Satellite meeting at the ISI 60th WSC, Rio de Janeiro, July 24. Pobrane z: [https://www.bis.org/ifc/events/sat\\_semi\\_rio\\_jul15/1\\_schipper\\_paper.pdf](https://www.bis.org/ifc/events/sat_semi_rio_jul15/1_schipper_paper.pdf) (28.04.2016).
- Heath, R. (2008). *Data Requirements From Users on the International Investment Position*. Pobrane z: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/bop/2008/08-17.pdf> (29.04.2016).
- Habib, M.M. (2010). Excess Returns on Net Foreign Assets. The Exorbitant Privilege from a Global Perspective. *ECB Working Paper Series*, 1158.
- Curcuro, S.E., Thomas, C.P., Warnock F.E. (2012). On Returns Differentials. *NBER Working Paper*, 18866.
- UNCTAD (2016). *UNCTADstat: National accounts*. Pobrane z: <http://unctadstat.unctad.org/wds/ReportFolders/reportFolders.aspx> (28.04.2016).
- Dorosz, A. (2013). Międzynarodowa pozycja inwestycyjna Polski i wynikające z niej zagrożenia dla rozwoju gospodarczego. *International Journal of Management and Economics*, 37.
- Sawicki, J. (2014). Zmiany równowagi zewnętrznej a ograniczenia wzrostu polskiej gospodarki. *Unia Europejska. pl*, 4 (227).

### THE COMPOSITION OF FOREIGN ASSETS AND LIABILITIES AND CHANGES IN THE INTERNATIONAL INVESTMENT POSITION OF POLAND

**Abstract:** *Purpose* – The aim of this paper is to evaluate the influence of the composition of foreign assets and liabilities on changes in international investment position (IIP) of Poland in the years 1994–2015.

*Design/methodology/approach* – For the objective was carried out literature studies, analysis methods of statistical analysis tools in the form of community structure and dynamics of the phenomena.

*Findings* – Research conclusions show, that the composition of external assets and liabilities had a significant impact on the net IIP of Poland. The larger share of high-return investments in assets than liabilities led to an increase in the negative balance of investment income and to worsening of net IIP. In addition, contributed to the growth of the role of other flows in shaping net IIP, thereby increasing the difference between the net IIP changes and current account balance.

*Originality/value* – Positive verification, on the example of Poland, the influence of the “composition effect” on net IIP changes.

**Keywords:** international investment position, composition effect, balance of payment

### Cytowanie

Knap, R. (2016). Struktura rodzajowa zagranicznych aktywów i pasywów a zmiany międzynarodowej pozycji inwestycyjnej Polski. *Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia*, 3 (81), 117–130. DOI: 10.18276/frfu.2016.81-11.