

PRZEGLĄD  
NAUKOWO-METODYCZNY

**EDUKACJA  
DLA  
BEZPIECZEŃSTWA**

*ROK XIII NUMER 3/2020 (48)*



Poznań 2020

#### **Recenzenci działów**

prof. dr hab. inż. Andrzej GAŁECKI – bezpieczeństwo narodowe  
prof. zw. dr hab. Michał PŁACHTA – bezpieczeństwo narodowe  
prof. zw. dr hab. Jerzy OLSZEWSKI – bezpieczeństwo wewnętrzne  
prof. dr hab. Halina TUMOLSKA – bezpieczeństwo zdrowotne  
prof. dr hab. Halina TUMOLSKA – pedagogika

#### **Stali recenzenci zewnętrzni**

prof. zw. dr hab. Irina SURINA  
prof. zw. dr hab. inż. Bogdan SZULC  
prof. zw. dr hab. inż. Jarosław WOŁEJSZO  
prof. dr hab. Borys KOWALIOU  
prof. dr hab. Daria KOZAK  
prof. dr hab. Małgorzata SUŚWIŁŁO  
prof. dr Romualdas POVILITIS  
prof. dr Tamara TKACZ  
dr Nadia BRYL  
dr Marta CZARNECKA-IWAŃCZUK  
doc. dr Alena DOUŠKOVA  
dr Zlatica HUL'OVA  
dr Juraj MADEJ

#### **Redakcja naukowa**


prof. zw. dr hab. Maria KOZIELSKA

#### **Skład komputerowy**

dr Anna KURKIEWICZ

Redakcja oświadcza, że wersją podstawową czasopisma jest wydanie papierowe.

Copyright © 2020 by Edition

 Wydawnictwo Wyższej Szkoły Bezpieczeństwa  
All rights reserved

**ISSN: 1899-3524**

 Wydawnictwo Wyższej Szkoły Bezpieczeństwa  
ul. Orzeszkowej 1, 60-778 Poznań  
tel. 61 851-05-18  
e-mail: [kierownik.wydawnictwa@wsb.net.pl](mailto:kierownik.wydawnictwa@wsb.net.pl)  
[www.wsb.net.pl](http://www.wsb.net.pl)

---

Druk i oprawa  
"ESUS" Tomasz Przybylak  
ul. Południowa 54, 62-064 Plewiska  
tel./fax 61 835-35-36  
[www.esus.pl](http://www.esus.pl)

**Magdalena REDO**

Uniwersytet Mikołaja Kopernika w Toruniu

## **MIĘDZYNARODOWA POZYCJA INWESTYCYJNA CZYNNIKIEM STANOWIĄCYM O BEZPIECZEŃSTWIE FINANSOWYM PAŃSTW UE**

### **Wprowadzenie**

Postępująca z dekady na dekadę globalizacja powoduje wzrost liczby i stopień skomplikowania międzynarodowych powiązań pomiędzy gospodarkami państw. Pogłębia to wzajemne zależności i wzmacnia ryzyko szybkiego rozprzestrzeniania się szoków pomiędzy krajami. Zewnętrzne otoczenie staje się więc coraz bardziej źródłem zagrożeń dla bezpieczeństwa nie tylko pojedynczych podmiotów, ale całych branż, rynków, walut, gospodarek państw i całej gospodarki światowej. Problem potęguje niewspółmierna do realnej wielkości globalnej gospodarki ilość kapitału namnożonego na rynkach finansowych, wydającego się w coraz większym stopniu kontrolować funkcjonowanie gospodarek. Dynamiczny rozwój rynków finansowych powiększa nieustannie zasób kapitału w gospodarce światowej, powodując obniżenie jego kosztu i ułatwiając dostęp do niego coraz mniej wiarygodnym podmiotom. Zwiększa więc możliwości inwestycyjne i zdolność do zadłużania się. Wzmacnia jednocześnie akceptowalny poziom ryzyka inwestycyjnego i zwalnia gospodarkę z konieczności zabiegania o napływ kapitału zagranicznego. Zmniejsza to troskę podmiotów o ich bezpieczeństwo finansowe i usypia ich czujność. W konsekwencji świat nie doszacowuje zagrożeń, jakie dla jego bezpieczeństwa ekonomicznego stwarzają pogłębiające się zewnętrzne nierównowagi finansowe.

Celem artykułu jest analiza wielkości międzynarodowych powiązań finansowych w państwach Unii Europejskiej oraz ich zmiany w latach 2010-2019, a także identyfikacja biorców i dawców netto kapitału oraz skali tego uzależnienia. Analizie poddano dane statystyczne w zakresie międzynarodowej pozycji inwestycyjnej pozyskanych z bazy danych Eurostatu.

### **Międzynarodowa pozycja inwestycyjna**

Międzynarodowa pozycja inwestycyjna (MPI) jest drugim obok bilansu płatniczego sprawozdaniem statystycznym odzwierciedlającym miejsce gospodarki danego państwa na globalnym rynku. W przeciwieństwie do strumieniowego ujęcia danych w bilansie płatniczym MPI jest zestawieniem zasobowym. Stanowi ona skumulowane zestawienie zewnętrznych zasobów gospodarki państwa o charakterze finansowym na dany moment, tj. zagranicznych aktywów i pasywów finansowych. O ile więc bilans płatniczy ukazuje zmiany zachodzące w danym okresie czasu (kwartale czy roku), to MPI kumuluje wszystkie wcześniejsze transakcje międzynarodowe powodujące zmiany w zakresie aktywów i pasywów finansowych. MPI ukazuje więc jaką ilość zagranicznych aktywów finansowych posiadają podmioty krajowe (bez względu na to kiedy je nabyli) i jakie zaciągnęli dotąd finansowe zobowiązania zagraniczne oraz jaka ilość krajowych aktywów finansowych znajduje się w posiadaniu zagranicznych podmiotów i jakie mają oni finansowe zobowiązania względem podmiotów tego kraju. Wskazuje więc, czy dane państwo jest biorcą netto, czy też dawcą netto kapitału. Jest zatem swoistego rodzaju rozszerzeniem (uzupełnieniem) bilansu płatniczego i jednocześnie

niezwykle istotnym źródłem informacji na temat stanu zewnętrznego bezpieczeństwa finansowego państwa. Informuje bowiem o stopniu uzależnienia finansowego państwa od gospodarki światowej oraz o potencjalnej sile oddziaływania na nią<sup>1</sup>.

Wytyczne MFW dotyczące konstruowania międzynarodowej pozycji inwestycyjnej netto opierają się na szczegółowych opracowaniach wyspecjalizowanych instytucji (głównie Banku Rozrachunków Międzynarodowych oraz OECD) w zakresie inwestycji bezpośrednich, inwestycji portfelowych, długu zewnętrznego czy rezerw międzynarodowych w zakresie międzynarodowych statystyk finansowych i wzorcowej definicji bezpośrednich inwestycji zagranicznych (IMF 2009<sup>2</sup>, BIS 2009<sup>3</sup>, IMF 2002<sup>4</sup>, IMF 2013<sup>5</sup>, OECD 2008<sup>6</sup>, IMF 2015<sup>7</sup>, IMF 2018<sup>8</sup>, IMF 2003<sup>9</sup>).

Relacja międzynarodowej pozycji inwestycyjnej netto do PKB jest standardowym miernikiem służącym do oceny bezpieczeństwa zewnętrznej sytuacji finansowej państwa. Dlatego konieczne jest bieżące jej monitorowanie wraz z pogłębianą oceną struktury międzynarodowej pozycji inwestycyjnej netto.

### **MPI w państwach Unii Europejskiej w latach 2010-2019**

Poniższe dane ukazują międzynarodową pozycję inwestycyjną państw Unii Europejskiej na koniec 2019 r. Ciemniejsze słupki na rys. 1 przedstawiają wartość wszystkich aktywów zagranicznych posiadanych przez podmioty poszczególnych państw w relacji do PKB, a jaśniejsze wartość ich zagranicznych zobowiązań. Ukazują więc skalę finansowych powiązań międzynarodowych danego państwa, a więc z jednej strony siłę oddziaływania na sytuację finansową innych państw, ich walut, poszczególnych rynków, a nawet gospodarki światowej. Z drugiej zaś pokazują stopień uzależnienia od zagranicznego kapitału, a tym samym wrażliwość danego państwa na sytuację na rynkach zagranicznych. Ukazują więc znaczenie danego państwa w gospodarce światowej. Pokazują bowiem skalę ekspansji gospodarczej i finansowej krajowych podmiotów i/lub znaczenie centrów finansowych zlokalizowanych w tych państwach. Dlatego aktywa zagraniczne bogatych państw są zazwyczaj zdecydowanie wyższe niż krajów rozwijających się. Większe są też ich zagraniczne zobowiązania z uwagi na nieporównanie wyższą zdolność kredytową. Sięgają one tam bilionów euro i stanowią kilkaset procent PKB, a w przypadku państw posiadających centra finansowe – nawet tysiące procent PKB.

<sup>1</sup> M. Redo, P. Siemiątkowski, *Zewnętrzne bezpieczeństwo finansowe państwa*, Wyd. UMK w Toruniu, Toruń 2017, s. 60.

<sup>2</sup> International Monetary Fund, *Balance of Payments and International Investment Position Manual. Six Edition (BPM6)*, Washington 2009.

<sup>3</sup> Bank for International Settlements, *Guide to the international financial statistics*, Basel 2009.

<sup>4</sup> International Monetary Fund, *International Investment Position: A Guide to Data Sources*, Washington 2002.

<sup>5</sup> International Monetary Fund, *International Reserves and Foreign Currency Liquidity: Guidelines for a Data Template*, Washington 2013.

<sup>6</sup> OECD (2008), *OECD Benchmark Definition of Foreign Direct Investment. Fourth Edition 2008*, Paris.

<sup>7</sup> International Monetary Fund, *Coordinated Direct Investment Survey Guide (Pre-Publication Guide)* 2015.

<sup>8</sup> International Monetary Fund, *Coordinated Portfolio Investment Survey Guide (Third Edition)*, Washington 2018.

<sup>9</sup> International Monetary Fund, *External Debt Statistics: Guide for Compilers and Users*, Washington 2002.

Nominalnie najwyższą wartość zagranicznych aktywów i zobowiązań posiada Wielka Brytania o wartości ok. 13 bln EUR każde. Zaraz za nią jest mały Luksemburg z wielkim jednak centrum finansowym i wartością zagranicznych aktywów i pasywów po ok. 11 bln EUR. Zagraniczne aktywa gospodarki Niemiec są wprawdzie niższe niż w przypadku tych dwóch państw, jednak również znacznie niższe są jej zagraniczne pasywa, w efekcie czego Niemcy posiadają najwyższą nominalnie MPI netto – czyli nadwyżkę zagranicznych aktywów nad zagranicznymi zobowiązaniami. Wyniosła ona na koniec 2019 r. prawie 2,5 bln EUR – por. tabela 1.

**Tabela 1.** Wartość zagranicznych aktywów i zobowiązań państw UE na koniec 2019 r. (w mld EUR)

	zagraniczne aktywa	zagraniczne pasywa	MPI netto
1. Niemcy	9 462	7 016	2 445
2. Holandia	9 344	8 615	729
3. Dania	1 105	862	243
4. Belgia	2 119	1 895	224
5. Szwecja	1 474	1 373	101
6. Austria	904	866	38
7. Luksembur	11 003	10 971	32
8. Malta	255	247	8
9. Finlandia	804	801	3
10. Estonia	38	44	-6
11. Słowenia	56	65	-9
12. Litwa	39	51	-11
13. Łotwa	36	49	-13
14. Bułgaria	55	75	-19
15. Cypr	501	527	-25
16. Chorwacja	35	63	-27
17. Włochy	2 943	2 972	-30
18. Czechy	278	324	-46
19. Słowacja	90	152	-62
20. Węgry	273	341	-68
21. Rumunia	77	172	-96
22. Portugalia	353	567	-214
23. Polska	259	526	-268
24. Grecja	223	508	-284
25. Francja	7 515	8 071	-557
26. Irlandia	6 328	6 925	-597
27. W. Brytania	13 091	13 749	-658
28. Hiszpania	2 209	3 135	-926

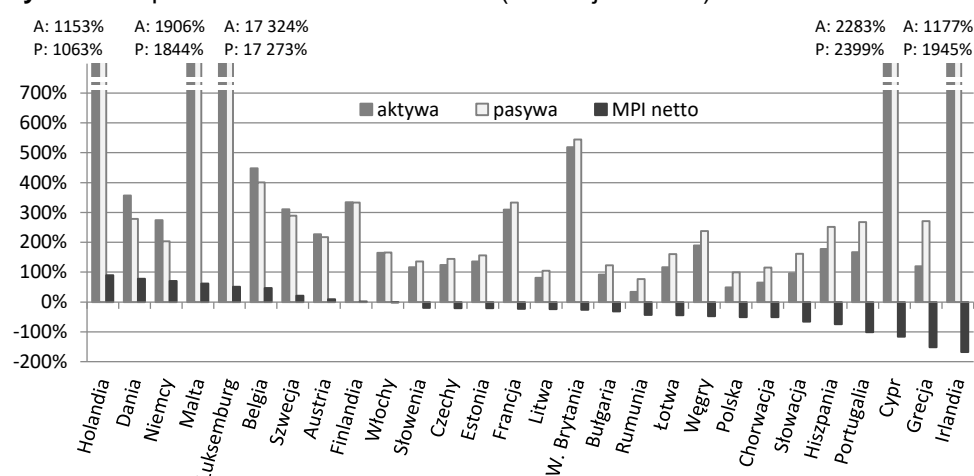
**Źródło:** opracowanie własne na podstawie danych Eurostat 2020a.<sup>10</sup>

<sup>10</sup> Eurostat, *Balance of payments by country – annual data (BPM6)*, Last update 15.07.2020.

W państwach rozwijających się zauważalnie niższe są przede wszystkim zagraniczne aktywa, choć oczywiście mniejsze są też zazwyczaj zagraniczne zobowiązania, z uwagi na mniejszą zdolność do przyciągania kapitału, mimo silnego zapotrzebowania na zewnętrzne finansowanie procesu wyrównywania dystansu rozwojowego. Dotyczy to w szczególności państw Europy Środkowowschodniej, gdzie zagraniczne aktywa sięgają zazwyczaj raptem kilkudziesięciu miliardów euro, a tylko w nielicznych przypadkach (zazwyczaj większych państw) są wyższe – ok. 220-280 mld EUR w przypadku Czech, Węgier i Polski (por. tab. 1).

Nominalne dane dobrze pokazują miejsce i znaczenie podmiotów poszczególnych państw w sieci międzynarodowych powiązań finansowych, jednak z punktu widzenia pojedynczego kraju wielkość zagranicznych aktywów i pasywów należy oceniać przez pryzmat jego wielkości i zamożności. Trzeba więc dane odnieść do PKB poszczególnych państw. Analizując w ten sposób zagraniczne aktywa i pasywa w poszczególnych państwach zauważyć można nieporównywalnie wyższe wielkości w przypadku państw, w których zlokalizowane są centra finansowe – por. rys. 1.

**Rys. 1. MPI państw UE na koniec 2019 r. (w relacji do PKB)**



**Źródło:** opracowanie własne na podstawie danych Eurostat 2020a.

Liderem jest Luksemburg, gdzie na koniec 2019 r. zarówno zagraniczne aktywa, jak i pasywa przewyższały ponad 17-krotnie PKB Luksemburga. W przypadku Cypru i Malty były one około 20-krotnie wyższe, Holandii 11-krotnie, a Irlandii: aktywa prawie 12-krotnie, pasywa prawie 20-krotnie – por. rys. 1. Zagraniczne aktywa i pasywa Wielkiej Brytanii to „tylko” około 5-krotność PKB. W większości pozostałych państw zagraniczne aktywa wahają się od 100-200% PKB. Mniejsze są tylko w kilku państwach ESW. Najniższe zagraniczne aktywa posiada gospodarka Rumunii (34% PKB), Polski (49% PKB) i Chorwacji (65% PKB) – por. rys. 1.

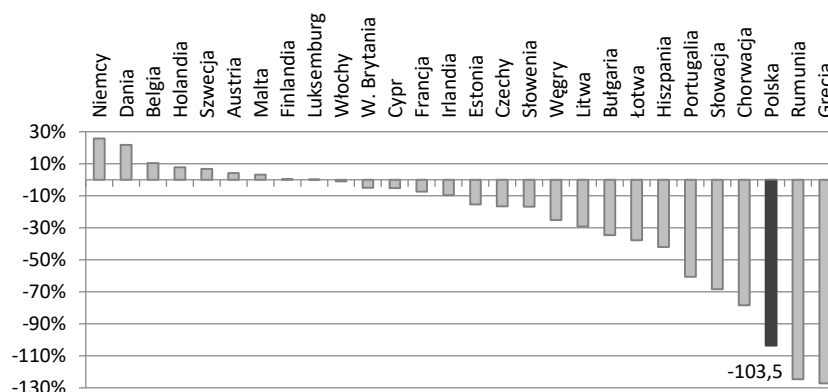
Postępujący proces globalizacji i europejskiej integracji skutkuje wzrostem i zacieśnianiem powiązań finansowych pomiędzy gospodarkami państw. Zachęca do poszukiwania nowych lub korzystniejszych możliwości inwestycyjnych oraz zewnętrznych, łatwo dostępnych i często tańszych źródeł finansowania. Poziom

rozwoju gospodarczego determinuje więc istotnie zarówno zdolność do zagranicznej ekspansji, jak i pozyskania kapitału z zewnątrz. Tłumaczy więc w znacznym stopniu różnice w wysokości słupków na rys. 1, tj. wyższe zagraniczne aktywa i pasywa w przypadku wysoko rozwiniętych państw o najsilniejszych gospodarkach. Tłumaczy także gorszą MPI netto w przypadku krajów rozwijających się, zwłaszcza z EŚW – por. czarny słupek na tys. 10 ukazujący saldo, czyli różnicę pomiędzy zagranicznymi aktywami a zagranicznymi pasywami, a więc MPI netto.

Zauważyć należy, że aż 18 państw UE ma obecnie ujemną MPI netto, dwa w zasadzie zrównoważoną (Finlandia i Włochy), a tylko 8 dodatnią. Co oznacza, że tylko 8 państw UE (Holandia, Dania, Niemcy, Malta, Luksemburg, Belgia, Szwecja, Austria plus w minimalnym stopniu Finlandia) jest dawcami netto kapitału, a zdecydowana większość (18) jest biorcami netto kapitału. Warto podkreślić, że nadwyżka zagranicznych aktywów nad pasywami w przypadku 6 największych dawców netto kapitału jest ogromna i stanowi od 50% do 90% PKB tych państw (por. rys. 1). Co więcej ujemna MPI netto największych biorców netto kapitału jest jeszcze większa i sięga 100-170% ich PKB. Należą do nich Portugalia, Cypr, Grecja i Irlandia. Ujemna MPI netto pozostałych 14 biorców netto kapitału waha się między 20-75% PKB (por. rys. 1).

Należy też zwrócić uwagę na wielkość ujemnej MPI netto w relacji do zagranicznych aktywów gospodarki danego państwa. Nie powinna bowiem usypiać czujności mniejsza ujemna MPI netto w relacji do PKB niż w innych państwach. Trzeba uwzględnić również fakt jak duża jest ta ujemna MPI netto w porównaniu do posiadanych przez gospodarkę danego państwa zagranicznych aktywów. Dobrym przykładem jest Rumunia, Polska i Chorwacja, gdzie ujemna MPI netto (wynosząca odpowiednio 43% PKB w Rumunii i 51% PKB w pozostałych dwóch państwach) wydawać się może nie aż tak duża, bo w Grecji czy Portugalii stanowi ponad 150% ich PKB (rys. 1). Jednak gdy uwzględni się fakt jednocześnie niskich aktywów zagranicznych tych gospodarek, to wielkość ich ujemnej MPI netto nie wydaje się już tak niska. W Rumunii i Polsce ujemna MPI netto przekracza wartość zagranicznych aktywów gospodarek tych państw – i stanowi odpowiednio ich 124% i 103% (a w Chorwacji 78%) – por. rys. 2.

**Rys. 2.** MPI netto w relacji do zagranicznych aktywów w państwach UE na koniec 2019 r.



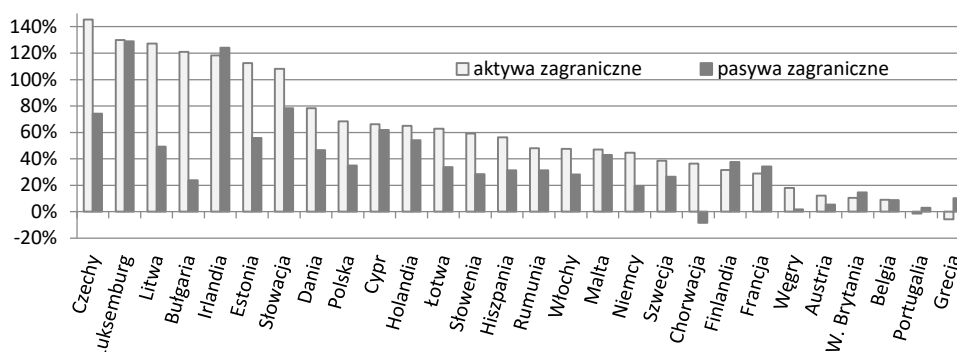
**Źródło:** opracowanie własne na podstawie danych Eurostat 2020a.

Gospodarki tych trzech krajów – obok Grecji, a także Słowacji i Portugalii – mają największą ujemną MPI netto w porównaniu do posiadanych przez nie zagranicznych aktywów. To znaczy mają relatywnie najwyższe zagraniczne zobowiązania w relacji do zagranicznych aktywów. Co dodatkowo wzmacnia ryzyko związane z wypłacalnością zewnętrzną tych państw i ich uzależnieniem od zewnętrznego finansowania. Dotyczy to w szczególności tych spośród wskazanych państw, które nie posiadają waluty międzynarodowej (euro) i gwarancji pomocy ze strony Europejskiego Banku Centralnego (jako członkowie strefy euro). Problem więc w szczególności odnosi się do Rumunii, Polski i Chorwacji, które nie mają euro. Mają za to jedną z najgłębszych MPI netto w relacji do posiadanych zagranicznych aktywów i PKB – por. rys. 1 i 11. Co oczywiście znajduje odzwierciedlenie w wycenie ryzyka inwestycyjnego i koszcie kapitału w tych krajach oraz ich zdolności kredytowej i skłonności zagranicznego kapitału do inwestowania tam.

Z kolei odwrotnym przykładem jest Cypr, którego ujemna MPI netto stanowi 116% PKB i jest jedną z największych wśród państw UE (rys. 1), to jednak stanowi ona „tylko” 5% zagranicznych aktywów cypryjskiej gospodarki (por. rys. 2).

Na koniec należy przyrzeć się zmianom wartości zagranicznych aktywów i zobowiązań oraz MPI netto z biegiem lat. W analizowanym okresie 2010-2019 najsilniej wartość zagranicznych aktywów wzrosła w kilku państwach EŚW (Czechach, Litwie, Bułgarii, Estonii i Słowacji) oraz w Luksemburgu i Irlandii (posiadających centra finansowe) – o ponad 100% (por. rys. 3).

**Rys. 3.** Zmiana wartości zagranicznych aktywów i zagranicznych zobowiązań państw UE w latach 2010-2019 (w %)

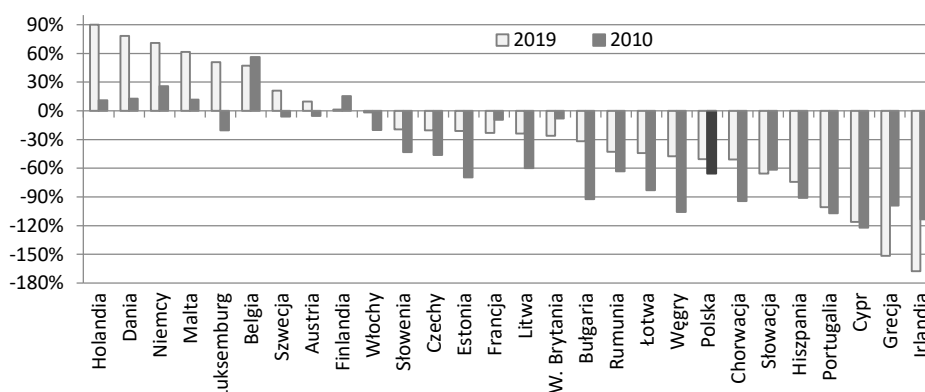


**Źródło:** opracowanie własne na podstawie danych Eurostat 2020a.

W Luksemburgu i Irlandii odnotowano w tym czasie również najsilniejszy wzrost zagranicznych zobowiązań (o ponad 120%). Względnie wysoki wzrost zagranicznych pasywów zanotowały w analizowanych latach gospodarki Słowacji (o 78%), Czech (o 74%), Estonii (o 56%) i Litwy (o 49%) oraz Cypru (o 62%) i Holandii (o 54%) – por. rys. 3. Z kolei w Portugalii, Belgii, Grecji, W. Brytanii, Austrii i na Węgrzech zmiany w poziomie zagranicznych aktywów były niewielkie – nie przekroczyły w minionej dekadzie 20%.

W konsekwencji powyższych zmian w części państw UE nastąpiły w analizowanych latach 2010-2019 silne zmiany w poziomie MPI netto. Podkreślić należy, że w aż 21 państwach UE nastąpiła poprawa międzynarodowej pozycji inwestycyjnej netto, a tylko w siedmiu pogorszenie – por. rys. 4.

**Rys. 4.** Porównanie MPI na koniec 2010 i 2019 r. w państwach UE (w relacji do PKB)



**Źródło:** opracowanie własne na podstawie danych Eurostat 2020a.

Co więcej w Belgii i Finlandii mimo pogorszenia MPI netto w analizowanym okresie gospodarki tych państw mają wciąż nadwyżkę zagranicznych aktywów nad zagranicznymi zobowiązaniami. A sam spadek MPI netto był relatywnie nieduży (rys. 4). Gospodarki tych państw mają ponadto wysokie aktywa zagraniczne –

przekraczające odpowiednio 400% i 300% ich PKB (rys. 1). Podobnie nie stanowi większego problemu pogłębienie ujemnej MPI netto odnotowane w przypadku W. Brytanii i Francji. Ujemne saldo jest tam wciąż względnie nieduże (nie przekracza 30% PKB) – por. rys. 4, a gospodarki tych państw posiadają wysoką wiarygodność, duże aktywa zagraniczne (przekraczające odpowiednio 500% i 300% ich PKB – rys. 1) oraz waluty międzynarodowe. Niepokojące może być z kolei silne pogłębienie mocno ujemnej już przed dekadą MPI netto Grecji i Irlandii – por. rys. 4. W przypadku Grecji dowodzi to problemom z podniesieniem się jej gospodarki po bankructwie z 2011 r. i pogłębiającemu się jej uzależnieniu finansowemu od świata zewnętrznego. Warto zauważyć, że Grecja obok Portugalii to jedyne dwa kraje w UE, w których przez całą analizowaną dekadę nastąpił spadek zagranicznych aktywów (por. rys. 1). Z kolei dane w zakresie MPI netto w przypadku Irlandii ukazują szybkie odzyskanie zaufania międzynarodowych rynków finansowych do tamtejszego sektora finansowego (co potwierdzają zarówno ogromne zagraniczne aktywa i jeszcze wyższe zagraniczne pasywa). Stanowią one jednak ostrzeżenie zarówno dla inwestorów, jak i samej gospodarki Irlandii, przed konsekwencjami załamania w sytuacji wybuchu kolejnego kryzysu finansowego lub gospodarczego w Europie lub na świecie.

### Podsumowanie

Pogłębiający się z dekady na dekadę problem współzależności międzynarodowych wzbudza uzasadnione obawy o bezpieczeństwo pojedynczych państw i całej gospodarki światowej. Wysokie i powiększające się zobowiązania zagraniczne wzmagają wrażliwość gospodarek na szoki i coraz bardziej ogranicza zdolność polityk gospodarczych do łagodzenia i podnoszenia się z nich. Potęguje to ryzyko inwestycyjne zwłaszcza w mniej odpornych i bardziej podatnych na wstrząsy państwach rozwijających się. W sytuacji globalizacji i rozwoju rynków finansowych rosnące zewnętrzne uzależnienie finansowe gospodarek tych państw zwiększa prawdopodobieństwo występowania zjawiska *sudden stop*, czyli odpływu kapitału portfelowego oraz wyhamowania jego napływu, skokowych deprecjacji kursu walutowego i trudności z rolowaniem długów oraz finansowaniem procesu nadrobienia dystansu rozwojowego. Płacą one za to coraz większą cenę w postaci na co dzień wyższej wyceny premii za ryzyko, będącej odzwierciedleniem wysokiej podatności, słabej odporności i większej wrażliwości na zawirowania na rynkach międzynarodowych czy zmiany strategii inwestycyjnych instytucji finansowych, czyli na zjawiska niezależne od gospodarki danego państwa. Pogłębiająca się zewnętrzna ekspozycja gospodarek obniża dodatkowo skuteczność polityk gospodarczych państw nadwierzonych długami publicznymi, w przypadku których już sama świadomość ograniczonej elastyczności polityk fiskalnych osłabia efekty podejmowanych działań. Powyższe stanowi zagrożenie dla bezpieczeństwa ekonomicznego państwa, Unii Europejskiej i świata<sup>11</sup>. A podkreślić należy, że bezpieczeństwo ekonomiczne ogrywa dziś kluczową rolę w trójfilarowym systemie bezpieczeństwa państwa (obok bezpieczeństwa militarnego i politycznego)<sup>12</sup>. To

---

<sup>11</sup> M. Redo, *Ekspansywna polityka fiskalna zagrożeniem dla bezpieczeństwa ekonomicznego państwa* [w:] *Współczesne wyzwania polityki bezpieczeństwa państwa*, Z. Polcikiewicz, P. Siemiakowski, P. Tomaszewski (red.), TNOiK, Toruń 2019, s. 73-94.

<sup>12</sup> Por. Z. Stachowiak, St. Kurek, S. Kurek, *Bezpieczeństwo ekonomiczne Rzeczypospolitej Polskiej*, AON, Warszawa 2004 oraz K.A. Wojtaszczyk, *Bezpieczeństwo państwa – konceptualizacja pojęć* [w:]

efekt postępującej globalizacji i finansyzacji gospodarki światowej, które zacieśniają współzależności między poszczególnymi obszarami bezpieczeństwa i eksponują znaczenie bezpieczeństwa ekonomicznego<sup>13</sup>. Sytuacja gospodarcza stanowi dziś bowiem o sile politycznej<sup>14</sup> i militarnej państwa<sup>15</sup>. Mówi się nawet o ekonomizacji bezpieczeństwa państwa<sup>16</sup>. Dlatego z uwagi na kluczową rolę bezpieczeństwa ekonomicznego państwa w zapewnianiu bezpieczeństwa narodowego konieczne jest zarządzanie bezpieczeństwem ekonomicznym, polegające m.in. na przewencyjnym rozpoznawaniu zagrożeń dla funkcjonowania państwa oraz wzmacnianiu odporności na nie i zdolności wychodzenia z kryzysów<sup>17</sup>.

Przystąpienie do Unii Europejskiej przyspieszyło i zintensyfikowało proces zewnętrznego ekonomicznego oraz finansowego uzależniania się gospodarek Europy Środkowo-Wschodniej. Stosunkowo szybka akcesja otworzyła dostęp do zagranicznych rynków i źródeł finansowania, nie pozwoliła jednak na odpowiednie wzmocnienie struktur gospodarczych, prowadząc do silnego zewnętrznego uzależnienia państw EŚW, wzmagającego ich podatność oraz wrażliwość na zewnętrzne szoki i obniżającego odporność na nie – por. szerzej wyniki analizy zewnętrznej ekspozycji państw EŚW przedstawione w Redo 2018<sup>18</sup>. Wszystkie poddane analizie gospodarki posiadają niemałe zadłużenie zagraniczne, dość mocno ujemną międzynarodową pozycję inwestycyjną netto, wysokie pasywa zagraniczne, wysoki stopień otwarcia (mierzony wartością eksportu oraz importu towarów i usług), niemałe zaangażowanie zagranicznego ruchliwego kapitału portfelowego, a także silne finansowe wsparcie z unijnego budżetu jako beneficjentów netto. Pamiętać przy tym należy, że przy ocenie powyższych wielkości w przypadku pojedynczych państw silne znaczenie odgrywa fakt, że Litwa, Łotwa, Estonia, Słowenia i Słowacja posiadają euro, co poprawia ich zdolność kredytową i wzmacnia zaufanie rynków. Wiarygodność, jaką dają przynależność do strefy euro, poddanie się polityce pieniężnej Europejskiego Banku Centralnego i posiadanie waluty międzynarodowej znajduje odzwierciedlenie w większym kredycie zaufania i zainteresowaniu inwestorów tymi gospodarkami, poziomie ratingów, wycenie spreadów CDS czy rentowności skarbowych papierów wartościowych, determinujących rynkowy poziom kosztu kapitału i łatwość dostępu do zewnętrznych źródeł finansowania<sup>19</sup>.

---

*Bezpieczeństwo państwa. Wybrane problemy*, K.A.Wojtaszczyk, A. Materska-Sosnowska (red.), Oficyna Wydawnicza ASPRA-JR, Warszawa 2009.

<sup>13</sup> M. Redo, Siemiątkowski P., *Zewnętrzne bezpieczeństwo finansowe państwa*, Wydawnictwo UMK w Toruniu 2017.

<sup>14</sup> J. Gołębiewski, *Anatomia bezpieczeństwa*, Difin, Warszawa 2015.

<sup>15</sup> S.T. Kurek, *Gospodarka obronna państwa [w:] Ekonomika bezpieczeństwa państwa w zarysie*, J. Płaczek (red.), Difin, Warszawa 2014.

<sup>16</sup> Por. I. Jaźwiński, *Polityka bezpieczeństwa ekonomicznego Polski. Wybrane zagadnienia teoretyczne i uwarunkowania realizacyjne [w:] Bezpieczeństwo Polski. Współczesne wyzwania*, S. Wojciechowski, A. Potyrała (red.), Difin, Warszawa 2014 oraz J. Potulski, *Geopolityka w świecie ponowoczesnym*, Instytut Geopolityki, Częstochowa 2011.

<sup>17</sup> K. Raczkowski, *Bezpieczeństwo ekonomiczne. Wyzwania dla zarządzania państwem*, Wolters Kluwer SA, Warszawa 2012.

<sup>18</sup> M. Redo, *Comparison of the external exposure of Central and Eastern Europe states as a factor threatening the financial security of their economies*, "Historia i Polityka", No. 24 (31), 2018, s. 135-159.

<sup>19</sup> Szerzej por. M. Redo, *Bezpieczeństwo finansów publicznych – wpływ ekspansji fiskalnej na poziom kosztu kapitału w Polsce na tle państw Europy Środkowo-Wschodniej [w:] A. Jackiewicz, A. Trzaskowska-Dmoch, *Bezpieczeństwo ekonomiczne państwa. Uwarunkowania, procesy, skutki*, CeDeWu, Warszawa 2017, s. 193-211.*

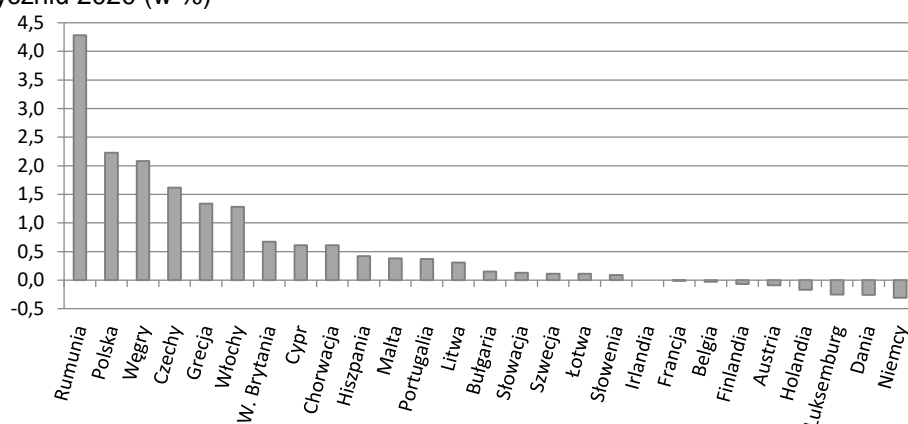
Wszystkie państwa UE posiadają silne finansowe powiązania międzynarodowe. Choć oczywiście Zachodnie państwa UE posiadają nieporównywalnie wyższe zagraniczne aktywa, jak i zagraniczne pasywa. Aż 18 państw UE ma obecnie ujemną MPI netto, dwa zrównoważoną (Finlandia i Włochy), a tylko 8 państw UE (Holandia, Dania, Niemcy, Malta, Luksemburg, Belgia, Szwecja, Austria plus w minimalnym stopniu Finlandia) jest dawcami netto kapitału. Z kolei największymi biorcami netto kapitału wśród państw UE są zdecydowanie Portugalia, Cypr, Grecja i Irlandia. Uwagę zwracają także państwa posiadające wprawdzie mniejszą ujemną MPI netto w relacji do PKB, ale jednocześnie względnie niskie aktywa zagraniczne i nie posiadają euro – tj. Rumunia, Polska i Chorwacja. Co oczywiście znajduje odzwierciedlenie w wycenie ryzyka inwestycyjnego i koszcie kapitału w tych krajach oraz ich zdolności kredytowej i skłonności zagranicznego kapitału do inwestowania tam. Podkreślić więc należy, że gospodarka Polski posiada ósmą najbardziej ujemną MPI netto w relacji do PKB (50,6%), trzecią najbardziej ujemną MPI netto w relacji do zagranicznych aktywów (103,5%) oraz drugie najniższe zagraniczne aktywa w relacji do PKB (48,9%) wśród 28 państw UE.

Dostrzegają to od lat rynki finansowe i odpowiednio dyskontują w żądanej premii za ryzyko inwestycyjne. Potwierdza to fakt, że rentowność skarbowych polskich obligacji wyceniana była w styczniu 2020 r. jako druga najwyższa wśród państw UE, co oznacza, że polski rząd jest wciąż jednym z najdrożej pożyczających kapitał rządów w Europie, a polskie podmioty gospodarcze i Polacy należą do najdrożej pożyczających kapitał podmiotów w UE. Z uwagi bowiem na ogromne emisje skarbowych papierów wartościowych w Polsce (zadłużenie samego Skarbu Państwa z tytułu skarbowych papierów wartościowych na koniec stycznia 2020 r. wyniosło 882,4 mld zł<sup>20</sup>) rentowność skarbowych obligacji jest niezwykle silnym determinantem rynkowego kosztu kapitału zwłaszcza w rozwijających się państwach o ograniczonych rozmiarach krajowego rynku finansowego i możliwościach samofinansowania procesu rolowania długu publicznego. Co więcej problemem jest skala różnicy w poziomie kosztu pożyczanego kapitału, tj. pomiędzy wyceną polskich skarbowych obligacji, a obligacji innych rządów – także państw EŚW. Podkreślić więc należy, że rentowność polskich długoterminowych obligacji była w styczniu 2020 r. prawie 25-krotnie wyższa niż obligacji słoweńskich, 20-krotnie wyższa niż słowackich, 15-krotnie wyższa niż bułgarskich, 7-krotnie wyższa niż litewskich, 3,5-krotnie wyższa niż chorwackich i o 38% wyższa niż czeskich – por. rys. 5. W porównaniu do najstabilniejszych Zachodnich państw UE różnice są jeszcze większe.

---

<sup>20</sup> Ministerstwo Finansów, *Zadłużenie Skarbu Państwa 1/2020*, Warszawa 2020.

**Rys. 5.** Rentowność skarbowych obligacji długoterminowych w państwach UE w styczniu 2020 (w %)



**Źródło:** opracowanie własne na podstawie danych Eurostat 2020b.

### Streszczenie

Przystąpienie do UE przyspieszyło i zintensyfikowało proces zewnętrznego ekonomicznego oraz finansowego uzależnienia się gospodarek Europy Środkowo-Wschodniej. Stosunkowo szybka akcesja otworzyła dostęp do zagranicznych rynków i źródeł finansowania, nie pozwoliła jednak na odpowiednie wzmocnienie struktur gospodarczych, prowadząc do silnego zewnętrznego uzależnienia państw EŚW, wzmagającego ich podatność oraz wrażliwość na zewnętrzne szoki i obniżającego odporność na nie. I choć wszystkie państwa UE posiadają silne finansowe powiązania międzynarodowe i aż 18 z nich ma ujemną MPI netto, to Zachodnie państwa UE posiadają nieporównywalnie wyższe zagraniczne aktywa niż Polska, a dodatkowo 19 państw UE posiada euro – drugą po dolarze amerykańskim najtwardszą walutę świata, co poprawia ich zdolność kredytową i wzmacnia zaufanie rynków. Wiarygodność, jaką dają przynależność do strefy euro, poddanie się polityce pieniężnej Europejskiego Banku Centralnego i posiadanie waluty międzynarodowej znajduje odzwierciedlenie w większym kredycie zaufania i zainteresowaniu inwestorów tymi gospodarkami, poziomie ratingów, wycenie spreadów CDS czy rentowności skarbowych papierów wartościowych, determinujących rynkowy poziom kosztu kapitału i łatwość dostępu do zewnętrznych źródeł finansowania.

Podkreślić więc należy, że gospodarka Polski posiada ósmą najbardziej ujemną MPI netto w relacji do PKB (50,6%), trzecią najbardziej ujemną MPI netto w relacji do zagranicznych aktywów (103,5%) oraz drugie najniższe zagraniczne aktywa w relacji do PKB (48,9%) wśród 28 państw UE. Dostrzegają to od lat rynki finansowe i odpowiednio dyskontują w żądanej premii za ryzyko inwestycyjne w efekcie czego polski rząd jest wciąż jednym z najdrożej pożyczających kapitał rządów w Europie, a polskie podmioty gospodarcze i Polacy należą do najdrożej pożyczających kapitał podmiotów w całej UE.

**Słowa kluczowe:** bezpieczeństwo finansowe państwa, MPI, uzależnienie finansowe, finansowe nierównowagi, ryzyko inwestycyjne, koszt kapitału.

### Summary

Accession to the EU accelerated and intensified the process of external economic and financial dependence of the economies of Central and Eastern Europe. Relatively quick accession opened access to foreign markets and to external financing, but did not allow for adequate strengthening of economic structures, leading to strong external dependence of the CEE countries, increasing their vulnerability and sensitivity to external shocks and reducing their resistance to them. And although all the EU countries are strongly internationally financially linked and as many as 18 of them have a negative net international investment position (NIIP), the western EU countries have incomparably higher foreign assets than Poland, and additionally 19 EU countries have the euro - the world's second international currency (after the US dollar), which improves their creditworthiness and strengthens market confidence. The credibility that comes from belonging to the euro area, submitting to the monetary policy of the European Central Bank and having an international currency is reflected in a greater credit of confidence and investor interest in these economies, the level of credit ratings, the valuation of CDS spreads or the profitability of treasury securities, determining the level of the market cost of capital and easy access to external financing.

It should therefore be emphasized that the Polish economy has the eighth most negative NIIP in relation to GDP (50.6%), the third most negative NIIP in relation to foreign assets (103.5%) and the second lowest foreign assets in relation to GDP (48.9%) among the 28 EU countries. This has been recognized by financial markets for years and discounted appropriately in the required investment risk premium, as a result of which the Polish government is still one of the most expensive capital borrowers in Europe, and Polish economic entities and Poles are among the most expensive capital borrowers in the entire EU.

**Keywords:** financial security of the state, net international investment position, financial dependence, financial imbalances, investment risk, cost of capital.

### Bibliografia

- Bank for International Settlements, *Guide to the international financial statistics*, Basel 2009.
- Eurostat, *Balance of payments by country – annual data (BPM6) 2020a*.
- Eurostat, *Long term government bond yields (monthly average)*, January 2020b.
- Gołębiewski J., *Anatomia bezpieczeństwa*, Difin, Warszawa 2015.
- International Monetary Fund, *External Debt Statistics: Guide for Compilers and Users*, Washington 2002.
- International Monetary Fund, *International Investment Position: A Guide to Data Sources*, Washington 2002.
- International Monetary Fund, *Balance of Payments and International Investment Position Manual. Six Edition (BPM6)*, Washington 2009.
- International Monetary Fund, *International Reserves and Foreign Currency Liquidity: Guidelines for a Data Template*, Washington 2013.
- International Monetary Fund, *Coordinated Direct Investment Survey Guide (Pre-Publication Guide) 2015*.
- International Monetary Fund, *Coordinated Portfolio Investment Survey Guide (Third Edition)*, Washington 2018.

- Jaźwiński I., *Polityka bezpieczeństwa ekonomicznego Polski. Wybrane zagadnienia teoretyczne i uwarunkowania realizacyjne* [w:] *Bezpieczeństwo Polski. Współczesne wyzwania*, Wojciechowski S., Potyrała A. (red.), Difin, Warszawa 2014.
- Kurek S.T., *Gospodarka obronna państwa* [w:] *Ekonomika bezpieczeństwa państwa w zarysie*, Płaczek J. (red.), Difin, Warszawa 2014.
- Ministerstwo Finansów (2020), *Zadłużenie Skarbu Państwa 1/2020*, Warszawa.
- OECD (2008), *OECD Benchmark Definition of Foreign Direct Investment. Fourth Edition 2008*, Paris.
- Potulski J., *Geopolityka w świecie ponowoczesnym*, Instytut Geopolityki, Częstochowa 2011.
- Raczkowski K., *Bezpieczeństwo ekonomiczne. Wyzwania dla zarządzania państwem*, Wolters Kluwer SA, Warszawa 2012.
- Redo M., *Comparison of the external exposure of Central and Eastern Europe states as a factor threatening the financial security of their economies*, "Historia i Polityka", No. 24 (31), 2018, s. 135-159.
- Redo M., *Ekspansywna polityka fiskalna zagrożeniem dla bezpieczeństwa ekonomicznego państwa* [w:] *Współczesne wyzwania polityki bezpieczeństwa państwa*, Polcikiewicz, Z., Siemiątkowski, P., Tomaszewski, P. (red.), TNOiK, Toruń 2019, s. 73-94.
- Redo M., *Bezpieczeństwo finansów publicznych – wpływ ekspansji fiskalnej na poziom kosztu kapitału w Polsce na tle państw Europy Środkowo-Wschodniej* [w:] Jackiewicz A., Trzaskowska-Dmoch A., *Bezpieczeństwo ekonomiczne państwa. Uwarunkowania, procesy, skutki*, CeDeWu, Warszawa 2017, s. 193-211.
- Redo M., Siemiątkowski P., *Zewnętrzne bezpieczeństwo finansowe państwa*, Wydawnictwo UMK w Toruniu, Toruń 2017.
- Stachowiak Z., Kurek St., Kurek S., *Bezpieczeństwo ekonomiczne Rzeczypospolitej Polskiej*, AON, Warszawa 2004.
- Wojtaszczyk K.A., *Bezpieczeństwo państwa – konceptualizacja pojęć* [w:] *Bezpieczeństwo państwa. Wybrane problemy*, Wojtaszczyk K.A., Materska-Sosnowska A. (red.), Oficyna Wydawnicza ASPRA-JR, Warszawa 2009.