

# **Integracja Polski z Unią Europejską a ryzyko kryzysowe. Doświadczenia polskich przedsiębiorstw pięć lat po akcesji**

Waldemar Koziol

*Mija właśnie pięć lat funkcjonowania polskich przedsiębiorstw w warunkach członkostwa Polski w Unii Europejskiej. Jednocześnie to już trzeci rok globalnego kryzysu finansowego, który – jak twierdzi laureat Nagrody Nobla P. Krugman – przyniesie nowy ład gospodarczy. Niniejszy artykuł stanowi weryfikację jednej z tez Noblisty z 1999 r., dotyczącej zwiększonego zaufania (i mniejszego ryzyka) inwestorów dla krajów członków ugrupowań integracyjnych na przykładzie polskich przedsiębiorstw z lat 2004–2009.*

## **1. Wstęp**

W 1999 r. jeden z najwybitniejszych ekonomistów Paul R. Krugman w swoim artykule w *Foreign Affairs* zwrócił uwagę na możliwość powrotu do znanych z lat 30. XX w. procesów kryzysowych (Krugman 1999). Jednak nie samo stwierdzenie, że światu grozi kryzys, z dzisiejszej perspektywy panującej wcześniej recesji i stagnacji gospodarczej wydaje się najważniejsze. Paul Krugman zwraca bowiem uwagę na rolę ugrupowań integracyjnych w kształtowaniu świata pokryzysowego. Przypomina on bowiem o podstawowej dla rynków finansowych zasadzie oceny ryzyka związanej z oczekiwaną stopą zwrotu z inwestycji. W swojej analizie podąża dalej. Zwraca uwagę, że inwestorzy po kryzysie chętniej będą wybierali kraje, które funkcjonują w stabilnym, regionalnym otoczeniu integracyjnym. Wiązało się to będzie z niższym ryzykiem inwestowania w tych krajach.

Z punktu widzenia podmiotów lokalnych to „zaufanie” inwestorów przekłada się na akceptowalność instrumentów finansowych emitowanych przez lokalne podmioty gospodarcze, łatwość pozyskiwania finansowania kredytowego czy nawet akceptację dla podejmowania operacji zagranicznych (inwestycje zagraniczne, przejęcia itd.).

Wciąż w chwili obecnej przeżywamy kryzys, ale wydaje się, że pewne tezy postawione przez P. Krugmana we wzmiankowanym artykule można zweryfikować. Od maja 2004 r. polskie przedsiębiorstwa funkcjonują bowiem

w nowej rzeczywistości, jaką jest członkostwo w Unii Europejskiej, najlepiej ustrukturyzowanym ugrupowaniu integracyjnym, jakie w chwili obecnej działa w rzeczywistości globalnej gospodarki. Jeśli więc amerykański ekonomista ma rację, to sam fakt wejścia do ugrupowania integracyjnego powinien przynieść podmiotom lokalnym oczekiwane i opisane powyżej skutki. Ich realizacja, obok poprawy pozycji konkurencyjnej przedsiębiorstw, przynosi gospodarce jeszcze jedną korzyść. Jest nią zwiększona odporność na kryzys.

Ryzyko kryzysowe wynika bowiem z dwóch kluczowych metaryzyk, jakimi są ryzyko polityczne i makroekonomiczne. Im oba opisane ryzyka oceniane są przez inwestorów jako większe, tym poważniejsze skutki (reakcje) tychże na najsłabsze choćby impulsy i informacje płynące z realnej gospodarki. Innymi słowy, taka ocena w przypadku kraju o mniejszym postrzeganym ryzyku pozwala ignorować negatywne informacje, które w przypadku krajów o postrzeganym wyższym ryzyku wymagałyby co najmniej poważnej reakcji prowadzącej wprost do kryzysu<sup>1</sup>.

W przypadku podmiotów gospodarczych to ryzyko kryzysowe ograniczające możliwości pozyskiwania finansowania zagranicznego podzielić można na dwie składowe. Pierwsza to ryzyko kraju mówiące, czy inwestorzy akceptują walutę oraz instrumenty finansowe pochodzące z danego państwa. Drugie to ryzyko biznesowe samych podmiotów gospodarczych, zależne m.in. od ich sytuacji rynkowej i finansowej.

W tych warunkach weryfikacja tezy P. Krugmana w odniesieniu do polskich przedsiębiorstw będzie polegać z jednej strony na ocenie, czy fakt wejścia Polski do Unii Europejskiej wpłynął na poprawę oceny ryzyka kraju, akceptowalności polskich aktywów, polskiej waluty jako środka płatności, obrotu na rynkach finansowych, akceptację ekspozycji kraju na ryzyko kryzysowe<sup>2</sup>. Z drugiej strony odpowiedzi na pytania, czy wpłynął na poprawę sytuacji finansowej przedsiębiorstw, wzrost ich aktywności, w tym eksportowej, poprawę kondycji finansowej, łatwość w pozyskiwaniu finansowania ze źródeł zagranicznych i postrzeganie własnych inwestycji dokonywanych za granicą. W konsekwencji będzie można ocenić wpływ akcesji na zmianę ryzyka polskich podmiotów, również w aspekcie kryzysowym, co nie pozostanie bez znaczenia w nadchodzącym „wieku niepewności”<sup>3</sup>.

## 2. Akcesja a ryzyko kraju

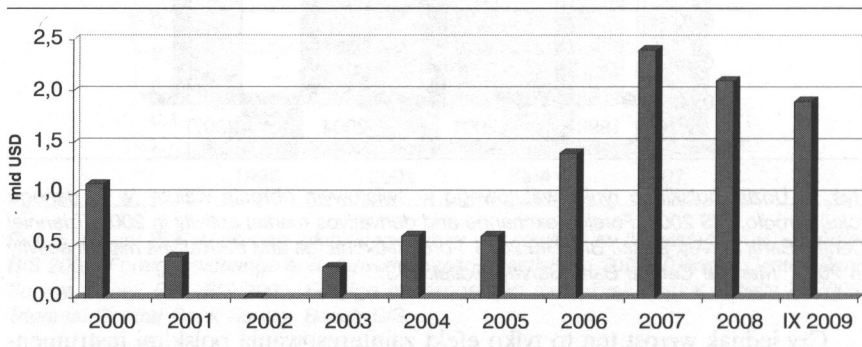
Ocena zmian ryzyka kraju jest stosunkowo skomplikowana. Ze względu na jego wielowymiarowość skrócony choćby opis przekraczałby ramy niniejszego artykułu<sup>4</sup>. W związku z tym autor skupi się na wybranych aspektach ryzyka politycznego i makroekonomicznego (Rugman i Hodgetts 2003), których zmianę ocen można zaobserwować na rynku finansowym. Wcześniej wspomniano, iż kluczowymi elementami będzie ocena:

- akceptowalności emisji polskich emitentów,
- akceptowalności polskiej waluty w obrocie międzynarodowym,

- zmian ratingu kredytowego Polski,
- akceptowalności poziomu ryzyka wynikającego z pozycji inwestycyjnej kraju<sup>5</sup>.

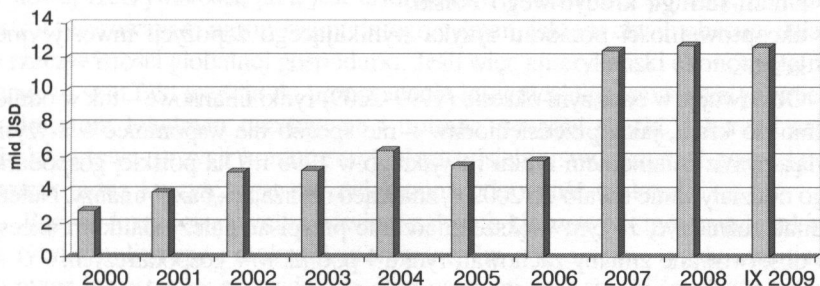
Obserwując w badanym okresie (1999–2009) rynki finansowe – tak w odniesieniu do kraju, jak i przedsiębiorstw – nie sposób nie wspomnieć o kryzysie związanym z załamaniem rynku rosyjskiego w 1998 r. Dla polskiej gospodarki jego oddziaływanie trwało do 2002 r., znacząco obniżając „bazę” analizy. Należy jednak zaznaczyć, że tym większe znaczenie przypisać należy skutkom akcesji na obserwowane zmiany zachowań rynku i podmiotów gospodarczych.

Polskie instrumenty finansowe na tle instrumentów innych krajów regionu zasadniczo nie miały problemów z nabywcami. Oczywiście zawieszenie obsługi długu zagranicznego w latach 80. XX w. nie pozostało bez wpływu na ocenę wiarygodności i w konsekwencji na koszt długu. Jednakże inwestorzy, z tym zastrzeżeniem, zaliczali papiery polskich emitentów do najlepszych w regionie. Czy byli skłonni uznać instrumenty emitowane dla nich w polskiej walucie? Wprowadzenie euro i związane z tym zniknięcie wielu interesujących walut spowodowało zainteresowanie nowymi możliwościami także w Europie. Jednakże wspomniany wcześniej kryzys rosyjski istotnie studził te zapędy (rysunki 1 i 2).

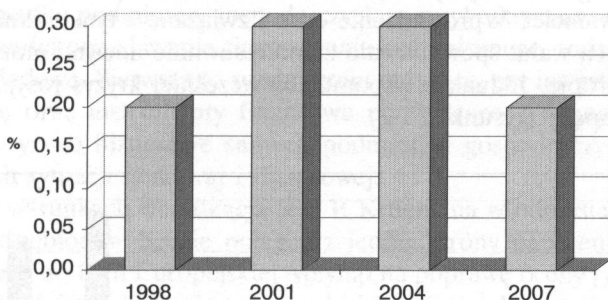


Rys. 1. Wartość emisji instrumentów denominowanych w PLN na międzynarodowym rynku pieniężnym w latach 2000–2009 (na koniec XII każdego roku). Źródło: opracowanie własne na podstawie BIS 2000–2009. *International Banking and Financial Markets Development*.

Dopiero akcesja Polski przyniosła istotny wzrost zainteresowania polskimi instrumentami dłużnymi rynku pieniężnego (o 600% w okresie XII 2003–XII 2008 r.). Należy jednak podkreślić, że wciąż wartość tego typu emisji instrumentów denominowanych w PLN na rynkach międzynarodowych nie należała do istotnych. Inaczej wyglądała sytuacja na rynku obligacji średnio- i długoterminowych (rysunek 2). W roku 2004 wartość obligacji wyemitowanych w PLN przekroczyła 6 mld USD, a lata 2007–2009 pozwoliły na podwojenie tej kwoty (pomimo kryzysu finansowego). Świadczy to o stosunkowo dużym zaufaniu inwestorów do waluty i polskiej gospodarki.



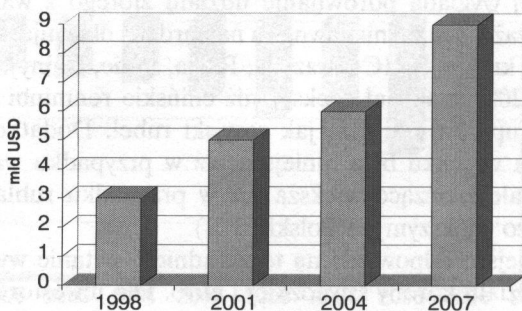
Rys. 2. Stan emisji obligacji denominowanych w PLN na międzynarodowym rynku kapitałowym w latach 2000–2009. Źródło: opracowanie własne na podstawie BIS 2000–2009. *International Banking and Financial Markets Development*.



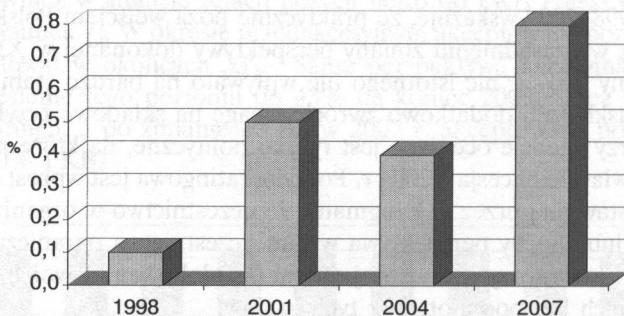
Rys. 3. Udział polskiego rynku walutowego w światowym obrocie walutą (w IV danego roku). Źródło: BIS 2007. *Foreign exchange and derivatives market activity in 2007, Triennial Central Bank Survey, Basel: BIS*; BIS 2005. *Foreign exchange and derivatives market activity in 2005, Triennial Central Bank Survey, Basel: BIS*.

Czy jednak wzrost ten to tylko efekt zainteresowania polskimi instrumentami, czy bardziej polską walutą? W pewnej mierze odpowiedź niosą dane dotyczące udziału polskiego rynku walutowego w rynku globalnym, które w okresie lat 1998–2007 nie wzrosły (0,2%) (rysunek 3). Udział ten utrzymywał się na niezmiennym poziomie, mimo istotnego wzrostu obrotów na tym rynku (rysunek 4). Można powiedzieć, że jest to poniekąd zadziwiające, ponieważ w tym samym roku (2007) udział polskiego złotego w globalnym rynku walutowym wzrósł z 0,1% (1998) do 0,8% (2007) i był nie tylko wyższy od udziału polskiego rynku walutowego, ale także polskiego PKB w globalnym.

Świadczy to o ocenie polskiej waluty jako stabilnej i interesującej z punktu widzenia dywersyfikacji ryzyka walutowego (rysunek 5). Akcesja Polski do UE przyniosła podwojenie udziału złotego w rynku walutowym, podczas gdy w tym samym czasie inne waluty, nie tylko regionu, udział ten posiadały na bardzo stabilnym poziomie (tabela 1).



Rys. 4. Dzienny obrót na polskim rynku walutowym (w IV każdego roku). Źródło: BIS 2007. Foreign exchange and derivatives market activity in 2007, Triennial Central Bank Survey, Basel: BIS; BIS 2005. Foreign exchange and derivatives market activity in 2005, Triennial Central Bank Survey, Basel: BIS.



Rys. 5. Udział PLN w obrocie globalnego rynku walutowego (w IV każdego roku). Źródło: BIS 2007. Foreign exchange and derivatives market activity in 2007, Triennial Central Bank Survey, Basel: BIS; BIS 2005. Foreign exchange and derivatives market activity in 2005, Triennial Central Bank Survey, Basel: BIS.

Waluta	1998	2001	2004	2007
Dolar amerykański	87,3	90,3	88,7	86,3
Euro	–	37,6	36,9	37,0
Korona szwedzka	0,4	2,6	2,3	2,8
<b>Złoty</b>	<b>0,1</b>	<b>0,5</b>	<b>0,4</b>	<b>0,8</b>
Renminbi	–	0,0	0,1	0,5
Rubel	0,3	0,4	0,7	0,8
Real brazylijski	0,4	0,4	0,2	0,4
Rupia	0,1	0,2	0,3	0,7

Tab. 1. Udział wybranych walut w rynku globalnym (w IV każdego roku) w %. Źródło: BIS 2007. Foreign exchange and derivatives market activity in 2007, Triennial Central Bank Survey, Basel: BIS; BIS 2005. Foreign exchange and derivatives market activity in 2005, Triennial Central Bank Survey, Basel: BIS.

Najciekawiej wygląda porównanie udziału złotego z walutami krajów powszechnie uważanych do niedawna za najbardziej obiecujące w gospodarce światowej, czyli krajów BRIC (Brazylia, Rosja, Indie, Chiny). Polska waluta odnotowała w 2007 r. udział większy niż chińskie renminbi (!), brazylijski real, indyjska rupia, a taki sam jak rosyjski rubel. Dodatkowo dynamika wzrostu udziału w rynku była mniejsza niż w przypadku waluty chińskiej czy indyjskiej, ale znacząco większa niż w przypadku rubla (a wskazano kraje o znacząco większym od Polski PKB).

Najdokładniejsza odpowiedź na to zasadnicze pytanie wynika z porównania zmian udziału korony szwedzkiej i euro. Dla inwestorów polski złoty jest interesujący, ponieważ... jest inną walutą kraju Unii. Gdyby Polska nie przystąpiła do Unii, udział złotego wahał by się na poziomie 0,4–0,5%, a więc efekt integracji ocenić należy na około 0,3 pkt. proc.

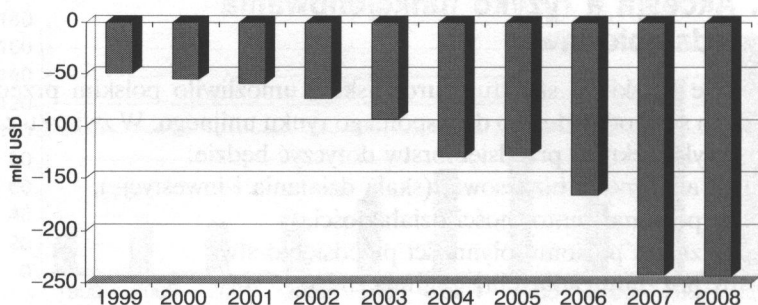
Istotnym potwierdzeniem dla takiej tezy jest analiza zmian poziomu ratingu międzynarodowego Polski dokonywanego przez renomowane agencje, tj. Moody's, S&P czy Fitch. Historia jego zmian dla Fitcha (tabela 2) w latach 1998–2009 wskazuje, że praktycznie poza wejściem Polski do Unii (ujętym już w uzasadnieniu zmiany perspektywy dokonanej w XI 2003 r.), aż do wiosny 2007 r. nic istotnego nie wpływało na bardzo stabilną ocenę sytuacji Polski. Jeśli dodatkowo zwrócić uwagę na składowe ryzyka, najwyżej przez trzy agencje oceniane jest ryzyko polityczne, na które największy wpływ ma właśnie akcesja z 2004 r. Polityka ratingowa jest wprost dowodem na tezę postawioną przez P. Krugmana, że uczestnictwo w organizmie integracyjnym lub choćby perspektywa w nim uczestnictwa ograniczają ryzyko kryzysowe i inwestorzy są bardziej chętni do ulokowania swoich pieniędzy w tych krajach lub podmiotach z tych krajów.

Data	Rating		
	długoterminowy	krótkoterminowy	perspektywa
18 I 2007	A–	F2	<i>stable</i>
23 III 2005	BBB+	F2	<i>positive</i>
6 V 2004	BBB+	F2	<i>stable</i>
4 XI 2003	BBB+	F2	<i>positive</i>
21 IX 2000	BBB+	F2	<i>stable</i>
19 XI 1998	BBB+	F2	–

Tab. 2. Rating kredytowy Polski według Fitch. Źródło: Fitch.

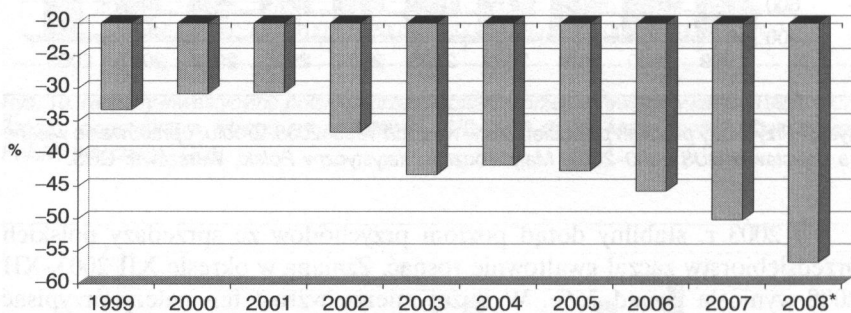
Trudno bowiem inaczej ocenić spokój agencji, a także inwestorów, z jakim przyjmują szybko rosnącą ujemną pozycję inwestycyjną netto, która – jak pokazuje choćby doświadczenie azjatyckie z lat 1997–1999 – jest istotnym źródłem informacji o skali uzależnienia gospodarki od finansowania zagranicznego (rysunek 6) (Kozioł 2003: 106).

Porównanie poziomu ratingu oraz zmian w pozycji inwestycyjnej netto (2,5-krotne jej zwiększenie od 2003 do 2008 r.) wskazuje, że musiał istnieć



Rys. 6. Międzynarodowa pozycja inwestycyjna Polski netto w latach 1999–2008. Źródło: [www.nbp.pl](http://www.nbp.pl).

inny czynnik pozwalający na ignorowanie takiej ekspozycji. Czynnik ten jest istotny również w analizie relacji pozycji netto do PKB Polski w badanym okresie (rysunek 7). W okresie przedakcesyjnym akceptowany poziom wskaźnika oscylował w okolicach 33%. Sama perspektywa akcesyjna pozwoliła na podniesienie tego poziomu do 43% na koniec 2003 r. bez negatywnej zmiany ratingu, a po zmianie na A- w 2007 r. akceptowany poziom przekroczył 50% PKB.



\* Dane szacunkowe.

Rys. 7. Międzynarodowa pozycja inwestycyjna Polski netto w latach 1999–2008 (jako procent PKB). Źródło: opracowanie własne na podstawie danych GUS i NBP.

Z tej perspektywy widać wyraźnie, że akcesja Polski do Unii Europejskiej przyniosła niższą ocenę ryzyka kraju, w tym ryzyka kryzysowego, co przełożyło się nie tylko na akceptację waluty, instrumentów dłużnych, ale też potencjalnego ryzyka związanego z finansowaniem zagranicznym gospodarki. Ryzyko kraju, jako metaryzyko, nie pozostało też bez wpływu na ryzyko biznesowe przedsiębiorstw.

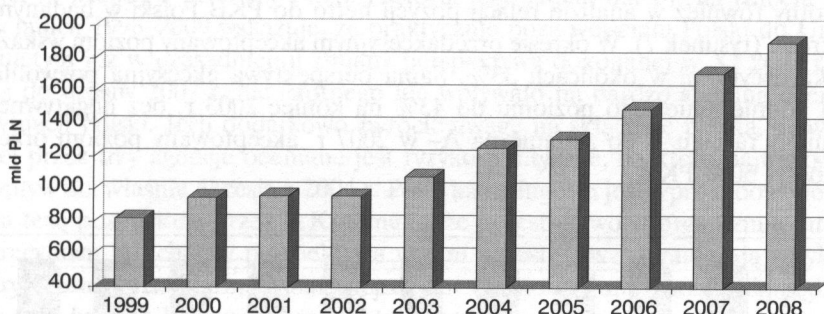


### 3. Akcesja a ryzyko funkcjonowania przedsiębiorstw

Wejście Polski do struktur europejskich umożliwiło polskim przedsiębiorstwom swobodny dostęp do wspólnego rynku unijnego. W związku z tym ocena ryzyka sektora przedsiębiorstw dotyczyć będzie:

- zmian aktywności biznesowej (skala działania i inwestycje),
- oceny poziomu rentowności działalności,
- oceny zmian poziomu płynności przedsiębiorstw,
- oceny poziomu zadłużenia zagranicznego,
- oceny percepcji ryzyka rynków zagranicznych.

Tak jak się spodziewano, spowodowało to zwiększenie eksportu i, co za tym idzie, zwiększenie skali działalności podmiotów gospodarczych (rysunek 8).



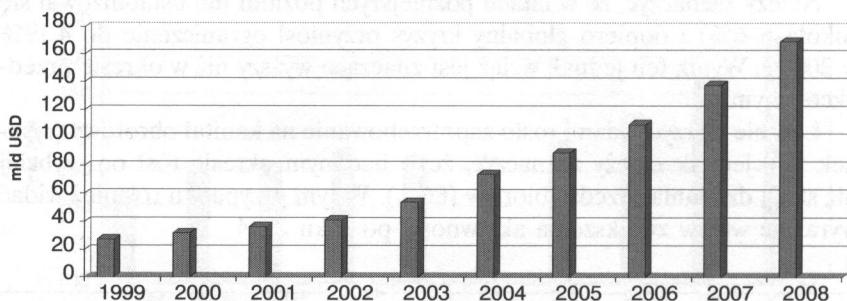
Rys. 8. Przychody polskich przedsiębiorstw w latach 1999–2008. Źródło: opracowanie własne na podstawie GUS 2000–2009. Mały Rocznik Statystyczny Polski, Warszawa: GUS.

Po 2003 r. stabilny dotąd poziom przychodów ze sprzedaży polskich przedsiębiorstw zaczął gwałtownie rosnać. Zmiana w okresie XII 2003–XII 2008 wyniosła ponad 76%. W dużej mierze wzrost ten należy przypisać rosnącemu eksportowi (rysunek 9), który w tym okresie wzrósł w skali roku z 53,6 mld USD do 169,5 mld USD w roku 2008 (ponad 3-krotnie).

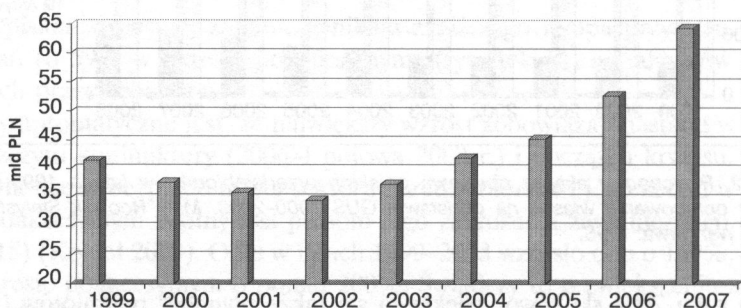
Bardzo istotny wzrost aktywności miał też istotne przełożenie na wzrost nakładów inwestycyjnych. W polskim przemyśle nakłady inwestycyjne wzrosły z 37,6 mld PLN w 2003 r. do 64,3 mld PLN w 2007 r. (blisko dwukrotnie) (rysunek 10).

Zwiększenie skali działania wraz z rosnącą rentownością zachęcało do kolejnych nakładów inwestycyjnych. Odnotowane po 2004 r. zwiększenie aktywności biznesowej doprowadziło do skokowego podniesienia rentowności działalności (rysunek 11). Szczególna zmiana miała miejsce po 2003 r., gdy rentowność sprzedaży wzrosła z 2,77 do 5,73% w roku akcesji.

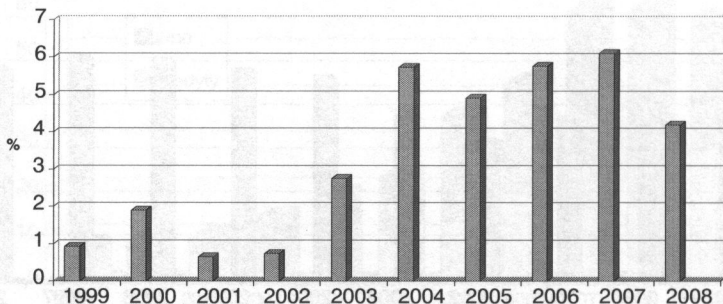




Rys. 9. Eksport polskich przedsiębiorstw w latach 1999–2008. Źródło: opracowanie własne na podstawie GUS 2000–2009. Mały Rocznik Statystyczny Polski, Warszawa: GUS.



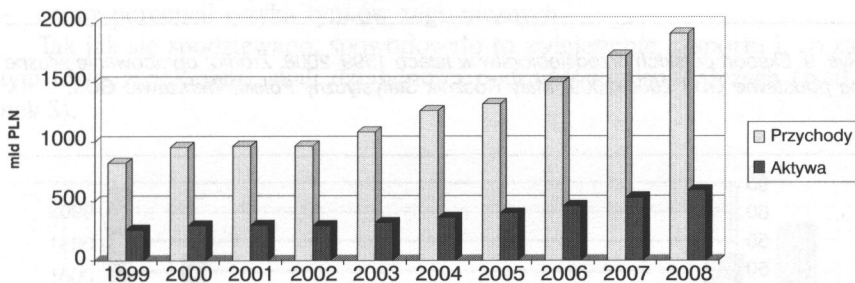
Rys. 10. Nakłady inwestycyjne polskich przedsiębiorstw przemysłowych w latach 1999–2007. Źródło: opracowanie własne na podstawie GUS 2000–2009. Mały Rocznik Statystyczny Polski, Warszawa: GUS.



Rys. 11. Rentowność sprzedaży polskich przedsiębiorstw w latach 1999–2008. Źródło: opracowanie własne na podstawie GUS 2000–2009. Mały Rocznik Statystyczny Polski, Warszawa: GUS.

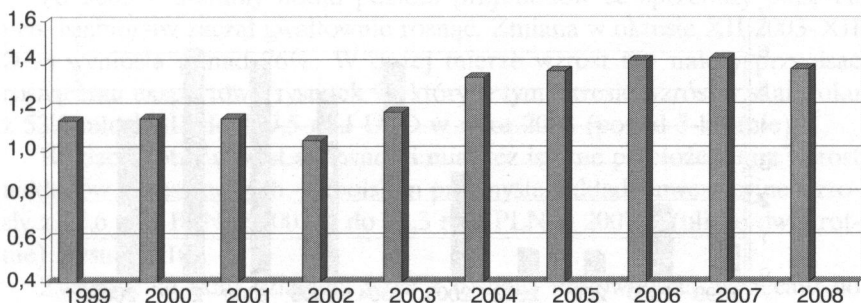
Należy zaznaczyć, że w latach późniejszych poziom ten ustabilizował się (około 5–6%) i dopiero globalny kryzys przyniósł ograniczenie do 4,19% w 2008 r. Wynik ten jednak wciąż jest znacząco wyższy niż w okresie przedakcesyjnym.

Łącznie z przychodami rosło zapotrzebowanie na kapitał obrotowy (rysunek 12), jednak należy zaznaczyć, że w badanym okresie rósł on szybciej niż skala działania przedsiębiorstw (86%). W tym przypadku również widać wyraźnie wpływ zwiększenia aktywności po roku 2004.

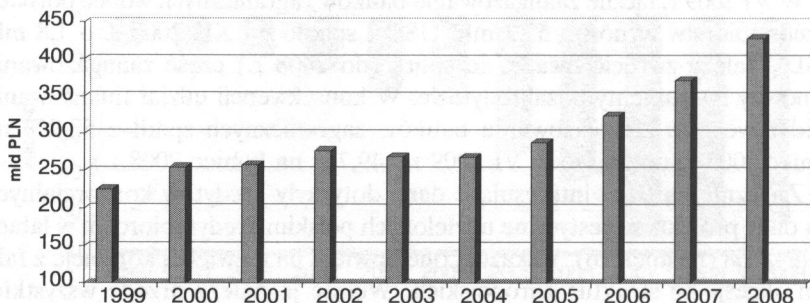


Rys. 12. Przychody i aktywa obrotowe polskich przedsiębiorstw w latach 1999–2008. Źródło: opracowanie własne na podstawie GUS 2000–2009. Mały Rocznik Statystyczny Polski, Warszawa: GUS.

Po roku 2004 skokowo zwiększyła się także płynność podmiotów (rysunek 13), co oznaczało jednocześnie spadek ich ryzyka kredytowego. Wzrost z poziomu 1,1–1,2 (w latach 1999–2003) do ponad 1,3, a nawet 1,4 (2006–2007) wskazuje, że przedsiębiorstwa stały się interesującymi partnerami sektora bankowego – zarówno krajowego, jak i zagranicznego.



Rys. 13. Płynność bieżąca polskich przedsiębiorstw w latach 1999–2008. Źródło: opracowanie własne na podstawie GUS 2000–2009. Mały Rocznik Statystyczny Polski, Warszawa: GUS.

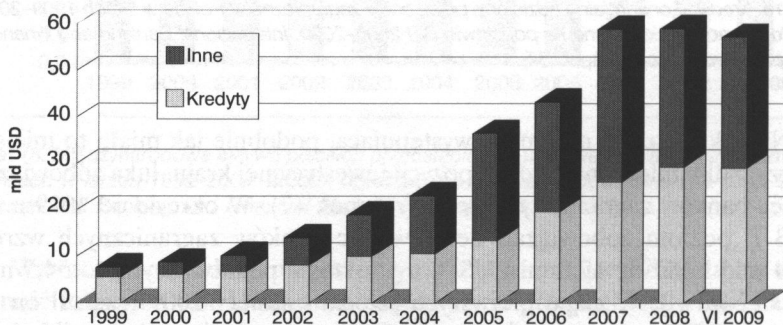


Rys. 14. Zobowiązania krótkoterminowe polskich przedsiębiorstw w latach 1999–2008. Źródło: opracowanie własne na podstawie GUS 2000–2009. Mały Rocznik Statystyczny Polski, Warszawa: GUS.

Opisana wcześniej zmiana wynikała z niższego tempa przyrostu zobowiązań (o 59% w okresie poakcesyjnym) (rysunek 14) niż aktywów obrotowych przedsiębiorstw.

Symptomatyczne jest, że największy wzrost zobowiązań nastąpił w okresie szczytu koniunktury (2006–I połowa 2008 r.) i początku kryzysu.

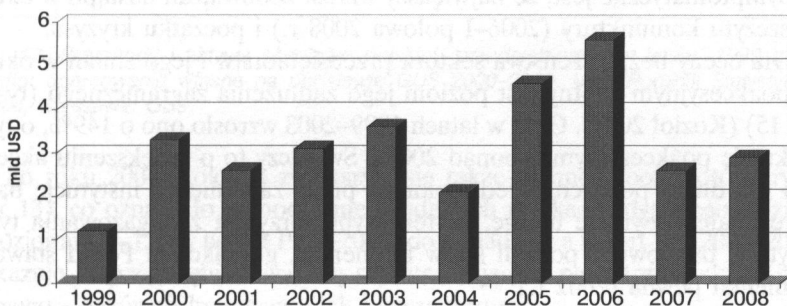
Dla oceny bezpieczeństwa sektora przedsiębiorstw i jego zmian w okresie poakcesyjnym istotny jest poziom jego zadłużenia zagranicznego (rysunek 15) (Kozioł 2003). O ile w latach 1999–2003 wzrosło ono o 149%, o tyle w okresie poakcesyjnym o ponad 200%. Świadczy to o zwiększeniu akceptacji dla długu polskich przedsiębiorstw przez zagraniczne instytucje bankowe. Należy zwrócić uwagę, że ten szybki przyrost zaangażowania tych instytucji bankowych pojawił się w momencie, gdy akcesja Polski stawała się niemal pewna (2002 r.).



Rys. 15. Zobowiązania polskich przedsiębiorstw wobec banków zagranicznych w latach 1999–2009. Źródło: opracowanie własne na podstawie BIS 2000–2009. International Banking and Financial Markets Development, Basel: BIS.

W VI 2009 r. łączne zaangażowanie banków zagranicznych wobec polskich przedsiębiorstw wynosiło 57,2 mld USD i spadło od XII 2008 r. o 1,8 mld USD. Należy zwrócić uwagę, że sporą (do 2008 r.) część zaangażowania stanowiły instrumenty pozakredytowe. W konsekwencji udział finansowania kredytowego w zaangażowaniu banków zagranicznych spadł z 52,9% na koniec 2003 r. do 50,7% w VI 2009 r. (49,7% na koniec 2008 r.).

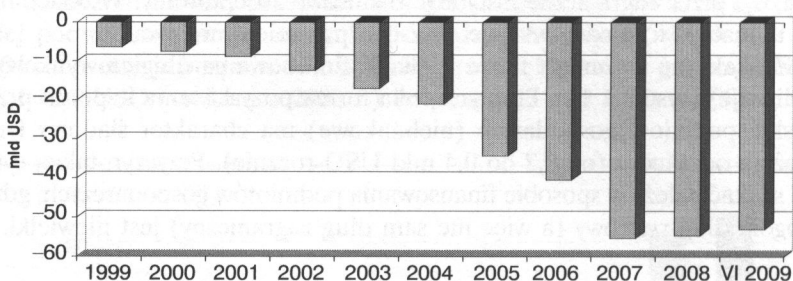
Znacznie bardziej interesujące dane dotyczyły kredytów konsorcjalnych (na duże projekty inwestycyjne udzielonych polskim kredytobiorcom w latach 1999–2008 (rysunek 16)). Wskazują one bowiem na niewielką korelację z faktem akcesji do struktur europejskich. Wiązać je należy przede wszystkim z koniunkturą na wspomniane już wcześniej projekty inwestycyjne, które mogłyby być finansowane rynkowo. Po roku 2007, gdy zwiększyła się rola funduszy europejskich, znaczenie finansowania rynkowego udzielanego w ten właśnie sposób wyraźnie się obniżyło. Obniżenie to wynikające ze sposobu finansowania dużych projektów innymi, niepożyczkowymi źródłami rzecz jasna przyczyniło się do podniesienia poziomu bezpieczeństwa ekonomicznego Polski i działających na jej terytorium przedsiębiorstw.



Rys. 16. Kredyty konsorcjalne udzielone przez banki zagraniczne w Polsce w latach 1999–2009. Źródło: opracowanie własne na podstawie BIS 2000–2009. *International Banking and Financial Markets Development*, Basel: BIS.

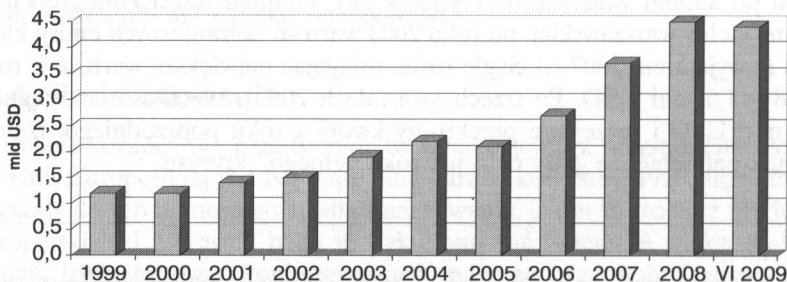
Niepokojąca jest natomiast występująca, podobnie jak miało to miejsce w przypadku międzynarodowej pozycji inwestycyjnej kraju, luka zobowiązań wobec banków zagranicznych netto (rysunek 17). W okresie od 1999 r. do 2003 r. poziom zobowiązań netto wobec banków zagranicznych wzrósł z 6,4 mld USD do 17,0 mld USD, a w okresie poakcesyjnym do 54,5 mld USD (2008 r.). W ciągu pierwszych sześciu miesięcy 2009 r. spadł on do 22,8 mld USD.

Gwałtowny wzrost zaangażowania netto po 2004 r. oznaczał, że polskie podmioty mogą łatwiej pozyskiwać finansowanie na rynkach międzynarodowych. Co więcej, gdyby kryzys nie dotarł do samej Unii, prawdopodobnie



Rys. 17. Różnica pomiędzy aktywami i pasywami zagranicznymi polskich przedsiębiorstw w latach 1999–2009. Źródło: opracowanie własne na podstawie BIS 2000–2009. *International Banking and Financial Markets Development*, Basel: BIS.

nie byłoby też istotnej redukcji zaangażowania w polskie podmioty, jaka miała miejsce w ciągu pierwszych dwóch kwartałów roku 2009. Tym bardziej, że tak duży poziom zobowiązań netto wynikał przede wszystkim z niskich aktywów ulokowanych przez polskie przedsiębiorstwa w zagranicznych instytucjach bankowych (rysunek 18). Dla tej kategorii finansowej rok 2004 również był przełomowy, bowiem od tego właśnie roku zaczęły w szybkim tempie rosnąć lokaty polskich przedsiębiorstw (z 1,9 mld USD w 2003 r. do 4,4 mld w VI 2009 r.).



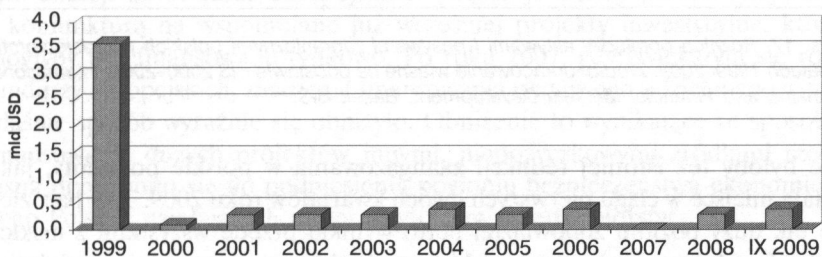
Rys. 18. Międzynarodowe aktywa polskich przedsiębiorstw ulokowane w międzynarodowych bankach w latach 1999–2009. Źródło: opracowanie własne na podstawie BIS 2000–2009. *International Banking and Financial Markets Development*, Basel: BIS.

Wzrost ten, choć duży, nie jest oczywiście wystarczający. Zresztą nie działalność lokacyjna jest kluczem funkcjonowania przedsiębiorstw niefinansowych. Niepokoić może dosyć duży udział zobowiązań zagranicznych denominowanych w innej niż PLN walucie w finansowaniu działalności podmiotów gospodarczych, choć w sporej części wynika ze zwiększenia aktywności eksportowej. Dodatkowo należy stwierdzić, że przyrost ten, aż do wybuchu kry-



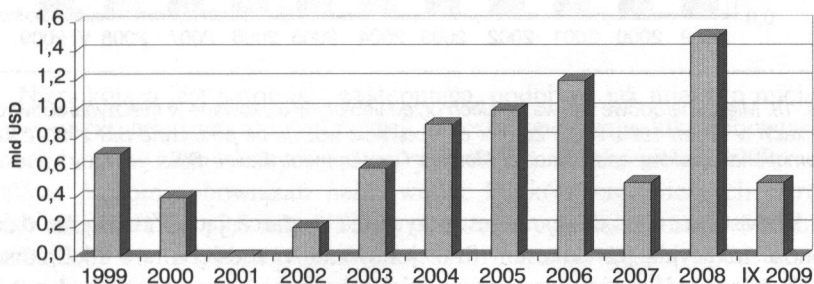
zysu, był przez zagraniczne instytucje finansowe akceptowany. W dużej mierze tłumaczyć to można właśnie swoistym parasolem unijnym.

Zaskakiwać natomiast może wielkość finansowania długiem rynkowym (obligacje) (rysunek 19). Praktycznie ta forma pozyskiwania kapitału przez polskie podmioty gospodarcze (niebankowe) ma charakter śladowy i nie zależała od akcesji (od 0,2 do 0,4 mld USD rocznie). Przyczyn takiej sytuacji szukać należy w sposobie finansowania podmiotów gospodarczych, gdzie w ogóle dług rynkowy (a więc nie sam dług zagraniczny) jest niewielki.



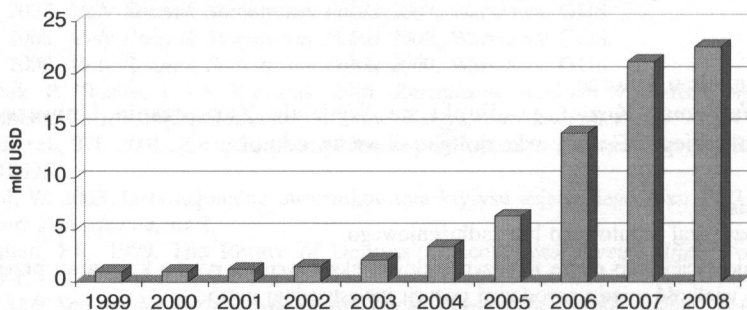
Rys. 19. Międzynarodowe emisje rynkowe długu polskich przedsiębiorstw w latach 1999–2009. Źródło: opracowanie własne na podstawie BIS 2000–2009. *International Banking and Financial Markets Development*, Basel: BIS.

Znacznie częściej polskie podmioty sięgają na rynkach międzynarodowych po kapitał właścicielski (rysunek 20). Pomimo dużej konkurencji ze strony giełdy warszawskiej, po roku 2004 wartość zagranicznych emisji kapitału (z wyjątkiem 2007 r.) ciągle rosła, osiągając największą wartość w roku 2008 – 1,5 mld USD. Po trzech kwartałach 2009 r. wielkość ta osiągnęła 0,5 mld USD i raczej nie przekroczy kwoty z roku poprzedniego. Należy jednak pamiętać, że 2008 r. to już rok „pełnego” kryzysu.



Rys. 20. Międzynarodowe emisje kapitału przez polskie podmioty w latach 1999–2009. Źródło: opracowanie własne na podstawie BIS 2000–2009. *International Banking and Financial Markets Development*, Basel: BIS.

Jednocześnie polscy przedsiębiorcy dzięki członkostwu w Unii Europejskiej poczuli się pewniej na rynkach międzynarodowych (rysunek 21). Od 2004 r. inwestycje bezpośrednie polskich przedsiębiorstw za granicą wzrosły z 2,1 mld USD (na koniec 2003 r.) do ponad 22 mld USD w 2008 r.



Rys. 21. Inwestycje zagraniczne polskich przedsiębiorstw w latach 1999–2008. Źródło: [www.nbp.pl](http://www.nbp.pl).

Analiza opisanych wymiarów ryzyka biznesowego wyraźnie wskazuje, że akcesja Polski do struktur europejskich była i jest dla przedsiębiorstw bardzo korzystna. Zwiększyła się skala działalności, poprawiła sytuacja finansowa i łatwość pozyskiwania finansowania za granicą, choć raczej od instytucji bankowych niż z rynku finansowego.

#### 4. Podsumowanie

Bilans korzyści dla przedsiębiorstw wynikających z przystąpienia Polski do Unii Europejskiej jest bez wątpienia bardzo korzystny. Przedsiębiorstwa uzyskały dostęp do nowego źródła finansowania, jakim są środki z funduszy europejskich, i z czasem będą je wykorzystywać w jeszcze większej skali. Będzie to kształtować konkurencyjność naszego przemysłu i gospodarki w kolejnych latach. Natomiast pierwsze korzyści przysły już razem z przystąpieniem do UE. Dotyczyły one przede wszystkim znaczącego spadku ryzyka politycznego i dostępu do rynku wspólnotowego, co daje przedsiębiorstwom dodatkowe korzyści. Tymczasem funkcjonowanie w ramach ugrupowania integracyjnego przyniosło zarówno polskiemu państwu, jak i polskim przedsiębiorcom liczne korzyści. Przede wszystkim wiązać je należy właśnie z zaufaniem inwestorów do członka Unii Europejskiej.

Oznacza to przede wszystkim, iż postawiona przez P. Krugmana teza dotycząca koncentracji obrotu finansowego i gospodarczego w ugrupowaniach integracyjnych cieszących się większym zaufaniem inwestorów i w konsekwencji lepszymi warunkami działalności gospodarczej funkcjonuje nawet



bez przewidywanego kryzysu. Przypadek polskich przedsiębiorstw z lat 2004–2009 stanowi bowiem potwierdzenie tak postawionej tezy.

Dla Polski teza ta i jej prawdziwość ma szczególne znaczenie w okresie oczekiwania na przyjęcie wspólnej waluty. Wydaje się bowiem, szczególnie po przypadku Grecji, że tak istotny walor zaufania inwestorów w coraz większym stopniu dotyczył będzie strefy euro, a nie samej Unii Europejskiej.

### Informacje o autorze

**Dr Waldemar Koziol** – adiunkt na Wydziale Zarządzania Uniwersytetu Warszawskiego. E-mail: wkoziol@mail.wz.uw.edu.pl.

### Przypisy

- <sup>1</sup> Zazwyczaj walutowego lub zadłużeniowego.
- <sup>2</sup> Najczęściej jako miarę międzynarodowej ekspozycji na ryzyko kryzysowe przyjmuje się wielkość międzynarodowej pozycji inwestycyjnej netto.
- <sup>3</sup> Określenia tego użyto w *Foreign Policy* March/April 2009 dla łącznego określenia kilku procesów o charakterze społeczno-ekonomiczno-politycznym zachodzących na początku XXI wieku.
- <sup>4</sup> Por. np. (Jedynak, Teczke i Wyciślak 2001; Kaczmarek 2001; Rugman i Hodgetts 2003).
- <sup>5</sup> Przygotowując niniejszy artykuł, autor nie dotarł do notowań marży CDS dla Polski z lat 1999–2008.

### Bibliografia

- BIS 2000. *International Banking and Financial Markets Development*, November 2000, Basel: BIS.
- BIS 2001. *International Banking and Financial Markets Development*, December 2001, Basel: BIS.
- BIS 2002. *International Banking and Financial Markets Development*, December 2002, Basel: BIS.
- BIS 2003. *International Banking and Financial Markets Development*, December 2003, Basel: BIS.
- BIS 2004. *International Banking and Financial Markets Development*, December 2004, Basel: BIS.
- BIS 2005. *Foreign exchange and derivatives market activity in 2005*, Triennial Central Bank Survey, Basel: BIS.
- BIS 2005. *International Banking and Financial Markets Development*, December 2005, Basel: BIS.
- BIS 2006. *International Banking and Financial Markets Development*, December 2006, Basel: BIS.
- BIS 2007. *Foreign exchange and derivatives market activity in 2007*, Triennial Central Bank Survey, Basel: BIS.
- BIS 2007. *International Banking and Financial Markets Development*, December 2007, Basel: BIS.
- BIS 2008. *International Banking and Financial Markets Development*, December 2008, Basel: BIS.
- BIS 2009. *International Banking and Financial Markets Development*, December 2009, Basel: BIS.

- GUS 2000. *Mały Rocznik Statystyczny Polski 2000*, Warszawa: GUS.
- GUS 2001. *Mały Rocznik Statystyczny Polski 2001*, Warszawa: GUS.
- GUS 2002. *Mały Rocznik Statystyczny Polski 2002*, Warszawa: GUS.
- GUS 2003. *Mały Rocznik Statystyczny Polski 2003*, Warszawa: GUS.
- GUS 2004. *Mały Rocznik Statystyczny Polski 2004*, Warszawa: GUS.
- GUS 2005. *Mały Rocznik Statystyczny Polski 2005*, Warszawa: GUS.
- GUS 2006. *Mały Rocznik Statystyczny Polski 2006*, Warszawa: GUS.
- GUS 2007. *Mały Rocznik Statystyczny Polski 2007*, Warszawa: GUS.
- GUS 2008. *Mały Rocznik Statystyczny Polski 2008*, Warszawa: GUS.
- GUS 2009. *Mały Rocznik Statystyczny Polski 2009*, Warszawa: GUS.
- Jedynak, P., Teczke, J. i S. Wyciślak. 2001. *Zarządzanie ryzykiem w przedsiębiorstwach zorientowanych międzynarodowo*, Kraków: Księgarnia Akademicka.
- Kaczmarek, T.T. 2001. *Zarządzanie ryzykiem w przedsiębiorstwie eksportującym*, Gdańsk: ODDK.
- Kozioł, W. 2003. Instytucjonalne uwarunkowania kryzysu azjatyckiego roku 1997. *Problemy Zarządzania*, nr 2.
- Krugman, P.R. 1999. The Return of Depression Economics. *Foreign Affairs*, vol. 78, nr 1.
- NBP 2009. *Sprawozdanie o międzynarodowej pozycji inwestycyjnej Polski w latach 1994–2008*, [www.nbp.pl](http://www.nbp.pl).
- Rugman, A.M. i R.M. Hodgetts. 2003. *International Business*, London: Prentice Hall.