

Adam Samborski

Katedra Zarządzania Przedsiębiorstwem
Akademia Ekonomiczna w Katowicach

Finansowanie inwestycji w warunkach polskiej gospodarki

Wstęp

Kategorie inwestycji i finansowania w gospodarce polskiej można analizować w sposób zbiorczy na podstawie rachunku kapitałowego i finansowego. Rachunek kapitałowy odnosi oszczędności (oszczędności brutto i transfery kapitałowe netto) do inwestycji rzeczowych (akumulacji brutto). Rachunek finansowy natomiast rejestruje zaciągnięcie zobowiązań netto i odnosi je do inwestycji finansowych. Wzajemne powiązania między rachunkiem kapitałowym i rachunkiem finansowym znajdują swoje odzwierciedlenie w pozycjach je bilansujących, wierzytelności netto/zadłużenie netto. Stanowią one lukę między oszczędnościami i inwestycjami rzeczowymi lub, alternatywnie, między nabyciem netto aktywów finansowych i zaciągnięciem netto zobowiązań. Wynikiem nadwyżki oszczędności nad inwestycjami rzeczowymi są wierzytelności netto. Wierzytelności netto oznaczają, iż sektor (zazwyczaj gospodarstwa domowe) jest zdolny finansować inne krajowe sektory instytucjonalne i zagranicę. Z kolei nadwyżka inwestycji rzeczowych nad oszczędnościami skutkuje pojawieniem się zadłużenia netto, które implikuje potrzebę finansowania sektora (na ogół przedsiębiorstw) ze środków finansowych zgromadzonych w pozostałych krajowych sektorach instytucjonalnych i/lub zagranicą [ECB 2002, s. 65–66].

Celem artykułu jest identyfikacja zachodzących w gospodarce polskiej związków między inwestycjami i finansowaniem. Okres poddany analizie to lata od 2005 do 2007.

Podstawy metodologiczne prowadzonych analiz

Dane finansowe analizowane w tym artykule pochodzą z rachunków kapitałowego i finansowego będących elementem zintegrowanego systemu rachunków narodowych.

Rachunek kapitałowy jest pierwszym z czterech rachunków akumulacji. Są one rachunkami dotyczącymi przepływów. Rachunki akumulacji rejestrują różne przyczyny zmian aktywów i pasywów posiadanych przez jednostki instytucjonalne oraz zmianę ich wartości netto [GUS 2000, s. 294]. Ich celem jest prezentacja procesu finansowania z oszczędności netto transakcji kapitałowych, tj. inwestycji i przyrostu rzeczowych środków obrotowych oraz pozyskania i rozdysponowania aktywów i pasywów finansowych.

Pozycją otwierającą rachunek kapitałowy są oszczędności netto, stanowiące różnicę między sumą bieżących przychodów a sumą bieżących rozchodów¹ (tab. 1) [GUS 1997, s. 121].

Rachunek kapitałowy rejestruje nabycie pomniejszone o rozdysponowanie aktywów niefinansowych dokonywane przez jednostki instytucjonalne będące rezydentami oraz mierzy zmianę wartości netto wynikającą z oszczędności oraz transferów kapitałowych. Rachunek ten umożliwia określenie zakresu, w jakim nabycie pomniejszone o rozdysponowanie aktywów niefinansowych było sfinansowane z oszczędności oraz z transferów kapitałowych. Rachunek kapitałowy pokazuje wierzytelności netto odpowiadające kwocie dostępnej jednostce instytucjonalnej czy sektorowi instytucjonalnemu na cele finansowania (bezpośrednio lub pośrednio) innych jednostek czy sektorów, albo zadłużenie netto odpowiadające kwocie, którą jednostka czy sektor zmuszone są pożyczyć od innych jedno-

Tabela 1
Rachunek kapitałowy

Rozchody	Przychody
Akumulacja	Oszczędności brutto
– nakłady brutto na środki trwałe	Transfery kapitałowe netto
– przyrost rzeczowych środków obrotowych	– transfery kapitałowe otrzymane (+)
– przyrost aktywów o wyjątkowej wartości	– transfery kapitałowe zapłacone (–)
Wierzytelności netto (+) lub zadłużenie netto (–)	

Źródło: ECB: *Saving, financing and investment in the euro area*. "Monthly Bulletin" 2002, August; GUS: *System rachunków narodowych (SRN). Tom I*. Wydawnictwo GUS, Warszawa 1996; GUS: *System rachunków narodowych (SRN). Tom II*. Wydawnictwo GUS, Warszawa 1997; *System of National Accounts 2008*. European Commission, International Monetary Fund, Organisation for Economic Co-operation and Development, United Nations, World Bank, New York 2009.

¹ W systemie rachunków narodowych, jak dotychczas, opracowana jest wyłącznie kategoria oszczędności brutto, gdyż nie jest szacowana amortyzacja środków trwałych. Nie ma to wpływu na wartość pozycji bilansującej rachunek kapitałowy, tj. wierzytelności netto lub zadłużenie netto. W przypadku otwarcia rachunku kapitałowego kategorią oszczędności brutto amortyzacja środków trwałych nie będzie zarejestrowana.

stek czy sektorów (tab. 2) [GUS 2000, s. 294]. W skali całego kraju saldo to jest zerowe w przypadku gospodarki zamkniętej. Jest ono jednak zróżnicowane dla różnych sektorów. Dla jednych sektorów jest dodatnie, np. sektora gospodarstw domowych, w przypadku innych ujemne, np. sektora przedsiębiorstw, instytucji rządowych i samorządowych [GUS 1996, s. 95].

Rachunek finansowy jest drugim z rachunków akumulacji. Rejestruje on zmiany aktywów i pasywów finansowych tworzące wierzytelności czy zadłużenie netto – według rodzajów instrumentów finansowych [GUS 2000, s. 294]. Rachunek finansowy rejestruje więc transakcje finansowe dotyczące aktywów i pasywów finansowych między jednostkami instytucjonalnymi oraz między jednostkami instytucjonalnymi a zagranicą. Strona aktywów tego rachunku rejestruje nabycie aktywów finansowych pomniejszone o ich wykorzystanie, tj. przyrost należności finansowych, natomiast strona pasywów – zaciągnięcie zobowiązań pomniejszone o ich spłatę, tj. przyrost zobowiązań finansowych [GUS 1997, s. 145]. Część sektorów gospodarki to netto pożyczkodawcy (mają nadwyżkę aktywów finansowych nad pasywami), inne natomiast są netto pożyczkobiorcami. Nadwyżka źródeł finansowania akumulacji w jednych sektorach może być udostępniana za pośrednictwem instytucji finansowych innym sektorom. W przypadku gdy rezydenci dokonują transakcji z zagranicą, suma wierzytelności netto lub zadłużenia netto w skali gospodarki narodowej wyznacza wierzytelności netto lub zadłużenie netto w stosunku do zagranicy [GUS 1996, s. 96]. Rachunek finansowy wskazuje, jak sektory deficytowe (pozycja bilansująca

Tabela 2
Rachunek finansowy

Rozchody	Przychody
Nabycie netto aktywów finansowych	Zaciągnięcie netto zobowiązań
– złoto monetarne i SDR-y	– złoto monetarne i SDR-y
– gotówka i depozyty	– gotówka i depozyty
– papiery wartościowe inne niż akcje	– papiery wartościowe inne niż akcje
– pożyczki	– pożyczki
– akcje i inne udziały kapitałowe	– akcje i inne udziały kapitałowe
– rezerwy techniczno-ubezpieczeniowe	– rezerwy techniczno-ubezpieczeniowe
– pozostałe kwoty do otrzymania/ /zapłacenia	– pozostałe kwoty do otrzymania/zapłacenia
	Wierzytelności netto (+) lub zadłużenie netto (-)

Źródło: ECB: *Saving, financing and investment in the euro area*. "Monthly Bulletin" 2002, August; GUS: *System rachunków narodowych (SRN). Tom I*. Wydawnictwo GUS, Warszawa 1996; GUS: *System rachunków narodowych (SRN). Tom II*. Wydawnictwo GUS, Warszawa 1997; *System of National Accounts 2008*. European Commission, International Monetary Fund, Organisation for Economic Co-operation and Development, United Nations, World Bank, New York 2009.

Tabela 3

Rachunek przepływu funduszy

Rozchody	Przychody
Akumulacja	Oszczędności brutto
Nabycie netto aktywów finansowych	Transfery kapitałowe netto
	Zaciągnięcie netto zobowiązań

Źródło: ECB: *Saving, financing and investment in the euro area*. "Monthly Bulletin" 2002, August; GUS: *System rachunków narodowych (SRN). Tom I*. Wydawnictwo GUS, Warszawa 1996; GUS: *System rachunków narodowych (SRN). Tom II*. Wydawnictwo GUS, Warszawa 1997; *System of National Accounts 2008*. European Commission, International Monetary Fund, Organisation for Economic Co-operation and Development, United Nations, World Bank, New York 2009.

rachunek kapitałowy) pozyskują niezbędne środki przez zaciągnięcie zobowiązań lub zmniejszenie aktywów oraz w jaki sposób sektory posiadające nadwyżki środków alokują je przez nabycie aktywów lub zmniejszenie zobowiązań [GUS 1997, s. 145].

Rachunek finansowy nie posiada pozycji bilansującej, przenoszanej do następnego rachunku. Wynik netto tego rachunku, czyli zaciągnięcie zobowiązań netto pomniejszone o nabycie aktywów finansowych netto, jest równy co do wartości, lecz z przeciwnym znakiem wierzytelności/zadłużeniu netto – pozycji bilansującej rachunek kapitałowy [GUS 1997, s. 145]. W praktyce osiągnięcie takiej zgodności jest jednak bardzo trudne. Zakres i rozmiar rozbieżności między pozycjami bilansującymi rachunek finansowy i kapitałowy świadczą o stopniu niezbilansowania całego systemu [GUS 1996, s. 97].

Rachunek kapitałowy i finansowy łącznie tworzą rachunek przepływu funduszy (tab. 3). Umożliwia on analizę procesów inwestowania/oszczędzania w gospodarce, pokazując, w jaki sposób oszczędności trafiają do ostatecznych kapitałobiorców przez różne instytucje finansowe i różne formy aktywów [GUS 1997, s. 176].

Inwestycje i ich finansowanie w Polsce w latach 2005–2007²

W latach 2005–2007 wyraźnie wzrosły oszczędności będące w posiadaniu krajowych sektorów instytucjonalnych – z 18,2 do 20,2% PKB (tab. 4). Oszczędności przeznaczane są w części na akumulację i wierzytelności. W omawianym okresie największy udział w inwestowaniu miał sektor przedsiębiorstw. Podsta-

² Sposoby interpretacji danych zawartych w rachunkach narodowych można znaleźć m.in. w: F. LEQUILLER, D. BLADES: *Understanding National Accounts*. OECD, Paris 2006.

Tabela 4

Rachunek kapitałowy i finansowy w latach 2005–2007 (% PKB)

	2005	2006	2007
Rachunek kapitałowy			
A. Oszczędności brutto i transfery kapitałowe netto (oszczędności)			
Gospodarstwa domowe	6,9	6,5	6,5
Przedsiębiorstwa	11,1	11,5	9,9
Instytucje rządowe i samorządowe	-0,8	0,0	2,3
Instytucje finansowe	1,0	0,7	1,4
B. Akumulacja (inwestycje rzeczowe)			
Gospodarstwa domowe	4,9	4,6	5,3
Przedsiębiorstwa	10,3	12,0	14,3
Instytucje rządowe i samorządowe	3,5	3,9	4,2
Instytucje finansowe	0,5	0,6	0,6
C. Wierzytelności netto (+)/zadłużenie netto (-) (A-B)			
Gospodarstwa domowe	2,0	1,8	1,2
Przedsiębiorstwa	0,8	-0,4	-4,4
Instytucje rządowe i samorządowe	-4,3	-3,9	-1,9
Instytucje finansowe	0,5	0,2	0,8
Rachunek finansowy			
D. Nabycie netto aktywów finansowych			
Gospodarstwa domowe	5,0	7,3	7,7
Przedsiębiorstwa	6,3	9,4	9,7
Instytucje rządowe i samorządowe	1,4	1,8	1,5
Instytucje finansowe	14,0	17,3	20,7
E. Zaciągnięcie netto zobowiązań			
Gospodarstwa domowe	3,3	5,4	6,4
Przedsiębiorstwa	5,3	10,0	14,0
Instytucje rządowe i samorządowe	5,4	5,5	3,4
Instytucje finansowe	13,5	17,1	19,9
F. Wierzytelności netto (+)/zadłużenie netto (-) (D-E)			
Gospodarstwa domowe	1,7	1,9	1,3
Przedsiębiorstwa	1,0	-0,6	-4,3
Instytucje rządowe i samorządowe	-4,1	-3,6	-1,9
Instytucje finansowe	0,5	0,2	0,8
Rozbieżność statystyczna (C-F)			
Gospodarstwa domowe	0,3	0,0	-0,1
Przedsiębiorstwa	-0,2	0,1	-0,1
Instytucje rządowe i samorządowe	-0,2	-0,2	0,0
Instytucje finansowe	0,0	0,0	0,0

Źródło: GUS: *Rachunki narodowe według sektorów i podsektorów instytucjonalnych 2005–2007*. Wydawnictwo GUS, Warszawa lipiec 2009; GUS: *Rachunki finansowe według sektorów i podsektorów instytucjonalnych 2005–2007*. Wydawnictwo GUS, Warszawa listopad 2009.

wowym krajowym źródłem finansowania sektorów instytucjonalnych były natomiast gospodarstwa domowe.

Sektor przedsiębiorstw swoje dochody do dyspozycji (równe oszczędnościom) przeznaczał głównie na rozwój w postaci inwestycji rzeczowych. W 2005 roku wartość akumulacji była niższa niż wartość oszczędności, w efekcie czego na rachunku kapitałowym zarejestrowano wierzytelności netto – 0,8% PKB. W latach 2006–2007 wystąpiła tendencja odwrotna, kiedy to poziom inwestycji rzeczowych był wyższy niż oszczędności, co spowodowało wystąpienie zadłużenia netto, odpowiednio – 0,4 i 4,4% PKB.

W 2005 roku sektor przedsiębiorstw posiadane nadwyżki środków finansowych alokował głównie poprzez nabycie aktywów finansowych w formie gotówki i depozytów, pożyczek oraz akcji i innych udziałów kapitałowych oraz zmniejszenia zobowiązań z tytułu dłużnych papierów wartościowych (tabela 5, 6). W okresie niedoboru środków finansowych, tj. w latach 2006–2007, sektor

Tabela 5

Inwestycje finansowe w Polsce w latach 2005–2007 (% PKB)

	2005	2006	2007
Gospodarstwa domowe			
Gotówka i depozyty	1,5	2,5	2,9
Papiery wartościowe inne niż akcje	0,0	-0,7	-0,9
Pożyczki	0,0	-0,1	0,0
Akcje i inne udziały kapitałowe	0,5	2,2	2,5
Rezerwy techniczno-ubezpieczeniowe	2,9	3,4	2,6
Pozostałe kwoty do otrzymania/zapłacenia	0,1	0,0	0,6
Przedsiębiorstwa			
Gotówka i depozyty	1,8	2,4	1,6
Papiery wartościowe inne niż akcje	-0,2	-0,2	1,3
Pożyczki	0,9	0,7	1,4
Akcje i inne udziały kapitałowe	1,4	4,4	3,1
Rezerwy techniczno-ubezpieczeniowe	0,1	0,1	0,0
Pozostałe kwoty do otrzymania/zapłacenia	2,4	2,0	2,3
Instytucje rządowe i samorządowe			
Gotówka i depozyty	0,8	0,6	1,0
Papiery wartościowe inne niż akcje	0,1	0,1	0,0
Pożyczki	0,2	0,4	0,4
Akcje i inne udziały kapitałowe	-0,3	0,1	-0,1
Rezerwy techniczno-ubezpieczeniowe	0,0	0,0	0,0
Pozostałe kwoty do otrzymania/zapłacenia	0,5	0,6	0,2

Źródło: GUS: *Rachunki finansowe według sektorów i podsektorów instytucjonalnych 2005–2007*. Wydawnictwo GUS, Warszawa listopad 2009.

przedsiębiorstw zaciągnął zobowiązania głównie z tytułu pożyczek, jak i akcji i innych udziałów kapitałowych oraz zmniejszył aktywa finansowe w formie dłużnych papierów wartościowych (2006 r.).

W latach 2005–2007 oszczędności będące w dyspozycji gospodarstw domowych wyraźnie zmalały z 6,9 do 6,5% PKB. W analizowanym okresie zanotowano bowiem wyraźny wzrost udziału spożycia indywidualnego w rozdysponowaniu dochodów do dyspozycji brutto. Nastąpił wyraźny wzrost akumulacji z 4,9 do 5,3% PKB. Poziom oszczędności przewyższał jednak poziom inwestycji rzeczowych. W efekcie na rachunku kapitałowym gospodarstw domowych zarejestrowano wierzytelności. Sektor gospodarstw domowych posiadane nadwyżki środków finansowych alokował przede wszystkim przez nabycie aktywów finansowych w formie gotówki i depozytów, akcji i innych udziałów kapitałowych oraz rezerw techniczno-ubezpieczeniowych. Od czasu wprowadzenia reformy ubezpieczeń społecznych techniczne rezerwy ubezpieczeniowe stanowią istotny składnik aktywów finansowych będących w posiadaniu gospodarstw domowych.

W sektorze instytucji rządowych i samorządowych w latach 2005–2007 akumulacja wyraźnie przekraczała poziom oszczędności brutto i transferów kapitałowych netto. Zadłużenie netto w omawianym okresie spadło jednak z 4,3 do 1,9% PKB przy wyraźnym wzroście inwestycji rzeczowych z 3,5 do 4,2% PKB. Sektor instytucji rządowych i samorządowych pozyskiwał niezbędne środki fi-

Tabela 6

Źródła finansowania inwestycji w Polsce w latach 2005–2007 (% PKB)

	2005	2006	2007
Gospodarstwa domowe			
Pożyczki	3,0	5,1	6,1
Pozostałe kwoty do otrzymania/zapłacenia	0,4	0,3	0,2
Przedsiębiorstwa			
Papiery wartościowe inne niż akcje	-0,3	-0,1	0,4
Pożyczki	1,3	5,1	6,0
Akcje i inne udziały kapitałowe	2,1	2,8	4,6
Pozostałe kwoty do otrzymania/zapłacenia	2,3	2,2	3,1
Instytucje rządowe i samorządowe			
Gotówka i depozyty	0,0	0,0	0,0
Papiery wartościowe inne niż akcje	7,4	4,7	3,8
Pożyczki	-2,2	0,3	-0,7
Pozostałe kwoty do otrzymania/zapłacenia	0,2	0,4	0,4

Źródło: GUS: *Rachunki finansowe według sektorów i podsektorów instytucjonalnych 2005–2007*. Wydawnictwo GUS, Warszawa listopad 2009.

nansowe przez zaciągnięcie zobowiązań (głównie z tytułu dłużnych papierów wartościowych) oraz przez zmniejszenie aktywów finansowych w pozycji akcje i inne udziały kapitałowe (lata 2005, 2007).

Sektor instytucji finansowych w porównaniu z innymi sektorami ma relatywnie niewielką pozycję wierzytelności netto/zadłużenie netto. W analizowanym okresie kształtowała się ona w przedziale 0,2–0,8% PKB. Rozmiary transakcji dokonywanych na aktywach i pasywach finansowych są jednak duże. Nabycie aktywów finansowych kształtowało się w granicach od 14 do 20,7% PKB, a zaciągnięcie netto zobowiązań w przedziale od 13,5 do 19,9% PKB. Odzwierciedla to wiodącą rolę instytucji finansowych jako pośrednika między kapitałodawcami a kapitałobiorcami. Oczywiście kapitałodawcy netto i kapitałobiorcy netto mogą zawierać transakcje bezpośrednio. W większości jednak przypadków instytucje finansowe pośredniczą w przekazywaniu środków przez przyjmowanie depozytów czy emisję papierów wartościowych, a następnie udostępnianie ich kapitałobiorcom [GUS 1997, s. 148; GUS lipiec 2009; GUS listopad 2009].

W ostatnich latach widać wyraźną tendencję coraz większego angażowania się zagranicy w finansowanie niedoboru środków finansowych sektorów krajowych. W okresie 2005–2007 wierzytelności netto zagranicy wzrosły z 0,9 do 4,2% PKB.

Wnioski

Analizując wartość pozycji bilansujących rachunek kapitałowy, zauważyć można, iż wraz ze spadkiem zadłużenia netto instytucji rządowych i samorządowych rośnie zadłużenie netto sektora przedsiębiorstw. Wierzytelności netto gospodarstw domowych maleją przy jednoczesnym wzroście wierzytelności netto instytucji finansowych. Gospodarstwa domowe stanowią podstawowe, krajowe źródło finansowania pozostałych sektorów instytucjonalnych.

Z rachunków finansowych wynika natomiast, że gospodarstwa domowe aktywa finansowe utrzymują głównie w postaci gotówki i depozytów, akcji i innych udziałów kapitałowych oraz rezerw techniczno-ubezpieczeniowych. Finansują się natomiast pożyczkami, głównie kredytami bankowymi. Sektor przedsiębiorstw utrzymuje aktywa finansowe przede wszystkim w formie akcji i innych udziałów kapitałowych oraz gotówki i depozytów. Podstawowym źródłem finansowania są pożyczki oraz instrumenty udziałowe. W przypadku instytucji rządowych i samorządowych poziom inwestycji finansowych jest marginalny. W przypadku finansowania kluczową rolę odgrywają dłużne papiery wartościowe. Instytucje finansowe pełnią w gospodarce polskiej rolę

pośrednika. Na uwagę zasługuje to, iż zagranica stanowi istotne źródło finansowania niedoboru środków finansowych w krajowych sektorach instytucjonalnych. Poziom inwestycji rzeczowych realizowanych w warunkach gospodarki polskiej uzależniony jest więc w dużym stopniu od napływu kapitału zagranicznego.

Literatura

- BE DUC L., LE BRETON G.: *Flow-of-Funds Analysis at the ECB. Framework and Applications*. Occasional Paper Series No 105/August 2009, European Central Bank, Frankfurt Am Main 2009.
- ECB: *Saving, financing and investment in the euro area*. "Monthly Bulletin" 2002, August.
- GREEN C. J., MURINDE V.: *Flow of funds: Implications for Research on Financial Sector Development and the Real Economy*. Economic Research Paper No. 00/6, Loughborough University, Loughborough 2000.
- GUS: *Europejski system rachunków narodowych i regionalnych ESA 1995*. Wydawnictwo GUS, Warszawa 2000.
- GUS: *Rachunki finansowe według sektorów i podsektorów instytucjonalnych 2005–2007*. Wydawnictwo GUS, Warszawa, listopad 2009.
- GUS: *Rachunki narodowe według sektorów i podsektorów instytucjonalnych 2005–2007*. Wydawnictwo GUS, Warszawa, lipiec 2009.
- GUS: *System rachunków narodowych (SRN)*. Tom I. Wydawnictwo GUS, Warszawa 1996.
- GUS: *System rachunków narodowych (SRN)*. Tom II. Wydawnictwo GUS, Warszawa 1997.
- LEQUILLER F., BLADES D.: *Understanding National Accounts*. OECD, Paris 2006.
- PLICHM. (red.): *Rachunki narodowe. Wybrane problemy i przykłady zastosowań*. Wydawnictwo GUS, Warszawa 2008.
- System of National Accounts 2008*. European Commission, International Monetary Fund, Organisation for Economic Co-operation and Development, United Nations, World Bank, New York 2009.

Financing and investment in Poland

Abstract

Saving, financing and (real and financial) investment in Poland from 2005 to 2007 are analysed in the article in the framework of annual financial and capital accounts. The Central Statistical Office publishes these accounts. Polish national accounts are compiled on the basis of ESA '95. The ESA '95 is broadly consistent with the System of National Accounts of the United Nations (SNA '93) with regards to the definitions, accounting rules and classifications. It was affirmed, that households and rest of the world are the basic source of funding for domestic

institutional sectors. However, the meaning of households diminishes, and the rest of the world grows. It means that, the level of real investments in the Polish economy is become addicted in the large degree from the inflow of the foreign capital. Financial institutions perform in the economy as the financial intermediary. Moreover, recent years have seen a substantial rebalancing between general government and non-financial corporations net borrowing positions.