

**Barbara PTASZYŃSKA**

### Inwestycje zagraniczne czynnikiem wzrostu gospodarczego w Polsce

---

Badania prowadzone w Instytucie Koniunktur i Cen Handlu Zagranicznego pokazują, że od 2001 r. inwestycje zagraniczne są ważną determinantą polskiego eksportu. Jednocześnie umożliwiają intensywniejszy wzrost gospodarczy, szczególnie w warunkach niskiej akumulacji krajowej i wąskiego strumienia kredytów zasilających gospodarkę.

Nasilenie międzynarodowych przepływów kapitałowych, obserwowane w naszym kraju w ostatnich latach, odnosi się do wszystkich podstawowych ich form, tj. inwestycji bezpośrednich mających głównie wymiar materialny i długookresowy oraz inwestycji portfelowych realizowanych za pomocą nabywanych przez kapitał zagraniczny papierów wartościowych<sup>1</sup>. Te drugie mają charakter krótkoterminowy (ich celem jest osiągnięcie „szybkiego” zysku) i mogą być źródłem zagrożeń rozwojowych<sup>2</sup>. Przedmiotem analizy są bezpośrednie inwestycje zagraniczne (BIZ), nastawione na osiąganie zysku z działalności gospodarczej, przez co odbierane są jako bezpieczna forma finansowania procesów restrukturyzacyjnych i rozwojowych oraz portfelowe, które kształtując w znacznej mierze kursy walutowe wpływają na eksport netto. Analiza obejmuje lata 1995—2012.

#### *ZNACZENIE INWESTYCJI ZAGRANICZNYCH DLA GOSPODARKI*

Poglądy ekonomistów na temat wpływu BIZ na procesy wzrostu gospodarczego są zróżnicowane<sup>3</sup>, chociaż w większości traktowane są jako najbardziej korzystna i bezpieczna forma międzynarodowych przepływów kapitałowych. Podkreśla się przy tym fakt, że w Polsce rola BIZ *ze względu na niedostatek*

---

<sup>1</sup> Mączyńska (1999), s. 88.

<sup>2</sup> Należy dodać, że emisja skarbowych papierów wartościowych, finansująca polski dług publiczny, jak i wysoka ich rentowność przyciągają znaczny kapitał spekulacyjny. Zagrożenia wynikające z istnienia inwestycji portfelowych w Polsce mogą w pewnym zakresie neutralizować bezpośrednio inwestycje zagraniczne.

<sup>3</sup> Obok poglądów wykazujących, że *w rzeczywistości nie ma bezpośrednich dowodów potwierdzających ścisły związek między zagranicznymi inwestycjami bezpośrednimi i tempem wzrostu gospodarczego* (A. Gwiazda za Kraszewski, Wiśniewski, 2000), istnieją opinie o niewątpliwych korzyściach z tych inwestycji dla wzrostu gospodarczego, np. Mączyńska (1999), s. 88 i 89.

*oszczędności krajowych w stosunku do pożądanых wydatków na inwestycje w rzeczowy majątek trwały i obrotowy<sup>4</sup> jest szczególnie ważna. Poza tym transformacja systemowa generuje daleko idące przemiany w gospodarce, z natury wymagające wysokich nakładów kapitałowych<sup>5</sup>.*

Wśród potencjalnych korzyści wymienia się najczęściej:

- wzrost wiedzy i technologii umożliwiający tworzenie nowego jakościowo potencjału rozwojowego;
- łagodzenie krajowych barier wzrostu wynikających z niedoboru kapitału;
- pobudzanie szeroko rozumianej infrastruktury społeczno-gospodarczej;
- rozszerzanie zagranicznych rynków zbytu dla krajowych producentów;
- rozwój handlu i wzrost produkcji;
- wzrost eksportu, poprawę salda bilansu handlowego i obrotów bieżących;
- wzrost konkurencyjności gospodarki;
- wzrost produktywności pracy;
- wzrost kooperacji przedsiębiorstw krajowych z kapitałem zagranicznym i zwiększenie rynków zbytu dla firm krajowych.

Poza tym inwestycje bezpośrednie stanowią formę uzupełnienia oszczędności krajowych o nowy kapitał. Są alternatywą dla kredytów zagranicznych nie powiększając przy tym zobowiązań kraju goszczącego. Uczestnicząc w procesach prywatyzacyjnych generują wpływy do budżetu po pierwsze z tytułu zakupu akcji lub udziałów, po wtóre z tytułu podatków z prowadzonej działalności. Można więc powiedzieć, że dokonujący się w ramach inwestycji bezpośrednich transfer kapitału i towarzyszących mu czynników wytwórczych oraz technologii zwiększa pozytywne efekty transformacji. Im większe będą rozmiary tych inwestycji, tym większe będzie ich oddziaływanie na gospodarkę, jej dynamikę, poziom i strukturę produkcji, rynek pracy, potencjał innowacyjny, eksport, a w konsekwencji jej konkurencyjność<sup>6</sup>.

Pozytywne oddziaływanie kapitału zagranicznego na gospodarkę może być hamowane potencjalnymi zagrożeniami, wśród których najczęściej wymienia się<sup>7</sup>:

- ograniczenie suwerenności i skuteczności krajowej polityki makroekonomicznej (przykładem może być polski system bankowy opanowany przez kapitał zagraniczny, który w znikomym stopniu angażuje się w działalność inwestycyjną przedsiębiorstw krajowych);
- redukcję zatrudnienia — szczególnie w sytuacji, gdy napływ kapitału zagranicznego wywołuje konkurencję prowadzącą do upadku firm krajowych (przykładem może być handel, gdzie powstanie wielkich sieci z kapitałem zagranicznym doprowadziło do upadłości wielu małych sklepów);

---

<sup>4</sup> Lipieński za Kraszewski, Wiśniewski (2000).

<sup>5</sup> Jak w przypisie 4.

<sup>6</sup> Kościółek (1998), s. 50.

<sup>7</sup> Mączyńska (1999), s. 88 i 89; Kraszewski, Wiśniewski (2000), s. 583.

- wzrost importu, a co za tym idzie pogorszenie się bilansu płatniczego kraju — badania wykazują, że kapitał zagraniczny jest bardziej skłonny do importu niż korzystania z krajowych dóbr zaopatrzeniowych<sup>8</sup>;
- ryzyko nieuczciwej konkurencji w stosunku do firm krajowych, szczególnie w sytuacji nierównego traktowania kapitału krajowego i zagranicznego przez system prawny.

Należy jednak dodać, że wpływ inwestycji bezpośrednich na gospodarkę zależy w dużej mierze od dziedziny, w której kapitał jest angażowany. I tak np. w pewnych dziedzinach podejmuje się inwestycje pracochłonne, angażujące średnio i słabiej wykwalifikowaną siłę roboczą. Jeżeli inwestuje się w przemysł technologicznie zaawansowany, to napływ kapitału uruchamia procesy uczenia się siły roboczej i rozprzestrzeniania się wiedzy. Z powodu wyższej kapitałochłonności tego przemysłu inwestycja przekłada się na wzrost importu zaopatrzeniowego<sup>9</sup>.

Ważnym czynnikiem jest również sposób wejścia inwestora na rynek, czyli forma inwestycji, przy czym najbardziej wskazaną formą dla kraju przyjmującego są tzw. inwestycje od podstaw (*greenfield*), ponieważ to one w największym stopniu przyczyniają się do napływu nowej technologii i unowocześniania gospodarki.

### ***Skala inwestycji zagranicznych w Polsce***

Inwestorzy zagraniczni przy wyborze kraju kierują się atrakcyjnością rynku, określoną przez szanse efektywnego zaangażowania kapitału w długim okresie. Za najistotniejsze czynniki przyciągające kapitał z zagranicy do Polski uznaje się<sup>10</sup>:

- stosunkowo niskie koszty siły roboczej i znaczne rozmiary jej podaży;
- pojemność polskiego rynku;
- korzystne perspektywy rozwoju gospodarczego;
- położenie kraju, umożliwiające dalszą ekspansję na rynki wschodnie;
- postęp w zakresie przekształceń własnościowych.

Podkreśla się jednak, że hamująco na napływ BIZ do Polski oddziałują czynniki o charakterze fiskalnym, związane z relatywnie wysokim obciążeniem przedsiębiorstw podatkami i kosztami oraz niespójność i zmienność polskiego prawa. Niemalą rolę odgrywa także niski poziom szeroko rozumianej infrastruktury. Za najistotniejsze bariery napływu inwestycji do naszego kraju jeszcze w roku 2007 przedsiębiorcy zagraniczni uznali:

- brak efektywnego instytucjonalnego wsparcia inwestorów zagranicznych,
- brak efektywnego systemu zachęt inwestycyjnych,

---

<sup>8</sup> Szacuje się, że na 100 jednostek kapitału zagranicznego przypada 40—60 jednostek importu, wskazując przy tym, że wzmożony import może być wynikiem zobowiązań inwestycyjnych przyjętych w umowach prywatyzacyjnych lub niedostatków odpowiedniej jakości dóbr krajowych zaopatrzeniowych (Mączyńska, 1999, s. 96).

<sup>9</sup> Borkowska (2003), s. 85—87.

<sup>10</sup> Kraszewski, Wiśniewski (2000), s. 582.

- brak właściwie przygotowanych terenów inwestycyjnych,
- problemy inwestora z pozyskaniem pracowników o właściwych kwalifikacjach ze znajomością języków obcych,
- skomplikowane procedury administracyjne związane z procesem inwestycyjnym,
- słabo rozwiniętą infrastrukturę,
- niską jakość stanowienia prawa, tj. jego niespójność, luki prawne i częste nowelizacje,
- skomplikowane prawo podatkowe, często nowelizowane.

BIZ zaczęły napływać do Polski już w połowie lat 70. ub. wieku, ale ich rozmiary były znikome. Dopiero zmiana ustroju wywołała zwiększone zainteresowanie inwestorów zagranicznych naszym rynkiem, a rozwój gospodarczy spowodował wzrost ich skłonności inwestycyjnej. Napływ kapitału zagranicznego rósł w miarę polepszania się infrastruktury instytucjonalnej i stabilizacji gospodarki. Szczególnie szybka zmiana miała miejsce od 2000 r.

Notowany od początku bieżącej dekady dynamiczny napływ inwestycji bezpośrednich stanowił ważny czynnik wzrostu polskiego eksportu i unowocześnienia jego struktury przedmiotowej. Na skutek kryzysu w 2010 r. uległ jednak załamaniu. O ile w latach 2001—2009 średnioroczny napływ BIZ przekraczał 9,5 mld euro, o tyle w 2010 r. wyniósł niespełna 6,7 mld euro. Rok później wzrósł ponownie do poziomu 10,3 mld euro. Należy dodać, że w latach 90. ub. wieku znaczny udział w napływie inwestycji zagranicznych do Polski miały duże prywatyzacje. Jeszcze w roku 2000 napływ kapitału w formie zakupu udziałów, akcji oraz aportów rzeczowych sięgał rzędu 91%, a w 2005 r. już zaledwie 30% ogólnej kwoty BIZ<sup>11</sup>.

Suma bezpośrednich inwestycji w Polsce w latach 1990—2000 wyniosła 119,5 mld euro. Największa kwota wpłynęła do Polski w 2007 r. (ponad 17 mld euro) i od tego roku napływ kapitału zagranicznego do Polski maleje. Jest to skutkiem m.in. wyczerpania się potencjału prywatyzacyjnego przedsiębiorstw państwowych, ale i osłabienia koniunktury gospodarczej na świecie. Wielkość inwestycji zagranicznych w poszczególnych latach prezentuje wyk. 1.

Koniec lat 90. ub. wieku charakteryzował się znacznym ożywieniem ilości napływającego kapitału zagranicznego, chociaż ich ogólna wartość jest relatywnie niska zarówno w porównaniu do ogólnego poziomu tych inwestycji w skali świata, jak i w stosunku do potrzeb transformującej się gospodarki. Wśród krajów Europy Środkowo-Wschodniej pod względem skumulowanej wartości BIZ Polska zajmowała w 1997 r. dopiero piąte miejsce, ale w 1999 r. już miejsce pierwsze. W latach 1994—1999 do naszego kraju trafiło 35,6 mld USD, czyli 36% ogółu kapitału zaangażowanego w regionie Europy Środkowo-Wschodniej<sup>12</sup>.

<sup>11</sup> *Polska...* (2007), s. 362.

<sup>12</sup> *Wieczorek* (2001), s. 32.

Dominującym sektorem przyciągającym inwestorów z zagranicy w 2009 r. były usługi, w których udział zaangażowanego kapitału zagranicznego wynosił 58,6%. Następny pod względem wielkości BIZ był przemysł, notujący 36,0% ogółu zaangażowanego kapitału. Do końca 2009 r. najwięcej środków zagraniczne firmy zainwestowały w przemysł, w tym głównie w przetwórstwo przemysłowe (prawie 32% ogółu BIZ)<sup>13</sup>. W działalności produkcyjnej inwestycje zagraniczne koncentrowały się częściej na dziedzinach pracochłonnych niż nowoczesnych, przy czym zmieniała się ich struktura. W pierwszych latach transformacji inwestorzy zagraniczni zainteresowani byli głównie wypełnieniem luki towarowej w kraju, co nie było zadaniem trudnym ani wymagającym zastosowania nowoczesnej technologii. Koncentrowały się one najczęściej w działach, takich jak produkcja artykułów spożywczych i napojów, wyrobów chemicznych, pojazdów mechanicznych i przyczep, w których udział kapitału zagranicznego w 1994 r. wynosił odpowiednio: 21,6, 15,3 i 18,1%<sup>14</sup>. Dość szybko zmieniły się jednak wymagania konsumentów, a silna konkurencja wymusiła zmianę zachowań. Pod koniec lat 90. ub. wieku wzrósł napływ kapitału zagranicznego do dziedzin o zaawansowanej technologii.

---

<sup>13</sup> *Polska...* (2011), s. 230 i 231.

<sup>14</sup> Kraszewski, Wiśniewski (2000), s. 579.

Napływ BIZ w Polsce osiągnął poziom, którego nie można nie doceniać. Pomimo początkowo niekorzystnych trendów w strukturze takich inwestycji, przyczyniły się one niewątpliwie do ożywienia gospodarczego, przyspieszając przemiany strukturalne. Ich skala nie była jednak wystarczająca, by mogły wypełnić lukę inwestycji rodzimych. Jednak i z tego tytułu Polska ma zobowiązania wobec reszty świata, które rosną z roku na rok. Na koniec 2011 r. wynosiły one prawie 153 mld euro<sup>15</sup>.

Podsumowując, w minionej dekadzie niedostatki krajowych zasobów kapitałowych były uzupełniane przez BIZ, stanowiące jeden z głównych czynników wzrostu gospodarczego. Zagraniczni inwestorzy, wprowadzając do polskich firm nowoczesną technologię czy nowe formy zarządzania i organizacji produkcji, przyczynili się do poprawy ich funkcjonowania co umożliwiło wzrost produkcji wysokiej jakości i zwiększenie wydajności pracy. Spółki z kapitałem zagranicznym wykazywały z reguły większą skłonność do inwestowania, jak i eksportowania swojej produkcji, przyczyniając się tym samym do wzrostu gospodarczego<sup>16</sup>. Jednak ten pozytywny wpływ był hamowany głównie poprzez napływ inwestycji zagranicznych o charakterze spekulacyjnym (co było wynikiem rosnących potrzeb pożyczkowych budżetu państwa), których skutki są przeciwnie ocenianym bezpośrednim inwestycjom kapitałowym.

### *INWESTYCJE PORTFELOWE*

W ostatnich latach zjawiskiem charakterystycznym dla międzynarodowego rynku kapitałowego jest wzrost znaczenia inwestycji portfelowych. Trafiają one do krajów rozwijających się i postsocjalistycznych, również do Polski. W Polsce uległy wyraźnemu zwiększeniu po wstąpieniu do Unii Europejskiej (UE). Polska odbierana jest jako kraj stabilny, a wyższe niż w strefie euro stopy procentowe zwiększają opłacalność tego typu lokat. Jednak ich napływ ma istotne znaczenie dla kształtowania się kursu walutowego kraju przyjmującego.

#### ***Pojęcie i skutki inwestycji portfelowych dla kraju goszczącego***

Inwestycja portfelowa dokonywana jest przez zakup papierów wartościowych (obligacji, bonów skarbowych) emitowanych przez Skarb Państwa lub zakup akcji firmy, bez chęci bezpośredniego zaangażowania w kierowanie czy zarządzanie przedsiębiorstwem<sup>17</sup>. Inwestor zadowala się realizacją zysków, nie anga-

---

<sup>15</sup> *Polska...* (2011), s. 229.

<sup>16</sup> Inwestycje podmiotów zagranicznych w 2000 r. stanowiły 52,0% ogółu inwestycji, z kolei 56,2% ogółu polskiego eksportu to eksport wyrobów wytworzonych przez spółki z kapitałem zagranicznym; import spółek z udziałem kapitału zagranicznego w 2000 r. wynosił 26514,8 mln USD, co stanowiło 54,2% ogółu polskiego importu (rok wcześniej było to 55,8%).

<sup>17</sup> [Wikipedia.org/Wiki/inwestycje\\_portfelowe](http://Wikipedia.org/Wiki/inwestycje_portfelowe) z 06.01.2012.

zując innych aktywów (technologii, innowacji czy nowoczesnych metod zarządzania). Może ona mieć formę inwestycji udziałowej lub dłużnej. Istotą pierwszej jest udostępnienie kapitału w zamian za prawo do własności podmiotu emitującego instrument finansowy oraz udział w jego dochodach w postaci dywidendy. Inwestycje dłużne polegają na czasowym udostępnianiu środków finansowych w zamian za określone płatności, głównie w postaci oprocentowania<sup>18</sup>. Głównym celem podejmowania inwestycji udziałowej jest osiągnięcie wyższego zysku. Kupując dłużne papiery wartościowe inwestorzy mogą zyskać na różnicach w oprocentowaniu tych walorów czy wahaniach kursu walutowego. Obie formy są również próbą dywersyfikacji portfela inwestycyjnego. Z tego też powodu inwestycje portfelowe mają charakter krótkoterminowy i charakteryzują się dużą mobilnością i małą stabilnością<sup>19</sup>.

Inwestorzy dość szybko reagują na aktualne i przewidywane zmiany w kraju przyjmującym kapitał z uwagi na:

- politykę gospodarczą determinowaną przez zmiany stóp procentowych, poziom deficytu i długu publicznego,
- zmiany ocen gospodarki dokonywanych przez instytucje ratingowe,
- wydarzenia na światowym rynku finansowych,
- dynamikę wzrostu.

Istotną przyczyną przepływu kapitału spekulacyjnego może być również:

- poszukiwanie większego dochodu niż z lokaty bankowej,
- ucieczka przed spadkiem wartości pieniądza,
- poszukiwanie bezpiecznego miejsca dla inwestycji w związku z napięciami polityczno-społecznymi,
- awersja do ryzyka, która wymusza konieczność dywersyfikacji portfela inwestycyjnego, czyli jego rozproszenie w czasie i przestrzeni<sup>20</sup>.

W literaturze<sup>21</sup> jako najważniejsze determinanty w zakresie zarówno rozmiarów, jak i struktury zagranicznych inwestycji portfelowych wymienia się:

- stabilność makroekonomiczną kraju przyjmującego oraz kraju, z którego pochodzą podmioty inwestujące (duża stabilność lub jasno wyznaczony kierunek reform zwiększają skłonność do inwestycji zarówno w papiery dłużne, jak i udziałowe);
- poziom i dynamikę stóp procentowych na rynku lokaty, a także na rynkach międzynarodowych (stopa procentowa w kraju przyjmującym niższa niż w kraju inwestora najczęściej zwiększa rentowność inwestycji w dłużne papiery wartościowe);

---

<sup>18</sup> [www.portalfinansowyIPO.pl-Inwestycje](http://www.portalfinansowyIPO.pl-Inwestycje) z 28.03.2008.

<sup>19</sup> [www.newtrader.pl/inwestycjezagraniczne,659,ekonomia.html](http://www.newtrader.pl/inwestycjezagraniczne,659,ekonomia.html) z 10.01.2012.

<sup>20</sup> Racjonalną politykę zróżnicowania portfela inwestycyjnego tłumaczy teoria *port folio*, która zakłada, że spadkowi stopy zysku części inwestycji towarzyszy wzrost stopy zysku pozostałych. Inwestor może osiągnąć wyższy zysk przy danym ryzyku lub daną stopę zysku przy niższym ryzyku (Budnikowski, 2001, s. 123).

<sup>21</sup> Górniewicz (2007), s. 152 i 153; Czerwińska (2003), s. 74.

- wahania kursu walutowego, a w szczególności zagrożenie kryzysem płynności oraz zdolność do obrony kursu walutowego przez kraj goszczący (ma to szczególne znaczenie w odniesieniu do papierów dłużnych);
- niższy ogólny poziom ryzyka inwestycyjnego w kraju lokaty i jego wiarygodność (inwestycje w akcje i udziały spółek potwierdzają zaufanie do gospodarki kraju przyjmującego).

Czynniki te decydują o skali i kierunku oraz o strukturze inwestycji portfelowych. Biorąc pod uwagę ich krótkookresowy i spekulacyjny charakter oraz możliwość nagłego wycofania kapitału z kraju goszczącego, może to przyczynić się do zwiększenia ogólnego ryzyka prowadzenia działalności gospodarczej i zawirowań w gospodarce tego kraju.

Teoria ekonomii podpowiada jednak, że najlepsze wyniki uzyskuje inwestor dzięki dywersyfikacji, czyli inwestowaniu bezpośredniemu, jak i portfelowemu. Strategia taka przynosi większą stopę zwrotu, ponieważ łączy wysoką rentowność inwestycji bezpośrednich oraz płynność inwestycji portfelowych<sup>22</sup>. Obie te formy powinny wzajemnie się uzupełniać, a nie wykluczać<sup>23</sup>.

### ***Skutki napływu kapitału spekulacyjnego dla kraju goszczącego***

Zagraniczne inwestycje portfelowe wywierają istotny wpływ na gospodarkę kraju, do którego napływają, przy czym napływ ten jest wielokierunkowy, a obserwacja nie pozwala na jednoznaczną tezę, że jest korzystny.

Skutki inwestycji portfelowych dla gospodarki kraju goszczącego można rozpatrywać w kilku zakresach. Pierwszy z nich dotyczy możliwości uzupełnienia niedoboru kapitału krajowego. Ma on szczególne znaczenie w gospodarkach rozwijających się lub przechodzących transformację ustrojową, w których niedobór kapitału jest szczególnie odczuwalny i skorzystanie ze źródeł zagranicznych może być jedynym możliwym rozwiązaniem. Kapitał zagraniczny wspiera tym samym ekspansję inwestycyjną kraju lokaty<sup>24</sup>. Jednak z kapitału spekulacyjnego korzysta nierzadko budżet państwa, finansując bieżącą działalność. Ta sfera niesie szereg niebezpieczeństw. Najważniejsze polega na tym, że nadmierne zadłużenie państwa może spowodować utratę zdolności do jego obsługi. In-

<sup>22</sup> Według Goldsteina i Razina (*Foreign Direct Investment vs Foreign Portfolio Investment*, 2005) inwestycje portfelowe, w przeciwieństwie do bezpośrednich, nie tworzą dodatkowych kosztów, jednak nie pozwalają inwestorowi bezpośrednio wpływać na zarządzanie, a przez to na ich zyskowność. To właśnie różnica w zyskowności i kosztach decyduje o skłonności do inwestowania bezpośredniego lub portfelowego.

<sup>23</sup> Humanicki, Olszewski (2011).

<sup>24</sup> Według koncepcji konwergencji W. W. Rostowa kraje nieposiadające wystarczających zasobów rodzimego kapitału mogą zdynamizować swój rozwój ekonomiczny dzięki napływowi inwestycji zagranicznych.



westorzy portfelowi w obawie przed ryzykiem mogą zechcieć pozbyć się papierów dłużnych, co spowoduje spadek ich cen, a tym samym obniżenie wiarygodności emitenta.

Drugi zakres wpływu inwestycji portfelowych na gospodarkę związany jest z kształtowaniem się kursu walutowego kraju przyjmującego. Rządy pragnące przyciągnąć kapitał zagraniczny stosują politykę liberalizacji rynku finansowego, która umożliwia swobodny przepływ kapitału pomiędzy krajem rynku wschodzącego a zagranicą oraz deregulację gospodarki. Istotnym elementem tej polityki jest utrzymanie relatywnie wysokiej stopy procentowej, ograniczanie inflacji oraz stabilizacja kursu waluty krajowej. Działania te przyczyniają się do napływu kapitału zagranicznego w postaci inwestycji portfelowych. Przyływ ten powoduje jednak wzrost kursu waluty krajowej, osłabiając konkurencyjność gospodarki i przyczyniając się do obniżenia eksportu oraz pogorszenia bilansu obrotów bieżących. Równocześnie ze względu na wysokie stopy procentowe w kraju przyjmującym, zaczyna wzrastać zadłużenie zagraniczne przedsiębiorstw i wiele z nich bankrutuje. Jest to negatywnie odbierane przez podmioty działające na rynkach międzynarodowych, co w sytuacji wysokiej awersji do ryzyka może spowodować nagłe wycofanie się kapitału krótkoterminowego z kraju i dewaluację waluty krajowej. Konsekwencją są wyższe koszty obsługi zadłużenia zagranicznego, co z reguły prowadzi do spadku aktywności gospodarczej, a nawet recesji<sup>25</sup>. Przeplatające się okresy aprecjacji i deprecjacji waluty kraju lokaty związane są najczęściej z operacjami spekulacyjnymi i z reguły prowadzą do kryzysu walutowego.

Są jednak i korzyści. Obecność inwestorów zagranicznych na rynku finansowym kraju przyjmującego pozwala na rozwój tego rynku poprzez wzrost wolumenu transakcji, a konkurencja poprawia efektywność jego funkcjonowania. Transakcje przebiegają szybciej, sprawniej i bezpieczniej. Zwiększa się wiarygodność kraju na arenie międzynarodowej i stymulowany jest jego dalszy rozwój. Nagły znaczny odpływ kapitału, wynikający np. z działań spekulacyjnych inwestorów zagranicznych, może jednak spowodować trudne do przewidzenia zakłócenia w funkcjonowaniu rynku finansowego i zwiększenie ryzyka prowadzenia działalności gospodarczej.

Można więc powiedzieć, że ze względu na cechy inwestycji portfelowych do podstawowych skutków ich napływu dla gospodarki kraju przyjmującego zalicza się<sup>26</sup>:

- zmiany podaży kapitału na rynku krajowym,
- rozwój rynku finansowego i zwiększenie jego konkurencyjności,
- zmiany kursu walutowego kraju przyjmującego,
- możliwość wystąpienia ryzyka kursowego w efekcie zadłużenia Skarbu Państwa.

---

<sup>25</sup> Górniewicz (2007), s. 155—157.

<sup>26</sup> Weresa (2002).

## ***Zaangażowanie w inwestycje portfelowe kapitału zagranicznego w Polsce w latach 1995—2012***

Kategoria „inwestycje portfelowe” została wyodrębniona w Polsce i przedstawiona w statystyce w 1995 r., chociaż ten rodzaj kapitału napływał od samego początku transformacji ustrojowej. Podstawowym aktem prawnym regulującym publiczny obrót papierami wartościowymi i funduszami powierniczymi<sup>27</sup> jest ustawa z 22 marca 1991 r.

Lata 90. ub. wieku to okres powolnej co prawda stabilizacji gospodarki, ale za to jasno wyznaczonego kierunku reform, bardzo zresztą kosztownych dla budżetu. Utworzenie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie otworzyło drogę do napływu inwestycji zagranicznych. Napływ ten zwiększał się w miarę liberalizacji przepisów i przygotowania kraju do członkostwa w UE. Stosunkowo wysoki poziom stóp procentowych i rosnąca zdolność do obrony stabilnego kursu walutowego to w tym czasie atuty polskiej gospodarki, przyciągające dłużne papiery wartościowe. Jednocześnie postępująca prywatyzacja stwarzała warunki do portfelowych inwestycji udziałowych.

W latach 1995—2003 następowały różnokierunkowe zmiany ich stanu i struktury — inwestycje na przemian rosły i malały. Na początku lat 90. ub. wieku największym zainteresowaniem zagranicznych inwestorów cieszyły się bony skarbowe<sup>28</sup>. W drugiej połowie tego okresu wzrosło zainteresowanie obligacjami Skarbu Państwa. W roku 1996 kapitał spekulacyjny wycofał się z rynku. Wzrosło zainteresowanie inwestycjami udziałowymi. Do wzrostu portfela obligacji znajdujących się w posiadaniu inwestorów zagranicznych w latach 1995—2000 przyczyniły się liczne emisje obligacji, skierowane do nierezydentów, łącznie na kwotę 1350 mln USD<sup>29</sup>. Kumulacja prywatyzacji dużych przedsiębiorstw państwowych w drugiej połowie lat 90. ub. wieku zwiększyła zainteresowanie inwestorów papierami udziałowymi (w latach 1995—2003 objęto prywatyzacją 2325 przedsiębiorstw państwowych, w tym drogą kapitałową sprywatyzowano 196 z nich)<sup>30</sup>. Rosnące potrzeby pożyczkowe budżetu państwa i niska w tym okresie stabilizacja transformującej się gospodarki spowodowały, że w 1995 r. zaledwie 18,5% inwestycji portfelowych lokowano w papierach udziałowych, a 81,5% w dłużnych. W roku 1998 było to odpowiednio 95% i 5%, ale w 2003 r. inwestycje dłużne były większe niż udziałowe i stanowiły już 123% inwestycji portfelowych. Przed rokiem 2004 kapitał zagraniczny zaspokajał przede wszystkim potrzeby pożyczkowe państwa, a w dużo mniejszym stopniu finansował procesy inwestycyjne gospodarki.

---

<sup>27</sup> Dz. U. 1995 Nr 58.

<sup>28</sup> Szacuje się, że na koniec 1994 r. inwestorzy zagraniczni dysponowali bonami skarbowymi o wartości 100 mln USD (Durka, 1996, s. 157; Weresa, 2002, s. 14).

<sup>29</sup> Czepurko (2002), s. 61.

<sup>30</sup> *Prywatyzacja...* (2011).

Wejście Polski do UE zbiegło się ze zwiększonym strumieniem napływu kapitału prywatnego w formie inwestycji portfelowych<sup>31</sup>. W latach 2006—2008 strumień tych inwestycji uległ zahamowaniu. Inwestorzy zagraniczni pozbywali się emitowanych w Polsce obligacji skarbowych, co miało istotny wpływ na dużą zmienność kursów złotego. Jednak od 2008 r. nadal największym zainteresowaniem inwestorów cieszą się dłużne papiery wartościowe, chociaż rok później obroty polskimi obligacjami uległy wyraźnemu zahamowaniu. Zjawisko to przypisywane jest podniesieniu wiarygodności naszego kraju<sup>32</sup>, ale wpłynęły na to i inne czynniki, takie jak:

- spowolnienie wzrostu gospodarczego w niektórych krajach Wspólnoty Europejskiej, co skłoniło do poszukiwania alternatywnych form lokaty kapitału;
- kryzys finansowy dotyczący gospodarki większości krajów świata;
- wzrost otwartości polskiej gospodarki i jej powiązań z rynkami innych państw;
- konieczność dywersyfikacji alokacji kapitału finansowego w czasie i przestrzeni.

Poziom i strukturę inwestycji portfelowych w Polsce w latach 1995—2012 przedstawia wyk. 2.

Dominacja inwestycji dłużnych w inwestycjach portfelowych ogółem powodowała, że w latach 90. ub. wieku kapitał zagraniczny silnie wpływał na kształtowanie się kursu złotych<sup>33</sup>. Wzrost popytu na walutę krajową prowadził bowiem do jej aprecjacji. Sytuacja taka miała miejsce wobec kursu euro w latach 1999—2002, a wobec Stanów Zjednoczonych w latach 2001—2003 i pokrywała się z okresem znacznego napływu inwestycji portfelowych do Polski. W latach 2004—2007 obserwowaliśmy wyraźną aprecjację złotego w stosunku do euro oraz USD. Wyraźny spadek wartości złotego w stosunku do obu walut wystąpił w roku 2008.

Do roku 1999 inwestycje portfelowe nie powodowały aprecjacji złotego, nie miały więc istotnego wpływu na obniżenie konkurencyjności gospodarki oraz dynamiki eksportu. Eksport przyspieszył w 2000 r. i to mimo wyraźnej aprecjacji złotego. W latach 2004—2007 eksport wyrażony w USD rósł średniorocznie o 21%. Rok 2008 przyniósł spowolnienie eksportu, a kolejny — jego załamanie, co było spowodowane głównie kryzysem finansowym na rynkach światowych.

---

<sup>31</sup> 5 lat... (2009), s. 18.

<sup>32</sup> Inwestorzy zainteresowani papierami wartościowymi danego kraju opierają swoje decyzje na ratingu danego państwa. Ma on za zadanie odzwierciedlenie ryzyka inwestycyjnego związanego z tym krajem. Sporządzany jest przez niezależne organizacje finansowe (agencje ratingowe). Skala ratingowa Moody's AAA to najwyższy z możliwych ratingów i oznacza, że papier dłużny jest wolny od ryzyka. Najgorsza ocena D oznacza pewne bankructwo. Perspektywa pozytywna, stabilna lub negatywna wskazuje na tendencje kształtowania się ratingu w przyszłości. W 1995 r. tzw. indeks Moody's zaliczał Polskę do kategorii Baa, Standard and Poor BB przy wskazaniu pozytywnego trendu. W roku 2008 według Moody's zadłużenie Polski oceniano na poziomie A2 z perspektywą stabilną, a według agencji S&P — na poziomie A–.

<sup>33</sup> Zagraniczni inwestorzy portfelowi chcąc zakupić papiery wartościowe kraju lokaty muszą zapłacić za nie jego walutą. Sprzedają więc własne waluty, zgłaszając zwiększony popyt na pieniądź lokalny, co z kolei prowadzi do podniesienia jego kursu.



Utworzenie w 1991 r. Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie (GPW) otworzyło drogę do napływu zagranicznych inwestycji do Polski. Jednocześnie napływ ten dynamizował Giełdę i przyczynił się do rozwoju rynku kapitałowego. Przedmiotem obrotu na pierwszej sesji były akcje 5 spółek, a obroty osiągnęły wartość 1990 zł (2 tys. USD). Początkowo rozwój Giełdy był powolny. Przyspieszył go realizowany w latach 1994—1999 w Warszawie Program Powszechnej Prywatyzacji. Rosła liczba notowanych tu spółek. W 1994 r. obracano akcjami 44 spółek, a w 1997 r. — 143. W 1997 r. kapitalizacja Giełdy osiągnęła poziom 44 mld zł, a w 1999 r. przekroczyła 100 mld zł. W roku 1997 uległy zmianie podstawy prawne funkcjonowania Giełdy, a wraz z nimi rozszerzono wachlarz instrumentów finansowych, które mogły być przedmiotem obrotu giełdowego. Najważniejsze informacje o zmianach dokonanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w latach 1995—2010 przedstawia tablica.

**KAPITALIZACJA SPÓŁEK KRAJOWYCH, LICZBA SPÓŁEK NOTOWANYCH  
NA GIEŁDZIE W WARSZAWIE ORAZ OBROTY OBLIGACJAMI**

| L a t a    | Kapitalizacja spółek krajowych w mld zł | Liczba spółek | Obroty obligacjami w mld zł |
|------------|-----------------------------------------|---------------|-----------------------------|
| 1995 ..... | 11,271                                  | 65            | 9,638                       |
| 1996 ..... | 24,000                                  | 83            | 8,110                       |
| 1997 ..... | 43,766                                  | 143           | 6,744                       |
| 1998 ..... | 72,442                                  | 198           | 4,291                       |
| 1999 ..... | 123,411                                 | 221           | 2,383                       |
| 2000 ..... | 130,085                                 | 225           | 2,295                       |
| 2001 ..... | 103,370                                 | 230           | 2,567                       |
| 2002 ..... | 110,564                                 | 216           | 2,066                       |
| 2003 ..... | 140,001                                 | 203           | 6,337                       |
| 2004 ..... | 214,312                                 | 230           | 4,177                       |
| 2005 ..... | 308,417                                 | 255           | 2,754                       |
| 2006 ..... | 437,719                                 | 284           | 2,768                       |
| 2007 ..... | 509,887                                 | 351           | 1,748                       |
| 2008 ..... | 267,359                                 | 375           | 2,500                       |
| 2009 ..... | 421,178                                 | 379           | 1,476                       |
| 2010 ..... | 542,646                                 | 400           | 1,428                       |
| 2011 ..... | 446,151                                 | 426           | 0,836                       |
| 2012 ..... | 523,390                                 | 438           | 1,043                       |

Ź r ó d ł o: notowania GPW, stan na czerwiec 2013 r.

Podsumowując można powiedzieć, że zmiany zapoczątkowane w roku 1990, prowadzące do stabilizacji i restrukturyzacji gospodarki i liberalizacji systemu prawa stworzyły możliwość napływu inwestycji zagranicznych do Polski. Ich zwiększony strumień zbiegł się z wejściem Polski do UE. Jednocześnie inwestorzy zagraniczni dokonując transferu kapitału portfelowego przyspieszyli rozwój rynku finansowego w Polsce, finansując głównie potrzeby pożyczkowe budżetu państwa. Dopiero od roku 2001 napływ inwestycji portfelowych miał istotny wpływ na zmienność kursów walutowych, ale nie spowodował kryzysu waluto-

wego. Przyczynił się za to istotnie do szybkiego rozwoju rynku finansowego w Polsce.

## Podsumowanie

Wzrost gospodarczy obserwowany w Polsce po 1995 r. nie byłby możliwy bez inwestycji. Przez wiele lat niedostatki krajowych zasobów kapitałowych były uzupełniane przez BIZ. Zagraniczni inwestorzy, wprowadzając do polskich firm nowoczesną technologię czy nowe formy zarządzania i organizacji produkcji, przyczynili się do poprawy ich funkcjonowania, co umożliwiło wzrost produkcji wysokiej jakości i zwiększenie wydajności pracy. Spółki z kapitałem zagranicznym wykazywały z reguły większą skłonność do inwestowania, jak i eksportowania swojej produkcji, przyczyniając się tym samym do wzrostu gospodarczego.

Uzupełnieniem inwestycji bezpośrednich napływających do Polski były krótkoterminowe, mało stabilne inwestycje portfelowe. Inwestorzy zagraniczni dokonując transferu kapitału portfelowego przyspieszyli rozwój rynków finansowych w Polsce, finansując głównie potrzeby pożyczkowe budżetu państwa. Dopiero od roku 2001 napływ inwestycji portfelowych miał istotny wpływ na zmienność kursów walutowych. Przyczynił się za to istotnie do szybkiego rozwoju rynku finansowego w Polsce. Oba typy inwestycji były zatem w analizowanym okresie ważnym czynnikiem wzrostu gospodarczego.

---

**dr Barbara Ptaszyńska** — *Zespół Szkół Agrobiznesu w Rogoźnie*

## LITERATURA

- Borkowska S. (red.) (2003), *Polski rynek pracy wobec integracji europejskiej*, Raport IPiSS Zeszyt nr 24, Warszawa
- Budnikowski A. (2001), *Międzynarodowe stosunki gospodarcze*, PWE, Warszawa
- Czepurko A. (2002), *Inwestycje na polskim rynku kapitałowym*, [w:] *Gospodarka i handel zagraniczny Polski w 2001 roku*, IKiCHZ, Warszawa
- Czerwińska T. T. (2003), *Zagraniczne inwestycje portfelowe na rynku dłużnych papierów wartościowych w Polsce*, [w:] *Bezpośrednie inwestycje zagraniczne w Polsce*, red. W. Kraszewski, Wydawnictwo UMK, Toruń
- Durka E. (red.) (1996), *Inwestycje zagraniczne w Polsce*, IKiCHZ, Warszawa
- Górniewicz G. (2007), *Konsekwencje międzynarodowych przepływów kapitału dla gospodarki światowej ze szczególnym uwzględnieniem Polski*, Wydawnictwo Uniwersytetu Kazimierza Wielkiego, Bydgoszcz
- Humanicki M., Olszewski K. (2011), *Trzy dekady wzrostu inwestycji na świecie*, Almanach, Rynki finansowe
- Kościółek B. (1998), *Bezpośrednie inwestycje zagraniczne w Polsce — rola i wpływ na gospodarkę kraju przyjmującego*, Wyższa Szkoła Biznesu National Louis University, Nowy Sącz
- Kraszewski W., Wiśniewski J. (2000), *BIZ w Polsce, ich skala, struktura i wpływ na procesy rozwojowe*, „Ekonomista”, nr 4, Warszawa

- Mączyńska E. (1999), *BIZ. Światowe i lokalne czynniki dynamizujące*, „Ekonomista”, nr 1—2
- Polska... Raport o stanie gospodarki* (2007 i 2011), Ministerstwo Gospodarki
- Prywatyzacja przedsiębiorstw w 2010 r.* (2011), GUS
- Weresa M. A. (2002), *Skutki inwestycji zagranicznych dla gospodarki kraju przyjmującego do świadczenia Polski*, [w:] *Rola inwestycji zagranicznych w gospodarce*, Zeszyty BRE Bank-CASE
- Wieczorek P. (2001), *Nakłady inwestycyjne w przemyśle*, „Wiadomości Statystyczne”, nr 10, GUS
- 5 lat Polski w Unii Europejskiej* (2009), Urząd Komitetu Integracji Europejskiej, Warszawa

## SUMMARY

*This article analyzes the impact of FDI on economic growth in Poland in the years 1995—2012. The analysis is theoretical and empirical. Introduction to Polish companies of modern technologies and new forms of management and organization of production, contributed to the improvement of their performance, enabled an increase in the production of high-quality and increase productivity, thereby contributing to economic growth. Foreign investors, making the transfer of portfolio capital, hastened the development of financial markets in Poland, mainly financing the borrowing needs of the state budget. Since 2001 inflow of portfolio investments had a significant impact on the volatility of foreign exchange rates.*

## РЕЗЮМЕ

*В статье был представлен анализ влияния прямых внешних капиталовложений на экономический рост в Польше в 1995—2012 гг. Анализ имеет теоретическо-эмпирический характер.*

*Использование в польских предприятиях современных технологий или новых форм управления и организации производства, привело к улучшению их функционирования, сделало возможным рост высококачественного производства, а также повышение производительности, тем самым способствуя экономическому росту.*

*Иностранные инвесторы осуществляя перевод денег ускорили развитие финансового рынка в Польше, финансируя главным образом потребности государственного бюджета по займам. С 2001 г. приток портфельных инвестиций имел важное влияние на неустойчивость валютного курса.*