

# SKUTKI INWESTYCJI ZAGRANICZNYCH DLA GOSPODARKI KRAJU PRZYJMUJĄCEGO – DOŚWIADCZENIA POLSKI

*Marzenna A. Weresa*

## 1. Wprowadzenie

Dynamiczny wzrost rozmiarów międzynarodowych przepływów kapitału, który obserwuje się w gospodarce światowej począwszy od lat 80. jest rezultatem zmian, jakie nastąpiły w tym okresie w dwóch sferach: regulacyjnej i technologicznej. Po pierwsze, rządy wielu krajów zniosły bądź w znacznym stopniu ograniczyły kontrolę napływu i odpływu kapitału za granicę. Po drugie, rozwój technologii teleinformatycznych umożliwił wykorzystanie potencjalnych możliwości, jakie niesie liberalizacja międzynarodowego transferu kapitału. Po trzecie, w odpowiedzi na zmiany w sferze regulacyjnej i technologicznej pojawiły się nowe instrumenty finansowe, co ułatwiło inwestorom zarządzanie aktywami i wykorzystanie różnic między krajami w odniesieniu do ryzyka i zysku inwestycji. W rezultacie tych wszystkich procesów nastąpił szybki wzrost inwestycji zagranicznych. W latach 1980–2001 tempo tego wzrostu było kilkakrotnie wyższe niż tempo wzrostu gospodarki światowej i światowego eksportu.

Międzynarodowe przepływy kapitału wywołują skutki zarówno dla krajów dostarczających i przyjmujących kapitał, jak i całej gospodarki światowej. Celem niniejszego opracowania jest ocena jednego z aspektów tego problemu, a mianowicie próba odpowiedzi na pytanie, jakie znaczenie dla polskiej gospodarki ma otwarcie dla napływu inwestycji zagranicznych, które dokona-

ło się w efekcie transformacji gospodarczej i związanej z tym liberalizacji przepisów regulujących powiązania ekonomiczne z zagranicą.

Analiza dotyczy lat 1990–2001 i obejmuje dwie formy inwestycji zagranicznych: inwestycje bezpośrednie oraz portfelowe. Empiryczną część opracowania, opisującą doświadczenia Polski na tle innych krajów poprzedza część teoretyczna pokazująca, jakie mogą być potencjalne skutki (zarówno pozytywne, jak i negatywne) napływu inwestycji zagranicznych dla gospodarki kraju przyjmującego kapitał. Następnie dokonano oceny czy i w jakim zakresie efekty te wystąpiły w polskiej gospodarce.

## 2. Inwestycje zagraniczne a rozwój gospodarki kraju przyjmującego – wybrane aspekty teoretyczne

Inwestycje zagraniczne to jedna z form międzynarodowego transferu kapitału, definiowanego w szerokim ujęciu jako ruch kapitału odnotowany w bilansie płatniczym<sup>1</sup>. Inwestycje zagraniczne dzielą się na dwie kategorie<sup>2</sup>:

- inwestycje bezpośrednie (BIZ),
- inwestycje portfelowe.

Bezpośrednie inwestycje zagraniczne (BIZ) są najbardziej zaawansowanym sposobem wejścia na rynki obce. W literaturze ekonomicznej istnieją różne definicje BIZ. Różnice te dotyczą raczej stopnia szczegółowości sformułowania niż treści ekonomicznej zjawiska. Na przykład

---

P. Krugman i M. Obstfeld określają bezpośrednie inwestycje zagraniczne jako międzynarodowy transfer kapitału w celu utworzenia w innym kraju filii i sprawowania nad nią kontroli<sup>3</sup>. Bezpośrednią inwestycją zagraniczną według klasyfikacji Międzynarodowego Funduszu Walutowego i OECD jest natomiast inwestycja podejmowana w celu uzyskania trwałego wpływu na działalność przedsiębiorstwa w innym kraju. Definicja ta zwraca także uwagę na wielkość minimalnego udziału oznaczającego kontrolę firmy i precyzuje pojęcie bezpośrednich inwestycji zagranicznych stwierdzając, że jest to przedsięwzięcie, w którym pojedynczy inwestor zagraniczny kontroluje przynajmniej 10% akcji zwykłych (głosów) w firmie lub ma efektywny wpływ na decyzje firmy<sup>4</sup>. Pakiet taki wydaje się wystarczający do zapewnienia kontroli inwestorowi z uwagi na to, że obecnie najczęściej akcje danej firmy znajdują się w posiadaniu szerokiej grupy inwestorów indywidualnych. Inwestorami indywidualnymi mogą być indywidualni przedsiębiorcy, pojedyncze przedsiębiorstwa lub grupy przedsiębiorstw prywatnych i publicznych, a także rząd. Inwestor może stworzyć na zagranicznym rynku zupełnie nowe przedsiębiorstwo w zależności od rodzaju wejścia na ten rynek. Może być to *greenfield*, czyli samodzielna budowa przedsiębiorstwa od podstaw, *brownfield* – przejęcie już istniejącego i jego restrukturyzacja albo współpraca z partnerem lokalnym w formie *joint venture*.

Z powyżej przytoczonych definicji wynika, że ich autorzy są zgodni co do kwestii konieczności sprawowania kontroli nad firmą przez inwestora zagranicznego. Prawo sprawowania kontroli przez inwestora ma istotne znaczenie, gdyż ma on możliwość kształtowania polityki oraz wpływania na decyzje kontrolowanego przedsiębiorstwa we wszystkich dziedzinach jego działalności. Inwestycje bezpośrednie nie są tylko prostym transferem kapitału finansowego, którego celem jest przyniesienie wyłącznie zysku wynikającego z globalnej strategii przedsiębiorstwa. Kapitał fi-

nansowy stanowi raczej instrument umożliwiający przemieszczanie się przez granice zestawu czynników produkcji w celu ich efektywniejszego eksploataowania, a także lepszego wykorzystania przewagi konkurencyjnej na rynku zagranicznym. Tak więc obok transferu kapitału następuje także transfer technologii, wiedzy, metod zarządzania oraz marketingu. Trafna wydaje się teza J. H. Dunninga, że bezpośrednie inwestycje zagraniczne są specyficzną transakcją wiążącą trzy płaszczyzny: kapitał finansowy, doświadczenie zarządzania i wiedzę techniczną oraz przedsiębiorczość<sup>5</sup>.

Powyższe cechy bezpośrednich inwestycji zagranicznych pozwalają je odróżnić od inwestycji portfelowych – innej formy przepływu kapitału finansowego i wejścia na obce rynki. Inwestycje te polegają na zakupie papierów wartościowych emitowanych przez skarb państwa lub akcji przedsiębiorstwa, bez chęci bezpośredniego zaangażowania się w zarządzanie tym przedsiębiorstwem. Dążenie lub nie do sprawowania kontroli stanowi główną różnicę między inwestycjami bezpośrednimi a portfelowymi. Głównym celem podejmowania zagranicznych inwestycji portfelowych jest dywersyfikacja portfela inwestycyjnego w celu ograniczenia ryzyka oraz osiągnięcia wyższego zysku przez lokowanie funduszy w zagranicznych papierach wartościowych oferujących, po uwzględnieniu różnic kursów walutowych, wyższą realną stopę procentową<sup>6</sup>. Charakter portfelowy mają przepływy kapitału prywatnego ale również publicznego.

Podstawowe różnice między bezpośrednimi inwestycjami zagranicznymi a inwestycjami portfelowymi przedstawia tabela 1. (Załącznik na str. 28).

Z zaprezentowanych w tabeli 1 różnic między inwestycjami zagranicznymi bezpośrednimi i portfelowymi wynika, że skutki obu typów inwestycji zagranicznych dla kraju przyjmującego mogą być nieco odmienne. Wspólną cechą obu rodzajów inwestycji jest ich finansowy aspekt – w obu przy-

---

padkach następuje przepływ kapitału między krajami. Ograniczając się wyłącznie do finansowego wymiaru inwestycji zagranicznych można dostrzec w analizach teoretycznych ilościowe i jakościowe skutki przepływu kapitału poza granice kraju<sup>7</sup>. Mogą być one analizowane w trzech ujęciach: z punktu widzenia kraju wywożącego kapitał, z punktu widzenia kraju przyjmującego kapitał oraz w kategoriach całej gospodarki światowej. Efekty te ujęte modelowo dla dwóch krajów ilustruje rysunek 1.

Na osi poziomej pokazane zostały łączne zasoby kapitału w krajach I i II, które wynoszą  $00'$ , przy czym wartość  $0B$  tych zasobów przypada na kraj I, zaś  $BO'$  na kraj II. Na osiach pionowych przedstawiona została krańcowa produktywność kapitału w obu krajach definiowana jako wielkość wzrostu produkcji przypadająca na jednostkę przyrostu kapitału. Stopy produktywności kapitału (a więc i stopy zwrotu) są różne w obu krajach (por.: proste  $Z_1$  i  $Z_2$  na rys. 1), ze względu na istnienie różnic w wyposażeniu obu krajów w kapitał. W ujęciu modelowym kapitał przepływa z kraju o niższym stopie zwrotu (kraj I) do kraju o wyższym stopie zwrotu (kraj II) do momentu ich wyrównania się (punkt F na rys.1). Zasoby kapitału są wówczas w kraju I równe odcinkowi  $0A$ , zaś w kraju II – odcinkowi  $A0'$ . Transfer kapitału powoduje zwiększenie produkcji w kraju I z poziomu wyrażonego powierzchnią  $0BDC$  (z czego wartość  $0BDC$  przypada na właścicieli kapitału, zaś pozostała część na właścicieli pozostałych czynników produkcji) do poziomu  $0BGFK$  (wówczas wartość wyrażona powierzchnią  $0BGFE$  przypada na właścicieli kapitału, zaś  $EFK$  na właścicieli pozostałych czynników produkcji). W kraju II natomiast napływ kapitału powoduje zmniejszenie jego krańcowej produktywności i stopy zwrotu z poziomu  $0'L$  do poziomu  $0'H$ . Zwiększenie zasobów kapitału powoduje wzrost produkcji, który na rysunku reprezentuje powierzchnia  $ABJF$ . Ponieważ napływ kapitału do kraju II jest równy odcinkowi  $AB$ , oznacza to, że wzrost produkcji

w kraju II przypadający na zagranicznych inwestorów odpowiada powierzchni  $ABGF$ , zaś pozostały wzrost dochodu (pole  $FGJ$ ) przejmują właściciele innych czynników produkcji. Jednocześnie jednakże zmniejszy się dochód właścicieli krajowego kapitału w kraju II z poziomu  $0'LJB$  do poziomu  $0'HGB$ , zaś zwiększy się dochód krajowych właścicieli pozostałych czynników produkcji (łącznie równy będzie powierzchni trójkąta  $FHM$ ). Oznacza to, że w obu krajach następują nie tylko zmiany wielkości dochodu, ale również ich redystrybucja między właścicielami czynników produkcji. W kraju inwestującym kapitał za granicą następuje przesuwanie się dochodów na korzyść właścicieli kapitału. W kraju przyjmującym kapitał zmniejszą się dochody właścicieli kapitału na korzyść właścicieli innych niż kapitał czynników produkcji (ziemia, praca, wiedza techniczna). Z punktu widzenia gospodarki światowej jako całości dzięki lepszej alokacji kapitału nastąpi wzrost dochodu globalnego. Dodatkowo, obok zmian poziomu produkcji i dochodu oraz efektów redystrybucyjnych transfer kapitału wpływa także na wymianę handlową krajów, kształtowanie się *terms of trade* oraz bilans płatniczy.

Z teoretycznego punktu widzenia przepływ kapitału w formie inwestycji zagranicznych może, w zależności od warunków kraju inwestora i kraju przyjmującego, bądź zastępować handel, jak i go uzupełniać. W poświęconej temu zagadnieniu obszernej literaturze z dziedziny międzynarodowych stosunków gospodarczych można wyodrębnić dwa zasadnicze nurty rozważań teoretycznych, oba poparte adekwatnymi badaniami empirycznymi:

- koncepcje bazujące na modelu Heckschera-Ohlina, głoszące, że napływ inwestycji zagranicznych zastępuje wymianę handlową<sup>8</sup>,
- koncepcje stwierdzające, że jeżeli funkcje produkcji we współpracujących krajach różnią się, to inwestycje zagraniczne i wymiana handlowa będą wobec siebie komplementarne<sup>9</sup>.

Obie koncepcje teoretyczne zostały pozytywnie zweryfikowane w licznych badaniach em-

---

pirycznych. W związku z tym problem czy, i w jakich warunkach, inwestycje zagraniczne wpływają na tworzenie nowych strumieni handlu, a kiedy zastępują handel, nie może być rozstrzygnięty jednoznacznie *a priori*, ale raczej powinien być badany empirycznie dla poszczególnych krajów.

Obok ilościowych skutków przepływu kapitału dla gospodarki niemniej istotne, chociaż trudniejsze do kwantyfikowania są efekty jakościowe. Biorąc pod uwagę finansowy aspekt inwestycji zagranicznych można wskazać na istnienie zazwyczaj pozytywnego wpływu międzynarodowego transferu kapitału na efektywność funkcjonowania rynków finansowych, co sprzyja poprawie efektywności gospodarowania<sup>10</sup>. Oddziaływanie przepływu kapitału na efektywność funkcjonowania rynków finansowych odbywa się dzięki ich geograficznej i rodzajowej dywersyfikacji, co sprzyja podnoszeniu konkurencyjności na różnych rynkach. Ponadto przeplatanie się krótko- i długoterminowych obrotów kapitałowych o różnym stopniu ryzyka i płynności może sprzyjać swoistemu uśrednieniu ryzyka na poszczególnych rynkach<sup>11</sup>.

Analizując pozafinansowe aspekty inwestycji zagranicznych, które pojawiają się w przypadku inwestycji bezpośrednich (BIZ) należy także uwzględnić wpływ BIZ na konkurencyjność kraju przyjmującego.

Po pierwsze, napływ kapitału zagranicznego w formie BIZ oznacza uzupełnienie krajowych zasobów materialnych i niematerialnych (takich jak kapitał finansowy, technologia, umiejętności menedżerskie, rozszerzenie dostępu do rynków zagranicznych). W wyniku napływu kapitału zagranicznego może również nastąpić poprawa zasobów krajowych i wzrost ich produktywności im.in. dzięki bardziej efektywnej alokacji tych zasobów oraz ich udoskonaleniu w wyniku konieczności konkurowania lokalnych i zagranicznych przedsiębiorstw lub ich współpracy. Firmy z udziałem kapitału za-

granicznego wprowadzają ponadto nowe technologie produkcji oraz sposoby zarządzania i techniki marketingowe, co również może wpływać na poprawę efektywności działalności gospodarczej w kraju przyjmującym inwestycje. Naśladowanie przez lokalnych konkurentów nowych rozwiązań wprowadzonych przez zagranicznych inwestorów może doprowadzić do zmian w pozycji konkurencyjnej poszczególnych branż. Napływ BIZ wpływa na konkurencyjność również poprzez intensyfikację systemu powiązań gospodarki kraju przyjmującego z gospodarką światową, w wyniku czego może nastąpić szersze włączenie się podmiotów krajowych do międzynarodowego podziału pracy. Efekty napływu inwestycji bezpośrednich dla kształtowania konkurencyjności kraju przyjmującego podsumowuje tabela 2.

Podsumowując rozważania teoretyczne dotyczące skutków napływu inwestycji zagranicznych dla kraju przyjmującego należy wskazać, że mogą być one zarówno pozytywne, jak i negatywne. Rodzaj i siła tych efektów w znacznym stopniu zależy od warunków i polityki gospodarczej kraju przyjmującego. Do najważniejszych ekonomicznych skutków napływu inwestycji, które w świetle teorii mogą wystąpić w kraju importującym kapitał należą:

- zwiększenie zasobów kapitału, wielkości produkcji i dochodu,
- zmiany produktywności czynników produkcji,
- zmniejszenie poziomu stopy procentowej,
- redystrybucja dochodów uzyskiwanych przez właścicieli poszczególnych czynników produkcji na niekorzyść właścicieli kapitału,
- wzrost wykorzystania innych czynników produkcji (w tym pracy),
- zmiany wolumenu handlu zagranicznego,
- skutki dla bilansu handlowego i płatniczego,
- poprawa efektywności funkcjonowania rynków finansowych,
- poprawa konkurencyjności gospodarki (innowacyjność, konkurencyjność eksportu itd.),

- 
- kryzysy na rynkach finansowych (kapitał spekulacyjny),
  - eliminowanie rodzimych producentów z rynku,
  - ograniczenie konkurencji (w sytuacji pozycji monopolistycznej inwestora),
  - nadmierna eksploatacja surowców naturalnych,
  - degradacja środowiska naturalnego (w sytuacji gdy napływ kapitału wiąże się z transferem tzw. „brudnych” technologii).

Odrębny problem stanowi metodologia badania łącznego efektu napływu inwestycji zagranicznych w gospodarce kraju przyjmującego. W literaturze przedmiotu istnieją co najmniej dwie różne koncepcje dotyczące sposobu oceny znaczenia inwestycji zagranicznych dla wzrostu gospodarczego kraju przyjmującego inwestycje<sup>12</sup>. Pierwsze podejście to analiza ekonometryczna, która wiąże zmiany napływu inwestycji zagranicznych w czasie z różnymi miernikami poziomu rozwoju gospodarczego, takimi jak np. wielkość PKB na 1 mieszkańca, poziom skolaryzacji społeczeństwa czy zmiany dochodów realnych. Metodologia ta ma jednak liczne ograniczenia, a główna trudność zastosowania jej w praktyce wynika ze sprzężonej współzależności inwestycji zagranicznych i wzrostu dochodu narodowego – wysoka dynamika PKB przyciąga napływ inwestycji, natomiast inwestycje zagraniczne bezpośrednio i pośrednio przyczyniają się do wzrostu PKB.

W licznych pracach teoretycznych i empirycznych badających znaczenie inwestycji zagranicznych dla wzrostu gospodarczego przyjmowano wielkość napływu kapitału jako jedną ze zmiennych objaśniających tendencje zmian PKB. Jednakże dla różnych krajów osiągnięto w analizach ekonometrycznych różnorodne rezultaty. Niektóre prace potwierdzają pozytywny wpływ inwestycji zagranicznych na poziom wzrostu gospodarczego w kraju przyjmującym. Na przykład H. Reisen i M. Soto analizowali skutki napływu krótko- i długoterminowego ka-

pitалу na wzrost gospodarczy dla grupy 44 krajów rozwijających się w latach 1986–97. Z analizy wynika, że istnieje pozytywna korelacja między napływem inwestycji zagranicznych a wzrostem dochodu narodowego, przy czym relatywnie większe znaczenie mają inwestycje bezpośrednie, charakteryzujące się większą stabilnością niż inwestycje portfelowe<sup>13</sup>. Pozytywne oddziaływanie inwestycji bezpośrednich na wzrost gospodarczy potwierdza też weryfikacja modeli ekonometrycznych prowadzona przez różnych autorów dla krajów rozwijających się i Polski<sup>14</sup>.

W innych badaniach udowodniono ambiwalentne, a nawet niekiedy negatywne skutki napływu kapitału zagranicznego dla wzrostu gospodarczego – np. dla Maroka<sup>15</sup>.

Drugie, obok ekonometrycznego, podejście do badania wpływu inwestycji zagranicznych na wzrost gospodarczy obejmuje analizę opisową ich skutków dla gospodarki kraju przyjmującego, którą można prowadzić charakteryzując odrębnie poszczególne efekty. Istotne jest ponadto rozróżnienie obu typów inwestycji zagranicznych: bezpośrednich i portfelowych. Ich skutki mogą być odmienne, ze względu na wskazane dość istotne różnice między tymi dwoma rodzajami inwestycji zagranicznych (por. tabela 1). Dlatego oddziaływanie napływu kapitału zagranicznego analizuje się zazwyczaj odrębnie dla inwestycji bezpośrednich i portfelowych. Znaczenie inwestycji zagranicznych określa m.in. ich relacja do dochodu narodowego i inwestycji krajowych. Istotne jest ponadto, w jakim stopniu napływ inwestycji z zagranicy uzupełnia krajowe zasoby finansowe oraz jakie są skutki dla funkcjonowania rynków, handlu zagranicznego i bilansu płatniczego. Wreszcie warto ocenić, czy napływ inwestycji bezpośrednich powoduje zmniejszenie dystansu technologicznego między krajem inwestora a krajem przyjmującym dzięki towarzyszącemu inwestycjom transferowi wiedzy i umiejętności organizacyjnych i menedżerskich.



---

W niniejszym opracowaniu zastosowana została właśnie ta druga ze scharakteryzowanych powyżej metod – analiza opisowa. W przeciwieństwie do analizy ekonometrycznej, która daje jeden zagregowany wynik oceniający łączne oddziaływanie wszystkich efektów towarzyszących inwestycjom zagranicznym, analiza opisowa jest metodą mniej abstrakcyjną. Pozwala ona na pokazanie odrębnie poszczególnych efektów inwestycji zagranicznych dla gospodarki kraju przyjmującego, z rozróżnieniem na skutki inwestycji bezpośrednich i portfelowych.

### **3. Zaangażowanie kapitału zagranicznego w Polsce w latach 1990–2001**

W latach dziewięćdziesiątych nastąpiła w Polsce liberalizacja przepływów kapitałów i stopniowe włączanie gospodarki do światowego systemu finansowego. Procesy transformacji gospodarki i tworzenie prawnych warunków inwestowania w Polsce zachęciły zagraniczny kapitał do dokonywania lokat na polskim rynku. Początkowo napływający zagraniczny kapitał stanowiły głównie inwestycje portfelowe, jednak system ulg i zwolnień podatkowych, nowe regulacje prawne, w tym wprowadzenie zasady narodowego traktowania inwestorów i przede wszystkim wysokie tempo wzrostu w połowie lat 90. oraz względnie stabilna sytuacja gospodarcza sprzyjały przyciąganiu również inwestycji bezpośrednich. Inne czynniki przyciągają inwestycje bezpośrednie, inne decydują o napływie inwestycji portfelowych. Napływ inwestycji bezpośrednich wyznaczają tendencje długofalowe, związane z ogólną sytuacją gospodarczą w kraju lokat oraz efektywnością działalności produkcyjnej, natomiast na dokonywanie zagranicznych inwestycji portfelowych wpływają przede wszystkim dwa elementy, tj. oprocentowanie lokat oraz stopa aprecjacji waluty krajowej.

#### **3. 1. Inwestycje bezpośrednie**

Otwarcie gospodarki polskiej oraz procesy transformacji spowodowały skokowy wzrost zainteresowania podmiotów zagranicznych rynkiem polskim na początku lat 90. Napływ kapitału zagranicznego w formie inwestycji bezpośrednich liczony przez NBP na bazie przepływów pieniężnych osiągnął w 2001 r. poziom 8830 mln dol., co oznacza, że po okresie systematycznego wzrostu BIZ nastąpiło po raz pierwszy zmniejszenie strumienia inwestycji. W rekordowym roku 2000 napływ inwestycji bezpośrednich wyniósł 9342 mln dol. (tabela 3).

Napływ BIZ do Polski wykazywał w latach 1990–2001 zmienną dynamikę. W pierwszej połowie lat 90. (1991–1995) średnioroczna stopa wzrostu BIZ wynosiła 130%, natomiast w latach 1996–2000 dynamika wzrostu napływu kapitału była znacznie niższa, a w 2001 r. odnotowano spadek napływu aż o około 5%. Jedną z przyczyn spadku napływu BIZ było zahamowanie prywatyzacji, co nałożyło się na osłabienie koniunktury w Polsce i na rynkach światowych.

W porównaniu do innych krajów Europy Środkowej i Wschodniej Polska przyciąga w kategoriach bezwzględnych znaczną wartość kapitału zagranicznego, jednakże w większości tych krajów następuje systematyczny wzrost napływu BIZ. Podobnie jak w Polsce, spadek napływu w 2001 roku odnotowano jedynie w dwóch krajach regionu – Słowacji i Łotwie. Porównanie wartości napływu BIZ do Polski z krajami rozwiniętymi ujawnia znaczne dysproporcje: np. w 2001 r. napływ BIZ do Hiszpanii (21 mld dol.) był prawie 3-krotnie większy niż do Polski.

Pozytywną tendencją jaka zarysowuje się w odniesieniu do inwestycji bezpośrednich w Polsce w latach 1990–2000 jest zmniejszenie się udziału kredytów inwestorów zagranicznych na rzecz składników zasilających kapitały własne podmiotów. Do roku 1997 udział kredytów w wartości napływu BIZ wzrastał osiągając 36% w 1997 r., natomiast w 2000 r. było to już tylko 9%.

---

Negatywnym zjawiskiem jest natomiast zmniejszenie strumienia napływu inwestycji bezpośrednich o wartość strat, które od roku 1998 przewyższają reinwestowane zyski. W roku 2000 straty przypadające na zagranicznych inwestorów wyniosły 2734 mln dol. i przewyższyły reinwestowane zyski o 400 mln dol. (tabela 3).

Skumulowana wartość kapitału zagranicznego zainwestowanego w Polsce wykazywała w kolejnych latach tendencję wzrostową, zwiększając się w latach 1989 – 2001 ponad 350-krotnie, co było rezultatem transformacji gospodarczej i związanej z tym liberalizacji przepisów o działalności gospodarczej. Na koniec 2001 r. łączna skumulowana wartość BIZ wyniosła ponad 42 mld dol. Około 75% ogółu inwestycji stanowił kapitał własny inwestorów zagranicznych, natomiast pozostałe 25% to wartość kredytów zaciągniętych u inwestorów (tabela 4). W analizowanym okresie stosunek skumulowanej wartości zainwestowanego kapitału do wartości udzielonych kredytów był względnie stabilny kształtował się jak 1:3, poza wyjątkowym rokiem 1997, kiedy relacja ta była najwyższa i wyniosła 1:2.

Zestawiając pozycję Polski z krajami w regionie warto podkreślić, że mimo spadku napływu w 2001 r. Polska utrzymuje nadal pozycję lidera w Europie Środkowej i Wschodniej w odniesieniu do wartości skumulowanej BIZ wchłaniając  $\frac{1}{4}$  ogółu kapitału zagranicznego zainwestowanego w regionie. Porównania z krajami UE wypadają w większości na korzyść tych ostatnich: np. na koniec 2001 r. skumulowana wartość BIZ w Irlandii wyniosła 75 mld dol., w Hiszpanii – 158 mld dol., a w Portugalii – 33 mld dol. ( w Polsce – 42 mld).

### **3. 2. Inwestycje portfelowe**

Napływ inwestycji portfelowych charakteryzuje się w Polsce znacznymi wahaniami. Zmienność ta wiąże się z motywami, jakimi kierują się inwestorzy – na wahania wpływają m.in. oczekiwania co

do kształtowania się kursu walutowego, różnica między rentownością papierów wartościowych w kraju i za granicą oraz sytuacja na innych rynkach finansowych. Najważniejsze czynniki krajowe decydujące o skali oraz strukturze inwestycji to bieżąca i prognozowana sytuacja makroekonomiczna oraz polityka gospodarcza państwa.

Inwestycje portfelowe to lokaty w papiery wartościowe – dłużne i udziałowe, głównie akcje przedsiębiorstw oraz obligacje. Kategoria „inwestycje portfelowe” została wyodrębniona w Polsce i ujmowana w statystykach od roku 1995.

Poziom napływu inwestycji portfelowych w Polsce jest znacznie niższy niż inwestycji bezpośrednich. W latach 1995–2001 następowały różnokierunkowe zmiany stanu i struktury inwestycji portfelowych – inwestycje naprzemian rosły i malały w kolejnych latach (tabela 5). Najwyższy poziom napływu inwestycji portfelowych przypada na 2000 r., gdy wyniósł on ponad 3 mld dol.

Znaczne fluktuacje zagranicznych inwestycji portfelowych obserwuje się również w okresach miesięcznych w obrębie poszczególnych lat – inwestorzy reagują na aktualne i przewidywane zmiany polityki gospodarczej (np. stopy procentowe, poziom deficytu itp.) zmiany ocen polskiej gospodarki dokonywanych przez instytucje ratingowe oraz wydarzenia na światowych rynkach finansowych.

Zagraniczni inwestorzy lokujący w papiery dłużne w Polsce dotychczas najchętniej inwestowali w emitowane przez Skarb Państwa papiery wartościowe. Kategoria ta obejmuje bony skarbowe oraz obligacje emitowane zarówno na rynku krajowym, jak i za granicą. W portfelach zagranicznych inwestorów znajdują się również obligacje typu Brady wyemitowane w 1994 r. w ramach redukcji i restrukturyzacji zadłużenia wobec banków komercyjnych zrzeszonych w Klubie Londyńskim (wartość zobowiązań Polski wobec zagranicy z tytułu obligacji Brady’ego w 1994 r. wyniosła 7988 mln dol.).

---

W pierwszej połowie lat 90. największym zainteresowaniem zagranicznych inwestorów portfelowych cieszyły się bony skarbowe. Możliwość inwestowania przez podmioty zagraniczne na polskim rynku bonów skarbowych datuje się od 1992 r. Ponieważ do roku 1995 obroty bonami na rynku wtórnym nie były rejestrowane centralnie, trudno jest ocenić rozmiar tych inwestycji. Szacuje się, że na koniec 1994 r. inwestorzy zagraniczni dysponowali polskimi bonami skarbowymi o wartości około 100 mln dol.<sup>16</sup>, zaś na koniec 2001 r. wartość nominalna posiadanych przez nierezydentów bonów skarbowych wynosiła 234 mln dol. (tabela 6). Stanowiły one 1,7% całego portfela dłużnych papierów wartościowych znajdujących się w posiadaniu zagranicznych inwestorów. W drugiej połowie lat 90. wzrastały inwestycje portfelowe lokowane w obligacjach Skarbu Państwa. Wartość obligacji znajdujących się w portfelach zagranicznych inwestorów (łącznie z obligacjami Brady'ego) stanowiła ponad połowę ogółu zagranicznych inwestycji portfelowych w Polsce na koniec 2001 r. O preferencjach inwestorów w odniesieniu do zakupu długoterminowych papierów wartościowych świadczy dynamika ich wzrostu – w ostatnich latach była ona wyższa niż dynamika lokat w instrumenty krótkookresowe. W roku 2001 portfel obligacji posiadanych przez zagranicznych inwestorów zwiększył się o 21,4% (głównie są to obligacje Skarbu Państwa o stałym oprocentowaniu)<sup>17</sup>.

Do wzrostu portfela obligacji znajdujących się w posiadaniu inwestorów zagranicznych przyczyniły się emisje obligacji na rynkach zagranicznych: 1995 r. – na kwotę 250 mln dol., w 1997 r. na kwotę 500 mln dol., w marcu 2000 r. – na kwotę 600 mln dol., w lipcu 2002 r. – na kwotę 1000 mln dol.<sup>18</sup>.

Lokowanie na polskim rynku inwestycji zagranicznych o charakterze udziałowym (akcje) umożliwiła ustawa „Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi” i wznowienie działalności Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie. Inwestorzy zagraniczni są traktowani na równi z krajowymi, nie

ma ograniczeń dotyczących transferu zysków kapitałowych za granicę. Wartość inwestycji zagranicznych lokowanych w udziałowych papierach wartościowych była w latach 90. (z wyjątkiem roku 1998) mniejsza od lokat w papiery dłużne (tabela 5). Stan zagranicznych inwestycji w udziałowe papiery wartościowe uległ zmniejszeniu z 5350 mln dol. na koniec 2000 r. do 4301 mln dol. na koniec 2001 r., natomiast inwestycje zagraniczne w papiery dłużne wzrosły w tym okresie odpowiednio z 12707 mln dol. do 14594 mln dol. (tabela 6).

Wartość lokat inwestorów zagranicznych w udziałowe papiery wartościowe stanowiła na koniec 2001 r. około 23% ogółu zobowiązań Polski z tytułu inwestycji portfelowych.

#### **4. Rola inwestycji bezpośrednich w polskiej gospodarce**

Jak wynika z powyższych rozważań teoretycznych (por. p. 2) napływ kapitału zagranicznego w formie inwestycji bezpośrednich ma dla gospodarki nieco inne skutki niż inwestycje portfelowe. Różnice te wynikają z odmiennego charakteru tych lokat i odmiennych motywów ich dokonywania. Analiza znaczenia inwestycji bezpośrednich (BIZ) w gospodarce obejmuje nie tylko finansowy wymiar tych inwestycji, ale także technologiczny, organizacyjny, marketingowy itp.

##### **4. 1. Udział firm z kapitałem zagranicznym w inwestycjach krajowych i PKB**

O znaczeniu BIZ dla polskiej gospodarki może świadczyć zmiana relacji między wartością kapitału zagranicznego a PKB oraz między napływem kapitału odniesionym do wartości inwestycji brutto (tabele 7 i 8).

Stosunek skumulowanej wartości inwestycji zagranicznych bezpośrednich do produktu krajowego



---

wego brutto w Polsce wzrastał w latach 1990–2000 z poziomu 0,2% do 21,3% w 2000 r. Miernik ten, pokazujący wagę kapitału zagranicznego w gospodarce, jest w Polsce zbliżony do poziomu występującego w Niemczech i Hiszpanii, niższy niż np. na Węgrzech, w Czechach czy w Irlandii (ale wyższy niż w Grecji – por. tabela 7).

Rolę inwestycji zagranicznych w gospodarce odzwierciedla także inny wskaźnik – udział napływu BIZ w krajowych inwestycjach brutto. Kapitał zagraniczny – w obu analizowanych formach tj. inwestycje bezpośrednie i portfelowe – może być istotnym źródłem finansowania działalności inwestycyjnej w kraju przyjmującym<sup>19</sup>. Relacja napływu kapitału produkcyjnego do inwestycji brutto charakteryzuje się w Polsce tendencją rosnącą, podobnie jak w np. Hiszpanii. Poziom tego wskaźnika jest bardzo zróżnicowany w poszczególnych krajach i podlega znacznym fluktuacjom (tabela 8). W 2000 r. jedną z najwyższych relacji BIZ do inwestycji miała Irlandia (107,1%), a na przeciwnym krańcu znajdowała się np. Grecja (4,2%). Na tym tle wskaźnik dla Polski kształtuje się na poziomie raczej umiarkowanym (23,4%), zbliżonym do Hiszpanii.

Wartość wskaźnika daje pewien obraz zagranicznej penetracji danej gospodarki nie informując jednakże, czy i w jakim stopniu napływ kapitału został przeznaczony na finansowanie jej potrzeb inwestycyjnych. Kwantyfikacja tego zjawiska jest o tyle trudna, że możliwe jest tutaj wykorzystanie środków zagranicznych na działalność inwestycyjną nie tylko bezpośrednio (np. inwestycje *greenfield*), ale też pośrednio (gdy np. wpływy z prywatyzacji do budżetu państwa mogą być przeznaczone na inwestycje infrastrukturalne, budowę szkół, szpitali itp.)

Analizy ekonometryczne tego problemu potwierdziły, że dla gospodarek krajów rozwiniętych trudno jest wykazać istnienie bezpośredniej zależności między napływem BIZ a zwiększeniem inwestycji krajowych<sup>20</sup>. Wynika to z faktu, że znaczna część napływu kapitału zagranicznego

w krajach rozwiniętych wiąże się z fuzjami i przejęciami, co oznacza zmianę właściciela, chociaż nie wyklucza późniejszego wpływu na wielkość inwestycji w kraju przyjmującym<sup>21</sup>.

Nieco inne wnioski można wyciągnąć z weryfikacji modelu ekonometrycznego badającego to zagadnienie w krajach transformujących się Europy Środkowej i Wschodniej. Dla tych krajów potwierdzona została pozytywna korelacja inwestycji krajowych brutto z napływem BIZ w latach 1989–2000<sup>22</sup>.

Obok bezpośredniego wpływu na poziom inwestycji kraju przyjmującego napływ BIZ może oddziaływać na działalność inwestycyjną kraju przyjmującego także pośrednio poprzez nakłady inwestycyjne firm z kapitałem zagranicznym oraz poprzez stymulowanie bądź hamowanie inwestycji lokalnych konkurentów czy kooperantów.

Aktywność inwestycyjna działających w Polsce spółek z udziałem kapitału zagranicznego była w latach 90. (a szczególnie w latach 1994–2000) wyższa niż przeciętna – działalność inwestycyjną prowadziło około 80% firm z udziałem zagranicznym. Główne dziedziny, w których inwestowały te firmy w 2000 r. to następujące sekcje EKD: działalność produkcyjna (17804,2 mln zł), transport (12222,2 mln zł) oraz handel (10230,8 mln zł.) (por. tabela 9).

Analiza znaczenia spółek z udziałem kapitału zagranicznego w działalności inwestycyjnej w Polsce wymaga porównania dokonywanych przez te podmioty nakładów inwestycyjnych z całkowitą wydatków inwestycyjnych przedsiębiorstw w Polsce. W latach 90. udział firm z kapitałem zagranicznym w nakładach inwestycyjnych w Polsce zwiększył się z 16,3% w roku 1995 do 39,7% w roku 2000 (tabela 9).

Kolejnym problemem jest wpływ pośredni działalności firm z kapitałem zagranicznym na aktywność inwestycyjną lokalnych konkurentów i kooperantów. Czy BIZ pobudza ich inwestycje, czy też przeciwnie – ogranicza je? Oba te procesy mogą zachodzić nie tylko na rynkach towaro-

---

wych, ale także na rynkach finansowych w zależności od wielu czynników, takich jak: wielkość napływu BIZ w stosunku do rozmiarów rynku finansowego kraju przyjmującego, wielkości poszczególnych rynków towarowych, warunków konkurencji itp. Doświadczenia krajów rozwiniętych z lat 1970–89 potwierdzają pozytywny wpływ BIZ na inwestycje krajowe<sup>23</sup>. Stymulujący charakter BIZ dla inwestycji krajowych udowodniono także dla sektora telekomunikacyjnego w Argentynie<sup>24</sup>.

Liczne przykłady potwierdzają możliwość hamowania aktywności inwestycyjnej firm lokalnych przez podmioty z kapitałem zagranicznym. Wyniki testów ekonometrycznych dla 39 krajów rozwijających się za lata 1970–96 są bardzo różnorodne – od negatywnego wpływu BIZ na lokalne inwestycje poprzez neutralność obu zjawisk, aż do silnie pozytywnej korelacji. Grupując uzyskane wyniki regionalnie należy stwierdzić, że hamowanie inwestycji firm lokalnych występowało najczęściej wśród badanych krajów Ameryki Łacińskiej (np. Chile, Boliwia), zaś stymulowanie tychże inwestycji przez BIZ potwierdzono dla większości badanych krajów Azji (np. Korea Płd., Tajlandia, Pakistan). Model ekonometryczny weryfikowany był również dla 3 krajów europejskich – Turcji, Cypru i Polski. Dwa pierwsze z wymienionych krajów charakteryzowały się pozytywną korelacją BIZ i inwestycji firm lokalnych, zaś dla Polski uzyskano wynik negatywny<sup>25</sup>. Rezultat ten oznacza, że w pierwszej połowie lat 90. napływ kapitału zagranicznego nie tylko nie pobudzał aktywności inwestycyjnej polskich firm lokalnych, ale ją ograniczał. Brak jest reprezentatywnych badań szczegółowych dla drugiej połowy lat 90., kiedy napływ BIZ do Polski był wyjątkowo dynamiczny. Odnotowując jednakże wyraźny wzrost znaczenia firm z kapitałem zagranicznym w inwestycjach krajowych w tym okresie mierzony ich udziałem procentowym (tabela 9) można wnioskować, że w dalszym ciągu przedsiębiorstwa krajowe nie były w stanie kon-

kurować z firmami z kapitałem zagranicznym na polu inwestowania w swój rozwój. Wśród przyczyn tej sytuacji, obok braku narzędzi polityki gospodarczej, które pobudzałyby zdolności akumulacyjne przedsiębiorstw, należy wymienić słabnący popyt wewnętrzny, wysokie koszty kredytu krajowego, umocnienie się kursu złotego. Niektóre z tych przyczyn są związane z napływem inwestycji zagranicznych portfelowych<sup>26</sup>.

W rezultacie łączny efekt napływu inwestycji zagranicznych do Polski dla aktywności inwestycyjnej na rynku krajowym jest wypadkową dwóch scharakteryzowanych wyżej przeciwstawnych tendencji: z jednej strony napływ kapitału z zagranicy zwiększa niewystarczające krajowe zasoby finansowe, co bezpośrednio pozytywnie wpływa na pobudzanie procesów inwestycyjnych (inwestycje podmiotów z udziałem kapitału zagranicznego rosną), z drugiej zaś strony pośrednie oddziaływanie na procesy inwestycyjne w gospodarce sprowadza się do ograniczenia możliwości rozwojowych krajowych konkurentów.

#### **4. 2. Wpływ inwestycji bezpośrednich na rynek pracy**

Bezpośrednie inwestycje zagraniczne odgrywają ważną i pozytywną rolę na rynku pracy, szczególnie wtedy, kiedy dokonywane są w formie inwestycji *greenfield*. Z każdym rokiem wzrasta liczba pracujących w spółkach z udziałem kapitału zagranicznego. W 1998 r. było to ok. 841 tys., w 1999 r. – 923 tys., i w 2000 r. – 966 tys. (wykres 1).

Jednocześnie powstają też nowe miejsca pracy w ich otoczeniu, głównie w firmach kooperacyjnych i w usługach. Szacuje się, że jedno miejsce pracy powstałe w wyniku BIZ generuje średnio 4 nowe miejsca pracy.

Wzrastał również udział zatrudnionych w spółkach z kapitałem zagranicznym w zatrudnieniu ogółem w sektorze przedsiębiorstw z 7%

---

w 1994 r. do 19,6% w 2000 r.<sup>27</sup>. Oznacza to, że co piąty zatrudniony w tym sektorze pracuje w firmie z kapitałem zagranicznym.

Struktura zatrudnienia w spółkach z kapitałem zagranicznym według sekcji EKD charakteryzuje się znacznym zróżnicowaniem. Najwyższy udział w przeciętnym zatrudnieniu w gospodarce mają spółki z udziałem kapitału zagranicznego w sekcjach EKD: przemysł, transport, magazynowanie i łączność oraz handel i naprawy. W sekcji „przemysł” relatywnie najwyższy udział w zatrudnieniu mają podmioty z kapitałem zagranicznym w dziale „działalność produkcyjna”. Struktura ta jest zbieżna w znacznym stopniu ze strukturą branżową zaangażowanego w Polsce kapitału zagranicznego.

Ocena wpływu BIZ na zatrudnienie w gospodarce wymaga odpowiedzi na pytanie: czy inwestycje zagraniczne powodują kreację miejsc pracy – czy też może przeciwnie – redukują zatrudnienie. Pytanie to jest istotne zwłaszcza w warunkach polskich, ze względu na wysoki poziom bezrobocia. Ponadto warto również rozważyć czy napływ BIZ sprzyja tworzeniu i pomnażaniu lokalnego kapitału ludzkiego, czy może redukuje rolę krajowej siły roboczej do roli podwykonawców i eliminuje udział w zarządzaniu?

Badania empiryczne, dotyczące pierwszego z zarysowanych problemów potwierdzają tezę, że w oddziaływanie BIZ na kreację miejsc pracy jest niejednakowe w poszczególnych sektorach i krajach. Pozytywne skutki BIZ dla zatrudnienia w kraju przyjmującym wykazano dla krajów Azji Południowo-Wschodniej – częściowo dzięki proeksportowemu charakterowi inwestycji<sup>28</sup>. Natomiast destrukcję zatrudnienia i przesunięcie produkcji w kierunku dóbr kapitałochłonnych spowodował napływ inwestycji zagranicznych w krajach Ameryki Łacińskiej<sup>29</sup>. Inne wyniki uzyskano dla Meksyku: w latach 1975–1988 BIZ pozytywnie oddziaływały na popyt na wykwalifikowanych pracowników i przyczyniły się do znacznego wzrostu ich płac<sup>30</sup>. W analizach prowadzonych dla krajów

transformujących się także uzyskano różnorodne wyniki. Przykładowo. w Czechach, Słowacji i Estonii napływowi BIZ towarzyszył wzrost zatrudnienia w większości branż przemysłu. Inaczej było na Węgrzech, gdzie w niektórych branżach takich jak przetwórstwo żywności, metalurgia i produkcja mebli nastąpił spadek liczby pracujących w firmach z kapitałem zagranicznym, przy jednoczesnym ich wzroście w firmach lokalnych działających w danej branży<sup>31</sup>. Dane statystyczne dla Polski potwierdzają, że w latach 90. następował systematyczny wzrost zatrudnienia w firmach z udziałem kapitału zagranicznego we wszystkich sektorach, jednakże dynamika wzrostu uległa w ostatnich latach osłabieniu. Wydaje się jednak, że wpływ inwestycji zagranicznych na rynek pracy w Polsce należy ocenić pozytywnie. Inwestycje typu *greenfield*, których w Polsce jest relatywnie dużo tworzą nowe miejsca pracy. Do tego dochodzą też efekty pośrednie – zatrudnienie w firmach lokalnych partnerów, poddostawców, kooperantów. Ponadto jednym z głównych motywów napływu BIZ do Polski w pierwszej połowie lat 90. był relatywnie niski koszt czynnika pracy – były to więc inwestycje poszukujące siły roboczej, funkcjonujące w dziedzinach pracochłonnych, a więc z definicji kreujące zatrudnienie. Negatywne skutki dla zatrudnienia może mieć natomiast wzrost obciążeń wynagrodzeń (składki na ubezpieczenie społeczne, podatki) oraz niedostosowany do nowoczesnej gospodarki kodeks pracy.

Analizując oddziaływanie kapitału zagranicznego na rynek siły roboczej należy uwzględnić, obok aspektów ilościowych, tj. zmiany poziomu zatrudnienia, także aspekty jakościowe tego zjawiska – tj. wpływ na wydajność pracy i poziom kwalifikacji zatrudnionych.

W latach 1994–2000 zaznacza się wyraźna przewaga firm z udziałem kapitału zagranicznego w porównaniu z firmami z kapitałem wyłącznie polskim pod względem wielkości przychodów na zatrudnionego oraz wielkości zysku na zatrudnio-

---

nego. Określona w ten sposób wydajność pracy była w firmach z udziałem zagranicznym kilkakrotnie wyższa niż przeciętna dla podmiotów gospodarczych z kapitałem polskim (tabela 10).

Wzrost wydajności pracy w przedsiębiorstwach z udziałem kapitału zagranicznego jest efektem intensywnego inwestowania w kapitał ludzki. Ponad połowa respondentów badanych przedsiębiorstw z udziałem kapitału zagranicznego uważa, że zaangażowanie inwestora zagranicznego spowodowało wzrost poziomu kwalifikacji pracowników oraz ich wykształcenia i znajomości języków obcych<sup>32</sup>. Tendencja ta jest z jednej strony odpowiedzią na wzrost wymagań pracodawców, a z drugiej strony jest w pewnym stopniu efektem organizowanych szkoleń oraz praktyk krajowych i zagranicznych.

Pozytywny wpływ inwestycji zagranicznych na kwalifikacje zatrudnionych i wydajność pracy potwierdzają analizy prowadzone zarówno dla krajów rozwiniętych, jak i rozwijających się<sup>33</sup>. Ta forma inwestycji sprzyja także eliminacji zjawiska drenażu mózgow<sup>34</sup>.

### **4. 3. Zagraniczne inwestycje bezpośrednie a wymiana handlowa**

Istotnym czynnikiem charakteryzującym rolę bezpośrednich inwestycji zagranicznych w gospodarce jest duże i rosnące zaangażowanie podmiotów z udziałem zagranicznym w wymianę z zagranicą zarówno po stronie importu, jak i eksportu.

Ocena znaczenia napływu inwestycji bezpośrednich dla wymiany handlowej z zagranicą obejmuje co najmniej trzy zagadnienia:

1. Czy napływ kapitału zagranicznego kreuje handel czy też go zastępuje?
2. Czy i jak zmieniają się kierunki geograficzne eksportu i importu?
3. Jak napływ BIZ oddziałuje na konkurencyjność eksportu?

Rozstrzygnięcie dylematu substytucyjności czy komplementarności handlu i bezpośrednich inwestycji zagranicznych podejmują liczne badania empiryczne. Tezę o substytucyjności handlu zagranicznego i przepływu kapitału produkcyjnego udowodniono dla napływu BIZ do krajów rozwijających się w latach 70.<sup>35</sup>. O tym czy napływ BIZ kreuje, czy też ogranicza eksport kraju przyjmującego inwestycje może decydować także pochodzenie kapitału. Niektóre badania empiryczne dowodzą, że kreacja eksportu towarzyszy inwestycjom niemieckim i japońskim, natomiast inwestycje amerykańskie są skierowane głównie na obsługę rynku lokalnego i oznaczają ograniczenie wymiany handlowej<sup>36</sup>.

Ciekawym przykładem kształtowania się relacji handel–inwestycje jest Szwecja. Studia empiryczne dowodzą, że w latach 70. inwestycje zagraniczne wpływały na kreowanie wymiany handlowej tego kraju, natomiast w latach 80. odnotowano tendencje przeciwne<sup>37</sup>.

Liczne badania empiryczne potwierdziły pozytywny wpływ bezpośrednich inwestycji zagranicznych na handel. Wskazują na to doświadczenia Tajwanu, Meksyku czy Indii<sup>38</sup>. Podobne wnioski sformułowano na podstawie analizy inwestycji japońskich w krajach Azji Południowo-Wschodniej<sup>39</sup>. Teza o komplementarności BIZ i wymiany handlowej potwierdzona została także dla niemieckich inwestycji w większości krajów UE<sup>40</sup> i dla krajów Europy Środkowo-Wschodniej<sup>41</sup>.

Badania tego zagadnienia dla Polski dowodzą, że kapitał zagraniczny napływa głównie do dziedzin, w których Polska posiada przewagi komparatywne, zatem oba strumienie – handel i inwestycje – uzupełniają się nawzajem<sup>42</sup>. Potwierdza to utrzymująca się w drugiej połowie lat 90. wyższa dynamika obrotów handlu zagranicznego podmiotów z udziałem zagranicznym w porównaniu do ogółu podmiotów gospodarczych, a także znacznie wyższa skłonność tych podmiotów do eksportu mierzona udziałem eksportu w sprzedaży ogółem (wykres 2).

---

W 2000 r. udział sprzedaży na eksport w przychodach ogółem wynosił odpowiednio 16,2% dla podmiotów z kapitałem zagranicznym i 6,2% dla przedsiębiorstw z kapitałem wyłącznie polskim.

Do roku 2000 systematycznie wzrastał udział wymiany handlowej z zagranicą spółek z kapitałem zagranicznym w globalnym imporcie i eksporcie Polski. W porównaniu z rokiem 1994 udział spółek z kapitałem zagranicznym w obrotach handlowych Polski zwiększył się w 2000 r. z 25,0% do 56,2% w eksporcie, i z 32,9% do 60,7% w imporcie. W 2001 r. nastąpiło jednak zmniejszenie dynamiki eksportu podmiotów z kapitałem zagranicznym. Eksport osiągnął 18992,6 mln dol., a import 30499,6 mln dol., zaś udział w eksporcie globalnym Polski obniżył się do 52,6%, przy jednoczesnym wzroście udziału w globalnym imporcie do 60,7%.

W pierwszej połowie lat 90. wpływ kapitału zagranicznego na polski handel zagraniczny był większy po stronie importu niż eksportu. Potwierdzają ten wniosek wartości współczynnika korelacji napływu BIZ i eksportu, który w latach 1991–94 wyniósł 0,53, natomiast korelacja BIZ i importu kształtowała się na poziomie 0,94. W drugiej połowie lat 90. zależności te są nieznacznie silniejsze dla eksportu w porównaniu z importem. Dla okresu 1995–2001 współczynnik korelacji Pearsona osiągnął wartość odpowiednio: 0,91 dla napływu BIZ i eksportu i 0,89 dla napływu i importu (tabela 11).

Rezultatem relatywnie wyższej skłonności spółek z kapitałem zagranicznym do importu niż eksportu do roku 1998 było narastające ujemne saldo obrotów handlowych. W kategoriach nominalnych zwiększyło się ono z –2797,5 mln dol. w 1994 r. do –11594 mln dol. w 1998 r. Udział podmiotów z obcym kapitałem w deficycie handlu zagranicznego Polski był stosunkowo wysoki i w 1998 r. kształtował się na poziomie 61%. Od roku 1998 dynamika eksportu firm z kapitałem zagranicznym przewyższyła dynamikę importu, ujemne saldo uległo zmniejszeniu do –8737,8

mln dol. w 2000 r., stanowiąc 50,5% deficytu handlowego Polski. W roku 2001 dynamika eksportu przedsiębiorstw z udziałem kapitału zagranicznego ponownie uległa osłabieniu i w rezultacie generowały one aż 81% deficytu w bilansie handlowym (–11507,0 mln dol.). Trudno na razie ocenić czy jest to chwilowe wahnięcie spowodowane osłabieniem popytu zagranicy, związanym z cyklem koniunkturalnym, czy też trwała tendencja.

Reasumując, udział podmiotów z kapitałem zagranicznym w wymianie handlowej Polski z zagranicą jest stosunkowo wysoki, zwłaszcza w zestawieniu z ich znaczeniem w gospodarce mierzonego udziałem w kapitale zakładowym ogółu przedsiębiorstw oraz relacją ich liczby do liczby działających na terytorium Polski podmiotów gospodarczych. Istnieje znaczna dysproporcja w tym zakresie, gdyż przy ponad 50% udziale w obrotach handlu zagranicznego przedsiębiorstwa z kapitałem obcym stanowiły zaledwie 12,6% ogólnej liczby podmiotów, a ich udział w kapitale zakładowym ogółu przedsiębiorstw stanowi około 17%<sup>43</sup>.

Znaczenie napływu inwestycji bezpośrednich z zagranicy dla wymiany handlowej Polski jest zróżnicowane terytorialnie i branżowo. Podmioty z kapitałem zagranicznym mają relatywnie największy wpływ na eksport z Polski do krajów UE, zwłaszcza do Włoch (w 2001r. udział w całkowitym eksporcie Polski na ten rynek – 72%), Belgii (62,9%), Francji (59,8%), Niemiec (56,5%) i Holandii (55,2%) (tabela 12).

W latach 1995–2001 nastąpiły stosunkowo znaczne zmiany udziału firm z kapitałem zagranicznym w eksporcie Polski do krajów byłego ZSRR (z 23,5% w 1995 r. do 41,1% w 2001 r.) oraz do USA (z 26% do 42%), jednakże na tle innych regionów znaczenie firm z kapitałem obcym w kształtowaniu eksportu na te rynki jest nadal relatywnie najmniejsze.

Podobnie jak w eksporcie, skutki napływu BIZ dla importu są w największym stopniu widoczne w polskim imporcie z krajów UE, gdzie udział



---

podmiotów z kapitałem obcym zwiększył z 48,7% w 1995 do 64,6% w 2001 r. (tabela 13). Na niektórych rynkach dominacja podmiotów z kapitałem zagranicznym jest wyraźna – generują one aż  $\frac{3}{4}$  polskiego importu z Francji, ponad 60% z Austrii, Wielkiej Brytanii oraz Niemiec.

Handel zagraniczny przedsiębiorstw z udziałem zagranicznym w znacznym stopniu skorelowany jest z krajem pochodzenia kapitału, przy czym zależność ta jest zdecydowanie większa dla importu niż w przypadku eksportu<sup>44</sup>.

W towarowej strukturze eksportu firm z kapitałem zagranicznym dominowały maszyny i urządzenia oraz sprzęt elektryczny i elektrotechniczny (29,7% eksportu tych podmiotów w 2001 r.). Podobny asortyment przeważał też w imporcie (31,1%). Znaczącą pozycję w handlu zagranicznym firm z udziałem kapitału zagranicznego stanowi także sprzęt transportowy – w tej branży odnotowano w 2001 r. dodatnie saldo obrotów (19,5 mln dol.). Największą nadwyżkę w handlu zagranicznym firm z udziałem obcych inwestorów o wartości 1129,6 mln dol. (60% nadwyżki w polskim handlu zagranicznym w tej grupie) odnotowano w 2001 r. w grupie „różne wyroby gotowe” (tj. meble, pościel, materace, budynki prefabrykowane). Największy deficyt wykazały podmioty z kapitałem zagranicznym w grupach: „maszyny i urządzenia; sprzęt elektroniczny i elektrotechniczny” (–3846,3 mln dol., tj. 66% polskiego deficytu w tej grupie towarowej) oraz „produkty przemysłu chemicznego” (–2948,5 dol. tj. 80% polskiego deficytu w tej grupie).

Obok scharakteryzowanego wyżej ilościowego wpływu zagranicznych inwestycji bezpośrednich na polski handel zagraniczny znacznie bardziej istotne są efekty jakościowe, polegające na zmianach konkurencyjności eksportu.

Z teoretycznego punktu widzenia zależność między napływem kapitału zagranicznego a konkurencyjnością eksportu wynika z posiadanej przez inwestora przewagi technologicznej, z tytułu *know-how*, marki handlowej lub innych praw

własnościowych<sup>45</sup>. Przewaga ta pozwala na bardziej efektywną produkcję i wpływa na zmianę struktury handlu. Działalność inwestorów zagranicznych oddziałuje ponadto na podmioty krajowe – lokalnych poddostawców, odbiorców oraz krajowych konkurentów. Dzięki konkurencji firm z udziałem kapitału zagranicznego podmioty krajowe zmuszone są do modernizacji produkcji oraz poprawy wydajności pracy. Zarówno konkurencja, jak i efekt demonstracji wpływają na zmianę struktury produkcji oraz handlu zagranicznego. Pozytywne oddziaływanie BIZ na konkurencyjność eksportu potwierdzają przykłady takich krajów jak Singapur, Malezja, Meksyk<sup>46</sup>. Podobne rezultaty uzyskano dla Kanady<sup>47</sup>.

Napływ zagranicznych inwestycji bezpośrednich nie zawsze jednakże przynosi poprawę konkurencyjności eksportu – badania empiryczne prowadzone dla krajów Europy Środkowo-Wschodniej w latach 1990–98 nie potwierdziły znaczącego pozytywnego oddziaływania BIZ na konkurencyjność w tych krajach<sup>48</sup>.

Czy zatem kapitał zagraniczny wpływa na konkurencyjność polskiego eksportu? Odpowiedzi na to pytanie można udzielić badając zmiany ujawnionych przewag komparatywnych (RCA)<sup>49</sup> w kontekście tendencji napływu do Polski oraz struktury branżowej bezpośrednich inwestycji zagranicznych.

W latach 90. następowały stopniowe zmiany struktury polskiego eksportu, częściowo będące wynikiem działalności podmiotów z kapitałem zagranicznym. Zmiany te potwierdza zmniejszająca się wartość współczynnika korelacji między ujawnionymi przewagami komparatywnymi w kolejnych latach. Korelacja między RCA w latach 1991 i 2000 wynosi 0,46, podczas gdy analogiczny wskaźnik dla lat 1991 i 1998 kształtował się na poziomie 0,60. Oznacza to, że w początkowym okresie transformacji kapitał zagraniczny nie wpłynął w zasadniczym stopniu na zmianę polskiej specjalizacji eksportowej, gdyż napływał głównie do tych dziedzin, w których Polska już

---

wcześniej posiadała przewagi komparatywne w handlu. W dziale EKD „działalność produkcyjna” najbardziej atrakcyjnymi dla BIZ do roku 1995 były takie branże jak przemysł spożywczy, produkcja drewna i masy celulozowej, przemysł chemiczny, produkcja wyrobów z gumy i tworzyw sztucznych. W 2000 r. na pierwszym miejscu pod względem wartości skumulowanej zainwestowanego kapitału znajdowała się produkcja pojazdów mechanicznych, natomiast relatywnie spadła atrakcyjność przetwórstwa żywności. Kapitał napływa jednakże głównie do dziedzin, które są tradycyjną specjalnością Polski. Z wyjątkiem przemysłu chemicznego, samochodowego oraz produkcji żywności są to branże, w których Polska w 1991 roku posiadała ujawnione przewagi komparatywne w handlu i utrzymała je w latach 90. Dzięki napływowi kapitału zagranicznego już w 1995 r. poprawił się natomiast wskaźnik RCA w produkcji żywności i stopniowo rosła wartość RCA w przemyśle samochodowym, a w 2000 r. pojawiły się ujawnione przewagi komparatywne w tej dziedzinie (tabela 14).

Odmianą tendencją charakteryzuje się przemysł chemiczny. W 1991 roku Polska nie miała przewag komparatywnych w handlu chemikaliami. Mimo napływu inwestycji zagranicznych do tej branży (4,2% udziału w ogólnej wartości zainwestowanego kapitału zagranicznego) nastąpiło pogorszenie wskaźników RCA w polskim handlu zagranicznym wyrobami tej branży. W ramach branży chemicznej jednakże ujęciu bardziej zdezagregowanym obserwuje się znaczne zróżnicowanie konkurencyjności poszczególnych grup towarowych. Ujawnione przewagi komparatywne występowały w latach 90. w polskim handlu chemikaliami nieorganicznymi i nawozami sztucznymi. Chemikalia organiczne utraciły posiadane w 1991 r. ujawnione przewagi komparatywne, natomiast pozytywna zmiana nastąpiła w handlu kosmetykami i preparatami dentystrycznymi (gdzie następowała powolna poprawa RCA, ale w 2000 r. wskaźnik ten pozostawał jeszcze nie-

znacznie ujemny). Niektóre z tych zmian (np. przemyśle kosmetycznym, w którym zainwestowały m.in. Henkel, Oriflame, L’Oreal, Colgate-Palmolive) można przypisywać działalności inwestorów zagranicznych.

Porównanie struktury eksportu firm z udziałem kapitału zagranicznego oraz przedsiębiorstw z kapitałem wyłącznie polskim wskazuje na odmienne tendencje w każdej z grup przedsiębiorstw (tabela 15). Udział wyrobów pracochłonnych (żywność, tekstylia, wyroby z drewna) w eksporcie firm z kapitałem zagranicznym systematycznie się obniża, natomiast wzrasta udział tych dóbr w eksporcie firm polskich. Znaczne są także różnice w udziale maszyn i urządzeń w eksporcie obu grup przedsiębiorstw. Wprawdzie udział ich wzrasta w obu grupach firm, jednakże w eksporcie firm z kapitałem zagranicznym jest on ponad dwa razy wyższy niż w wywozie firm z kapitałem polskim (odpowiednio 26,9% i 11,9%). Podobnie znaczenie eksportu sprzętu transportowego jest relatywnie większe w przedsiębiorstwach z udziałem zagranicznym w porównaniu do firm z kapitałem krajowym.

Porównanie struktury importu firm z kapitałem polskim i zagranicznym również pokazuje na znaczne różnice w obu grupach przedsiębiorstw. W imporcie firm z kapitałem zagranicznym dominują maszyny i urządzenia i udział ten wzrasta – w 2000 r. stanowiły one aż 33% całkowitego importu spółek z kapitałem zagranicznym. Znacząca pozycja tej grupy, do której należą dobra inwestycyjne, może w przyszłości sprzyjać modernizacji gospodarki. W imporcie firm polskich maszyny stanowiły 19% wartości przywozu, udział ten zmniejszył się w latach 1995–2000 o 2 pkt. procentowe. Grupą o najwyższym i rosnącym udziale w imporcie firm polskich są produkty mineralne (23,4% w 2000 r.), podczas gdy znaczenie tych towarów w imporcie firm z kapitałem zagranicznym jest stosunkowo niewielkie i utrzymuje się na stałym poziomie (2,2%). Przeciwny kierunek zmian w strukturze eksportu i importu obu grup przedsiębiorstw niewątpliwie wpłynie na

---

wartości wskaźników ujawnionych przewag komparatywnych w długim okresie.

Zmianom ujawnionych przewag komparatywnych może także sprzyjać import dóbr zaawansowanych technologicznie, zwłaszcza gdy są one stosowane w procesach produkcyjnych. Udział importu towarów wysokich technologii w globalnym imporcie Polski od 1993 roku utrzymuje się jednakże na względnie stałym poziomie około 10%, nie można także jak dotychczas stwierdzić istotnej statystycznie zależności między tą wielkością a napływem kapitału zagranicznego do Polski.

#### **4. 4. Wpływ inwestycji bezpośrednich na innowacyjność**

Skutki zagranicznych inwestycji bezpośrednich dla gospodarki polskiej odnoszą się także do sfery innowacyjności. Inwestycje bezpośrednie to najważniejszy i zazwyczaj najtańszy kanał przepływu technologii (wiedzy), która zarówno w sposób bezpośredni, jak i pośrednio może stymulować kreowanie innowacji.

Pozytywny wpływ inwestycji zagranicznych bezpośrednich na innowacyjność udowodniono w licznych opracowaniach empirycznych dla wielu sektorów i krajów – np.: dla Meksyku<sup>50</sup> czy Wielkiej Brytanii<sup>51</sup>. Analizy empiryczne prowadzone dla krajów transformujących się również wskazują na występowanie efektów inwestycji zagranicznych w sferze technologicznej, chociaż nie dla wszystkich krajów zostały one potwierdzone. Na negatywne skutki towarzyszącego inwestycjom bezpośrednim transferu technologii wskazuje przykład Czech<sup>52</sup>. Pozytywne, ale raczej niewielkie efekty inwestycji bezpośrednich zostały udowodnione dla pozostałych krajów Europy Środkowo- Wschodniej<sup>53</sup>.

Jakie są zatem skutki zagranicznych inwestycji bezpośrednich dla innowacyjności polskiej gospodarki?

Analiza tego zagadnienia dokonana dla lat 1990–2000 oparta zarówno na bogatym materiale statystycznym, jak i reprezentatywnych badaniach ankietowych prowadzonych w przedsiębiorstwach potwierdziła, że istnieje zależność między kształtowaniem się bieżących przewag innowacyjnych a napływem kapitału zagranicznego w okresach wcześniejszych<sup>54</sup>. Siła tej zależności jest niejednakowa w branżach o różnym zaawansowaniu technologicznym: relatywnie największy wpływ BIZ na innowacyjność uwiadcza się w przemyśle zaliczanych do tzw. średniowysokiej oraz średnioniskiej techniki (np. przemysł samochodowy, chemiczny)<sup>55</sup>. Brak jest natomiast skorelowanych z napływem kapitału zagranicznego zmian w innowacyjności branż zaawansowanych technologicznie (wysokiej techniki). Niewielki wpływ BIZ odnotowano także w branżach zaliczanych do techniki niskiej<sup>56</sup>.

#### **4. 5. Znaczenie kapitału zagranicznego w prywatyzacji polskiej gospodarki**

Bezpośredni wpływ inwestycji zagranicznych na strukturę polskiej gospodarki przejawia się przede wszystkim w udziale inwestorów w prywatyzacji. Jest to po pierwsze, tworzenie sektora prywatnego poprzez rozpoczynanie w Polsce działalności w formie *joint ventures* z partnerem polskim lub zakładanie firm o 100% udziale inwestora zagranicznego. Po drugie, inwestorzy mogą przejmować udziały lub akcje w istniejących przedsiębiorstwach państwowych, które objęte są procesami prywatyzacyjnymi.

Ogółem, do końca 2000 roku zarejestrowano w Polsce 37355 przedsiębiorstw z udziałem kapitału zagranicznego, co stanowi 13,2% ogólnej liczby podmiotów gospodarczych.

Najbardziej powszechną formą prawną działalności podmiotów z kapitałem zagranicznym są spółki prawa handlowego – w grudniu 2000 r. funkcjonowało z udziałem kapitału zagraniczne-

---

go 42532 spółek z o.o. oraz 1204 spółek akcyjnych. Wzrasta również liczba podmiotów, w których inwestorzy zagraniczni zainwestowali powyżej 1 mln dol. Na koniec 2001 r. było ich 885, czyli prawie 5-krotnie więcej niż w 1993 roku<sup>57</sup>.

Oprócz tworzenia nowych podmiotów, inwestorzy zagraniczni zgodnie z ustawą o prywatyzacji przedsiębiorstw państwowych mogą uczestniczyć w procesach prywatyzacyjnych istniejących firm państwowych. Trzy zasadnicze ścieżki tego udziału to:

- zakup przez inwestora akcji lub udziałów prywatyzowanych kapitałowo przedsiębiorstw (po ich skomercjalizowaniu) w drodze oferty publicznej i przetargów (prywatyzacja pośrednia),
- nabycie majątku firm w prywatyzacji bezpośredniej bądź utworzenie spółki, do której wnoszone są aktywa tych przedsiębiorstw (prywatyzacja bezpośrednia),
- zakup majątku firm podlegających likwidacji.

Przekształcenia własnościowe w Polsce objęły liczbę 8453 przedsiębiorstw państwowych istniejących w dniu 31 grudnia 1990 r.<sup>58</sup>. Z tej liczby do końca 2000 r. prywatyzację przeprowadzono w 6711 przedsiębiorstwach, z czego 1500 skomercjalizowano, 1791 sprywatyzowano w drodze prywatyzacji bezpośredniej, zaś w 1694 poddano likwidacji z przyczyn ekonomicznych<sup>59</sup>. W rezultacie na koniec 2000 r. w rejestrze znajdowało się 2268 przedsiębiorstw sektora państwowego.

Inwestorzy zagraniczni uczestniczą najczęściej w prywatyzacji kapitałowej (pośredniej) przedsiębiorstw państwowych. W latach 1990–2000 z udziałem kapitału zagranicznego sprywatyzowano kapitałowo 199 przedsiębiorstw państwowych, natomiast w wyniku prywatyzacji bezpośredniej lub na bazie majątku zlikwidowanych przedsiębiorstw państwowych powstało 55 firm z kapitałem zagranicznym. Skumulowana wartość napływu kapitału zagranicznego z tytułu sprzedaży akcji i udziałów oraz realizacji zobowiązań inwestycyjnych wyniosła do końca 2000 r.

36,4 mld zł, co stanowi około 58% ogółu przychodów z prywatyzacji kapitałowej w analizowanym okresie (tabela 16). Wpływy do budżetu z tytułu prywatyzacji pośredniej uzyskane od zagranicznych inwestorów wzrastały dynamicznie w latach 1990–2000, najwyższy poziom osiągając w roku 2000 w związku z prywatyzacją Telekomunikacji Polskiej SA.

## **5. Inwestycje portfelowe w gospodarce kraju przyjmującego**

Skutki napływu inwestycji zagranicznych portfelowych dla polskiej gospodarki można postrzegać co najmniej w kilku wymiarach:

- w odniesieniu do zmian podaży kapitału na rynku krajowym,
- jako element łączący gospodarkę kraju lokaty ze światowym rynkiem finansowym,
- w kontekście zmian kursu walutowego w kraju przyjmującym

### **5. 1. Zagraniczne inwestycje portfelowe jako źródło finansowania**

Napływ inwestycji zagranicznych jest źródłem zasilania gospodarki kraju przyjmującego w kapitał. Oznacza to uzupełnienie niewystarczających oszczędności krajowych o zasoby zagraniczne. O ile jednak kapitał w formie inwestycji bezpośrednich niesie ze sobą także inne aktywa (technologia, innowacje, nowoczesne metody zarządzania itp.) i ma charakter długookresowy, to inwestycje portfelowe oznaczają napływ kapitału *sensu stricto* i mogą mieć charakter krótkookresowy.

Nowe możliwości pozyskiwania kapitału niezbędnego do finansowania rozwoju przedsiębiorstw pojawiły się dzięki powstaniu w Polsce rynku kapitałowego, którego podstawową instytucją jest Giełda Papierów Wartościowych w

---

Warszawie funkcjonująca od 1991 r. jako spółka akcyjna z większościowym udziałem Skarbu Państwa. Giełda umożliwia kojarzenie inwestorów krajowych i zagranicznych z podmiotami gospodarczymi. Jest ona także instrumentem przyspieszającym przepływ kapitału, co oddziałuje na tempo wzrostu gospodarczego oraz przebieg przekształceń strukturalnych w gospodarce. Jednym z czynników wyznaczających wartość przedsiębiorstw na rynku kapitałowym jest ich efektywność, a zatem poddanie ocenie inwestorów bieżących i rozwojowych decyzji przedsiębiorstw powinno wpływać na poprawę efektywności spółek giełdowych.

Inwestycje portfelowe o charakterze udziałowym oznaczające zakup akcji przedsiębiorstw na giełdzie są jedną z form zasilania przedsiębiorstw w kapitał. Zaangażowanie inwestorów zagranicznych w obroty na polskim rynku akcji charakteryzowało się w latach 90. znaczną zmiennością. Po okresie wzrostu udziału inwestorów zagranicznych w porównaniu z innymi grupami inwestorów do roku 1998, nastąpił spadek do 28% w 2000 r., a w 2001 r. ponowny wzrost do poziomu 34% (tabela 17). Jednocześnie jednakże należy odnotować spadek kapitalizacji giełdowej ze 130 mld zł na koniec 2000 r. do 103 mld na koniec 2001 r.<sup>60</sup>. W rezultacie, mimo wzrostu udziału inwestorów zagranicznych w rynku akcji, nastąpiło zmniejszenie ich zaangażowania w kategoriach bezwzględnych. Na koniec 2001 r. wartość akcji będących w posiadaniu inwestorów zagranicznych szacuje się na około 35 mld zł<sup>61</sup>.

Obok zasilania przedsiębiorstw, zagraniczne inwestycje portfelowe mogą być wykorzystywane do finansowania potrzeb pożyczkowych budżetu. Służą temu obligacje wyemitowane przez polski rząd na rynkach zagranicznych i zakupione przez nierezydentów, obligacje emitowane na rynek krajowy i zakupione przez inwestorów zagranicznych oraz znajdujące się w posiadaniu nierezydentów bony skarbowe. Chociaż jest to źródło finansowania bie-

żących wydatków budżetowych i częściowo może pobudzać procesy inwestycyjne w gospodarce, to z drugiej strony jest to także zobowiązanie budżetu, obciążające okresy przyszłe. Zatem nadmierny wzrost tego typu inwestycji jest w długim okresie dla gospodarki niekorzystny. Dług zagraniczny Skarbu Państwa z tytułu obligacji skarbowych wyemitowanych na międzynarodowych rynkach kapitałowych (z wyłączeniem obligacji typu Brady) wzrósł według wartości nominalnej ponad siedmiokrotnie w latach 1995–2000 tj. z 617 mln zł w 1995 r. do 4462,6 mln zł na koniec 2000 r.) Dług krajowy Skarbu Państwa wobec inwestorów zagranicznych wzrósł w kategoriach nominalnych z 3077,0 mln zł w 1995 r. do 17752,0 mln zł na koniec grudnia 2000 r.<sup>62</sup>

Badania porównawcze dotyczące znaczenia różnych form inwestycji zagranicznych dla finansowania rozwoju gospodarczego w krajach Europy Środkowej i Wschodniej wskazują jednakże na relatywnie większą rolę inwestycji bezpośrednich niż portfelowych. Szacunki ekonometryczne dowodzą, że zwiększenie zagranicznych inwestycji bezpośrednich i portfelowych o 1% przynosi przyrost inwestycji krajowych w środkach trwałych odpowiednio o 0,7% i 0,2%<sup>63</sup>.

Oceniając oddziaływanie inwestycji zagranicznych portfelowych na polską gospodarkę należy również uwzględnić ich wpływ na rozwój krajowego rynku finansowego. Polski rynek finansowy jest jeszcze stosunkowo mało dojrzały, ze względu m.in. na krótki okres funkcjonowania, relatywnie niską skłonność do oszczędzania, ograniczoną płynność itp. Aktywność inwestorów zagranicznych z reguły powinna wpływać korzystnie na rozwój tego rynku – zwiększa się podaż kapitału i popyt na różnego rodzaju instrumenty finansowe, pojawiają się nowe instrumenty (np. rozwój GPW: w 2000 r. – obligacje korporacyjne, 2001 r. – wprowadzenie do obrotu giełdowego kontraktów terminowych na akcje spółek itp.) i nowe



---

segmenty rynku (np. rynek papierów skarbowych, czyli hurtowy rynek obligacji).

Obecność inwestorów zagranicznych pozwala na pogłębienie rynku finansowego w Polsce poprzez zwiększenie wolumenu transakcji, konkurencja sprzyja poprawie efektywności jego funkcjonowania oraz tworzeniu sfery instytucjonalno-regulacyjnej.

Jednak znaczny napływ zagranicznych inwestycji portfelowych może grozić gospodarce nie-  
możliwymi do przewidzenia zakłóceniami wywołanymi nagłym odpływem kapitału. Inwestorzy portfelowi kierują się bowiem głównie motywem zysku z lokat i nie są zainteresowani, aby wpływać na kształt przedsięwzięć gospodarczych.

## **5. 2. Napływ inwestycji portfelowych a kurs walutowy**

Inwestycje portfelowe pozostają w ścisłym związku z kształtowaniem się kursu walutowego kraju przyjmującego. Po pierwsze, istotny jest aktualny poziom kursu, i po drugie, przewidywania co do możliwej aprecjacji/deprecjacji lokalnej waluty. Czynniki te w powiązaniu z kształtowaniem się stopy zwrotu z lokat, poziomem ryzyka, oceną możliwości reinwestowania oraz zróżnicowaniem portfela inwestycyjnego wpływają na napływ i odpływ kapitału portfelowego. Czynniki te ilustruje rysunek 1.

Z drugiej strony, zmiany inwestycji portfelowych oddziałują na kurs walutowy, zarówno nominalny, jak i realny. Siła i zakres tego oddziaływania zależy od mechanizmu kursowego obowiązującego w danej gospodarce – czy obowiązuje system kursu stałego czy płynnego. W systemie kursów płynnych, jaki obowiązuje w Polsce od kwietnia 2000 r. bank centralny nie ma żadnych formalnych zobowiązań do interwencji na rynku walutowym, dostosowania następują zatem automatycznie pod wpływem sił podaży i popytu. Kapitał zagraniczny napływający na rynek

walutowy kreuje dodatkowy popyt na walutę krajową wywołując tendencję do nominalnej aprecjacji jej kursu. Odpływ kapitału zagranicznego lub obniżenie jego napływu powoduje natomiast spadek popytu na walutę krajową i w rezultacie obniżenie kursu waluty.

Wzrost znaczenia przepływów krótkoterminowego kapitału portfelowego może w określonych warunkach pogłębiać aprecjację waluty lub przeciwnie – prowadzić do jej deprecjacji. Zmiany kursu waluty mogą być związane nie tylko z faktycznym napływem kapitału zagranicznego, ale nawet z oczekiwaniem inwestorów na powiększenie tego napływu. Przykładem takiego oddziaływania jest kształtowanie się relacji między zmianami zagranicznych inwestycji portfelowych w Polsce a kursem złotego w 2001 r. W I kwartale aprecjacja złotego była rezultatem napływu zagranicznego kapitału portfelowego oraz oczekiwań co do zwiększenia tego napływu. Wzrost zainteresowania polskimi obligacjami skarbowymi, pogłębiony obniżeniem stóp procentowych o 200 pkt. bazowych w okresie luty–marzec 2001 spowodował rzeczywisty dodatkowy strumień inwestycji zagranicznych, czego skutkiem była dalsza aprecjacja złotego.

W okresie maj–czerwiec 2001 r. ze względu na przewartościowanie złotego, spadek cen obligacji oraz możliwość dalszego zwiększenia podaży obligacji (w związku z prognozowanym wzrostem deficytu budżetowego) nastąpił odpływ kapitału portfelowego z Polski. W lipcu nastąpiła silna deprecjacja złotego i nieznaczne osłabienie złotego, co wraz z oczekiwaniem na dalszą redukcję stóp procentowych zwiększyło zainteresowanie obligacjami i spowodowało ponowny napływ inwestycji portfelowych. W rezultacie jesienią 2001 r. kurs złotego zaczął stopniowo umacniać się (wykres 3).

Silne wahania kursowe są dla gospodarki niebezpieczne. Kurs waluty może być przedmiotem działalności spekulacyjnej, w re-

---

zultacie czego powstają tzw. bąble spekulacyjne kursu. Pod pojęciem tym rozumie się różnicę między poziomem kursu odzwierciedlającym sytuację makroekonomiczną, a kursem, który ukształtował się w wyniku operacji spekulacyjnych, tj. działań nakierowanych na sztuczne wzmocnienie lub osłabienie waluty<sup>64</sup>. Badania tego zjawiska dla gospodarki polskiej oparte na zmiennych takich jak rentowność obligacji, premia za ryzyko oraz kurs terminowy pokazują, że kurs złotego charakteryzują przeplatające się okresy aprecjacji i deprecjacji, w niektórych okresach związane z operacjami spekulacyjnymi<sup>65</sup>. Działania spekulacyjne inwestorów mogą prowadzić do kryzysu walutowego. Otwarcie gospodarki na przepływy kapitału zagranicznego wymaga zatem zgromadzenia odpowiednich zasobów rezerw dewizowych zapewniających bezpieczną pozycję inwestycyjną<sup>66</sup>. Inwestorzy zagraniczni w ocenie lokat na danym rynku biorą pod uwagę różne wskaźniki<sup>67</sup>:

- zagrożenie kryzysem płynności ocenia się na podstawie relacji krótkoterminowego zadłużenia walutowego krajowych podmiotów gospodarczych do wielkości oficjalnych rezerw walutowych,
- zdolność do obrony kursu waluty krajowej pokazuje relacja sumy krótkoterminowego zadłużenia walutowego, inwestycji portfelowych krótkoterminowych oraz długoterminowych o charakterze spekulacyjnym odniesiona do wielkości oficjalnych rezerw walutowych,
- kapitał krótkoterminowy (w tym krótkoterminowych inwestycji portfelowych) w zestawieniu z deficytem obrotów bieżących pokazuje zdolność do finansowania tego deficytu.

Wskaźniki te wraz z subiektywną oceną inwestorów co do zmian poziomu ryzyka związanego z dokonywaniem lokat na danym rynku wywołują zmiany w napływie i odpływie inwestycji portfelowych.

## 6. Podsumowanie

Najważniejszym skutkiem inwestycji zagranicznych dla polskiej gospodarki jest uzupełnienie niedostatecznych zasobów akumulacji wewnętrznej środkami zewnętrznymi, co niewątpliwie zwiększa możliwości rozwojowe gospodarki. Finansowanie rozwoju za pośrednictwem inwestycji zagranicznych odbywa się głównie poprzez:

- inwestycje bezpośrednie typu *greenfield*,
- inwestycje udziałowe (bezpośrednie i portfelowe),
- napływ kapitału zagranicznego związany z prywatyzacją przedsiębiorstw państwowych (zasilanie przedsiębiorstw i budżetu),
- inwestycje portfelowe w papiery dłużne (obligacje, bony skarbowe).

Na tempo wzrostu gospodarczego korzystnie wpływają także rosnące w latach 90. wydatki inwestycyjne podmiotów z udziałem kapitału zagranicznego. Z drugiej strony jednakże reinwestowane zyski stanowiące źródło zwiększające kapitały własne firm z udziałem inwestorów zagranicznych charakteryzowały się w latach 90. tendencją malejącą, a od 1998 roku straty przedsiębiorstw bezpośredniego inwestowania przewyższyły ich zyski. Ponadto ekspansja inwestorów zagranicznych częściowo hamuje aktywność inwestycyjną firm lokalnych, zwłaszcza tych, które nie są w stanie sprostać konkurencji zagranicznej. Utrzymywanie się takiej tendencji w dłuższym okresie jest dla gospodarki niekorzystne.

Pozytywnym efektem inwestycji zagranicznych – w obu ich formach tj. bezpośrednich i portfelowych – jest ich wpływ na poprawę efektywności gospodarowania dzięki zwiększeniu konkurencji na rynkach finansowych oraz rynkach towarów i czynników produkcji.

Dodatkowe skutki wynikające z napływu bezpośrednich inwestycji zagranicznych wiążą się z transferem technologii oraz umiejętności organizacyjnych i menedżerskich, który przeważnie towarzyszy transferowi kapitału. Sprzyja to mo-

---

dernizacji gospodarki oraz poprawie konkurencyjności produkowanych w Polsce towarów.

Działalność firm z kapitałem zagranicznym oddziałuje również na zatrudnienie. W przypadku Polski jest to wpływ pozytywny – w ujęciu globalnym, w skali gospodarki jako całości inwestycje zagraniczne nie spowodowały ograniczenia zatrudnienia. Przeciwnie – wzrasta liczba zatrudnionych w przedsiębiorstwach z udziałem kapitału zagranicznego. Pozytywnie należy ocenić wpływ inwestycji zagranicznych na wydajność pracy, która w przedsiębiorstwach z udziałem zagranicznych inwestorów jest kilkakrotnie większa niż w przedsiębiorstwach z kapitałem wyłącznie polskim.

Do negatywnych skutków napływu kapitału zagranicznego w formie lokat bezpośrednich należy duży udział podmiotów z kapitałem zagranicznym w kreowaniu ujemnego salda obrotów bieżących bilansu płatniczego. W 2001 r. generowały one aż 81% deficytu w polskim handlu zagranicznym.

Skutki inwestycji zagranicznych dla gospodarki są w znacznym stopniu uzależnione od struktury napływającego kapitału. Korzystniejsze są inwestycje długoterminowe, o charakterze produkcyjnym. Jak pokazuje doświadczenie wielu krajów nadmierny wzrost udziału kapitału krótkoterminowego o charakterze spekulacyjnym zwiększa zagrożenie kryzysem walutowym. W przypadku Polski wydaje się, że proporcja między kapitałem długoterminowym (inwestycje bezpośrednie i długoterminowe lokaty portfelowe) a kapitałem krótkoterminowym nie stwarza dotychczas zagrożenia dla gospodarki, chociaż badania empiryczne na temat przeplatających się okresów aprecjacji i deprecjacji polskiej waluty potwierdzają, że są one częściowo skutkiem operacji spekulacyjnych.

Trudno jest jednoznacznie ocenić łączny efekt napływu inwestycji zagranicznych do Polski. Po pierwsze, dlatego, że napływ kapitału obejmuje stosunkowo krótki – dziesięcioletni okres, a jego

skutki nakładają się na zmiany związane z transformacją gospodarczą. Po drugie, inwestycje niosą szereg pozytywnych efektów, ale także stwarzają zagrożenia. Wiele z nich ma charakter niemierzalny, inne można odmiennie interpretować w zależności od tego jak zostaną ustalone priorytety, a zatem jakie wagi nadaje się poszczególnym elementom. Po trzecie, obok skutków ekonomicznych inwestycje zagraniczne mają szereg trudnych do zinterpretowania implikacji społecznych, psychologicznych, kulturowych.

Napływ inwestycji zagranicznych niewątpliwie stwarza szansę przyspieszenia wzrostu gospodarczego, co potwierdzają zarówno symulacje ekonometryczne, jak i badania empiryczne efektów częściowych napływu kapitału zagranicznego, przy czym oddziaływanie na tempo wzrostu jest większe w przypadku inwestycji bezpośrednich niż inwestycji portfelowych. Wykorzystanie tej szansy zależy w znacznym stopniu od polityki gospodarczej, na co wskazują przykłady różnych krajów – Irlandii, Estonii, Węgier czy Meksyku.

---

Autorka jest pracownikiem Instytutu Gospodarki Światowej Szkoły Głównej Handlowej

**Tabela 1. Inwestycje bezpośrednie a inwestycje portfelowe: główne różnice**

Kategorie różnicujące	Inwestycje bezpośrednie	Inwestycje portfelowe
Najczęstszy inwestor	Korporacje międzynarodowe	Jednostkowy kapitał prywatny
Cel inwestycji	Sprawowanie efektywnej kontroli nad działalnością ze strony inwestora zagranicznego.	Nie prowadzą do ustanowienia efektywnej kontroli za strony inwestora zagranicznego nad działalnością przedsiębiorstw.
Najważniejsze motywy	Uwzględnienie przez inwestora nie tylko stopy zysku i strat, lecz również wielu innych czynników.	Korzystna stopa procentowa i niskie ryzyko są głównymi motywami.
Horyzont czasowy	Korporacja rozpatruje daną lokatę przez pryzmat korzyści, jakie przyniesie dana inwestycja z punktu widzenia maksymalizacji długookresowej stopy zysku.	Inwestor zainteresowany jest głównie akcjami przedsiębiorstw zagranicznych przynoszących najwyższe korzyści w krótkim okresie,
Czas trwania inwestycji	Inwestycja długookresowa.	Inwestycja chwilowa.
Rodzaj aktywów przekazywanych przez inwestora	Inwestycja obejmuje cały „pakiet” aktywów – finansowych, rzeczowych, technologicznych, <i>know-how</i> .	Inwestycja wyłącznie finansowa.
Szybkość wejścia na rynek i wycofania się z rynku	Zarówno wejście na rynek i jego opuszczenie to proces długotrwały.	Łatwość wejścia i wyjścia z rynku.
Stabilność inwestycji	Wysoka stabilność; inwestor zainteresowany jest stałym strumieniem dochodu.	Mała stabilność; inwestor nabywa akcje (obligacje) w zależności od aktualnych notowań.
Zakres kontroli inwestora	Inwestor ma większy lub mniejszy wpływ na rentowność danego przedsiębiorstwa.	Inwestor nie ma wpływu na rentowność przedsiębiorstwa, w którym ma udziały.
Możliwość stosowania zachęt przez kraj przyjmujący inwestycje	Skomplikowany i kosztowny proces zachęt dla inwestorów.	W przypadku papierów rządowych łatwość zachęcenia inwestorów.
Stosunek opinii publicznej w kraju przyjmującym inwestycje	Duża świadomość społeczeństwa o rozmiarach inwestycji.	Mała świadomość społeczeństwa o inwestycjach.

Źródło: Opracowanie i adaptacja z: J. Sikorski: Korporacje międzynarodowe we współczesnej światowej gospodarce kapitalistycznej. SGPiS, Warszawa 1981, s. 221-222.

Tabela 2. Potencjalne skutki napływu zagranicznych inwestycji bezpośrednich dla kształtowania przewag konkurencyjnych gospodarki kraju przyjmującego

Sfera oddziaływania	Skutki pozytywne	Skutki negatywne	Warunki w kraju przyjmującym sprzyjające występowaniu pozytywnego oddziaływania
Zasoby	Uzupełnienie krajowych zasobów i umiejętności (takich jak kapitał, technologia, umiejętności menedżerskie, dostęp do rynków zbytu).	Zasoby transferowane poprzez BIZ mogą być niewystarczające lub niedopasowane do lokalnych potrzeb. Napływ BIZ może ograniczyć dostęp do rynków zagranicznych dla podmiotów krajowych.	Dostępność zasobów (w szczególności komplementarnych do transferowanych przez inwestorów zagranicznych) i ich niskie koszty realne. Brak strukturalnych i instytucjonalnych przeszkód ograniczających poprawę jakości lokalnych zasobów. Strategie rozwojowe wspierające kształtowanie dynamicznych przewag komparatywnych.
Przedsiębiorczość	Pobudzenie nowej przedsiębiorczości, wprowadzenie nowych sposobów zarządzania, stylu pracy oraz zdynamizowanie walki i praktyk konkurencyjnych.	Niemożliwość wprowadzenia zagranicznych wzorców zachowań przedsiębiorczych oraz stylów pracy i ich niedopasowanie do lokalnej kultury biznesu. Wystąpienie niepokojów społecznych jako reakcji na nowe rozwiązania wprowadzane przez zagranicznych inwestorów. Działania eliminujące lokalną konkurencję i prowadzące do zbyt dużej koncentracji podaży (w skrajnym przypadku do pozycji monopolistycznej inwestora zagranicznego).	Polityka promująca lokalne postawy przedsiębiorcze oraz etykę w biznesie; pobudzanie efektywności działania sił rynkowych; likwidacja niedoskonałości rynku (niekiedy łatwiejsze do wprowadzenia w krajach dużych w porównaniu do krajów małych).
Efektywność	Bardziej efektywna alokacja zasobów dzięki zwiększeniu rywalizacji, efekty <i>spill-over</i> (w odniesieniu do lokalnych producentów i konsumentów). BIZ może wspomagać poprawę jakości lokalnej bazy surowcowej oraz zasobów, pobudzać do tworzenia sektorów wspomagających i pokrewnych.	Poprawa jakości zasobów lokalnych może być ograniczona przez zepchnięcie krajowej produkcji do dziedzin o niskiej wartości dodanej, przy jednoczesnym kreowaniu importu towarów zaawansowanych technologicznie. Możliwość ograniczenia powiązań firm krajowych z zagranicznymi dostawcami i odbiorcami.	Zasady oraz efektywność polityki makroekonomicznej oraz systemu administracyjnego. W szczególności istotne jest tworzenie przejrzystego porządku prawnego, warunków konkurencji oraz wszelkie działania rządu promujące poprawę jakości zasobów technologicznych i kapitału ludzkiego, wspieranie rozwoju skupisk przemysłów pokrewnych i wspomagających np. tworzenie parków technologicznych.
Wpływy do budżetu z tytułu podatków	Współtworzenie przez podmioty z kapitałem zagranicznym krajowego PKB (dzięki transferowi zasobów, poprawie ich wydajności, przedsiębiorczości); generowanie przez firmy z kapitałem zagranicznym dodatkowych wpływów do budżetu z tytułu podatków.	Ograniczenie wzrostu PKB (przez ww. skutki negatywne). Zmniejszenie potencjalnych wpływów podatkowych przez stosowanie cen transferowych.	Polityka mająca na celu ograniczenie stosowania cen transferowych.



**Tabela 2. Potencjalne skutki napływu zagranicznych inwestycji bezpośrednich dla kształtowania przewag konkurencyjnych gospodarki kraju przyjmującego (cd)**

Sfera oddziaływania	Skutki pozytywne	Skutki negatywne	Warunki w kraju przyjmującym sprzyjające występowaniu pozytywnego oddziaływania
Bilans płatniczy	Poprawa bilansu obrotów bieżących poprzez substitucję importu i kreację eksportu. Napływ kapitału w formie BIZ oddziałuje na bilans obrotów kapitałowych równoważąc ujemny bilans obrotów bieżących.	Pogorszenie bilansu obrotów bieżących w sytuacji, gdy firmy z udziałem zagranicznym generują import lub ograniczają eksport.	Długookresowe monitorowanie wyników w eksporcie i imporcie uzyskiwanych przez podmioty z kapitałem zagranicznym. Zachęty eksportowe.
Dążenia integracyjne	Powiązanie kraju lokalizacji inwestycji z rynkiem globalnym, tworzenie bardziej efektywnego międzynarodowego podziału pracy.	Pogorszenie bilansu obrotów bieżących.	Zachęty dla napływu kapitału do dziedzin, które charakteryzują się wysokim poziomem wartości dodanej. Promowanie rozwijania przewag komparatywnych bazujących na lokalnych zasobach.
Stosunki polityczne, społeczne i kulturowe	Przenikanie wzorców zachowań biznesowych, kulturowych, konsumpcyjnych. Kształtowanie kultury pracy.	Kulturowe, polityczne i społeczne niepokoje pojawiające się w sytuacji, gdy zagraniczne wzorce nie są dopasowane do lokalnego środowiska.	Polityka informacyjna, ułatwiająca przemiany społeczne, polityczne, psychologiczne, kulturowe.

Źródło: UNCTAD, 1999, s. 235.

**Tabela 3. Napływ zagranicznych inwestycji bezpośrednich (BIZ) do Polski w latach 1990–2000 w mln dol.**

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Napływ BIZ ogółem, w tym:	88	359	678	1715	1875	3659	4498	4908	6365	7270	9342	8830
– zakupy akcji, udziałów i aporty rzeczowe	68	268	433	1109	1096	2105	3159	3116	4604	5546	8418	–
– konwersje kredytów i dywidend na udział	–	–	–	–	–	–	–	–	–	921	395	–
– reinwestycje zysków	20	66	154	199	382	888	244	25	-264	-453	-400	–
– kredyty inwestorów	–	25	91	407	397	666	1095	1767	2025	1256	929	–

Źródło: Dane UNCTAD, World Investment Report 2002, UN 2002 oraz dane NBP.

**Tabela 4. Skumulowana wartość BIZ w Polsce w okresie 1990–2001 w mln dol.**

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Wartość BIZ ogółem, w tym:	109	425	1370	2307	3789	7843	11463	14587	22479	26075	34227	42433
– kapitał własny inwestorów zagranicznych	–	–	1135	1661	2840	6130	8697	10125	16063	18986	25353	30970
– kredyty	–	–	235	646	949	1713	2766	4462	6416	7089	8874	10061

Źródło: Dane NBP

**Tabela 5. Zmiany stanu i struktury zagranicznych inwestycji portfelowych w Polsce w mln dol. (dane według bilansu płatniczego na bazie transakcji)**

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Inwestycje portfelowe	1176	22	1295	1827	691	3423	1067
-dłużne	957	-727	696	93	677	2975	1374
-udziałowe (akcje)	219	749	599	1734	14	447	-307

Źródło: Bilans płatniczy na bazie transakcji, NBP, www.nbp.pl

**Tabela 6. Zagraniczne inwestycje portfelowe w Polsce w latach 90. w mln dol. (dane na bazie bilansu aktywów i pasywów zagranicznych)**

	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Inwestycje portfelowe, w tym:	8431	9375	10148	11325	13658	14617	18057	18895
udziałowe papiery wartościowe	443	663	2279	2672	4969	4980	5350	4301
dłużne papiery wartościowe	7988	8712	7869	8653	8689	9637	12707	14594
sektor rządowy	7988	8701	7562	7818	7037	6922	9231	10248
obligacje	–	7777	6884	7343	6672	6777	9073	10014
bony skarbowe	–	924	678	475	365	145	158	234
sektor bankowy	0	0	200	488	236	10	110	167
papiery długoterminowe	0	0	200	306	215	10	110	167
instrumenty rynku finansowego	0	0	0	182	21	0	0	0
sektor pozarządowy i pozabankowy	0	11	107	347	1416	2705	3366	4173
papiery długoterminowe	0	0	31	325	1328	2682	3265	4166
instrumenty rynku finansowego	0	11	76	22	88	23	101	13

Źródło: „Bilanse należności i zobowiązań zagranicznych Rzeczypospolitej Polskiej” za lata 1996-2000, NBP Warszawa oraz [www.nbp.pl](http://www.nbp.pl)

**Tabela 7. Skumulowana wartość BIZ jako % PKB**

	1980	1985	1990	1995	1999	2000
Polska	–	–	0,2	6,6	17,2	21,3
Czechy	–	–		3,4	19,9	42,6
Węgry	–	0,2	1,7	22,4	39,9	43,4
Hiszpania	2,4	5,4	13,4	18,7	20,5	25,8
Grecja	11,3	24,9	16,9	16,6	17,6	11,1
Irlandia	19,5	24,5	12,2	18,6	50,7	68,2
Niemcy	4,0	5,3	7,3	8,0	13,7	24,1

Źródło: Dane UNCTAD i obliczenia własne na podstawie danych NBP i GUS.

**Tabela 8. Relacja napływu BIZ do inwestycji brutto w Polsce na tle wybranych krajów w %**

	Średnio w latach 1989–1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Polska	5,2	15,5	15,1	14,5	15,9	18,4	23,4
Czechy	6,4	15,4	-7,7	8,0	22,6	41,5	34,7
Węgry	15,7	49,7	23,5	21,4	18,3	16,9	14,6
Hiszpania	10,1	5,3	5,6	7,0	8,9	10,9	26,3
Grecja	5,3	4,8	4,4	4,1	0,3	2,1	4,2
Irlandia	10,9	12,8	19,2	17,0	58,4	67,0	107,1
Niemcy	1,0	2,2	1,3	2,7	5,4	12,4	48,7

Źródło: Dane UNCTAD i obliczenia własne na podstawie danych NBP i GUS.

**Tabela 9. Wydatki inwestycyjne spółek z udziałem kapitału zagranicznego w Polsce według sekcji EKD (w milionach złotych)**

Sekcje EKD	do 1995	1995	2000	Jako % ogółu inwestycji w poszczególnych sekcjach EKD	
				1995	2000
OGÓŁEM	11681,8	7692,6	52662,7	16,3%	39,7%
Rolnictwo, łowiectwo, leśnictwo	30,5	41,1	180,9	2,6%	7,2%
Rybołówstwo i rybactwo					
Przemysł, w tym:	6718,8	4548,3	18524,3	22,5%	49,8%
– górnictwo i kopalnictwo	86,1	27,0	128,4	1,6%	6,4%
– działalność produkcyjna	6632,0	4521,0	17804,2	38,5%	68,2%
– zaopatrywanie w energię i gaz	0,7	0,3	591,7	0,004%	6,5%
Budownictwo	245,2	362,5	2994,9	16,8%	29,8%
Handel i naprawy	1895,1	1511,7	10230,8	39,4%	71,9%
Hotele i restauracje	184,1	106,3	659,0	19,9%	42,9%
Transport, składowanie i łączność	806,1	389,8	12222,2	7,7%	71,9%
Pośrednictwo finansowe	172,4	412,8	2471,9	17,9%	28,5%
Obsługa nieruchomości i firm	1446,9	287,0	5061,1	4,7%	19,3%
Edukacja	5,3	3,0	4,8	0,3%	0,1%
Ochrona zdrowia i opieka socjalna	152,0	0,9	48,1	0,07%	1,7%
Pozostała działalność usługowa, komunalna, socjalna i indywidualna	25,4	29,1	264,7	1,0%	4,6%

Źródło: Obliczenia własne na podstawie danych GUS.

**Tabela 10. Wydajność pracy w latach 1995-2000: firmy z kapitałem zagranicznym i z kapitałem wyłącznie polskim**

	Przychody na zatrudnionego (w tys. zł)		Zysk na zatrudnionego (w tys. zł)	
	Firmy z kapitałem wyłącznie polskim	Firmy z kapitałem zagranicznym	Firmy z kapitałem wyłącznie polskim	Firmy z kapitałem zagranicznym
1995	90,5	161,1	3,6	5,1
1996	111,3	250,1	3,7	7,9
1997	140,6	285,7	4,8	7,2
1998	162,5	322,0	2,7	7,9
1999	182,2	378,0	1,7	8,9
2000	208,2	438,3	0,3	6,3

Dane dla firm składających bilans, w okresie 1999-2000 podmioty o zatrudnieniu > 9

Źródło: Na podstawie danych GUS.

**Tabela 11. Korelacja BIZ i polskiego handlu zagranicznego w latach 1991–2001**

Zmienne korelowane	1991–1994	1995–2000	1991–2000
	współczynnik korelacji Pearsona		
Wartość BIZ i eksport	0,68	0,98	0,95
Wartość BIZ i import	0,77	0,88	0,92
Napływ BIZ i eksport	0,53	0,91	0,97
Napływ BIZ i import	0,94	0,89	0,97

Źródło: Obliczenia własne na podstawie danych GUS i NBP.

**Tabela 12. Struktura geograficzna eksportu firm z udziałem zagranicznym – porównanie dla lat 1995 i 2001 (mln dol. i %)**

	Wartość eksportu spółek z udziałem zagranicznym mln USD		Udział spółek w eksporcie Polski z regionu/kraju w %		Udział regionu/kraju w eksporcie spółek z kapitałem zagranicznym w %	
	1995	2001	1995	2001	1995	2001
Ogółem, w tym:	7876,3	18992,6	34,4	52,6	100,0	100,0
UE	6130,1	14300,2	38,2	57,2	77,8	75,3
Włochy	704,9	1410,5	62,8	72,4	8,9	7,4
Belgia	160,3	700,9	28,9	62,9	2,0	3,7
Francja	271,6	1167,9	33,2	59,8	3,4	6,1
Niemcy	3380,4	7028,0	38,5	56,5	42,9	37,0
Holandia	501,9	942,7	38,9	55,2	6,4	5,0
EFTA	153,8	291,0	42,8	32,5	2,0	1,5
CEFTA	232,0	1596,5	18,6	50,7	2,9	8,4
Kraje byłego ZSRR	612,5	1477,9	23,5	41,1	7,8	7,8
Rosja	353,6	474,4	27,7	44,8	4,5	2,3
Pozostałe kraje	747,9	1327,0	28,2	38,3	9,5	7,0
USA	161,4	357,9	26,0	42,0	2,0	1,9

Źródło: Opracowanie i obliczenia na podstawie danych IKICHZ.



**Tabela 13. Struktura geograficzna importu firm z udziałem zagranicznym – porównanie dla lat 1995 i 2001 (mln dol. i %)**

	Wartość importu spółek z udziałem zagranicznym mln USD		Udział spółek w imporcie Polski z regionu/kraju w %		Udział regionu/kraju w imporcie spółek z kapitałem zagranicznym w %	
	1995	2001	1995	2001	1995	2001
Ogółem w tym:	12223,6	30499,6	42,1	60,7	100,0	100,0
UE	9140,7	19938,9	48,7	64,6	74,8	65,4
Francja	776,2	2501,5	54,6	73,1	6,4	8,2
Austria	352,8	670,0	47,8	68,2	2,9	2,2
Wielka Brytania	607,8	1410,8	40,4	67,4	5,0	4,6
Niemcy	3591,9	7867,0	46,4	65,3	29,4	25,8
EFTA	305,2	595,0	33,8	50,3	2,5	2,0
CEFTA	454,2	2237,8	28,0	59,8	3,7	7,3
Kraje byłego ZSRR	309,1	2658,4	11,0	47,5	2,5	8,7
Rosja	178,4	2289,7	9,1	51,8	1,5	7,5
Pozostałe kraje	2014,3	5069,5	40,7	57,0	16,5	16,6
USA	457,6	1055,7	40,2	62,4	3,7	3,5

Źródło: Opracowanie i obliczenia na podstawie danych IKiCHZ.

**Tabela 14. Zmiany w strukturze eksportu: porównanie firm z kapitałem zagranicznym oraz firm z kapitałem polskim w latach 1995–2000**

	Wartość BIZ w mln USD		Udział w całości BIZ w Polsce w %		RCA dla Polski			Udział przed- siębiorstw z kapitałem zagranicznym w polskim hz w roku 2000 w %	
	1995	2000	1995	2000	1991	1995	2000	Eksport	Import
Produkcja żywności	1007,4	2869,3	12,8	8,5	-0,57	0,08	0,42	58,7	61,7
Odzież i tekstylia	146,9	246,0	1,9	0,7	-0,41	0,24	0,29	45,1	31,8
Przemysł drzewny i celulozowo-papierniczy	645,8	1495,9	4,9	4,5	3,10	1,89	1,47	35,4	53,6
Chemikalia	448,7	1398,3	5,7	4,2	-0,04	-0,49	-0,64	33,0	66,6
Wyroby z gumy i plastiku	306,5	793,0	3,9	2,4	-0,57	-0,74	-0,42	64,6	60,1
Produkcja metali	255,2	677,0	3,3	2,0	1,39	0,79	0,43	55,2	60,8
Maszyny i urządzenia	205,4	864,0	2,7	2,4	-1,06	-0,74	-0,28	74,7	67,5
Urządzenia transportowe, w tym:	146,5	2185,1	1,9	6,5	-0,51	0,56	0,32	70,8	62,8
Pojazdy samochodowe	124,9	2070,8	1,6	6,2	-1,52	-0,05	0,15	89,5	72,7

Źródło: Obliczenia własne na podstawie danych NBP, GUS i B. Durka, red. (2001) s. 63–69

**Tabela 15. Zmiany w strukturze eksportu: porównanie firm z kapitałem zagranicznym oraz firm z kapitałem polskim w latach 1995–2000**

	Udział procentowy w całkowitym eksporcie firm				Udział procentowy w całkowitym imporcie firm			
	z kapitałem zagranicznym		z kapitałem polskim		z kapitałem zagranicznym		z kapitałem polskim	
	1995	2000	1995	2000	1995	2000	1995	2000
OGÓŁEM	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Zwierzęta i produkty pochodzenia zwierzęcego	4,4	1,8	2,7	3,2	1,3	0,7	1,8	1,7
Produkty pochodzenia roślinnego	3,6	1,4	2,7	3,1	4,1	1,7	3,6	3,5
Tłuszcze i oleje	0,1	0,1	0,2	0,1	1,3	0,5	0,3	0,2
Przetwory spożywcze	6,1	3,9	3,6	3,5	7,0	2,8	2,1	2,0
Produkty mineralne	3,5	0,8	13,4	11,8	2,2	2,2	17,4	23,4
Produkty przemysłu chemicznego	1,8	3,2	9,4	8,2	10,2	12,6	11,9	7,5
Tworzywa sztuczne i wyroby	2,8	5,1	3,4	3,6	7,2	7,6	6,6	6,0
Skóry i wyroby	1,0	0,5	0,8	1,2	0,8	0,7	1,0	1,1
Drewno i wyroby z drewna	4,2	2,3	4,1	5,4	0,9	0,8	0,5	0,8
Ścier drzewny: papier, tektura i wyroby	4,8	4,7	1,2	1,6	5,5	4,1	4,0	3,3
Materiały włókiennicze i wyroby	14,1	7,6	11,5	10,1	9,0	5,5	10,2	7,6
Obuwie, nakrycia głowy itp.	1,3	0,6	1,1	1,3	0,4	0,5	0,8	0,6
Wyroby z kamienia; ceramiczne; szkło	1,7	2,0	2,0	2,5	1,8	1,7	2,3	2,4
Metale nieszlachetne i wyroby	10,8	12,5	19,0	13,0	7,2	9,3	7,4	7,1
Maszyny i urządzenia; sprzęt elektrotechniczny	15,2	26,9	9,5	11,9	27,7	33,3	21,4	19,0
Sprzęt transportowy	12,6	18,0	8,8	9,5	9,7	12,1	2,8	8,5
Przyrządy i aparaty optyczne, fotograficzne, pomiarowe, kontrolne	0,6	0,6	0,6	0,6	1,7	1,8	3,5	2,6
Różne wyroby gotowe – meble; prefabrykaty budynków; zabawki	11,2	7,0	4,5	9,3	1,7	1,8	1,9	2,2

Źródło: Obliczenia własne na podstawie Roczników Statystycznych HZ za lata 1995-2000 oraz danych IKiCHZ.

**Tabela 16. Wpływy od inwestorów zagranicznych z tytułu prywatyzacji kapitałowej w latach 1990–2000 na tle ogółu wpływów z prywatyzacji (wg stanu na koniec roku w mld zł)**

Lata	Wpływy od inwestorów zagranicznych ze sprzedaży udziałów lub akcji	Zobowiązania inwestycyjne	Ogółem wpływy prywatyzacyjne
1990	0,002	0,00	0,004
1991	0,13	0,19	0,2
1992	0,29	0,51	0,5
1993	0,32	0,89	0,8
1994	0,24	0,49	1,6
1995	1,16	1,24	2,6
1996	1,14	0,66	3,6
1997	1,52	1,72	6,5
1998	1,04	1,44	7,0
1999	9,45	3,55	13,3
2000	21,14	5,46	27,0
Ogółem 1990-2000	36,432	16,17	63,104

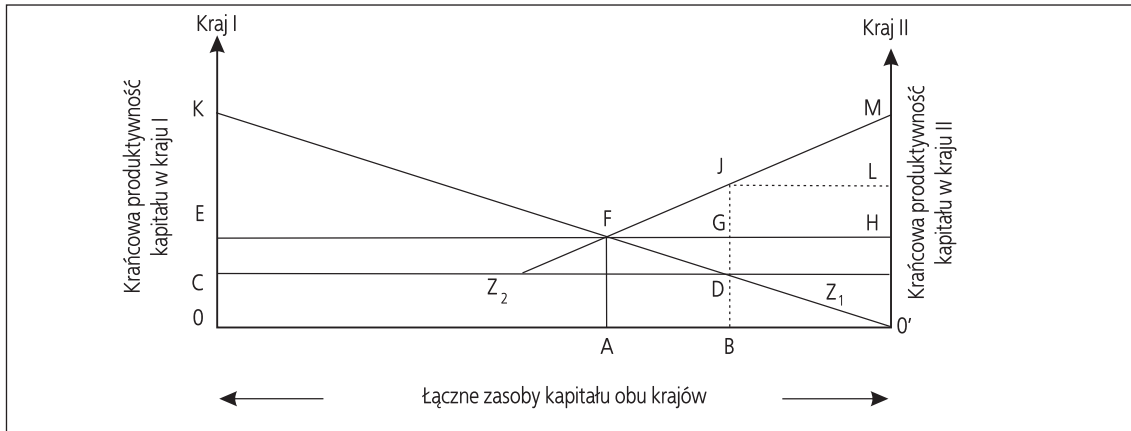
Źródło: Opracowanie własne na podstawie: Raport o przekształceniach własnościowych w 2000 roku. Ministerstwo Skarbu Państwa, Warszawa 2001, s. 16; [www.msp.gov.pl](http://www.msp.gov.pl).

**Tabela 17. Zaangażowanie inwestorów zagranicznych w obrocie papierami wartościowymi na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie w latach 1998–2001 – udział w %**

Inwestorzy	Instrumenty finansowe	1997	1998	1999	2000	2001
Zagraniczni	akcje	38	39	34	28	34
	obligacje	24	15	12	2	–
	kontrakty terminowe	–	–	4	2	2
Krajowi indywidualni	akcje	38	39	44	50	37
	obligacje	23	33	43	54	–
	kontrakty terminowe	–	–	81	85	83
Krajowi instytucjonalni	akcje	24	22	22	22	29
	obligacje	53	52	45	44	–
	kontrakty terminowe	–	–	15	13	15

Źródło: Zestawienie na podstawie danych GPW oraz A.Czepurko: Inwestycje na polskim rynku kapitałowym, op.cit., s.58.

**Rysunek 1. Produkcyjne i dochodowe efekty międzynarodowego transferu kapitału**



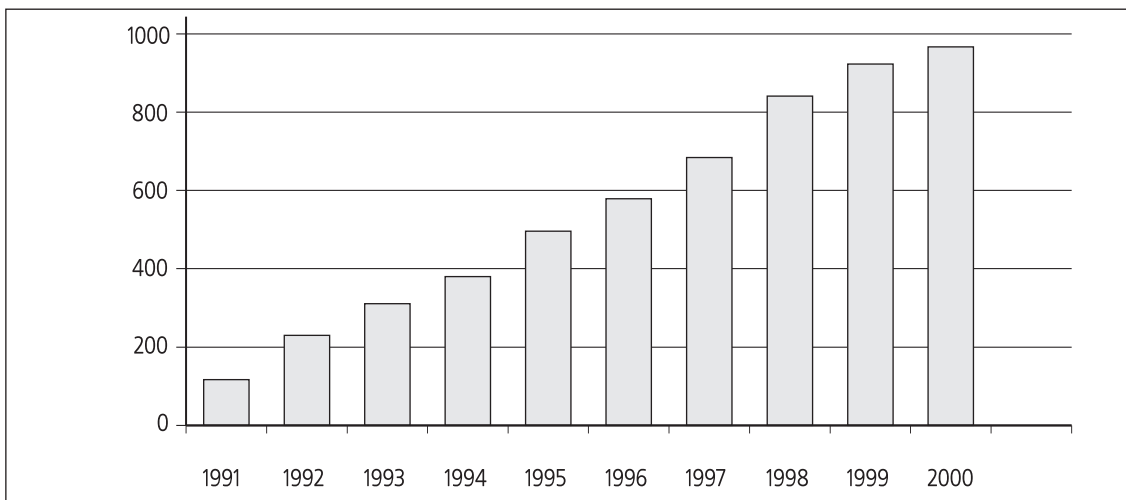
Źródło: Opracowano na podstawie: D. Salvatore: International Economics. Macmillan, New York-London 1983 s. 286; J.Misala: Współczesne teorie wymiany międzynarodowej i zagranicznej polityki ekonomicznej. SGH, Warszawa 2001, s.186; A.Budnikowski: Międzynarodowe stosunki gospodarcze, op.cit. s.136.

**Rysunek 1. Produkcyjne i dochodowe efekty międzynarodowego transferu kapitału**

INWESTYCJE ZAGRANICZNE	
PORTFELOWE	zmiana kursu waluty stopa zwrotu (rzeczywista stopa przychodu z lokat) poziom ryzyka (oczekiwana stopa przychodu z lokat) możliwość reinwestowania (tatyka przeczekania) zróżnicowanie portfela inwestycyjnego
BEZPOŚREDNIE	korzyści bezpośrednie (wylimitowanie konkurenta, poprawa rentowności, wzrost udziału w rynku, zdobycie nowych rynków zbytu itp.) inne korzyści (preferencje dla inwestorów, relatywnie niskie koszty inwestycji itp.)

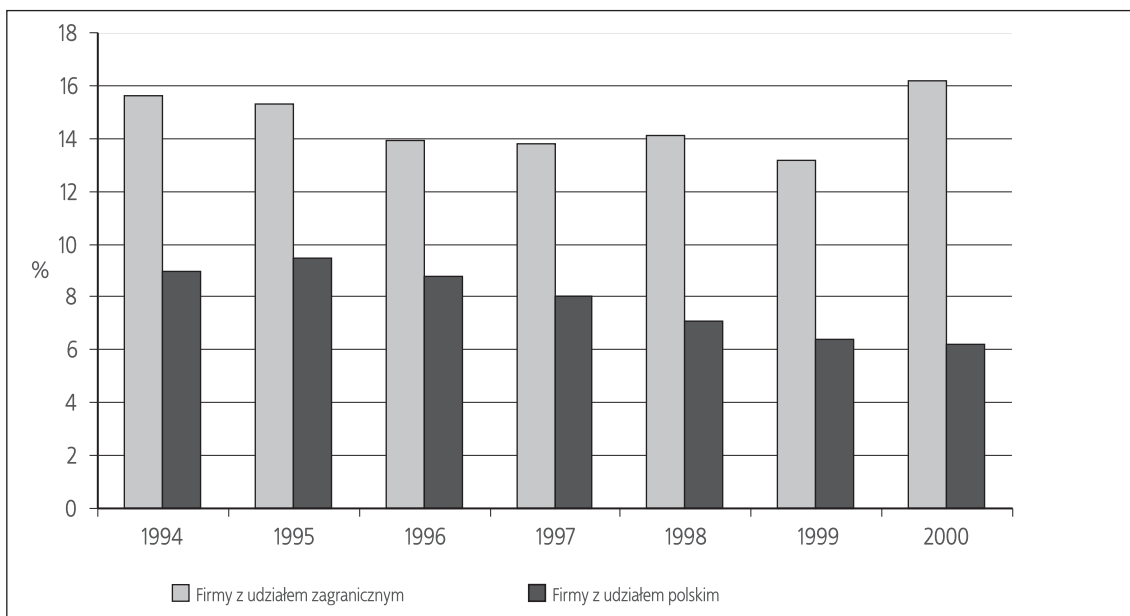
Źródło: Opracowanie własne.

**Wykres 1. Zatrudnienie w przedsiębiorstwach z udziałem kapitału zagranicznego w Polsce w latach 1991–2000**



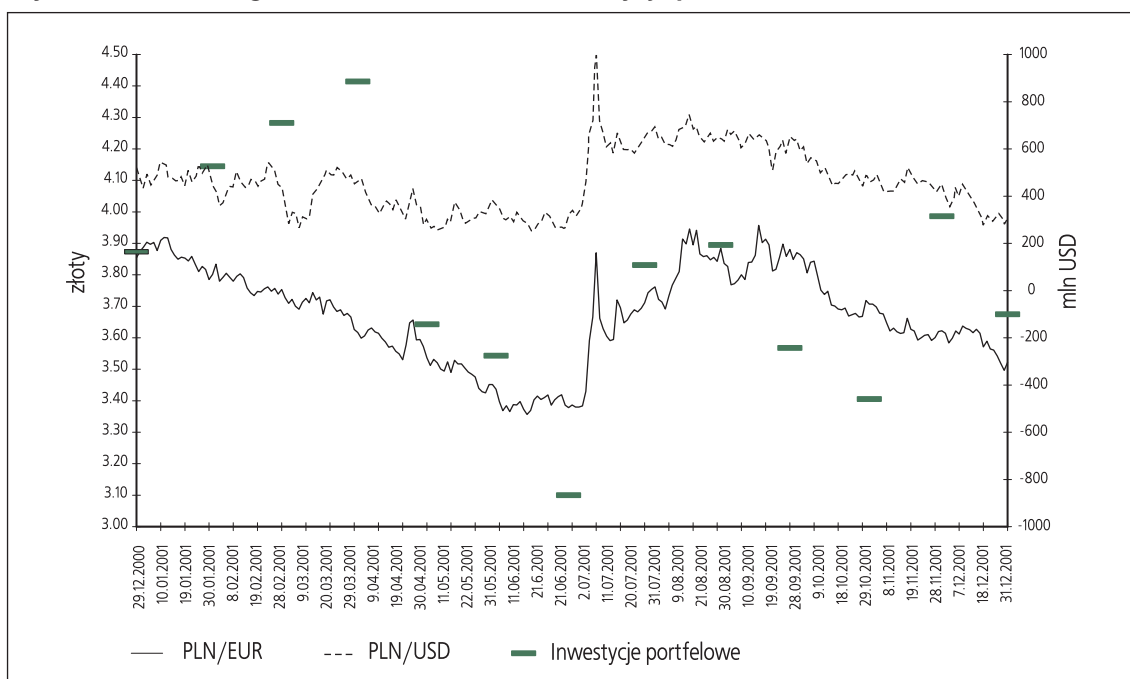
Źródło: Obliczenia własne na podstawie: Podstawowe informacje o podmiotach z udziałem kapitału zagranicznego w 1993r. GUS 1994; Wyniki finansowe podmiotów gospodarczych z udziałem kapitału zagranicznego 1994, 1995, 1999 GUS; Działalność gospodarcza spółek z udziałem kapitału zagranicznego w 2000 r., GUS 2001.

**Wykres 2. Udział eksportu w sprzedaży, 1994–2000**



Źródło: Obliczenia na podstawie danych GUS.

**Wykres 3. Kurs złotego wobec dolara i euro a inwestycje portfelowe w 2001 r.**



Źródło: Obliczenia na podstawie danych GUS.



---

## Bibliografia

- Barrell R., Holland D.: *Foreign Direct Investment in Central European Manufacturing*. W: M. Weresa (red.): *Foreign Direct Investment in a Transition Economy. The Polish Case*. SSEES UCL, London 2000
- Bayoumi T., Lipworth G.: *Japanese Foreign Direct Investment and Regional Trade*. IMF Working Papers, 1997
- Bąk M., Kulawczuk P.: *Analiza wpływu inwestycji zagranicznych na polską gospodarkę*. Warszawa, PA-IZ 1996
- Benchmark Definition of Foreign Direct Investment*, 3-rd Edition, OECD 1996
- „Biuletyn statystyczny” nr 11, Warszawa, GUS 1991
- Blomström M., Lipsey R., Zejan M.: *What Explains Developing Country Growth?* „NBER Working Paper”, No. 4132, 1994
- Blomström M., Wolf E.: *Multinational Corporations and Productivity Convergence in Mexico*. W: W. Baumol, R. Nelson, E. Wolf (red.): *Convergence and Productivity: Cross-national Studies and Historical Evidence*. Oxford, Oxford University Press 1994
- Borensztein E., De Gregorio J., Lee J.-W.: *How Does Foreign Direct Investment Affect Economic Growth*, „Journal of International Economics”, Vol. 45, 1998
- Budnikowski A.: *Międzynarodowe stosunki gospodarcze*. PWE Warszawa 2001
- Chudnovsky D., Lopez A.: *Market or Policy Driven? The Foreign Direct Investment Boom in Argentina*. „Oxford Development Studies” no 25, 1997.
- Cieślak J., Krześniak A.: *Wpływ bezpośrednich inwestycji zagranicznych na wymianę handlową Polski*. „Ekonomista” No-2-3/1998, Warszawa, Key Text 1998
- Czepurko A.: *Inwestycje na polskim rynku kapitałowym*. W: *Gospodarka i handel zagraniczny Polski w 2001 roku*. IkiCHZ Warszawa 2002
- Dunning J.: *Explaining Changing Patterns of International Production: In Defense of the Eclectic Theory*. „Oxford Bulletin of Economics and Statistics” 1979, vol. 41
- Dunning J. H., *Multinational Enterprises and the Global Economy*, Addison Wesley 1993
- Durka B. (red.): *Inwestycje zagraniczne w Polsce*. IkiCHZ Warszawa 1996
- Durka B. (red.): *Inwestycje zagraniczne w Polsce*. IkiCHZ Warszawa 2002
- Feenstra R., Hanson G.: *Foreign Direct Investment and Relative Wages: Evidence from Mexico's Maquiladoras*. NBER Working Paper no 5122, May 1995
- Fic T.: *Bąble spekulacyjne kursu złotego*. „Bank i Kredyt”, nr 1/2002
- Haddad M., Harrison A.: *Are There Positive Spillovers from Direct Foreign Investment? Evidence from Panel Data for Morocco*. „Journal of Development Economics”, Vol. 42, 1993
- Hoekman B., Djankov S.: *Foreign Direct Investment and Productivity Growth in Czech Enterprises*. „World Bank Economic Review”, Vol. 14, 1999
- Hoekman B., Djankov S.: *Intra-Industry Trade, Foreign Direct Investment and Reorientation of East European Exports*. CEPR Discussion Paper No 1377, 1996
- Hubert F., Pain N.: *Inward Investment and Technical Progress in the UK Manufacturing Sector*. „Economics Department Working Papers” no 268, Paris, OECD 2000
- Hufbauer G., Lakdawalla D., Malani A.: *Determinants of direct foreign investment and its connection to trade*. UNCTAD Review 1994
- Kenen P. B.: *The International Economy*. Cambridge University Press, Cambridge 1994
- Kojima K.: *Direct Foreign Investment*. Croom Helm, London, 1978
- Krkoska L.: *Foreign direct investment financing of capital formation in Central and Eastern Europe*. EBRD Working Paper No. 67, December 2001
- Krugman P., Obstfeld M.: *International Economics. Theory and Policy*. Addison-Wesley, New York 2000
- Kumar N.: *Foreign Investment and Export Orientation: The Case of India*. W: N. Seiji, V. Vichit-Vadkan, U. Kerdpibule: *Foreign Direct Investment and Export Promotion: Policies and Experiences in Asia*. Southeast Asian Central Banks Research and Training Centre, Kuala Lumpur & Honolulu 1987
- Lall S., Streeten P.: *Foreign Investment, Transnationals and Developing Countries*. Macmillan, London 1997.
- Lall S.: *Competitiveness, Technology and Skills*. E. Elgar, Cheltenham 2001
- Lin A. L.: *Trade Effects of Foreign Direct Investment: Evidence for Taiwan with Four ASEAN Countries*. „Weltwirtschaftliches Archiv” no 131
- Lipsey R. E.: *Interpreting Developed Countries' Foreign Direct Investment*. NBER Working Paper No 7810, July 2000
- MacCharles D. C.: *Trade among multinationals: intra-industry trade and national competitiveness*. Croom Helm, New York 1987
- Markusen J., Venables A.: *Multinationals, Production, Skilled Labor and Real Wages*. NBER Working Paper no 5483, March 1996
- Mickiewicz T., Radosevic S., Varblane U.: *Foreign Direct Investment, Structures of Employment and Job Creation in Transition Economies, 1993-1996*. W: M. A. Weresa (red): *Foreign Direct Investment in a Transition Economy. The Polish Case*. SEES University College London 2000
- Misala J.: *Współczesne teorie wymiany międzynarodowej i zagranicznej polityki ekonomicznej*. SGH, Warszawa 2001
- Mundell R. A.: *International Economics*. Macmillan, London 1968; J. N. Bhagwati, R. A. Brecher: *National Welfare in an Open Economy in the Presence of Fore-*
-

*ign-Owned Factors of Production*. „Journal of International Economics”, Vol 10, 1980

Purvis D.D.: *Technology, Trade and Factor Mobility*. „Economic Journal”, September 1972

Reich S.: *Globalisation and Changing Patterns of FDI: The Lessons for Central and Eastern Europe*. „Journal of International Relations and Development”, no 1, 1998

Reisen H., Soto M.: *Which Types of Capital Inflows Foster Developing Country Growth?* „International Finance”, Vol. 4, No 1, 2000

„Rocznik Statystyczny”, Warszawa GUS 2001

Stern R.E.: *Foreign Direct Investment, Exports and East-West Integration: Theory and Practice*. W: R. N. Cooper, J. Gacs J. (red.): *Trade Growth in Transition Economies Export Impediments for Central and Eastern Europe*. Elgar, Cheltenham 1997

Stępnia A.: *Integracja regionalna i transfer kapitału*. Wydaw. Uniwersytetu Gdańskiego, Gdańsk 1996

UNCTAD: *World Investment Report 1999. Foreign Direct Investment and Challenge of Development*, New York and Geneva, UN 1999

Weresa M.A.(red.): *Foreign Direct Investment in a Transition Economy. The Polish Case*. SEES University College London 2000

Weresa M. A.: *The Impact of Foreign Direct Investment on Poland's Trade with the European Union*. „Post-Communist Economies”, Vol 13, No 1, 2001

Weresa M. A.: *Wpływ handlu zagranicznego i inwestycji bezpośrednich na innowacyjność polskiej gospodarki*. Prace i Materiały SGH nr 504, Szkoła Główna Handlowa, Warszawa 2002

Wojnicka E.: *Bezpośrednie inwestycje zagraniczne w Polsce 1976–1996*. IlnGR 4/199,7 Gdańsk 1997

*World Investment Report*. UNCTAD 1994

Żywiecka H.: *Przyczyny i mechanizmy kryzysów walutowych ze szczególnym uwzględnieniem znaczenia międzynarodowych przepływów kapitału*. NBP Warszawa 2002

## Przypisy

<sup>1</sup> Por.: P. B. Kenen: *The International Economy*. Cambridge University Press, Cambridge 1994, s. 169–170; A. Budnikowski: *Międzynarodowe stosunki gospodarcze*. PWE Warszawa 2001, s. 137.

<sup>2</sup> Tamże.

<sup>3</sup> P. Krugman, M. Obstfeld: *International Economics. Theory and Policy*. Addison-Wesley, New York 2000, s. 169–171.

<sup>4</sup> *Benchmark Definition of Foreign Direct Investment*, 3-rd Edition, OECD 1996.

<sup>5</sup> J. Dunning :*Explaining Changing Patterns of International Production: In Defense of the Eclectic Theory*. „Oxford Bulletin of Economics and Statistics” 1979, vol. 41, s. 271–272.

<sup>6</sup> E. Wojnicka: *Bezpośrednie inwestycje zagraniczne w Polsce 1976–1996*. IlnGR 4/199,7 Gdańsk 1997, s. 7

<sup>7</sup> J. Misala: *Współczesne teorie wymiany międzynarodowej i zagranicznej polityki ekonomicznej*. SGH, Warszawa 2001, s. 185–186.

<sup>8</sup> R. A. Mundell: *International Economics*. Macmillan, London 1968; J. N. Bhagwati, R. A. Brecher: *National Welfare in an Open Economy in the Presence of Foreign-Owned Factors of Production*. „Journal of International Economics”, Vol 10, 1980, s. 103–115.

<sup>9</sup> D. D. Purvis: *Technology, Trade and Factor Mobility*. „Economic Journal”, September 1972, s. 991–999; K. Kojima: *Direct Foreign Investment*. Croom Helm, London, 1978.

<sup>10</sup> J. Misala: *Współczesne teorie wymiany międzynarodowej i zagranicznej polityki ekonomicznej*, op. cit. , s. 189.

<sup>11</sup> Tamże.

<sup>12</sup> UNCTAD: *World Investment Report 1999. Foreign Direct Investment and Challenge of Development*, New York and Geneva, UN 1999.

<sup>13</sup>H. Reisen, M. Soto: *Which Types of Capital Inflows Foster Developing Country Growth?* „International Finance”, Vol. 4, No 1, 2000.

<sup>14</sup> Por. np. : M. Blomström, R. Lipsey, M. Zejan: *What Explains Developing Country Growth?* „NBER Working Paper”, No. 4132, 1994; E. Borensztein, J. De Gregorio, J.-W. Lee. : *How Does Foreign Direct Investment Affect Economic Growth*, „Journal of International Economics”, Vol. 45, 1998; M. Bąk, P. Kulawczuk: *Analiza wpływu inwestycji zagranicznych na polską gospodarkę*. Warszawa, PAIZ 1996.

<sup>15</sup> M. Haddad, A. Harrison : *Are There Positive Spillovers from Direct Foreign Investment? Evidence from Panel Data for Morocco*. „Journal of Development Economics”, Vol. 42, 1993.

<sup>16</sup>B. Durka (red. ): *Inwestycje zagraniczne w Polsce*. IkiCHZ Warszawa 1996, s. 115

<sup>17</sup>B. Durka (red. ): *Inwestycje zagraniczne w Polsce*. IkiCHZ Warszawa 2002, s. 157

<sup>18</sup>A. Czepurko: *Inwestycje na polskim rynku kapitałowym*. W: *Gospodarka i handel zagraniczny Polski w 2001 roku*. IkiCHZ Warszawa 2002, s. 61 i dane NBP.

<sup>19</sup> Znaczenie inwestycji portfelowych jako źródła finansowania zostanie omówione w dalszej części opracowania (por. p. 5. 1. )

<sup>20</sup> R. E. Lipsey: *Interpreting Developed Countries' Foreign Direct Investment*. NBER Working Paper No 7810, July 2000.

<sup>21</sup> *World Investment Report 1999*. UNCTAD UN New York & Geneva 2000, s. 170.

<sup>22</sup> L. Krkoska: *Foreign direct investment financing of capital formation in Central and Eastern Europe*. EBRD Working Paper No. 67, December 2001, s. 18.

<sup>23</sup> E. Borensztein , J. DeGregorio, J. W. Lee: *How does foreign investment affect economic growth*. „Journal of International Economics” Vol. 45, 1998, s. 115–135.

<sup>24</sup> *World Investment Report 1999*, op. cit. , s. 173.

<sup>25</sup> Tamże, s. 189–193.

<sup>26</sup> Szerzej na ten temat w dalszej części opracowania (p. 5. 1.).

<sup>27</sup> Obliczenia na podstawie danych GUS. Dane dotyczą podmiotów składających bilans.

<sup>28</sup> *World Investment Report 1999*, op. cit. s. 263.

- <sup>29</sup> D. Chudnovsky, A. Lopez: *Market or Policy Driven? The Foreign Direct Investment Boom in Argentina*. „Oxford Development Studies no 25, 1997.
- <sup>30</sup> R. Feenstra, G. Hanson: *Foreign Direct Investment and Relative Wages: Evidence from Mexico's Maquiladoras*. NBER Working Paper no 5122, May 1995 s. 22.
- <sup>31</sup> T. Mickiewicz, S. Radosevic, U. Varblane: *Foreign Direct Investment, Structures of Employment and Job Creation in Transition Economies, 1993–1996*. W: M. A. Weresa (red): *Foreign Direct Investment in a Transition Economy. The Polish Case*. SSEES University College London 2000, s. 52–54
- <sup>32</sup> Badania PAIZ.
- <sup>33</sup> *World Investment Report*. UNCTAD 1994
- <sup>34</sup> J. Markusen, A. Venables: *Multinationals, Production, Skilled Labor and Real Wages*. NBER Working Paper no 5483, March 1996, s. 26.
- <sup>35</sup> Dowodzą tego badania empiryczne prowadzone w latach 70. dla krajów rozwijających się – por. np. : S. Lall, P. Streeten: *Foreign Investment, Transnationals and Developing Countries*. Macmillan, London 1997.
- <sup>36</sup> S. Reich: *Globalisation and Changing Patterns of FDI: The Lessons for Central and Eastern Europe*. „Journal of International Relations and Development, no 1, 1998, s. 106–119.
- <sup>37</sup> G. Hufbauer, D. Lakdawalla, A. Malani: *Determinants of direct foreign investment and its connection to trade*. UNCTAD Review 1994, s. 47.
- <sup>38</sup> A. L. Lin: *Trade Effects of Foreign Direct Investment: Evidence for Taiwan with Four ASEAN Countries*. „Weltwirtschaftliches Archiv” no 131, 1995, s. 737–747; S. Lall: *Competitiveness, Technology and Skills*. E. Elgar, Cheltenham 2001; N. Kumar: *Foreign Investment and Export Orientation: The Case of India*. W: N. Seiji, V. Vichit-Vadkan, U. Kerdpibule: *Foreign Direct Investment and Export Promotion: Policies and Experiences in Asia*. Southeast Asian Central Banks Research and Training Centre, Kuala Lumpur & Honolulu 1987, s. 357–381.
- <sup>39</sup> Por. : T. Bayoumi, G. Lipworth: *Japanese Foreign Direct Investment and Regional Trade*. IMF Working Papers, 1997.
- <sup>40</sup> A. Stępnik: *Integracja regionalna i transfer kapitału*. Wydaw. Uniwersytetu Gdańskiego, Gdańsk 1996, s. 238
- <sup>41</sup> R. E. Stern: *Foreign Direct Investment, Exports and East-West Integration: Theory and Practice*. W: R. N. Cooper, J. Gacs J. (red. ): *Trade Growth in Transition Economies Export Impediments for Central and Eastern Europe*. Elgar , Cheltenham 1997, s. 329–357.
- <sup>42</sup> Por: J. Cieślak , A. Krześniak: *Wpływ bezpośrednich inwestycji zagranicznych na wymianę handlową Polski*. „Ekonomista” No–2–3/1998, Warszawa, Key Text 1998; M. A. Weresa: *The Impact of Foreign Direct Investment on Poland's Trade with the European Union*. „Post-Communist Economies”, Vol 13, No 1, 2001 s. 71–83.
- <sup>43</sup> Dane dotyczą podmiotów składających bilans.
- <sup>44</sup> M. A. Weresa (red. ): *Foreign Direct Investment in a Transition Economy. The Polish Case*. SSEES University College London 2000, s. 161–175.
- <sup>45</sup> J. H. Dunning, *Multinational Enterprises and the Global Economy*, Addison Wesley 1993
- <sup>46</sup> *World Investment Report 1999*, op. cit. , s. 238.
- <sup>47</sup> D. C. MacCharles: *Trade among multinationals: intra-industry trade and national competitiveness*. Croom Helm, New York 1987, s. 28–32.
- <sup>48</sup> B. Hoekman , S. Djankov: *Intra-Industry Trade, Foreign Direct Investment and Reorientation of East European Exports*. CEPR Discussion Paper No 1377, 1996.
- <sup>49</sup> Wskaźnik ujawnionych przewag komparatywnych został wyznaczony dla potrzeb niniejszego opracowania według wzoru:  $RCA_i = \ln(X_{ij}/M_{ij} : X_j / M_j)$ , gdzie  $X_{ij}$  oznacza eksport towaru  $i$  przez kraj  $j$ ,  $M_{ij}$  oznacza import towaru przez kraj  $j$ ,  $X_j$ ,  $M_j$  całkowity eksport i import danego kraju.  $RCA > 0$  dla towarów, w których dany kraj się specjalizuje.
- <sup>50</sup> M. Blomström, E. Wolf: *Multinational Corporations and Productivity Convergence in Mexico*. W: W. Baumol, R. Nelson, E. Wolf (red. ): *Convergence and Productivity: Cross-national Studies and Historical Evidence*. Oxford, Oxford University Press 1994.
- <sup>51</sup> F. Hubert, N. Pain: *Inward Investment and Technical Progress in the UK Manufacturing Sector*. „Economics Department Working Papers” no 268, Paris, OECD 2000.
- <sup>52</sup> B. Hoekman, S. Djankov. : *Foreign Direct Investment and Productivity Growth in Czech Enterprises*. „World Bank Economic Review”, Vol. 14, 1999.
- <sup>53</sup> R. Barrell, D. Holland: *Foreign Direct Investment in Central European Manufacturing*. W: M. A. Weresa (red. ): *Foreign Direct Investment in a Transition Economy. The Polish Case*. SSEES UCL, London 2000, s. 21–40.
- <sup>54</sup> M. A. Weresa: *Wpływ handlu zagranicznego i inwestycji bezpośrednich na innowacyjność polskiej gospodarki*. Prace i Materiały SGH nr 504, Szkoła Główna Handlowa, Warszawa 2002.
- <sup>55</sup> Podział na branże wg. metodologii OECD.
- <sup>56</sup> M. A. Weresa: *Wpływ handlu zagranicznego i inwestycji bezpośrednich na innowacyjność polskiej gospodarki*, op. cit.
- <sup>57</sup> Dane GUS i PAIZ.
- <sup>58</sup> „Biuletyn statystyczny” nr 11, Warszawa, GUS 1991, s. 57.
- <sup>59</sup> „Rocznik Statystyczny”, Warszawa GUS 2001, s. 567–572.
- <sup>60</sup> A. Czepurko: *Inwestycje na polskim rynku kapitałowym*. W: *Gospodarka i handel zagraniczny Polski w 2001 roku*. IKiCHZ Warszawa 2002, s. 56.
- <sup>61</sup> Tamże.
- <sup>62</sup> „Rocznik Statystyczny GUS 200”. GUS Warszawa 2001, s. 495–496
- <sup>63</sup> L. Krkoska: *Foreign direct investment financing of capital formation in Central and Eastern Europe*. EBRD Working Paper No. 67, December 2001, s. 15–17.
- <sup>64</sup> T. Fic: *Bąble spekulacyjne kursu złotego*. „Bank i Kredyt”, nr 1/2002, s. 13.
- <sup>65</sup> Tamże.
- <sup>66</sup> H. Żywiecka: *Przyczyny i mechanizmy kryzysów walutowych ze szczególnym uwzględnieniem znaczenia międzynarodowych przepływów kapitału*. NBP Warszawa 2002, s. 44–46
- <sup>67</sup> Tamże, s. 48