

Andrzej Dorosz
Akademia Finansów i Biznesu Vistula – Warszawa

BEZPOŚREDNIE INWESTYCJE ZAGRANICZNE A NIEKTÓRE ASPEKTY ZEWNĘTRZNEJ I WEWNĘTRZNEJ RÓWNOWAGI KRAJU PRZYJMUJĄCEGO

Streszczenie

Bezpośrednie inwestycje zagraniczne (BIZ) są współcześnie jedną z najbardziej rozpowszechnionych form międzynarodowych transferów kapitału. Ich wolumen w okresie dobrej koniunktury gospodarki światowej stale rośnie, a w okresach recesji wykazuje przy tym relatywnie niską podatność na stesy. Celem artykułu jest przedstawienie, po pierwsze, w jaki sposób bezpośrednie inwestycje zagraniczne rozszerzają zewnętrzne relacje finansowe kraju przyjmującego, przez analizę ich wpływu na jego bilans płatniczy i międzynarodową pozycję inwestycyjną. Po drugie, w artykule starano się wskazać, jakie ograniczenia niesie ze sobą absorpcja zagranicznych inwestycji bezpośrednich dla zewnętrznej sytuacji płatniczej kraju przyjmującego i jego perspektyw rozwojowych.

Słowa kluczowe: bezpośrednio inwestycje zagraniczne, równowaga gospodarki, inwestycje, rachunek finansowy.

Kody JEL: E21, E22, F21, F34

Wstęp

1. W literaturze ekonomicznej dość rozpowszechniony jest pogląd, że utrzymujący się przez dłuższy okres dopływ netto kapitału zagranicznego do gospodarki może istotnie przyczynić się do podniesienia jej dynamiki rozwojowej. Potwierdzają to niektóre analizy i badania przeprowadzone m.in. przez Bank Światowy i OECD. Ta ostatnia organizacja opracowała zresztą swoisty kodeks regulujący międzynarodowe przepływy kapitałowe dostosowane przede wszystkim do potrzeb krajów, które nie tylko są jej członkami, ale także krajów rozwijających się. Po przyjęciu do OECD Polska zaakceptowała ten kodeks i stosuje jego zasady, bowiem zmodyfikowała odpowiednio swoje prawo dewizowe, wprowadzając pełną wymienialność złotego. Akceptacja zasad swobodnego transferu kapitału do kraju (*inward*) i z kraju (*outward*) rodzi jednak pewne

ryzyka¹. Nakłada również swoiste ograniczenia na politykę gospodarczą kraju przyjmującego. Musi ona przecież uwzględniać współzależności, które powstają między krajem przyjmującym a zagranicą. Poniżej starano się pokazać, w jaki sposób bezpośrednio inwestycje zagraniczne (BIZ) mogą wpływać na zewnętrzną, a także w pewnym stopniu również na wewnętrzną sytuację płatniczą kraju. Uważane są one bowiem za najdogodniejszą i zarazem najlepszą, dla długoterminowej perspektywy rozwojowej, formę importu zagranicznego kapitału.

2. Wpływ bezpośrednich inwestycji zagranicznych na gospodarkę kraju przyjmującego zależy od jego wielkości, określanej zazwyczaj przez wielkość PKB oraz liczbę ludności, ale także od wielkości majątku narodowego. Ta ostatnia kwestia, która zależy także od wielkości strumienia dopływu BIZ oraz długości okresu, w jakim on następuje, nie jest zwykle przedmiotem rozważań ze względu na brak odpowiednich danych. Raz rozpoczęty strumień dopływu BIZ trwa zazwyczaj dość długo, gdyż wcześniej podjęte przedsięwzięcia wypracowują zazwyczaj zyski. Należy jednak pamiętać, na co wskazują doświadczenia wielu krajów, że kapitał zagraniczny jest czuły na zmiany polityczne, zmiany regulacji gospodarczych i wahania koniunktury. W rezultacie dość łatwo może nastąpić zahamowanie jego dopływu, a nawet odpływ z kraju przyjmującego. Krajowe przedsiębiorstwa też reagują na wszystkie wspomniane czynniki, ale nie w takim stopniu jak kapitał zagraniczny. Ten ostatni łatwiej niż kapitał krajowy zdaje się podejmować operacje spekulacyjne wyprzedzające przewidywane zmiany wspomnianych czynników.

3. W literaturze odnoszącej się do międzynarodowych stosunków gospodarczych podkreśla się, że „Celem międzynarodowego eksportu kapitału (a jedną z jego form są BIZ – przypis autora), jest przynoszenie zysku jego właścicielowi, co nie oznacza, że chodzi jedynie o zysk w krótkim okresie ani że zysk jest zawsze osiągalny. Niejednokrotnie celem jest maksymalizacja tzw. masy zysku w ujęciu długookresowym” (Bożyk, Misala, Puławski 2001, s. 138). Trochę inaczej rzecz ujmując, można powiedzieć, że między krajami o różnym poziomie rozwoju i różnym stopniu zasobności w kapitał (w akumulację) zachodzi „arbitraż oszczędności” – kapitał przepływa z kraju zasobnego, w którym jest relatywnie niska stopa zwrotu z jego zastosowania, do kraju, w którym jego podaż jest relatywnie mała i gdzie stopa zwrotu jest wyższa.

4. Przedmiotem rozważań jest wpływ BIZ na bilans płatniczy średniej wielkości kraju, posiadającego własną walutę, relatywnie niską akumulację i stosunkowo słabo rozwinięty rynek kapitałowy (tj. rynek kapitału długoterminowego). Ogólnie rzecz ujmując chodzi o kraj, którego gospodarka znajduje się

¹ Według badań OECD duży napływ kapitału zagranicznego może wywołać kryzys. Wiele zależy przy tym od tego w jakiej formie ma on miejsce. Analizy wykazały, że dopływ kapitału w formie BIZ jest mniej „kryzysogenny” niż dopływ kapitału w postaci kredytów i pożyczek. Z przeanalizowanych przez OECD 268 przypadków. W 60% kryzys był spowodowany nagłym zatrzymaniem dopływu kapitału.

na średnim poziomie rozwoju (tzw. *emerging economy*) i który importuje kapitał w celu pobudzenia swego rozwoju – ma więc w okresie swego „doganiania” krajów rozwiniętych – ujemną pozycję inwestycyjną netto. Rozważania odnoszą się przede wszystkim do wpływu, jaki BIZ mają na rachunek bieżący i rachunek kapitałowy bilansu płatniczego. Analiza efektów, jakie BIZ mają na te dwie części bilansu płatniczego, pozwala bowiem ustalić ich rzeczywisty wpływ na bieżącą sytuację płatniczą kraju przyjmującego, a więc na jego zdolność do bieżącego funkcjonowania.

5. Jest oczywiste, że BIZ odzwierciedlają się także w rachunku finansowym bilansu płatniczego. Albowiem, gdy nierezydenci zdecydują się ulokować swój kapitał w danym kraju, tzn. gdy pojawią się BIZ, w jego bilansie płatniczym w rachunku finansowym w pozycji inwestycje bezpośrednie lub inwestycje portfelowe (w zależności, jaką formę wybierze się dla nich) nastąpią odpowiednie zapisy zwiększające zagraniczne zobowiązania kraju (dopływ kapitału zagranicznego). Pojawią się zresztą inne pozycje w rachunku finansowym indykowane przez BIZ, o czym poniżej. Wszystko to powoduje, że BIZ mają bardzo duży wpływ na kształtowanie się międzynarodowej pozycji inwestycyjnej kraju przyjmującego. I z punktu widzenia tej pozycji należy rozpatrywać ich potencjalny wpływ na wieloletnie perspektywy kraju przyjmującego.

6. Rozważania zostały odniesione do trzech różnych części sektora przedsiębiorstw, w których zazwyczaj koncentrują się BIZ w krajach przyjmujących. Chodzi o przedsiębiorstwa przemysłowe, przedsiębiorstwa deweloperskie oraz instytucje finansowe. Rozróżniono przy tym dwa okresy odnoszące się do BIZ – okres wstępny, „zakotwiczenia się” w danej gospodarce, nazwany dalej także okresem inicjacji, oraz następujący po nim okres prowadzenia i rozwijania działalności. Przyjęto przy tym, że BIZ może przybrać dwie podstawowe formy – zupełnie nowych inwestycji zwanych po angielsku *green field investments* oraz inwestycji polegających na kupnie odpowiedniego, dającego wpływ na działalność, pakietu akcji czy udziałów w już istniejących spółkach (przedsiębiorstwach), określanym w języku angielskim jako *portfolio investments*.

7. Na zakończenie rozważań starano się wskazać, jakie ograniczenia mogą wynikać z określonej struktury pasywów międzynarodowej pozycji inwestycyjnej kraju przyjmującego, w którym utrzymywał się napływ BIZ w odpowiednio długim okresie.

Wpływ BIZ na rachunek bieżący i kapitałowy

1. Działalność BIZ może zostać ukierunkowana na rynek kraju przyjmującego (rynek krajowy) lub na eksport w zależności od tego, gdzie inwestorzy widzą możliwości uzyskania wyższej stopy zwrotu z kapitału niż w kraju macierzystym lub w jakimkolwiek innym kraju, w którym działają. Odnosi się to

zasadniczo do BIZ lokalizowanych w przemyśle i ewentualnie w rolnictwie. W tym drugim przypadku produkcja może być kierowana bądź w całości na rynek krajowy, bądź w części na eksport, chyba że BIZ rolne podejmowane są wyłącznie w celu zaspokojenia zapotrzebowania rynków zagranicznych. Natomiast w przypadku BIZ przemysłowych i produkujących wyroby finalne, produkcja – podobnie jak w przypadku BIZ rolnych – może trafiać na rynek krajowy bądź na eksport. Często BIZ przemysłowe podejmowane są w celu produkcji półproduktów, części lub komponentów dla produkcji w kraju centrali BIZ lub w jakimś innym, w którym ma ona inną swoją afiliację, wówczas zazwyczaj cała produkcja jest eksportowana.

2. Sytuacja produkcyjna BIZ różni się w zależności od tego, czy następuje jako *green field investment* czy jako *portfolio*. W pierwszym przypadku zakład produkcyjny musi zostać wybudowany od podstaw (co zwykle trwa dwa, trzy lata lub nawet dłużej), a w drugim istniejące zakłady zostają zwykle podane tylko modernizacji, co naturalną kolejną rzeczą wymaga krótszego czasu. Uruchomienie produkcji i ewentualnego eksportu w obu tych przypadkach następuje w różnych okresach, tj. później w pierwszym i wcześniej w drugim.

3. Proces budowy i wyposażenia nowoczesnego zakładu przemysłowego (czy gospodarstwa rolnego) wymaga obecnie zwykle importu maszyn budowlanych, elementów konstrukcyjnych (o ile nie są dostępne, po konkurencyjnych cenach, na rynku krajowym), a także maszyn oraz różnych innych urządzeń produkcyjnych. Te ostatnie potrzebne są zazwyczaj również przy modernizacji kupionych zakładów krajowych. Natomiast po uruchomieniu produkcji ma miejsce import części zamiennych do maszyn i urządzeń produkcyjnych oraz najprzeróżniejszych komponentów do wytwarzanych wyrobów.

4. Jak z powyższego wynika, w przypadku obu form BIZ przemysłowych następuje zwiększenie obrotów handlowych zarówno w okresie inicjacji („zakotwiczenia się”), jak i w okresie rozwijania produkcji. Skala zwiększenia obrotów w danym okresie zależy od wielkości skumulowanych BIZ oraz ich nastawienia – na rynek krajowy lub eksport. Od tego ostatniego względu zależy także, czy kraj wypracowywać będzie nadwyżkę w bilansie handlowym, a przynajmniej nadwyżkę w zagranicznych obrotach handlowych samych BIZ.

5. Importowane i eksportowane towary muszą być transportowane oraz podlegać innej obsłudze, więc zwiększające się dzięki BIZ zagraniczne obroty handlowe powodują zwiększenie także zagranicznych obrotów usługowych. Skala tego zjawiska jest bezpośrednią funkcją wzrostu obrotów handlowych. Natomiast jego wpływ na przychody i wydatki w tej pozycji bilansu płatniczego, czyli wpływ na saldo tego rachunku, zależy od stopnia względnej konkurencyjności firm krajowych i zagranicznych oferujących odpowiednie usługi. Bez względu jednak na to, czy krajowe usługi będą bezwzględnie tańsze niż zagraniczne, część z nich – z różnych względów – zostanie zakontraktowana poza

krajem. Podobnie zresztą jak ma to miejsce w przypadku dostaw towarowych zasilających produkcję BIZ.

6. W rachunku bieżącym bilansu płatniczego są jeszcze dwie pozycje, które pozostają pod wpływem BIZ. Są to rachunki dochodów pierwotnych i wtórnych. W pierwszym przypadku BIZ mają bardzo duży wpływ na stronę rozchodową. Przede wszystkim dlatego, że *raison d'être* BIZ jest w końcu wypracowanie zysków. Mogą one być transferowane do kraju macierzystego lub za granicę, np. do jakiegoś „raju podatkowego”, jak to często dzieje się obecnie w przypadku korporacji transnarodowych. Zyski mogą być także zatrzymywane w kraju. W tym drugim przypadku są inwestowane albo powiększają fundusze obrotowe. Wartość BIZ zwiększa się wówczas odpowiednio, co znajduje swoje odzwierciedlenie w bilansie płatniczym w jego rachunku finansowym za odpowiedni okres i oczywiście w międzynarodowej pozycji inwestycyjnej kraju. Rosną wówczas pasywa (zobowiązania) w międzynarodowej pozycji inwestycyjnej kraju przyjmującego BIZ.

7. Strona rozchodowa rachunku dochodów pierwotnych rośnie również w związku z wieloletnim zatrudnieniem obcokrajowców jako członków zarządu lub specjalistów. Wydatki na ich pensje stanowią wprawdzie zazwyczaj bardzo znaczący fragment ogólnego funduszu płac prawie w każdym przedsiębiorstwie BIZ, ale w porównaniu z wypracowanymi przez nie zyskami, płace zagranicznego personelu są stosunkowo nieznaczną częścią pozycji rozchodowej rachunku dochodów pierwotnych. Płace te są zresztą częściowo wydawane w kraju, choć – przeważająca ich część – jest jednak transferowana za granicę.

8. Z kolei w rachunku dochodów wtórnych sytuacja nie jest już tak jednoznaczna jak w przypadku dochodów pierwotnych. Naturalną kolejną rzeczą wielkość strumieni pieniężnych jest tam zwykle znacznie niższa. Usadwienie się BIZ w gospodarce wiąże się bowiem z częstymi przyjazdami zagranicznych specjalistów, a nawet z ich krótkookresowym zatrudnieniem, co ma wpływ zarówno na stronę rozchodową, jak i przychodową tej pozycji. Z kolei za granicę wyjeżdżają także krajowi pracownicy BIZ w celu szkolenia bądź uzgadniania różnych zagadnień technicznych i gospodarczych, co oczywiście zwiększa stronę rozchodową.

9. Jak z powyższego wynika, wpływ BIZ na rachunek bieżący bilansu płatniczego jest wielopunktowy. Głównie odnosi się on do potoków (strumieni) handlu zagranicznego znacząco zazwyczaj powiększając zarówno eksport, jak też import. Według danych UNCTAD, w 2016 roku jedna trzecia światowego eksportu pochodziła z afiliacji zagranicznych [UNCTAD 2017, tab. 1.4., s. 26]. W pewnych okolicznościach wzrost eksportu może doprowadzić nawet do nadwyżki bilansu handlowego. BIZ ma także bardzo duży wpływ na rachunek dochodów pierwotnych, w którym zwykle wywołuje deficyt ze względu na osiągnięte przez nie zyski. Niemniej również pozostałe pozycje rachunku bieżącego są pod ich wpływem, tak jak wspomniany wcześniej rachunek usług

czy dochodów wtórnych. Bez konkretnych badań analitycznych na przykładzie określonych krajów, trudno byłoby jednak powiedzieć, czy zwiększa on pozycje przychodowe, czy rozchodowe.

10. W bilansie płatniczym, poza rachunkiem bieżącym, BIZ odbijają się także trochę na rachunku kapitałowym. Rejestruje on m.in. transfery pieniężne związane z licencjami, patentami, prawami produkcyjnymi i prawami do znaków towarowych. Jest naturalne, że BIZ powiększają wydatki kraju związane z tymi tytułami. Często podejmowana w kraju produkcja dotyczy przecież zupełnie nowych produktów i jest oparta na zupełnie nowych, dla kraju przyjmującego, metodach produkcji, za co właściciele każą sobie zazwyczaj słono płacić.

11. W tabeli 1 przedstawiono owe wielopunktowe powiązania, które występują między BIZ a różnymi pozycjami rachunku bieżącego i rachunku kapitałowego bilansu płatniczego w kraju przyjmującym. Natomiast w tabeli 2 pokazano współzależności występujące między BIZ a rachunkiem finansowym bilansu płatniczego takiego kraju.

Tabela 1. Wpływ BIZ przemysłowych na pozycje rachunku bieżącego i rachunek kapitałowy bilansu płatniczego kraju przyjmującego

Forma	Pozycje	Bilans handlowy		Usługi		Dochody pierwotne		Dochody wtórne		R-k kapi- tał.
	Okres	Inicja- cja	Na- stępne	Inicja- cja	Na- stępne	Ini- cjacja	Na- stępne	Inicja- cja	Na- stępne	
Green field	Przychody	O	P	O	P/O	O	O	P	P	O
	Wydatki	W	W	W	W/O	W	W	W	W	W
Portfo- lio	Przychody	P/O	P	P/O	P/O	O	O	P	P	O
	Wydatki	W	W	W	W	W	W	W	W	W

Wzrost przychodów – P, Wzrost wydatków – W, Bez zmian – O

Źródło: opracowanie własne.

12. Wspomniano, że BIZ przemysłowe, jak też inne, odzwierciedlają się oczywiście także w rachunku finansowym bilansu płatniczego, w którym rejestruje się odpływ kapitału krajowego i napływ kapitału zagranicznego do danego kraju. BIZ zasilają kraj przyjmujący w kapitał (akumulację). Odnosi się to zarówno do kapitału inwestycyjnego, jak i obrotowego. Ten pierwszy pojawia się w okresie inicjacji, natomiast ten drugi wtedy, gdy BIZ podejmą normalną działalność. Źródłem kapitału BIZ mogą być zarówno następnie wypracowywane zyski, jak i zagraniczne rynki finansowe. Zagraniczni inwestorzy zatrzymują zwykle część oficjalnie wypracowywanych zysków firm afiliowanych w postaci kapitałów zapasowych. Wówczas następuje odpowiednie zwiększenie ich majątku w kraju przyjmującym i w rezultacie rosną zewnętrzne zobowiązania kraju (co w bilansie płatniczym jest też traktowane jako swoisty dopływ kapitału zagranicznego – wzrost zagranicznych inwestycji bezpośrednich w okresie, w którym zestawiany jest bilans płatniczy). W normalnych warunkach część

zysków osiągniętych przez BIZ jest stale reinwestowana, powiększając dalej pulę BIZ w danym kraju. Zagraniczni inwestorzy starają się bowiem utrzymać swoją pozycję dochodową w danym kraju, choć częściej się zdarza, że chcą ją poszerzyć. Tworzenie kapitałów zapasowych jest więc istotnym warunkiem, aby afiliacje mogły przeznaczyć środki na inwestycje lub na zasilenia funduszy obrotowych i w ten sposób przynajmniej utrzymać swoją pozycję dochodową. W innym przypadku musiałyby w całości korzystać ze środków zewnętrznych. Te ostatnie są także często wykorzystywane jako uzupełniające zasoby finansowe. Tak więc BIZ bardzo ściśle łączą się jeszcze z innymi formami dopływu kapitału zagranicznego do kraju przyjmującego, a mianowicie z kredytami handlowymi (odpowiednik funduszy obrotowych), kredytami i pożyczkami bankowymi (odpowiednik funduszy obrotowych i/lub inwestycyjnych) oraz pożyczkami obligacyjnymi (odpowiednik funduszy inwestycyjnych). Pierwsze udostępniane są bardzo często przez organizacje macierzyste, ich afiliacje zagraniczne lub ich zagranicznych dostawców, drugie i trzecie przez zagraniczne banki często w ramach limitów organizacji macierzystych, zaś czwarte są aranżowane i okazjonalnie gwarantowane (poręczane) przez organizacje macierzyste lub ich zagraniczne banki.

Tabela. 2 Wpływ BIZ przemysłowych na pozycje rachunku finansowego i oficjalne rezerwy walutowe bilansu płatniczego kraju przyjmującego

Forma	Pozycje	BIZ		Kredyty kupieckie		Kredyty bankowe		Pożyczki obligacyjne		Rezerwy
		Inicjacja	Następne	Inicjacja	Następne	Inicjacja	Następne	Inicjacja	Następne	
Green field	Aktywa	O	O	O	O	O	O	O	O	O/P
	Pasywa	W	W	W	W	W	W	O	W/O	O/W
Portfolio	Aktywa	O	O	O	O	O	O	O	O	O/P
	Pasywa	W	W	W	W	W	W	W	W/O	O/W

Wzrost przychodów – P, Wzrost wydatków – W, Bez zmian – O

Źródło: jak w tabeli 1.

13. Trochę inaczej przedstawia się wpływ BIZ deweloperskich i finansowych na rachunek bieżący bilansu płatniczego kraju przyjmującego. Różnica nie jest zbyt wielka. Sprowadza się zasadniczo do zagranicznych obrotów handlowych. Oba typy BIZ nie generują towarowego eksportu kraju przyjmującego, a jedynie stymulują niewielki import towarów. I to zarówno w okresie inicjacji, jak i późniejszej działalności. Funkcjonowanie BIZ finansowych wymaga często relatywnie niewielkiego importu towarowego, mającego za zadanie zaopatrzenie krajowych jednostek afiliowanych w materiały, o ile zostały one wystandaryzowane przez jednostkę macierzystą dla całej grupy. Ponieważ w zakresie usług BIZ finansowe starają się utrzymać jednolity standard obsługi raz księgowości, zwykle łączy się to z nabyciem i następnie bieżącą obsługą

(serwisowaniem) odpowiednich elektronicznych systemów (IT). Wpływ zarówno BIZ deweloperskich, jak i finansowych na pozostałe fragmenty rachunku bieżącego i rachunku kapitałowego właściwie nie różni się od wpływu BIZ przemysłowych, co pokazano w tabelach 3 i 4. Warto jedynie zwrócić uwagę, że rentowność obu tych typów BIZ zdaje się wyższa niż BIZ przemysłowych, co oznacza, że relatywnie mają one większy wpływ na deficyt rachunku dochodów pierwotnych. Z kolei w rachunku kapitałowym BIZ deweloperskie i finansowe odzwierciedlają się słabiej niż BIZ przemysłowe. Możliwości tych pierwszych w zakresie obciążania afiliacji opłatami za patenty, licencje produkcyjne czy znaki towarowe jest bardzo ograniczona i jedynie sprowadza się do opłat za logo albo licencjonowanie wykorzystania systemów IT. Umożliwia im to na transfer części zysków w postaci opłat za ich udostępnianie. Natomiast wpływ obu powyższych typów BIZ na rachunek finansowy i oficjalne rezerwy walutowe jest mniej więcej taki sam jak w przypadku BIZ przemysłowych, pominięto więc jego omawianie. Różnica sprowadza się jedynie do tego, jakie strumienie dopływu kapitału, jak silne i kiedy zostaną pobudzone przez organizacje macierzyste na rzecz afiliacji.

Tabela 3. Wpływ BIZ deweloperskich na pozycje rachunku bieżącego i rachunek kapitałowy bilansu płatniczego kraju przyjmującego

Forma	Pozycje	Bilans handlowy		Usługi		Dochody pierwotne		Dochody wtórne		R-k kapitał.
		Okresy	Inicjacja	Następne	Inicjacja	Następne	Inicjacja	Następne	Inicjacja	
Green field	Przychody	O	O	O	O	O	O	P	P	O
	Wydatki	W	W/O	W/O	W/O	W	W	W	W	O
Portfolio	Przychody	O	O	O	O	O	O	P	P	O
	Wydatki	W	W/O	W/O	W/O	W	W	W	W	O

Wzrost przychodów – P, Wzrost wydatków – W, Bez zmian – O

Źródło: jak w tabeli 1.

Tabela 4. Wpływ BIZ finansowych na pozycje rachunku bieżącego i rachunek kapitałowy bilansu płatniczego kraju przyjmującego

Forma	Pozycje	Bilans handlowy		Usługi		Dochody pierwotne		Dochody wtórne		R-k kapitał.
		Okresy	Inicjacja	Następne	Inicjacja	Następne	Inicjacja	Następne	Inicjacja	
Green field	Przychody	O	O	O	O/P	O	O	P	P	O
	Wydatki	W	W	W/O	W/O	W	W	W	W	W
Portfolio	Przychody	O	O	O	O/P	O	O	P	P	O
	Wydatki	W	W/O	W/O	W/O	W	W	W	W	W

Wzrost przychodów – P, Wzrost wydatków – W, Bez zmian – O

Źródło: jak w tabeli 1.

14. Z powyższego wynika, że instalacja („zakotwiczenie się”) BIZ w jakimś kraju stwarza warunki dla istotnego rozszerzenia zakresu jego powiązań gospodarczych z zagranicą. Wiele przy tym zależy od tego, w jakich dziedzinach sektora przedsiębiorstw zostaną one osadzone. Największe zmiany następują, gdy trafią one do przemysłu, szczególnie wtedy, gdy zostaną nastawione na eksport. Rosną wówczas przede wszystkim obroty handlowe kraju przyjmującego i z czasem może wykształcić się nawet nadwyżka bilansu handlowego. Wzrost handlu rodzi zapotrzebowanie na powiązane z nimi usługi, co stwarza warunki dla dalszego rozszerzania zakresu zagranicznych powiązań gospodarczych. Podobny zresztą wpływ mają BIZ na przedsięwzięcia deweloperskie i finansowe. Rozszerzanie zakresu stosunków obejmuje, jak starano się pokazać, inne dziedziny relacji gospodarczych z zagranicą w tzw. rachunku bieżącym i kapitałowym. Wydaje się przy tym, że BIZ dodatkowo mocno stymulują inne obroty kapitałowe między krajem przyjmującym i zagranicą. BIZ uzyskują łatwo kredyty kupieckie (handlowe) od organizacji macierzystych i ich międzynarodowych dostawców. Łatwiej dostaną kredyty w bankach zagranicznych lub pożyczki obligacyjne na międzynarodowych rynkach finansowych. Słowem, usadowienie się BIZ w danym kraju powoduje istotne rozszerzenie jego obrotów zarówno na rachunku bieżącym, jak finansowym bilansu płatniczego – silniejsze i głębsze powiązanie tego kraju z zagranicą. Im szersze i głębsze jest usadowienie BIZ w danej gospodarce, tym szersze i głębsze są jego powiązania z gospodarką światową, tym bardziej zależy on tej gospodarki i jej koniunktury.

BIZ a zewnętrzna i wewnętrzna równowaga gospodarki kraju przyjmującego

1. W teorii ekonomii dość powszechnie przyjmuje się, że rozszerzenie stosunków gospodarczych z otoczeniem zewnętrznym sprzyja w długim okresie rozwojowi gospodarstwu. Doświadczenia wielu krajów potwierdzają to. Można też przyjąć, że na pewnym poziomie rozwoju kraju, BIZ pozytywnie oddziałuje na rozwój jego gospodarki [Zimny 2017]. Naturalną kolejną rzeczą powstaje jednak pytanie, czy BIZ – rozszerzając znacznie stosunki towarowe i finansowe z zagranicą – nie stwarza także zagrożenia dla zewnętrznej i ewentualnej wewnętrznej równowagi gospodarczej kraju przyjmującego? Wydaje się, że istnieje pewne niebezpieczeństwo w tym zakresie, o czym zresztą wspomina przytaczany raport OECD. Wynika ono przede wszystkim z tego, że kumulacja BIZ ma, po pewnym czasie, znaczny wpływ na określenie struktury międzynarodowej pozycji inwestycyjnej kraju przyjmującego oraz jego pozycji netto. Ta ostatnia prowadzi do coraz większego obciążania rachunku bieżącego i wprowadza dodatkowy element niepewności w obrotach kapitałowych w rachunku finansowym. Niepewność wiąże się z wielkością i strukturą dopływu oraz odpływu kapitału w warunkach stresu, który może powstać w ramach układu polityczno-gospodarczego danego

kraju lub w krajach ościennych czy – po prostu – gdzieś na świecie. Polityka gospodarcza kraju przyjmującego powinna takie zagrożenia uwzględnić.

2. Obciążenia rachunku bieżącego kraju przyjmującego wynikają przede wszystkim z wyższej efektywności BIZ niż mają ją krajowe przedsiębiorstwa [Zimny 2017, s. 73-106]. Przekłada się to niewątpliwie na wyższą rentowność kapitału zagranicznego nad krajowym, czyli na większe relatywnie zyski BIZ. Wspomniano wyżej, że zyski BIZ są albo reinwestowane na miejscu, albo transferowane za granicę. W pierwszym przypadku powiększają zasoby BIZ i prowadzą zazwyczaj do dalszego zwiększenia wolumenu zysku. Transfer zysków obciąża pozycję płatniczą kraju przyjmującego, zwiększając popyt na dewizy na krajowym rynku walutowym. W warunkach stresu, bez względu na jego miejsce i przyczyny, część transferowana zysków może ulec istotnemu zwiększeniu, a jeżeli wolumen BIZ oraz wolumen jego łącznych zysków jest duży, wówczas skala pogorszenia rachunku dochodów pierwotnych może być bardzo znaczna. Prowadzi to zwykle do gwałtownego, dużego spadku kursu waluty, co w bardzo krótkim okresie wywołuje zazwyczaj dodatkowe zwiększenie popytu na dewizy na krajowym rynku walutowym przy ograniczaniu ich podaży. Sytuacja taka wynika z odwrócenia kierunków przepływu kapitału i zwiększenia ich skali. Mają wtedy miejsce spekulacyjne działania zagranicznych i krajowych podmiotów, z których część jest oparta na tzw. *time lags*. Tak więc zahamowaniu lub przynajmniej znacznemu ograniczeniu ulega dopływ zagranicznego kapitału handlowego, zwiększa się ponadto krajowy odpływ tego kapitału, zahamowaniu ulega dopływ zagranicznego kapitału bankowego, obligacyjnego i w ogóle zwiększa się odpływ kapitału krajowego w różnej postaci, choć głównie kanałem bankowym ze względu na penalizację transferu pieniądza gotówkowego za granicę, powyżej kwoty określonej prawem.

3. Przyjmując, że równowaga bilansu płatniczego utrzymuje się wówczas, gdy deficyt rachunku bieżącego bilansu płatniczego (CA) po odliczeniu refinansowanych (zatrzymanych) zysków BIZ (RP) równa się nadwyżce w rachunku finansowym – nadwyżce dopływu kapitału nad jego odpływem (FA), co można zapisać jako:

$$CA-RP=FA \quad (1)$$

Nierównowaga pojawi się natomiast, gdy:

$$CA-RP>FA \quad (2)$$

Skala nierównowagi zależy od tego jak wielkie będą zmiany po jednej i drugiej stronie nierówności. Gdyby RP zeszło do zera, co maksymalnie zwiększyłoby deficyt rachunku bieżącego – CA_{\max} , dopływ kapitału ukształtował się na bardzo niskim poziomie – FA_{\min} , a stres byłby odpowiednio silny i trwałby odpowiednio długo, wówczas zdolność kraju do przetrwania kryzysu płatniczego zależałaby

przede wszystkim od poziomu oficjalnych rezerw walutowych (ER). Po pewnym czasie zostałyby uruchomione wprawdzie również inne instrumenty oraz mechanizmy stabilizujące sytuację. Należą do nich kredyty od MFV i innych banków centralnych, które mogłyby stosunkowo szybko wspomóc kraj, a także wzrost eksportu towarowego i usług wywołany spadkiem kursu, co z kolei zajmuje sporo czasu i nie zawsze ma miejsce w przeciągającej się sytuacji krytycznej. Przyjmując arbitralne założenie, że żaden kraj nie może przeznaczyć na obronę zewnętrznej pozycji płatniczej wszystkich swoich ER, a tylko jakąś ich część (np.: 60-80%) oraz że może on wykorzystać nagle aranżowane kredyty międzynarodowych organizacji finansowych (głównie MFV) i zagranicznych banków centralnych (łącznie obie pozycje – IC), wówczas zdolność do stabilizowania sytuacji w okresie kryzysu określana jest przez równanie:

$$CA_{\max} + FA_{\min} = a \cdot ER + IC \quad (3)$$

Wszystko zależy więc od tego, jak długo trwać będzie sytuacja krytyczna oraz jak silne pobudzi emocje wpływające na postępowanie zagranicznych i krajowych podmiotów gospodarczych, w tym na osoby zarządzające BIZ i kontrolujące je, czyli jak silne reakcje spekulacyjne wywoła. Doświadczenia wielu krajów, które przeszły przez zewnętrzne kryzysy płatnicze wskazują, iż przy bardzo silnych bodźcach opanowanie sytuacji płatniczej jest bardzo trudne i w końcu odbija się depresyjnie na całej gospodarce. Ma to zwykle bardzo kłopotliwe konsekwencje społeczne i polityczne. Wydaje się, że osoby kierujące BIZ oraz ich organizacjami macierzystymi w okresach występowania czynników stresu dość szybko i łatwo podejmują działania, które można określić jako spekulacyjne. Mają bowiem odpowiednią wiedzę i doświadczenie w tym zakresie oraz rozporządzają odpowiednimi instrumentami. Słowem, BIZ znacznie rozszerzając zakres finansowych powiązań kraju przyjmującego z zagranicą, stwarza jednocześnie swoiste podłoże dla ewentualnego wykształcenia się zewnętrznego kryzysu płatniczego w okresie, gdy objawiają się odpowiednio silne czynniki stresogenne.

4. Jest jeszcze jedna kwestia, którą warto rozważyć tym miejscu. A mianowicie wpływ, jaki BIZ mogą mieć na inwestycje w okresie, gdy ustanie ich dopływ netto do gospodarki przyjmującej ($BIZ \leq 0$) w rozumieniu obecnej metodologii bilansu płatniczego. Opierając się – dla uproszczenia rozumowania – na jednoczynnikowym modelu wzrostu gospodarczego R. Harroda należałoby przyjąć – rozwijając go trochę – że w gospodarce kraju przyjmującego zarówno oszczędności (S) jak i inwestycje (I) rozbijają się na dwa komponenty – oszczędności wyłącznie krajowe (S_d) oraz oszczędności BIZ (S_f). Podobnie zresztą należałoby rozbić inwestycje na (I_d) i (I_f). W poszczególnych okresach inwestycje BIZ składają się zwykle z dwóch części – nowych BIZ i realizowanych z reinwestowanych zysków (RP), to jest I_n oraz I_{RP} , czyli $I_f = I_n + I_{RP}$. Nie zawsze jednak tak jest. Dopływ nowych BIZ do gospodarki może ustać, a nawet stać się ujemny. Ta druga sytuacja ma miejsce wtedy, gdy zakotwiczone w gospodarce

BIZ będą repatriować w danym okresie całe wypracowane przez siebie zyski, a mogą sięgać nawet po kapitały zapasowe, czyli zyski wypracowane w poprzednich okresach obrachunkowych.

5. Przy zerowym dopływie, innego niż BIZ, kapitału zagranicznego (zagranicznych oszczędności) równowaga w gospodarce zostanie osiągnięta, zgodnie z keynesowskim założeniem, gdy

$$S_d + S_f = I_d + I_{fn} + I_{RP} \quad (4)$$

Liczne badania wykazały, że inwestycje BIZ są bardziej efektywne niż krajowe [Zimny 2017, s. 73-84], czyli że krańcowe wskaźniki kapitałochłonności produkcji mierzone wielkością nakładu inwestycyjnego na jednostkę przyrostu dochodu są wyższe w przypadku BIZ niż przedsiębiorstw krajowych. Przyjmując, że Y jest dochodem narodowym, a ΔY jego przyrostem w danym okresie, wówczas wspomnianą nierówność można zapisać jako:

$$I_f/\Delta Y > I_d/\Delta Y \quad (5)$$

Przyrost dochodu narodowego zależy od wielkości oszczędności oraz wielkości inwestycji i wskaźnika kapitałochłonności, czyli

$$\Delta Y/Y = (S_d/Y + S_f/Y) : (I_d/\Delta Y + I_f/\Delta Y) \quad (6)$$

Jeżeli miałyby miejsce wycofywanie kapitału przez BIZ, tzn. sytuacja, w której BIZ przestałyby reinwestować zarobione zyski i nie byłoby dopływu nowych BIZ, wówczas nie tylko nie byłoby efektu pobudzenia wzrostu gospodarczego przez wyższą ich efektywność, ale dodatkowo uległaby zmniejszeniu ogólna pula inwestycji i w rezultacie dynamika wzrostu gospodarczego uległaby obniżeniu. Powyższe równanie wyglądałoby bowiem następująco:

$$\Delta Y/Y = (S_d/Y - S_f/Y) : (I_d/\Delta Y - I_f/\Delta Y) \quad (7)$$

Mając przy tym na względzie wyższą efektywność BIZ niż inwestycji krajowych, czyli uwzględniając podaną wyżej nierówność, dynamika przyrostu PKB będzie niższa niż występowała w poprzednich okresach, gdy retencja zysków BIZ zwiększała pulę inwestycyjną kraju.

Podsumowanie

- Napływ kapitału zagranicznego netto, w tym BIZ, poprawia perspektywy rozwojowe kraju przyjmującego, gdyż zwiększa pulę oszczędności dostępną do inwestowania, a ponadto inwestycje zagraniczne są z reguły bardziej efektywne niż krajowe.

- Usadwienie się w danym kraju znaczącego wolumenu BIZ istotnie wpływa na jego powiązania z zagranicą. Zwiększa zazwyczaj zakres operacji w rachunku bieżącym, przy czym najpierw zwiększają się głównie obroty towarowe i usługowe.
- Po okresie „zakotwiczenia się” BIZ w gospodarce, ze względu na ich wyższą efektywność niż przedsiębiorstw krajowych, wypracowują one stosunkowo wysokie zyski i w rezultacie rachunek bieżący staje się deficytowy, nawet jeżeli bilans handlowy zamyka się nadwyżką i są nadwyżki w innych pozycjach.
- Kraj przyjmujący powinien prowadzić politykę wyboru odpowiednich BIZ, aby ograniczyć obciążenia, jakie powodują one dla pozycji płatniczej. Tak np. powinien rozważyć ograniczenie dopływu inwestycji deweloperskich i finansowych.
- Zmiany, które BIZ wywołują w relacjach z zagranicą, w znacznym stopniu odnoszą się także do rachunku finansowego, to jest do stosunków kapitałowych kraju przyjmującego z zagranicą. Zwiększa się obrót na tym rachunku, gdyż BIZ zwykle korzystają z zasilania kredytowego i pożyczkowego z zagranicy.
- Rozszerzenie się stosunków handlowych i kapitałowych kraju przyjmującego ściślej wiąże go z gospodarką światową (gospodarką regionalną) i uzależnia od stałego dopływu kapitału w różnych postaciach. Tym samym bardziej naraża go na szoki, które mogą tam występować.
- Zmiany, które BIZ wywołują w bilansie płatniczym kraju przyjmującego oraz w jego międzynarodowej pozycji inwestycyjnej, powodują, że powstaje finansowa płaszczyzna, na jakiej może – w sytuacji, gdy wystąpią wewnętrzne lub zewnętrzne szoki – rozwinąć się zewnętrzny kryzys płatniczy w tym kraju, gdyby zahamowany został dopływ nowego kapitału lub gdyby stary, tzn. poprzednio zainwestowany, zaczął odpływać.
- Zwiększona wrażliwość na szoki zewnętrzne i wewnętrzne oraz zwiększona skłonność do ulegania kryzysom płatniczym powoduje, że kraj przyjmujący musi utrzymywać znaczące rezerwy dewizowe i dobre relacje z MFW i bankami centralnymi innych krajów swojego regionu geograficznego. Najlepszym zabezpieczeniem się przed kryzysami płatniczymi jest jednak uczestnictwo kraju przyjmującego w strefie waluty międzynarodowej, gdyż znosi potrzebę rozliczeń dewizowych i niezmiernie ogranicza konieczność utrzymywania rezerw dewizowych.
- Napływ BIZ w początkowym okresie powoduje zwiększenie dynamiki wzrostu gospodarczego kraju przyjmującego ze względu na stosunkowo wysoką ich efektywność. Niemniej, po pewnym okresie BIZ mogą spowodować odpływ kapitału (oszczędności) i wówczas dynamika wzrostu obniży się.
- Kraj przyjmujący powinien tak prowadzić swoją politykę, w tym gospodarczą, aby organy kierujące BIZ uważały, iż znaczna część ich zysków powinna być reinwestowana i aby do napływały nowe inwestycje.

Bibliografia

- Bożyk J., Misala J., Puławski M. (2001), *Międzynarodowe stosunki gospodarcze*, PWE, Warszawa.
- International capital flows: structure reforms and experience with the OECD code of liberalization of capital movements* (2011), OECD.
- Nasiłowski M. (1998), *System rynkowy*, Key Text, Warszawa.
- UNCTAD (2017), *World Investment Report 2017*, United Nations Publications, Geneva.
- Zimny Z. (2017), *Polityka wobec bezpośrednich inwestycji zagranicznych. Wnioski dla Polski*, Akademia Finansów i Biznesu Vistula, Warszawa.

Foreign Direct Investments and Some Aspects of External and Internal Equilibrium of the Host Country

Summary

Foreign direct investments (FDI) are contemporarily one of the most frequent forms of international capital transfers. Their volume constantly grows in the period of prosperity of the global economy, while in the periods of recession it also displays a relatively low susceptibility to stresses. The aim of the article is to present, first, how foreign direct investments expand external financial relationships of the host country, through an analysis of their impact on its balance of payments and international investment position. Second, in his article, the author tried to indicate what limitations are entailed with absorption of foreign direct investments to the external payment situation of the host country and its developmental perspectives.

Key words: foreign direct investments, economy's equilibrium, investments, financial account.

JEL codes: E21, E22, F21, F34

Artykuł zaakceptowany do druku w kwietniu 2018 roku.

© All rights reserved

Afiliacja:

dr hab. Andrzej Dorosz

Akademia Finansów i Biznesu Vistula

Wydział Biznesu i Stosunków Międzynarodowych

ul. Stokłosa 3

02-787 Warszawa

e-mail: a.dorosz@vistula.edu.pl