

Barbara Ptaszyńska

Współpracownik Wyższej Szkoły Bankowej w Poznaniu

Zaangażowanie kapitału portfelowego w Polsce przed i po akcesji do Unii Europejskiej i jego skutki dla gospodarki – wybrane elementy

***Streszczenie.** Zmiany zapoczątkowane w 1990 r., prowadzące do stabilizacji i restrukturyzacji gospodarki oraz liberalizacji systemu prawa, umożliwiły napływ inwestycji zagranicznych do Polski. Ich zwiększony strumień zbiegł się w czasie z wejściem naszego kraju do Unii Europejskiej. Jednocześnie inwestorzy zagraniczni, dokonując transferu kapitału portfelowego, przyspieszyli rozwój rynków finansowych w Polsce, finansując głównie potrzeby pożyczkowe budżetu państwa. Dopiero od 2001 r. napływ inwestycji portfelowych istotnie wpłynął na zmienność kursów walutowych. Zmiany opłacalności eksportu nie ograniczyły jednak jego dynamiki. Napływ kapitału spekulacyjnego nie miał więc ujemnego wpływu na funkcjonowanie polskiej gospodarki zarówno przed jej wejściem do Unii Europejskiej, jak i po akcesji.*

***Słowa kluczowe:** inwestycje zagraniczne, inwestycje portfelowe, kapitał krótkoterminowy, skarbowe papiery wartościowe*

Wstęp

W ostatnich latach znamieny dla międzynarodowego rynku kapitałowego był wzrost znaczenia inwestycji portfelowych. Trafiają one do krajów rozwijających się i postkomunistycznych, również do Polski. Wyraźnemu zwiększeniu uległy one po wstąpieniu Polski do Unii Europejskiej. Polska odbierana jest jako kraj stabilny, a wyższe niż w strefie euro stopy procentowe zwiększają opłacalność tego typu lokat.

Artykuł stanowi próbę odpowiedzi na pytanie: jakie znaczenie dla gospodarki Polski miał napływ inwestycji portfelowych przed i po wejściu do UE? Analiza obejmuje lata 1995-2010, z podziałem na okresy: 1995-2003 i 2004-2010. W czę-

ści teoretycznej wskazano potencjalne skutki napływu inwestycji dla gospodarki kraju przyjmującego, a w części empirycznej opisano doświadczenia Polski w tym zakresie.

1. Pojęcie i skutki inwestycji portfelowych dla kraju goszczącego

Inwestycja portfelowa dokonywana jest przez zakup papierów wartościowych (obligacji, bonów skarbowych) emitowanych przez Skarb Państwa lub zakup akcji firmy, bez chęci bezpośredniego angażowania się w kierowanie czy zarządzanie przedsiębiorstwem¹. Inwestor zadowala się realizacją zysków, nie angażując innych aktywów (technologii, innowacji czy nowoczesnych metod zarządzania). Może mieć ona formę inwestycji udziałowej lub dłużnej. Istotą inwestycji udziałowej jest udostępnienie kapitału w zamian za prawo własności podmiotu emitującego instrument finansowy i udział w jego dochodach w postaci dywidendy. Z kolei inwestycje dłużne polegają na czasowym udostępnianiu środków finansowych w zamian za określone płatności, głównie w postaci oprocentowania. Podstawowym celem inwestycji udziałowej jest osiągnięcie wyższego zysku przez lokowanie funduszy w przedsiębiorstwie oferującym taką możliwość. Kupując dłużne papiery wartościowe, inwestorzy mogą zyskać na różnicach w oprocentowaniu tych walorów czy wahaniach kursu walutowego. Obie formy są również próbą dywersyfikacji portfela inwestycyjnego. Z tego też powodu inwestycje portfelowe mają charakter krótkoterminowy oraz charakteryzują się dużą mobilnością i małą stabilnością².

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

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

Istotnymi przyczynami przepływu kapitału spekulacyjnego mogą być także:

- poszukiwanie większego dochodu, niż daje dochód z lokaty bankowej,
- ucieczka przed spadkiem wartości pieniądza,
- poszukiwanie bezpiecznego miejsca dla inwestycji w związku z napięciami polityczno-społecznymi,

¹ M.A. Weresa, *Skutki inwestycji zagranicznych dla gospodarki kraju przyjmującego – doświadczenia Polski*, w: *Rola inwestycji zagranicznych w gospodarce*, „Zeszyty BRE Bank-CASE” 2002, nr 62.

² G. Ancyparowicz, *Wpływ bezpośrednich inwestycji zagranicznych na wzrost polskiej gospodarki w okresie poakcesyjnym*, GUS, materiał na konferencję prasową 26 maja 2009 r.

– awersja do ryzyka, która wymusza konieczność dywersyfikacji portfela inwestycyjnego, czyli jego rozproszenie w czasie i przestrzeni³.

Jako najważniejsze determinanty w zakresie rozmiarów i struktury zagranicznych inwestycji portfelowych w literaturze wymienia się również:

– stabilność makroekonomiczną kraju przyjmującego oraz kraju, z którego pochodzą podmioty inwestujące (duża stabilność lub jasno wyznaczony kierunek reform zwiększa skłonność do inwestycji zarówno w papiery dłużne, jak i udziałowe),

– poziom i dynamikę stóp procentowych na rynku lokaty, a także na rynkach międzynarodowych (wzrost stopy procentowej w kraju przyjmującym wobec stopy w kraju inwestora najczęściej zwiększa rentowność inwestycji w dłużne papiery wartościowe),

– wahania kursu walutowego, a w szczególności zagrożenie kryzysem płynności oraz zdolność do obrony kursu walutowego przez kraj goszczący (ma to szczególne znaczenie w przypadku papierów dłużnych),

– ogólny poziom ryzyka inwestycyjnego w kraju lokaty i jego wiarygodność (inwestycje w akcje i udziały spółek potwierdzają zaufanie do gospodarki kraju przyjmującego)⁴.

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

Zagraniczne inwestycje portfelowe wywierają istotny wpływ na gospodarkę kraju, do którego napływają. Wpływ ten jest wielokierunkowy, ale nie można jednoznacznie powiedzieć, że jest on korzystny.

Skutki inwestycji portfelowych dla gospodarki kraju goszczącego można rozpatrywać w kilku aspektach. Pierwszy z nich dotyczy możliwości uzupełnienia niedoboru kapitału krajowego. Ma on szczególne znaczenie w gospodarkach rozwijających się lub przechodzących transformację ustrojową, w których niedobór kapitału jest bardzo odczuwalny i skorzystanie ze źródeł zagranicznych może być jedynym możliwym rozwiązaniem. Kapitał zagraniczny wspiera tym samym

³ Racjonalna polityka zróżnicowania portfela inwestycyjnego tłumaczy teoria portfolio, która zakłada, że spadkowi stopy zysku części inwestycji towarzyszy wzrost stopy zysku pozostałych. Inwestor może osiągnąć wyższy zysk przy danym ryzyku lub daną stopę zysku przy niższym ryzyku. Por. A. Budnikowski, *Międzynarodowe stosunki gospodarcze*, PWE, Warszawa 2001, s. 123 i 140.

⁴ G. Górniewicz, *Konsekwencje międzynarodowych przepływów kapitału dla gospodarki światowej ze szczególnym uwzględnieniem Polski*, Wyd. Uniwersytetu Kazimierza Wielkiego, Bydgoszcz 2007, s. 152-153; T.T. Czerwińska, *Zagraniczne inwestycje portfelowe na rynku dłużnych papierów wartościowych w Polsce*, w: *Bezpośrednie inwestycje zagraniczne w Polsce*, red. W. Karaszewski, Wyd. UMK, Toruń 2003, s. 74.

ekspansję inwestycyjną kraju lokaty⁵. Jednak z kapitału spekulacyjnego korzysta nierzadko budżet państwa, finansując bieżącą działalność, co niesie wiele niebezpieczeństw. Najważniejsze z nich polega na tym, że nadmierne zadłużenie państwa może spowodować utratę zdolności do jego obsługi. Inwestorzy portfelowi w obawie przed ryzykiem mogą zechcieć pozbyć się papierów dłużnych, co spowoduje spadek ich cen, a tym samym obniżenie wiarygodności emitenta.

Drugi obszar wpływu inwestycji portfelowych na gospodarkę jest związany z kształtowaniem się kursu walutowego kraju przyjmującego. Rządy pragnące przyciągnąć kapitał zagraniczny stosują politykę liberalizacji rynku finansowego, która umożliwia swobodny przepływ kapitału pomiędzy krajem rynku wschodzącego a zagranicą oraz deregulację gospodarki. Istotnym elementem tej polityki jest utrzymanie relatywnie wysokiej stopy procentowej, ograniczanie inflacji oraz stabilizacja kursu waluty krajowej. Działania te przyczyniają się do napływu kapitału zagranicznego w postaci inwestycji portfelowych, co powoduje jednak wzrost kursu waluty krajowej, osłabiając konkurencyjność gospodarki oraz przyczyniając się do obniżenia eksportu i pogorszenia bilansu obrotów bieżących. Równocześnie ze względu na wysokie stopy procentowe w kraju przyjmującym kapitał zaczyna wzrastać zadłużenie zagraniczne przedsiębiorstw i wiele z nich bankrutuje. Sytuacja gospodarcza zaczyna być negatywnie odbierana przez podmioty działające na rynkach międzynarodowych, co w sytuacji wysokiej awersji do ryzyka może przynieść nagłe wycofanie się kapitału krótkoterminowego z kraju i dewaluację waluty krajowej. Konsekwencją tego są wyższe koszty obsługi zadłużenia zagranicznego, co z reguły prowadzi do spadku aktywności gospodarczej, a nawet recesji⁶. Zatem przeplatające się okresy aprecjacji i deprecjacji waluty kraju lokaty są najczęściej związane z operacjami spekulacyjnymi i z reguły prowadzą do kryzysu walutowego.

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

Można więc powiedzieć, że z uwagi na cechy inwestycji portfelowych do podstawowych skutków ich napływu do gospodarki kraju przyjmującego zalicza się:

⁵ Według koncepcji konwergencji Walta W. Rostowa kraje nieposiadające wystarczających zasobów rodzimego kapitału mogą zdynamizować swój rozwój ekonomiczny dzięki napływowi inwestycji zagranicznych.

⁶ G. Górniewicz, op. cit., s. 155-157.

- zmiany podaży kapitału na rynku krajowym,
- rozwój rynku finansowego i zwiększenie jego konkurencyjności,
- zmiany w kursie walutowym kraju przyjmującego,
- możliwość wystąpienia ryzyka kursowego w efekcie zadłużenia Skarbu Państwa⁷.

Szczególnie ryzykowne dla stabilizacji gospodarki kraju goszczącego może być wystąpienie kryzysu walutowego.

2. Zaangażowanie kapitału zagranicznego w Polsce w latach 1995-2003

Kategoria „inwestycje portfelowe” została w Polsce wyodrębniona i ujawniona w statystykach w 1995 r., chociaż ten rodzaj kapitału napływał od samego początku transformacji ustrojowej. Podstawowym aktem prawnym regulującym ten typ inwestycji jest ustawa z 22 marca 1991 r. o obrocie publicznym papierami wartościowymi i o funduszach powierniczych⁸.

Lata 90. to okres powolnej stabilizacji gospodarki polskiej, a zarazem jasno wyznaczonego kierunku reform, zresztą bardzo kosztownych dla budżetu. Utworzenie Warszawskiej Giełdy Papierów Wartościowych umożliwiło napływ inwestycji zagranicznych, który zwiększał się w miarę liberalizacji przepisów i przygotowania kraju do członkostwa w Unii Europejskiej. Stosunkowo wysoki poziom stóp procentowych i rosnąca zdolność do obrony stabilnego kursu walutowego były w tym czasie atutami polskiej gospodarki, przyciągającymi dłużne papiery wartościowe. Jednocześnie postępująca prywatyzacja stwarzała warunki do portfelowych inwestycji udziałowych.

W latach 1995-2003 następowały różnokierunkowe zmiany ich stanu i struktury – inwestycje na przemian rosły i malały. Na początku lat 90. największym zainteresowaniem zagranicznych inwestorów cieszyły się bony skarbowe⁹. W drugiej połowie tego okresu wzrosło zainteresowanie obligacjami Skarbu Państwa. W 1996 r. kapitał spekulacyjny został wycofany z rynku. Zwiększyło się zainteresowanie inwestycjami udziałowymi. Do wzrostu portfela obligacji znajdujących się w posiadaniu inwestorów zagranicznych w latach 1995-2000 przyczyniły się liczne emisje obligacji skierowane do nierezydentów, łącznie na kwotę 1350 mln USD¹⁰. Kumulacja dużych prywatyzacji przedsiębiorstw państwowych w drugiej

⁷ M.A. Weresa, op. cit.

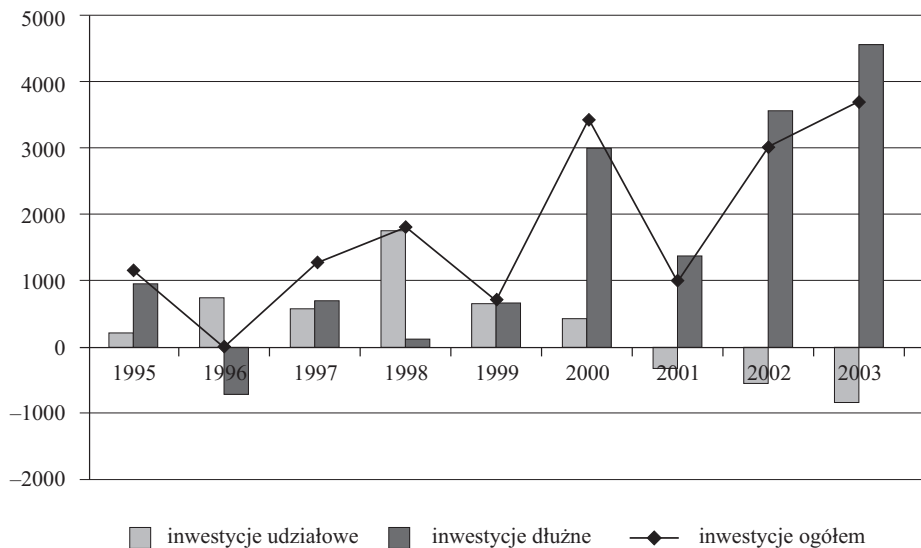
⁸ Dz.U. z 1994 r. nr 58, poz. 239 z późn. zm.

⁹ Szacowano, że na koniec 1994 r. inwestorzy zagraniczni dysponowali bonami skarbowymi o wartości 100 mln USD. Por. *Inwestycje zagraniczne w Polsce*, red. E. Durka, IKiCHZ, Warszawa 1996, s. 157; M.A. Weresa, op. cit., s. 14.

¹⁰ A. Czepurko, *Inwestycje na polskim rynku kapitałowym*, w: *Gospodarka i handel zagraniczny Polski w 2001 roku*, IKiCHZ, Warszawa 2002, s. 61.

połowie lat 90. zwiększyła zainteresowanie inwestorów papierami udziałowymi (w latach 1995-2003 aż 2325 przedsiębiorstw państwowych objętych było prywatyzacją, w tym drogą kapitałową sprywatyzowano 196 z nich)¹¹. Rosnące potrzeby pożyczkowe budżetu państwa i niska w tym okresie stabilizacja transformującej się gospodarki spowodowały, że w 1995 r. zaledwie 18,5% inwestycji portfelowych lokowano w papierach udziałowych, a 81,5% – w dłużnych. W 1998 r. było to odpowiednio: 95% i 5%, ale w 2003 r. inwestycje dłużne były większe niż udziałowe i stanowiły już 123% inwestycji portfelowych. Przed 2004 r. kapitał zagraniczny zaspokajał więc przede wszystkim potrzeby pożyczkowe państwa, w dużo mniejszym stopniu finansował procesy inwestycyjne gospodarki. Poziom i strukturę inwestycji portfelowych w Polsce w latach 1995-2003 przedstawia wykres 1.

Wykres 1. Inwestycje portfelowe w Polsce w latach 1995-2003 (mln USD)
(na bazie bilansu płatniczego i na bazie transakcji)



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych NBP.

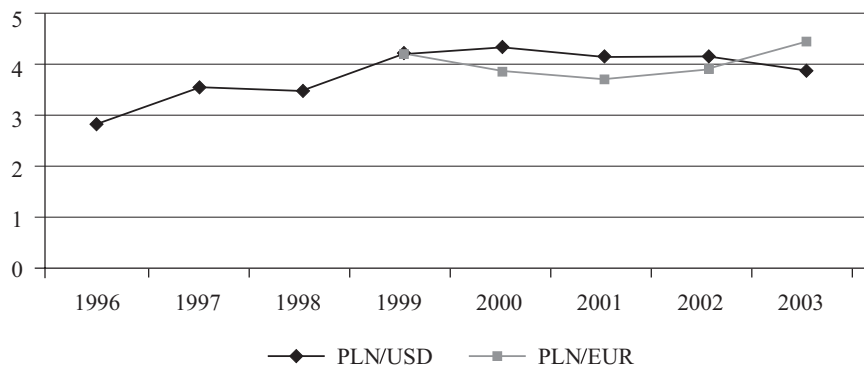
Dominacja inwestycji dłużnych w inwestycjach portfelowych ogółem powodowała, że w latach 90. kapitał zagraniczny silnie wpływał na kształtowanie się kursu złotówki¹². Wzrost popytu na walutę krajową prowadził bowiem do jej aprecjacji. Sytuacja taka miała miejsce wobec euro w latach 1999-2002, a wobec

¹¹ *Prywatyzacja przedsiębiorstw w 2010 roku*, GUS, Warszawa 2011.

¹² Zagraniczni inwestorzy portfelowi, chcąc zakupić papiery wartościowe kraju lokaty, muszą zapłacić za nie jego walutą. Sprzedają więc własne waluty, zgłaszając zwiększony popyt na pieniądź lokalny, co prowadzi do podniesienia jego kursu.

USD – w latach 2001-2003 (wykres 2) i pokrywała się z okresem znacznego napływu inwestycji portfelowych do Polski.

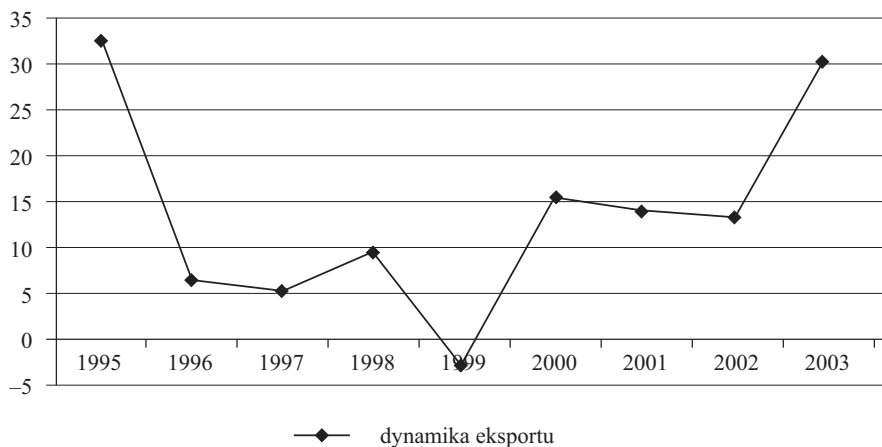
Wykres 2. Zmiany kursu walutowego złotego w stosunku do euro i USD w latach 1996-2003



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych NBP w zakresie średnioważonych kursów złotego (stan na koniec każdego roku).

Do 1999 r. inwestycje portfelowe nie powodowały aprecjacji złotego, nie miały więc istotnego wpływu na obniżenie konkurencyjności gospodarki i dynamiki eksportu. Eksport przyspieszył w 2000 r. i to mimo wyraźnej aprecjacji złotego. Dynamika eksportu w ujęciu dolarowym w latach 1995-1999 sięgała średniorocznie 11%. W latach 2001-2003 kształtowała się na poziomie średnio 19%. Analizowane wielkości przedstawia wykres 3.

Wykres 3. Dynamika eksportu Polski w ujęciu dolarowym w latach 1995-2003 (%)



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych GUS zawartych w: *Polska 2011. Raport o stanie handlu zagranicznego*, Ministerstwo Gospodarki, Warszawa 2011, s. 26.

Napływ zagranicznych inwestycji do Polski dynamizował giełdę i przyczynił się do rozwoju rynku kapitałowego. Przedmiotem obrotu na pierwszej sesji były akcje 5 spółek, a obroty osiągnęły wartość 1990 zł (2 tys. USD). Początkowo rozwój giełdy był powolny. Przyspieszył go realizowany w latach 1994-1999 przez giełdę w Warszawie Program Powszechnej Prywatyzacji. Rosła liczba notowanych tu spółek. W 1994 r. obracano akcjami 44 spółek, w 1997 r. – już 143. Rok wcześniej kapitalizacja giełdy osiągnęła poziom 40 mld zł, w 1999 r. przekroczyła 100 mld zł. W 1997 r. uległy zmianie podstawy prawne funkcjonowania giełdy, a wraz z nimi zwiększył się wachlarz instrumentów finansowych, które mogły być przedmiotem obrotu giełdowego (tab. 1).

Tabela 1. Kapitalizacja spółek krajowych, liczba spółek notowanych na GPW w Warszawie oraz obroty obligacjami w latach 1995-2003

Lata	Kapitalizacja spółek krajowych w mld zł	Liczba spółek	Obroty obligacjami w mld zł
1995	11,271	65	9,638
1996	24,000	83	8,110
1997	43,766	143	6,744
1998	72,442	198	4,291
1999	123,411	221	2,383
2000	130,085	225	2,295
2001	103,370	230	2,567
2002	110,564	216	2,066
2003	140,001	203	6,337

Źródło: GPW, *Notowania*, stan na styczeń 2012 r.

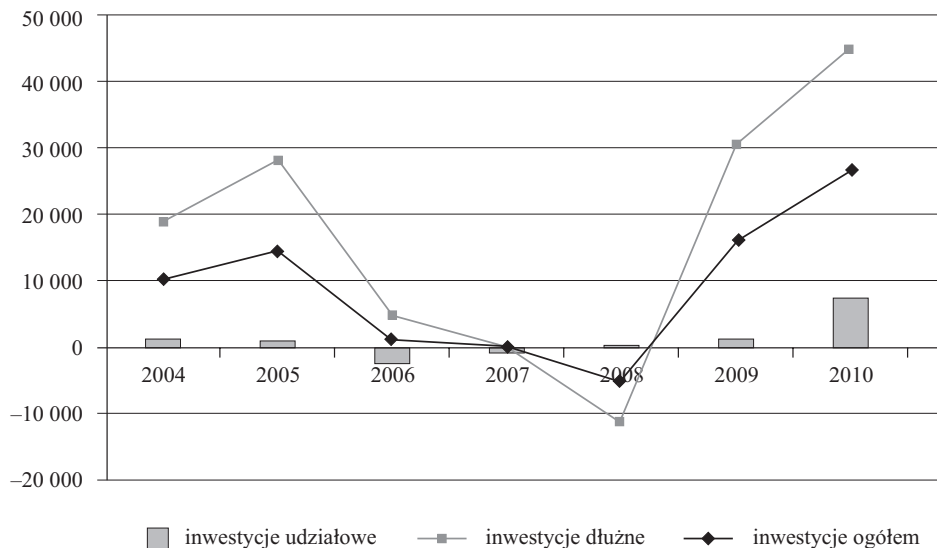
Podsumowując, można powiedzieć, że w latach 1995-2003 systematycznie zwiększał się strumień napływu inwestycji portfelowych do Polski. Inwestorzy zagraniczni byli zainteresowani głównie papierami dłużnymi (z wyjątkiem lat 1996 i 1998, gdy dominowały inwestycje w akcje prywatyzowanych przedsiębiorstw). Napływ kapitału spekulacyjnego dynamizował rozwój rynku finansowego i wpływał na kształtowanie się kursów walutowych w latach 1999-2002. Nie miał jednak dużego znaczenia dla dynamiki eksportu.

3. Zaangażowanie kapitału zagranicznego w Polsce w latach 2004-2010

Wejście Polski do UE zbiegło się w czasie ze zwiększonym napływem kapitału prywatnego w formie inwestycji portfelowych¹³. W latach 2006-2008 strumień in-

¹³ 5 lat Polski w Unii Europejskiej, Urząd Komitetu Integracji Europejskiej, Warszawa 2009, s. 18.

Wykres 4. Inwestycje portfelowe w Polsce w latach 2004-2010 w mln USD
(na bazie bilansu płatniczego i na bazie transakcji)



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych NBP.

westycji portfelowych został wyraźnie zahamowany. Inwestorzy zagraniczni pozbywali się emitowanych w kraju polskich obligacji skarbowych, co miało istotny wpływ na dużą zmienność kursów złotego. Jednak od 2008 r. największym zainteresowaniem inwestorów nadal cieszyły się dłużne papiery wartościowe, choć rok później obroty polskimi obligacjami uległy zahamowaniu, co przypisywano podniesieniu wiarygodności naszego kraju¹⁴, ale miały na to wpływ także inne czynniki, takie jak:

- spowolnienie wzrostu gospodarczego w niektórych krajach Wspólnoty Europejskiej, co skłoniło firmy i prywatnych inwestorów do poszukiwania alternatywnych form lokaty kapitału,
- kryzys finansowy w większości gospodarek świata,
- wzrost otwartości polskiej gospodarki i jej powiązań z rynkami innych państw,

¹⁴ Inwestorzy zainteresowani papierami wartościowymi danego kraju opierają swoje decyzje na ratingu danego państwa. Ma on odzwierciedlać ryzyko inwestycyjne związane z tym krajem. Jest sporządzany przez niezależne organizacje finansowe (agencje ratingowe). AAA to najwyższy z możliwych ratingów i oznacza, że papier dłużny jest wolny od ryzyka. Najgorsza ocena D oznacza pewne bankructwo. Perspektywa pozytywna, stabilna, negatywna wskazuje na tendencje kształtowania się ratingu w przyszłości. W 1995 r. indeks Moody's zaliczał Polskę do kategorii BAA, Standard & Poor's – do BB przy wskazaniu pozytywnego trendu. W 2008 r. według Moody's zadłużenie Polski oceniano na poziomie A2 z perspektywą stabilną, a według agencji S & P – jako A–.

– konieczność dywersyfikacji alokacji kapitału finansowego w czasie i przestrzeni.

Kształtowanie się poziomu i struktury inwestycji portfelowych w Polsce po jej wejściu do UE przedstawia wykres 4, a zmiany na giełdzie – tabela 2.

Tabela 2. Kapitalizacja spółek krajowych, liczba spółek notowanych na GPW w Warszawie oraz obroty obligacjami w latach 2004-2010

Lata	Kapitalizacja spółek krajowych w mld zł	Liczba spółek	Obroty obligacjami w mld zł
2004	214,312	230	4,177
2005	308,417	255	2,754
2006	437,719	284	2,768
2007	509,887	351	1,748
2008	267,359	375	2,500
2009	421,178	379	1,476
2010	542,646	400	1,428

Źródło: GPW, *Notowania*, op. cit.

Tak duży napływ kapitału spekulacyjnego do Polski znacząco odbił się na sytuacji gospodarczej naszego kraju. W latach 2004-2007 miała miejsce wyraźna aprecjacja złotego w stosunku do euro oraz USD¹⁵, natomiast w 2008 r. – spadek wartości złotego w stosunku do obu walut. Kształtowanie się kursów walutowych w latach 2004-2010 przedstawia wykres 5.

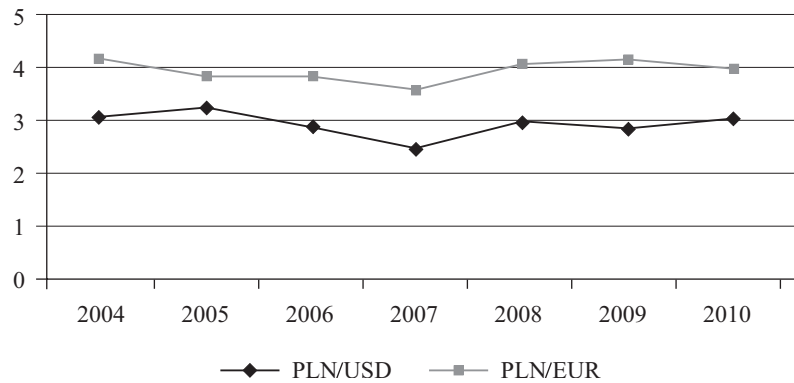
Umacnianie się złotego w stosunku do walut głównych partnerów handlowych Polski powinno osłabić dynamikę eksportu. Tak się jednak nie stało. W latach 2004-2007 dynamika eksportu w ujęciu dolarowym rosła średniorocznie o 21%. Rok 2008 przyniósł spowolnienie eksportu, a kolejny – jego załamanie, co było spowodowane głównie kryzysem finansowym na rynkach światowych. Dynamikę eksportu w ujęciu dolarowym przedstawia wykres 6.

Wejście Polski do UE, otwarcie gospodarki i wzrost jej wiarygodności zwiększyły zainteresowanie inwestycjami portfelowymi w Polsce. W latach 2004-2007 oraz 2009-2010 dominowały inwestycje w papiery dłużne, co przekładało się na wyraźną aprecjację złotego w stosunku do euro oraz USD. Nie miało to jednak wpływu na dynamikę eksportu, która mimo wyraźnego wzrostu wartości złotego w latach 2005-2006 rosła. Wyraźne załamanie się eksportu w 2009 r. było spowodowane kryzysem na rynkach światowych, nie zaś aprecjacją waluty krajowej.

Wraz z napływem kapitału zagranicznego giełda odnotowuje dynamiczny rozwój. Obecnie jest liczącym się rynkiem kapitałowym w Europie. Na giełdzie w War-

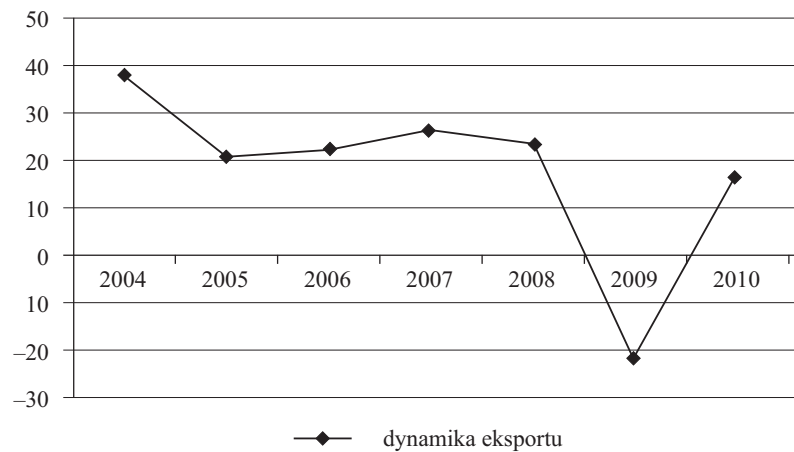
¹⁵ W latach 2005-2008 zmniejszył się napływ inwestycji portfelowych do Polski, a jednak towarzyszyła mu aprecjacja złotego. Sytuacja ta zbiegła się z wejściem Polski do Unii Europejskiej, dlatego o umocnieniu złotego zdecydowały inne czynniki, np. dynamika eksportu.

Wykres 5. Zmiany kursu walutowego złotego w stosunku do euro i USD w latach 2004-2010



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych NBP w zakresie średniowazonych kursów złotego (stan na koniec każdego roku).

Wykres 6. Dynamika eksportu w ujęciu dolarowym w latach 2004-2010 (%)



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych GUS, zawartych w: *Polska 2011*, op. cit.

szawie notowanych jest ponad 400 spółek i ponad 400 instrumentów finansowych emitowanych w postaci: obligacji, produktów ustrukturyzowanych, certyfikatów inwestycyjnych, kontraktów terminowych i opeji.

Podsumowanie

Zmiany zapoczątkowane w 1990 r., prowadzące do stabilizacji i restrukturyzacji gospodarki i liberalizacji systemu prawa, stworzyły możliwość napływu in-

westycji zagranicznych do Polski. Ich zwiększony strumień zbiegł się w czasie z wejściem naszego kraju do Unii Europejskiej. Jednocześnie inwestorzy zagraniczni, dokonując transferu kapitału portfelowego, przyspieszyli rozwój rynków finansowych w Polsce, finansując głównie potrzeby pożyczkowe budżetu państwa. Dopiero od 2001 r. napływ inwestycji portfelowych miał istotny wpływ na zmienność kursów walutowych, ale nie spowodował kryzysu walutowego. Zmiany opłacalności eksportu nie ograniczyły jego dynamiki. Napływ kapitału spekulacyjnego nie wywarł ujemnego wpływu na funkcjonowanie polskiej gospodarki ani przed jej wejściem do Unii Europejskiej, ani po akcesji.

Literatura

- 5 lat Polski w Unii Europejskiej*, Urząd Komitetu Integracji Europejskiej, Warszawa 2009.
- Ancyparowicz G., *Wpływ bezpośrednich inwestycji zagranicznych na wzrost polskiej gospodarki w okresie poakcesyjnym*, GUS, materiał na konferencję prasową 26 maja 2009 r.
- Budnikowski A., *Międzynarodowe stosunki gospodarcze*, PWE, Warszawa 2001.
- Czepurko A., *Inwestycje na polskim rynku kapitałowym*, w: *Gospodarka i handel zagraniczny Polski w 2001 roku*, IKiCHZ, Warszawa 2002.
- Czerwińska T.T., *Zagraniczne inwestycje portfelowe na rynku dłużnych papierów wartościowych w Polsce*, w: *Bezpośrednie inwestycje zagraniczne w Polsce*, red. W. Karaszewski, Wyd. UMK, Toruń 2003.
- Górniewicz G., *Konsekwencje międzynarodowych przepływów kapitału dla gospodarki światowej ze szczególnym uwzględnieniem Polski*, Wyd. Uniwersytetu Kazimierza Wielkiego, Bydgoszcz 2007.
- GPW, *Notowania*, stan na styczeń 2012 r.
- Inwestycje zagraniczne w Polsce*, red. E. Durka, IKiCHZ, Warszawa 1996.
- Polska 2011. Raport o stanie handlu zagranicznego*, Ministerstwo Gospodarki, Warszawa 2011.
- Prywatyzacja przedsiębiorstw w 2010 roku*, GUS, Warszawa 2011.
- Ustawa z dnia 22 marca 1991 r. o obrocie publicznym papierami wartościowymi i o funduszach powierniczych, Dz.U. z 1994 r. nr 58, poz. 239 z późn. zm.
- Weresa M.A., *Skutki inwestycji zagranicznych dla gospodarki kraju przyjmującego – doświadczenia Polski*, w: *Rola inwestycji zagranicznych w gospodarce*, „Zeszyty BRE Bank-CASE” 2002, nr 62.