

MIROSŁAW WYPYCH

miroslaw.wypych@wp.pl

*Inwestycje zagraniczne w Polsce w warunkach destabilizacji  
makroekonomicznej*

---

Foreign Investment in Poland in Terms of Macroeconomic Destabilization

**Słowa kluczowe:** kapitał zagraniczny, kryzys finansowy, instrumenty finansowe

**Keywords:** foreign capital, financial crisis, financial instruments

**Kod JEL:** E22, F21, G01

## **Wstęp**

Transformacja systemowa i towarzyszące jej urynkowienie gospodarki przyczyniły się do wzrostu zainteresowania inwestorów zagranicznych angażowaniem kapitału w Polsce. Zainteresowanie to wzrosło jeszcze bardziej po wejściu Polski w strukturę unijną. Inwestycje zagraniczne stanowiły i w dalszym ciągu stanowią pożądany czynnik wspierający rozwój gospodarczy. Przyczyniają się również do umocnienia pozycji konkurencyjnej Polski na arenie międzynarodowej. Obok pozytywnych efektów oddziaływania kapitału zagranicznego na gospodarkę, należy dostrzegać również zagrożenia. Są one związane m.in. z wahaniami koniunktury gospodarczej.

Celem artykułu jest poszukiwanie odpowiedzi na pytanie, w jakim stopniu destabilizacja warunków prowadzenia działalności gospodarczej, będąca następstwem globalnego kryzysu finansowego, wpłynęła na decyzje inwestorów zagranicznych dotyczące lokowania kapitału w Polsce. Podstawę tak sformułowanego celu stanowi następująca hipoteza badawcza: w okresach kryzysowych inwestorzy zagraniczni

przedkładają stabilność systemu finansowego kraju, w którym ma siedzibę spółka macierzysta nad bezpieczeństwem systemu finansowego kraju goszczącego spółki zależne. Podjęta problematyka jest częstym tematem publikacji zarówno w literaturze światowej, jak i krajowej. Większość autorów koncentruje się na bezpośrednich inwestycjach zagranicznych [Jasiniak, 2014; Różański, 2013; Kłysik-Uryszek, 2012]. W opracowaniu analizie poddano ogół kapitału zagranicznego, a więc zarówno inwestycje bezpośrednie, jak i portfelowe, a także instrumenty pochodne i instrumenty o charakterze kredytowym. W empirycznej części artykułu, obejmującej okres 2008–2013, wykorzystano informacje publikowane przez NBP.

### 1. Symptomy destabilizacji makroekonomicznej

Podstawowe wskaźniki makroekonomiczne charakteryzujące polską gospodarkę po 2007 r. jednoznacznie informują, że mamy do czynienia z destabilizacją warunków funkcjonowania podmiotów gospodarczych. W świetle danych zawartych w tab. 1 wyraźnie jest widoczne, że pogorszenie koniunktury było następstwem globalnego kryzysu finansowego, który rozpoczął się w drugiej połowie 2007 r. w Stanach Zjednoczonych, po czym przetoczył się przez większość krajów na świecie, szczególnie wysoko rozwiniętych. Jego skutki odcisnęły się na całej gospodarce światowej zarówno w sferze makro-, jak i mikroekonomicznej. Dotyczyły również przepływów kapitałowych. Ponieważ współczesną gospodarkę światową cechują ściśle powiązania pomiędzy poszczególnymi krajami, wahania koniunkturalne jednego kraju wpływają na sytuację w innych krajach. Relacje polskiej gospodarki z globalnymi rynkami towarowymi i kapitałowymi sprawiły, że w naszym kraju nie można było uniknąć konsekwencji kryzysu finansowego.

Tab. 1. Wybrane wielkości makroekonomiczne w gospodarce polskiej w latach 2007–2013 (ujęcie roczne) w %

Lata	Analogiczny okres poprzedniego roku = 100				
	Produkt krajowy brutto	Produkcja sprzedana przemysłu	Nakłady inwestycyjne	Eksport	Kapitalizacja giełdowa (stan na 31 grudnia)
2007	107,2	110,7	120,4	110,2	169,9
2008	103,9	103,6	110,7	107,0	43,1
2009	102,6	95,5	99,2	93,7	153,9
2010	103,7	109,0	100,2	112,9	111,3
2011	104,8	107,5	110,6	107,9	80,7
2012	101,8	100,5	97,2	104,3	114,2
2013	101,7	102,1	99,0	105,0	108,1

Źródło: opracowanie własne na podstawie: [Roczne wskaźniki makroekonomiczne].

W 2008 r. dynamika PKB w stosunku do roku poprzedniego uległa znaczącemu obniżeniu. To samo dotyczyło produkcji sprzedanej przemysłu, nakładów inwestycyjnych i eksportu. Następstwa spowolnienia gospodarczego najszybciej

i w największym stopniu odczuł rynek kapitałowy. Wartość akcji notowanych na giełdzie warszawskiej w 2008 r. obniżyła się w porównaniu do roku poprzedniego o blisko 57%, a w kolejnych latach dynamikę kapitalizacji giełdowej charakteryzuje duża zmienność.

W 2009 r. wartość eksportu, nakładów inwestycyjnych i produkcji sprzedanej przemysłu była niższa niż rok wcześniej. Poprawa sytuacji w kolejnych latach była przejściowa. Wahania dynamiki produkcji przemysłowej i nakładów inwestycyjnych mogą świadczyć o niepełnym wykorzystaniu mocy wytwórczych w przedsiębiorstwach, co z kolei przekłada się na brak zainteresowania tworzeniem nowych miejsc pracy.

## **2. Podstawowe formy i instrumenty finansowe inwestycji zagranicznych**

Charakteryzując znaczenie inwestycji zagranicznych w gospodarce narodowej, należy wyraźnie podkreślić, że przyjmują one różną postać. Za główne formy zaangażowania kapitału zagranicznego powszechnie uznaje się inwestycje bezpośrednie i inwestycje portfelowe. Z punktu widzenia wpływu inwestycji zagranicznych na efektywność gospodarki, a w szczególności przemysłu, podstawowe znaczenie przypisuje się tym pierwszym. Inwestycje portfelowe mają bowiem w dużej mierze charakter spekulacyjny, a ich skala zależy głównie od kształtowania się poziomu stóp procentowych. Nie wpływają one znacząco na przeobrażenia strukturalne gospodarki narodowej i jej konkurencyjność, służą przede wszystkim finansowaniu deficytu budżetowego oraz w pewnym zakresie determinują rozwój rynku giełdowego [Wyżnikiewicz, 2001, s. 7; Rzepka, 2005, s. 54]. Zarówno inwestycje bezpośrednie, jak i portfelowe obejmują dwa rodzaje instrumentów finansowych: instrumenty o charakterze własnościowym (akcje i inne formy udziałów kapitałowych) i instrumenty o charakterze wierzytelnościowym (dłużne papiery wartościowe).

W odniesieniu do inwestycji bezpośrednich istotny jest aspekt prawny zaangażowania kapitału przez inwestorów zagranicznych. Podmiot zagraniczny może prowadzić działalność gospodarczą we własnym imieniu (aktywność bezpośrednia) albo partycypować w prowadzeniu i rezultatach takiej działalności realizowanej przez podmiot krajowy (aktywność pośrednia). Dla ustalenia, czy spółka posiada charakter spółki z udziałem zagranicznym, decydujące i wyłączne znaczenie ma okoliczność, czy prawo własności udziałów (lub akcji) przysługuje jakiegokolwiek podmiotowi zagranicznemu. Rzeczywista wielkość udziału podmiotu zagranicznego w kapitale zakładowym spółki jest w tym przypadku bez znaczenia, aczkolwiek stopień zaangażowania kapitałowego inwestora zagranicznego decyduje o zakresie jego kontroli nad spółką.

W przypadku inwestycji portfelowych nie dochodzi do przejścia aktywnej kontroli nad emitentem papierów wartościowych, inwestorzy zadowolają się realizacją zysków. Zysk jest generowany przez różnice w wahaniami stóp procentowych, kursów walut, kursów akcji. Z tego względu inwestorzy zainteresowani papierami wartościowymi opierają swoje decyzje najczęściej na tzw. ratingu danego państwa.

Jest on sporządzany przez niezależne organizacje finansowe (agencje ratingowe) i ma za zadanie odzwierciedlenie ryzyka związanego z danym państwem.

Obok inwestycji bezpośrednich i portfelowych do kapitału zagranicznego zalicza się również takie instrumenty, jak kredyty handlowe (związane z odracaniem płatności i zaliczkami w transakcjach eksportowych i importowych), kredyty i pożyczki otrzymywane od podmiotów powiązanych kapitałowo, środki pieniężne w gotówce i na rachunkach bankowych, będące własnością podmiotu zagranicznego, a ulokowane w kraju przyjmującym itp. (określa się je jako „pozostałe inwestycje”). Ponadto odrębną i specyficzną kategorię stanowią instrumenty pochodne, tzw. derywaty, które nie są papierami wartościowymi, których wartość zależy od instrumentu bazowego, np. kursu akcji, rentowności obligacji, poziomu stopy procentowej, wartości indeksu giełdowego itp. [*Międzynarodowa pozycja...*, 2014, s. 49–50].

### 3. Dynamika i struktura inwestycji zagranicznych w latach 2008–2013

Polska gospodarka odczuła wprawdzie negatywne konsekwencje światowego kryzysu finansowego, nie odnotowała jednak ujemnej dynamiki PKB. Na taki stan rzeczy wpływ miało m.in. zainteresowanie naszym krajem ze strony inwestorów zagranicznych. Mimo spowolnienia napływu kapitału zagranicznego po 2008 r. Polska według raportu Ernst & Young jest liderem wzrostu inwestycji w Europie. W 2012 r. odnotowała najwyższy wśród krajów europejskich przyrost liczby projektów inwestycyjnych (o 22% więcej niż w 2011 r.), podczas gdy Europa zanotowała spadek o 2,8%. Bezpośrednie inwestycje zagraniczne stworzyły w Polsce o 67% miejsc pracy więcej niż rok wcześniej (wynik całej Europy to +8%). Raport uplasował też Polskę na pierwszym miejscu w regionie Europy Środkowej i Wschodniej pod względem konkurencyjności inwestycyjnej. Również w 2013 r. w badaniu atrakcyjności inwestycyjnej Europy, przeprowadzonym przez firmę Ernst & Young, Polska okazała się najbardziej atrakcyjnym krajem w Europie Środkowo-Wschodniej [*Atrakcyjność inwestycyjna Europy*, 2014].

Poziom zainwestowanego kapitału zagranicznego w Polsce wyrażony w wartościach bezwzględnych w latach 2008–2013 zwiększył się o 60% (z 1152,6 do 1840,5 mld zł, w tym bezpośrednich inwestycji zagranicznych z 510,2 do 814,1 mld zł). Informacje dotyczące zmian w poziomie wartości inwestycji zagranicznych z uwzględnieniem ich struktury rodzajowej przedstawiono w tab. 2.

Przez cały okres obserwujemy dodatnią dynamikę wartości kapitału zagranicznego ogółem. Dotyczy to również inwestycji bezpośrednich. W odniesieniu do inwestycji portfelowych załamanie odnotowano w 2008 r. (spadek o 10% w porównaniu do 2007 r.), a więc na początku okresu spowolnienia. W kolejnej fazie spowolnienia także poziom inwestycji portfelowych uległ zahamowaniu. Wahania występują w odniesieniu do pozostałych rodzajów inwestycji, a zwłaszcza kredytów handlowych oraz instrumentów pochodnych. Kredyty handlowe są związane głównie z wymianą

Tab. 2. Indeksy zmian wartości inwestycji zagranicznych w latach 2008–2013 z uwzględnieniem ich rodzajów (rok poprzedni = 100)

Wyszczególnienie	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Inwestycje bezpośrednie, w tym:	111,8	108,7	126,3	105,6	105,1	104,8
udziałowe	107,1	109,3	121,7	99,4	107,0	104,9
dłużne	126,0	106,9	138,3	119,9	101,4	104,3
Inwestycje portfelowe, w tym:	90,3	126,2	133,4	110,7	122,0	100,2
udziałowe	59,2	136,8	152,0	87,6	132,6	110,5
dłużne	105,3	123,5	128,0	118,6	119,3	97,4
Pozostałe inwestycje, w tym:	142,7	105,2	105,0	114,6	92,3	103,0
kredyty handlowe	119,1	98,3	95,6	122,4	88,6	101,5
kredyty i pożyczki	148,7	103,5	104,5	118,0	96,7	100,3
środki pieniężne	140,1	105,5	120,6	103,0	76,7	108,1
Instrumenty pochodne	342,8	29,7	457,1	136,0	89,5	83,5
Kapitał zagraniczny ogółem	115,8	110,0	122,1	109,8	105,3	102,7

Źródło: opracowanie własne na podstawie: [Międzynarodowa pozycja..., 2014, aneks statystyczny].

dóbr i usług, znaczna ich część dotyczy powiązań między spółkami macierzystymi mającymi siedzibę za granicą a spółkami zależnymi umiejscowionymi w Polsce. Instrumenty pochodne są obciążone wysokim ryzykiem i dlatego w największym stopniu reagują na wszelkie zmiany w poziomie wskaźników makroekonomicznych, takich jak stopy procentowe, kursy walut, kursy akcji.

Wahania dynamiki inwestycji bezpośrednich są mniejsze od wahań dynamiki inwestycji portfelowych, natomiast wahania dynamiki inwestycji w instrumenty udziałowe są większe w porównaniu do inwestycji w instrumenty dłużne. Wynika to ze specyfiki instrumentów finansowych – instrumenty dłużne w większym stopniu reagują na zmiany poziomu stóp procentowych, natomiast akcje są obciążone większym ryzykiem niż obligacje. Potwierdzenie postawionej na wstępie hipotezy najbardziej jest widoczne w odniesieniu do pozostałych inwestycji. Ograniczenie poziomu kredytowania i środków pieniężnych w latach 2009–2012 bezpośrednio łączy się ze zjawiskami recesji zaobserwowanymi w krajach, z których pochodzi większość kapitału napływającego do Polski (Niemcy, Francja, Holandia).

Tab. 3 zawiera informacje dotyczące struktury inwestycji zagranicznych według instrumentów finansowych.

Tab. 3. Struktura kapitału zagranicznego według instrumentów finansowych w latach 2008–2013

Udział	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Instrumenty udziałowe	35,9	36,7	37,2	33,5	35,3	36,5
Instrumenty dłużne, w tym:	28,4	30,0	32,4	35,2	37,3	36,2
obligacje i bony skarbowe	14,6	16,5	18,4	20,1	23,0	21,6
Kredyty handlowe	4,3	3,8	3,1	3,3	2,8	2,7
Kredyty i pożyczki, w tym:	22,6	21,2	18,5	19,6	18,0	17,3
rządowe	2,9	3,3	3,2	3,7	3,6	4,1
Środki pieniężne	7,5	7,3	7,2	6,7	4,9	5,1

Źródło: opracowanie własne na podstawie: [Międzynarodowa pozycja..., 2014, aneks statystyczny].

Największe znaczenie mają inwestycje bezpośrednie, wśród których dominują instrumenty udziałowe (ponad 2/3). Z punktu widzenia gospodarki sytuacja ta jest bardzo korzystna, ponieważ zarówno bezpośrednie inwestycje, jak i instrumenty udziałowe charakteryzują się stosunkowo dużą stabilnością. Angażowanie kapitału w takiej formie łączy się bowiem z decyzjami długofalowymi. Dochodowość tych inwestycji określają takie czynniki, jak: perspektywy wzrostu popytu krajowego, wielkość rynku, wartość i pozycja konkurencyjna przedsiębiorstw, w których jest ulokowany kapitał. Gdy okaże się, że sytuacja gospodarcza kraju goszczącego inwestora i warunki prowadzenia działalności ulegają pogorszeniu, znacznie trudniej jest wycofać kapitał zaangażowany w inwestycje bezpośrednie i instrumenty udziałowe. Inwestorzy zmuszeni są wówczas do podejmowania działań restrukturyzacyjnych minimalizujących straty, starając się mimo wszystko osiągnąć zyski [Konieczny, Wypych, 2008, s. 265].

Na podkreślenie zasługuje wzrost udziału skarbowych instrumentów dłużnych (głównie obligacji skarbowych) oraz kredytów rządowych w ogólnej wartości kapitału zagranicznego. Wartość wyemitowanych przez Skarb Państwa obligacji będących w posiadaniu inwestorów zagranicznych, wynosząca w 2000 r. 37,6 mld zł, zwiększyła się do 108,3 mld zł w 2004 r. (przystąpienie Polski do UE), a w 2012 r. przekroczyła 400 mld zł. Obligacje skarbowe stanowią ponad 97% wszystkich obligacji będących w portfelu inwestorów zagranicznych. Z kolei wartość kredytów i pożyczek udzielonych sektorowi rządowemu ulega wahaniom w zależności od aktualnego zapotrzebowania. Przykładowo w 2004 r. wyniosła 64,2 mld zł, w 2008 r. – 32,7 mld zł, a w 2012 r. – 62,6 mld zł. Inwestycje zagraniczne mają więc znaczący udział w finansowaniu deficytu budżetowego. Znajduje to odzwierciedlenie w zadłużeniu kraju. Zadłużenie zagraniczne Polski na koniec 2013 r. w relacji do wartości kapitału zagranicznego wynosiło 62,5%, natomiast udział sektora rządowego w zadłużeniu zagranicznym wynosił 40,2% [Międzynarodowa pozycja..., 2014, s. 27].

Nawiązując do sformułowanej na wstępie hipotezy badawczej, należy zwrócić uwagę na kwestię dochodów osiąganych z tytułu inwestycji zagranicznych. Ze względu na ograniczenia objętościowe artykułu skoncentrujemy się na bezpośrednich inwestycjach zagranicznych. Informację na ten temat przedstawiono w tab. 4.

Destabilizacja gospodarcza nie przyczyniła się do obniżenia łącznych dochodów osiąganych przez inwestorów zagranicznych. Wręcz przeciwnie, obserwuje się

Tab. 4. Dochody z tytułu bezpośrednich inwestycji zagranicznych w Polsce w latach 2008–2013 (mld zł)

Lata	Rodzaje dochodów			Dochody razem	Kapitał w tranzycie
	Dywidendy	Reinwestycje	Odsetki		
2008	28,1	-1,5	4,9	31,5	21,9
2009	23,3	17,7	5,5	46,5	30,2
2010	22,8	22,4	6,9	52,1	35,2
2011	28,4	21,3	9,0	58,7	45,1
2012	30,5	18,6	10,1	59,2	30,9
2013	33,0	17,3	7,3	57,6	11,2

Źródło: opracowanie własne na podstawie: [Polskie i zagraniczne inwestycje..., 2014; Międzynarodowa pozycja..., 2014, s. 53].

tendencję ich powiększania. Zmienia się struktura dochodów, systematycznie rośnie poziom wypłacanych dywidend i otrzymywanych odsetek. Z kolei od 2011 r. zmniejsza się wartość zatrzymywanego zysku, co oznacza odpływ kapitałów za granicę. Przyczyną takiego stanu rzeczy jest nie tylko ograniczony dostęp do atrakcyjnych projektów inwestycyjnych, ale i świadome działania w celu zasilania kapitałowego korporacji macierzystych, mających siedzibę za granicą, przez zlokalizowane w Polsce spółki zależne.

Przejawem negatywnego oddziaływania inwestycji zagranicznych na gospodarkę jest także występowanie zjawiska kapitału w tranzycie, które łączy się z tworzeniem podmiotów specjalnego przeznaczenia, za pośrednictwem których są dokonywane odpowiednie transfery kapitałowe w ramach spółek tworzących grupy kapitałowe [*Polskie i zagraniczne inwestycje...*, 2014, s. 37]. Podmioty te są zakładane m.in. w celu ominięcia obciążeń podatkowych i unikania uciążliwych obowiązków informacyjnych. Często nie zatrudniają one pracowników i nie prowadzą działalności operacyjnej na terenie kraju, w którym są zakładane.

Skala zjawiska kapitału w tranzycie, a zwłaszcza znaczące wahania jego poziomu, jak również wysoki poziom dochodów w formie dywidend i odsetek przy jednoczesnym ograniczaniu reinwestycji zysków może świadczyć o tzw. tunelowaniu, które jest definiowane jako transfer aktywów i zysków ze spółki w celu osiągnięcia korzyści przez kontrolującego spółkę inwestora [Zalega, 2002, s. 35]. Wykorzystuje się w tym celu m.in. ceny transferowe, udzielanie pożyczek, gwarancji i poręczeń, dywidendy.

## Zakończenie

Przeprowadzona analiza z jednej strony wskazuje, że w okresie spowolnienia gospodarczego Polska była atrakcyjnym miejscem lokowania kapitału zagranicznego, z drugiej zaś potwierdza prawdziwość sformułowanej na wstępie hipotezy. W okresach kryzysowych inwestorzy zagraniczni przedkładają stabilność systemu finansowego kraju, w którym mają siedzibę spółki macierzyste nad bezpieczeństwem systemu finansowego kraju goszczącego spółki zależne. Potwierdzeniem tego jest wzrost poziomu wypłacanych inwestorom zagranicznym dywidend i odsetek, tendencja spadkowa poziomu reinwestycji zysków oraz znaczący udział transakcji związanych ze zjawiskiem kapitału w tranzycie.

## Bibliografia

- Atrakcyjność inwestycyjna Europy*, Raport Ernst & Young Polska, Warszawa 2014.
- Jasiniak M., *Bezpośrednie inwestycje zagraniczne w Polsce w warunkach międzynarodowego kryzysu gospodarczego*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego. Finanse, Rynki finansowe, Ubezpieczenia” 2014, nr 67.

- Kłysik-Uryszek A., *Zmiany zaangażowania inwestorów zagranicznych w Polsce – wpływ kryzysu gospodarczego*, „Acta Universitatis Lodzianis Folia Oeconomica” 2012, nr 273.
- Konieczny Z., Wypych M., *Inwestycje zagraniczne na polskim rynku giełdowym w latach 2003–2005*, [w:] T. Famulska, J. Nowakowski (red.), *Finanse i bankowość w integrującej się Unii Europejskiej*, Difin, Warszawa 2008.
- Międzynarodowa pozycja inwestycyjna Polski w 2013 roku*, NBP, Warszawa 2014.
- Polskie i zagraniczne inwestycje bezpośrednie w 2012 roku*, NBP, Warszawa 2014.
- Roczne wskaźniki makroekonomiczne*, [www.stat.gov.pl](http://www.stat.gov.pl) [data dostępu: 10.04.2015].
- Różański J., *Wpływ światowego kryzysu ekonomicznego na bezpośrednie inwestycje zagraniczne w Polsce*, „Acta Universitatis Nicolai Copernici. Oeconomia” 2013, Vol. XLIV, nr 1.
- Rzepka A., *Inwestycje zagraniczne a globalizacja gospodarki*, „Ekonomika i Organizacja Przedsiębiorstwa” 2005, nr 1.
- Wyżnikiewicz B., *Korzyści z obcego kapitału*, „Prawo i Gospodarka” 2001, nr 54.
- Zagraniczne inwestycje bezpośrednie w Polsce*, Cykliczne materiały statystyczne NBP, Warszawa 2009–2015.
- Zelega K., *Po co nam efektywny nadzór właścicielski?*, „Nasz Rynek Kapitałowy” 2002, nr 7/8.

### **Foreign Investment in Poland in Terms of Macroeconomic Destabilization**

The purpose of the submitted paper is to assess changes in the level and structure of foreign investments in Poland during the years 2008–2013, so in the period of destabilization of the business environment, which was a consequence of the global financial crisis. The analysis, based on National Bank of Poland's data showed that investment attractiveness of Poland has not been significantly reduced; however, the transfer of capital and profits has been observed. It can be concluded that in times of crisis, foreign investors prefer the stability of the financial system of the country in which the parent companies are residing to the financial system's safety of the country that hosts subsidiary companies.

### **Inwestycje zagraniczne w Polsce w warunkach destabilizacji makroekonomicznej**

Celem artykułu jest ocena zmian poziomu i struktury inwestycji zagranicznych w Polsce w latach 2008–2013, a więc w okresie destabilizacji warunków prowadzenia działalności gospodarczej będącej następstwem globalnego kryzysu finansowego. Analiza przeprowadzona na podstawie informacji Narodowego Banku Polskiego wykazała, że atrakcyjność inwestycyjna Polski nie uległa istotnemu osłabieniu, zaobserwowano jednak zjawisko transferu kapitału i zysków za granicę. Można zatem wnioskować, że w okresach kryzysowych inwestorzy zagraniczni przedkładają stabilność systemu finansowego kraju, w którym mają siedzibę spółki macierzyste nad bezpieczeństwem systemu finansowego kraju goszczącego spółki zależne.