

Título: La inversión extranjera directa en los NEM. El caso Polaco

Sara González Fernández: Catedrática Jean Monnet. Profesora Titular. Economía Aplicada I. Universidad Complutense de Madrid. Tfno: 91 394 2521

e-mail: saragon@ccee.ucm.es

Fernando Alonso Guinea: Profesor Contratado Doctor. Economía Aplicada I. Universidad Complutense de Madrid. Tfno 91 394 2521. Fax: 91 394 2499

e-mail: falonsog@ccee.ucm.es

RESUMEN

La comunicación pretende analizar los motivos por los que las empresas multinacionales invierten en Polonia. La entrada dentro de la Unión Europea puede truncar los flujos que durante más de una década ha recibido Polonia o por el contrario suponer su despegue como foco atractor de inversiones a nivel mundial. En el análisis de los motivos por los que se invierte en Polonia se establece como línea argumental la existencia de condiciones internas favorables como su amplio mercado interno y su situación logística cara a la exportación. A pesar de estas circunstancias, al final son las cuentas de resultados de las empresas las que hacen que los inversores permanezcan en los países y ello anime a otros a probar suerte. El estudio finaliza con la elaboración de un modelo de comportamiento y la aplicación econométrica del mismo para establecer una relación entre la proporción de capital que invierten las multinacionales en las empresas polacas, su reflejo en el rendimiento de las empresas y sus niveles de endeudamiento y riesgo.

1. INTRODUCCIÓN

Desde la caída del muro de Berlín, Polonia ha sido uno de los países que atrajo la atención de los inversores internacionales debido a factores como su mercado interno, su localización geográfica y la valentía con la que afrontó desde los primeros instantes su ambicioso proceso de transformación al mercado. Las terapias de choque aplicadas y la puesta en marcha de sistemas de privatización masiva de empresas públicas supusieron profundas fracturas sociales e importantes procesos de reconversión industrial. Este rápido cambio en el contexto interno de

las empresas provocó la puesta en marcha de sistemas de privatización en los que la incapacidad de generación de ahorro interno de la economía polaca limitaba la capitalización de las empresas y las formas de privatización tradicionales. El escaso desarrollo inicial alcanzado por la *Warsaw Stock Exchange* obligó a los gobiernos de la transición económica a inventarse nuevos elementos en los que la participación en la propiedad de las empresas de los trabajadores¹ y, en caso de necesitar aportaciones de capital, a la inversión extranjera.

En la siguiente tabla se puede observar como es la distribución de las inversiones realizadas durante la década de los noventa en los PECO y los países de procedencia de las mismas. Por volumen absoluto se coloca en primer lugar de forma destacada Polonia con entradas por encima de los 45.000 millones de dólares, si bien en términos per cápita otros países como la República Checa o Hungría se sitúan por delante de Polonia. El total acumulado de los países integrantes de la Unión Europea (15) es del 67 % de la inversión recibida.

Tabla 1. Stock de Inversión Directa en los PECO según país de origen. (2000)

	Bulgaria	R..Checa	Hungría	Polonia	Rumania	R.Eslov.	Eslovenia	Lituania	Estonia	Letonia
Alemania.	12.7	26.6	27.30	12.9	11.2	27.5	12.5	6.9	2.5	8.4
Austria	5.4	10.1	12.10	2.6	4.4	14.7	45.6	-	1.1	0.9
USA	6.0	6.7	8.8	16.1	6.1	6.9	3.9	14.8	3.9	9.7
Holanda	4.7	30.7	22.50	9.2	16.6	24.7	3.0	-	1.6	2.9
Suiza	2.7	2.2	2.5	1.7	2.1	0.8	3.6	5.5	1.5	1.3
Francia	2.8	4.4	6.2	17.3	8.1	3.3	10.7	-	0.2	-
Italia	9.5	1.0	2.7	7.5	6.8	1.3	5.4	-	0.6	0.1
R. Unido	4.6	5.1	1.9	4.8	5.2	3.3	3.6	-	2.8	7.4
Japón	0.2	0.3	2.0	1.0	0.1	0.4	0.2	6.8	0.1	-
Otros	51.5	12.8	14.1	27.1	39.2	17.1	11.6	-	-	-
UE-15	64.3	86.3	79.83	67.0	61.2	75.9	84.0	-	84.6	50.8
Total	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
Mill. Total	3929	17552	10393	45772	4576	3614	2809	-	-	-

Fuente: WIIW 2002

En cuanto a las formas a través de las cuales entró la inversión extranjera directa en los PECO también existen discrepancias por países. Mientras en República Checa y Hungría la mayoría de

¹ Sistemas de privatizaciones como los *vouchers* fueron puestos en práctica con el handicap de limitar

la inversiones se realizaron a través de la entrada en el capital de las empresas estatales privatizadas², en el caso de Polonia son pocos los años en los que la entrada de inversión a través de la privatización de empresas supera el 10% del total de flujos anuales.

Las empresas no tienen infraestructura suficiente para realizar estudios sectoriales sobre un abanico de países candidatos a recibir inversiones exteriores. Por ello, las empresas suelen tomar como referencia los informes publicados acerca de los países, los sectores y las empresas por parte de las agencias de “rating” internacionales. Estas agencias califican los riesgos inherentes a las empresas y estados estudiados publicando los rankings de riesgo de todas ellas. A continuación podemos ver la calificación otorgada a corto y largo plazo para Polonia por tres de las más prestigiosas empresas de “rating” internacionales:

Tabla 2: Calificaciones para Polonia de las principales agencias de rating 2003.

Agencia	Clasificación a largo plazo	Clasificación a corto plazo
Moody's	BBB+	A-2
Standard & Poor's	A2	P-1
Fitch	BBB+	F-2

Fuente: ONUDI ITPO Varsovia 2003

Estas clasificaciones otorgan a Polonia un grado de riesgo medio-bajo inferior al existente en el resto de países emergentes. Esto sitúa a Polonia como uno de los principales candidatos a obtener flujos de inversión internacional en los próximos años.

La adhesión a la UE implica la armonización de las instituciones económicas y sociales polacas con la Unión Europea, y esto si puede alterar las calificaciones de Moody's. Estas se centran en

las aportaciones de capital a las empresas y por tanto favorecer su despegue tecnológico.

² En 1994 y 1995, las entradas en Rep. Checa por privatización de empresas supusieron el 99% del total de los flujos de inversión extranjera directa. En Hungría, en cuatro años de la década la entrada a través de privatizaciones se establece por encima del 25% del total de los flujos de inversión directa.

la buena disposición del emisor de la deuda y a su habilidad para pagar el servicio de la misma. Hay que subrayar que el *rating* relativamente alto para la Unión Europea no evita la volatilidad financiera, pero para Polonia el riesgo de volatilidad financiera se reduce a medida que se profundiza en la fortaleza institucional y económica que acompaña su proceso de adhesión a la UE.

Polonia debe incorporar el acervo comunitario: La regulación, las directivas, la liberalización del comercio y de los mercados financieros, el establecimiento de un banco central independiente, la reforma del Código Civil, la definición de un sistema judicial independiente, de una legislación sobre quiebras, etc. Todo ello implicará reformas que deben ser dinámicas.

Todo ello definirá unos cambios que hará más atractiva la inversión extranjera y nacional en las empresas polacas. La inversión extranjera directa es indispensable para favorecer la transferencia de tecnología y know-how. Ambas son necesarias para que estas empresas ganen competitividad y se integren en la cadena de producción de la UE.

Además, el proceso integrador reduce el riesgo de una crisis de divisas que implicaría la interrupción del pago del servicio de su deuda en divisas. Desde noviembre de 2002 Moody's ha igualado el *rating* para la moneda nacional y para la moneda extranjera pasando de Baa1 a A2. El riesgo de las transferencias de divisas se eliminaría con la pertenencia de Polonia a la UME, cuestión que podría producirse en el periodo 2006-2010.

Previamente, Polonia deberá adscribirse (al menos durante dos años) al SME II. Durante ese periodo, su moneda puede experimentar ataques especulativos que deberá neutralizar con las adecuadas medidas de política monetaria y fiscal. Naturalmente, sin que éstas sean inconsistentes al revelar un conflicto de prioridades durante las reformas.

Según Moody's, las perspectivas del *rating* de Polonia están relacionadas a medio plazo con el desarrollo de una política fiscal, que evite un rápido crecimiento de la deuda pública y del coste de los préstamos, y haya un progreso de la consolidación fiscal. Además, simultáneamente, hay que estimular las reformas estructurales, cuyas debilidades se evidencian especialmente en momentos en que el crecimiento se ralentiza.

2. POLONIA

2.1 Transformación macroeconómica de Polonia

La economía de Polonia ha experimentado un crecimiento del PIB en 2004 superior al 5% y se estima en un 5% para 2005. Las causas principales de este crecimiento son la producción industrial, la progresiva inclusión de alta tecnología y bienes de capital, y el aumento estable de consumo duradero y de las exportaciones, pasando estas de bienes de bajo valor a productos manufacturados de mayor valor. Así, ha mejorado la balanza comercial de mercancías y las exportaciones del mercado de servicios.

La deuda pública continúa su ascenso hacia un 50% del PIB, según la metodología SEC95. El mayor riesgo para el ratio de la deuda es la continuidad en la falta de rigor fiscal y el deterioro del tipo de cambio. Cabe señalar que, a pesar de la apreciación desde marzo de 2004, el zloty permanece débil como consecuencia de la incertidumbre política y de los escasos cambios fiscales. En el periodo 2000-04 las finanzas del gobierno se han deteriorado significativamente: Los gastos del gobierno exceden a los ingresos siguiendo una política procíclica.

Como aspectos negativos reseñamos la desaceleración de las privatizaciones, el aumento del IPC más de lo previsto, ocasionado fundamentalmente por las subidas de los precios del petróleo y los alimentos, y por efectos impositivos. Como medidas recomendadas citamos: un mantenimiento de la expansión de la demanda doméstica, una apreciación real del dinero y un refuerzo fiscal. En este último aspecto, es necesario mejorar los objetivos, efectuar correcciones

en la indexación de los pagos de las transferencias sociales, ampliar la base del impuesto para las pensiones rurales y controlar los costes en los gastos administrativos.

2.2 Discrepancias metodológicas

La metodología de contabilización de las cuentas públicas polacas difiere sustancialmente de la metodología SEC95 aceptada oficialmente en la UE y de obligado cumplimiento según el Pacto de Estabilidad y Crecimiento:

1. Mientras que la metodología polaca incluye en el presupuesto el uso de una base de dinero en efectivo y el balance de la actividad de la Agricultural Market Agency, el método SEC 95 utiliza como criterio la acumulación.
2. Para clasificar los fondos de pensión abiertos, Polonia incluye flujos de ingresos del gobierno (pero no sus gastos análogos): si se excluyeran, el déficit del gobierno polaco aumentaría en un 1,7% del PIB aproximadamente.

El efecto negativo del primer punto pesa más que el efecto positivo del segundo punto. Así, según la metodología polaca el balance del gobierno pasaría de un déficit del 3% del PIB en 2000 a un 5,4% en 2003. Si se utiliza el método SEC95 los porcentajes se reducen a un 1,8% del PIB en 2000 y un 3,9% del PIB en 2003.

En lo que respecta a la deuda del sector público el aumento es sustancial: según el criterio metodológico de Polonia se habrá pasado del 40% del PIB en 2000 a un 51,6% en 2003. Según SEC 95, la deuda pasó de 36,8% del PIB al 45,4% del PIB. A comienzos de 2004 se situaba en 107 mil millones de dólares, cuando en 2000 la cifra era de 70 mil millones de dólares. A pesar de ello, en 2004, la deuda presentaba valores manejables, situándose en un 44% del PIB y en un 120% de las exportaciones. Sin embargo, esos niveles de deuda han elevado la vulnerabilidad externa del país que ha pasado del 72% en 2000 a 123% a mediados de 2004.

En cualquier caso los niveles de deuda no son muy elevados para los niveles europeos. La ratio deuda/ingreso del gobierno de Polonia es comparable a la de Francia, Alemania y Hungría, y la ratio interés/ingreso es del 8%, lo que sitúa a Polonia mejor que otros países, como por ejemplo, Hungría.

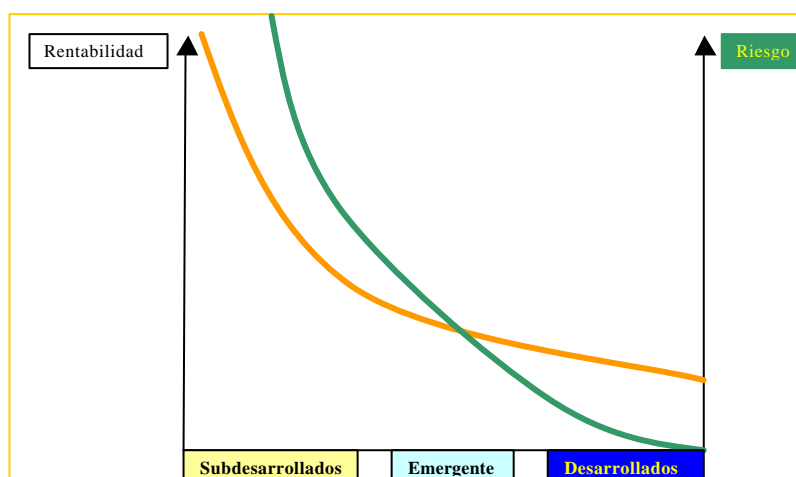
Además, la estructura de madurez de la deuda es muy positiva ya que al menos el 80% de la deuda es a medio-largo plazo. La gestión de la deuda activa del gobierno de los últimos cinco años ha incorporado recompras de bonos Brady, y ha reestructurado y aliviado la deuda durante la década de los '90 con el Club de París, lo que ha hecho menos incómodo el pago del servicio de la deuda.

3. METODOLOGÍA

Para estudiar los factores que influyen en la atracción de capital extranjero y flujos de inversión directa y en cartera a la economía polaca se tendrán en cuenta los factores que influyen en las decisiones de inversión empresarial. Esto es, los análisis rentabilidad-riesgo. Para ello, elaboramos un modelo en el que se toman en consideración diferentes formas de medir la rentabilidad y el riesgo de una empresa teniendo en cuenta los datos procedentes de sus cuentas anuales. El binomio rentabilidad-riesgo tiene una relación inversa que se hace especialmente patente al analizar los flujos de inversión internacional. Los capitales fluyen desde los países en los que el factor capital es más abundante y por ello su precio es inferior hacia aquellos en los que es más escaso y por ello mayor su remuneración. El riesgo, sin embargo, se comporta de forma opuesta, siendo mayor en las economías emergentes que en aquellas desarrolladas en las que el factor capital es más abundante.

Existen una serie de ratios financieros que determinan los resultados económico-financieros de una empresa. De todos ellos seleccionaremos aquellos que mejor representan la rentabilidad y el riesgo en las empresas.

Figura 1: Análisis Rentabilidad-Riesgo



Como ratios para determinar la rentabilidad se han seleccionado:

- **ROE: *Return On Equity*.** Es el cociente entre los beneficios netos de la empresa, descontando los costes de intereses, impuestos, amortización y depreciación en relación a los recursos propios totales de la empresa. Como recursos propios totales de la empresa se entienden la suma de los desembolsos de capital por parte de los accionistas más las reservas vinculadas a los beneficios no distribuidos de ejercicios anteriores.
- **ROA: *Return On Assets*.** Es el cociente entre los beneficios netos de la empresa, descontando los costes de intereses, impuestos, amortización y depreciación respecto a los activos totales de la empresa. Como activos totales se considera el total de empleos de capital e inversiones realizados por la empresa. El ROA será siempre inferior al ROE excepto en el caso en que existan pérdidas acumuladas de ejercicios anteriores.
- **EBITDA: *Earnings Before of Interest, Taxes, Depreciation and Amortization*.** Son los ingresos totales de la empresa en términos brutos, antes de descontar impuestos, intereses de préstamos, depreciaciones y amortizaciones de la empresa. Se expresa en unidades de cuenta monetarias del país de referencia de la empresa. Una empresa con EBITDA negativo tiene serios problemas de viabilidad futura

dado que no es capaz de amortiguar con sus ventas ni tan siquiera los costes variables. Tendría un beneficio operativo menor que cero.

- **EBITDA/REVENUES: *Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization dividido por los ingresos.*** Idem EBITDA dividido por la cifra de ventas de la empresa. Esta cifra se expresa en porcentaje, dado que informa acerca de que parte de beneficio operativo se obtiene por cada unidad de cuenta vendida.
- **APALANCAMIENTO: *Leverage.*** Nivel de endeudamiento total de la empresa en relación a los recursos propios de la empresa (Equity). Existen diversas formas de medir el riesgo de la empresa. Cuanto mayor sea su nivel de apalancamiento, mayor será su riesgo al estar basados sus activos en endeudamiento ajeno, si bien mayor será la posibilidad de aprovechar todas las oportunidades de negocio mediante estrategias más agresivas.
- **% IED: *Porcentaje de Inversión Extranjera Directa.*** Define el porcentaje de inversión en manos de extranjeros respecto al capital social total de la empresa. Este porcentaje influirá en los procesos de organización empresarial, toma de decisiones, estrategia operativa, imagen de marca, etc.

El modelo propuesto es el siguiente:

$$\% IED = b_0 + b_1 \cdot ROE + b_2 ROA + b_3 EBITDA + b_4 \cdot (EBITDA / REV) + b_5 \cdot APALANCAMIENTO$$

A partir de este modelo se estudiará la significatividad de las variables y en que forma son capaces de explicar el porcentaje de la inversión extranjera en las empresas polacas la rentabilidad y riesgo existentes en las mismas.

El primero de los coeficientes es común a todas las empresas al ser una constante. Representa las condiciones de partida de un país como Polonia para la recepción de las inversiones internacionales. Si este coeficiente sale significativo, representará que las

condiciones de partida de un país son determinantes para los flujos de inversión directa y en cartera así como para decidir el porcentaje de participación en el capital de las empresas de las compañías multinacionales y los fondos de inversión internacionales.

4. ESTADO ACTUAL DE LA INVERSIÓN EXTERIOR EN POLONIA.

4.1 Situación actual de la inversión directa (I.D.) a nivel mundial.

Durante el año 2003 los flujos de inversión directa retrocedieron por segundo año consecutivo, desde 824.000 millones de US\$ en 2001 hasta 651.000 millones en 2002. Esta cifra está muy por debajo de la cifra histórica de 1.400.000 millones alcanzada en el año 2000. Las causas de este descenso son múltiples podemos citar, la debilidad de la economía norteamericana, el futuro del comercio internacional, las regulaciones gubernamentales y el terrorismo, ellas han hecho reducir las expectativas de inversión en I.D. como se refleja en el descenso del 22% en los flujos globales de I.D.

Desde un punto de vista regional, los inversores asiáticos son los más optimistas en comparación con los norteamericanos y los europeos. Aproximadamente un tercio de los ejecutivos asiáticos tienen expectativas positivas sobre la economía mundial mientras que sólo comparten este optimismo un 18% de los norteamericanos y un 22 % de los europeos. Sin embargo, la mayoría de los ejecutivos europeos (54%) creen que la economía mundial está estancada con una visión más pesimista que el año anterior. Esto se explica por la lenta recuperación de la economía europea. Mientras que el 36% de los inversores norteamericanos toman una visión más pesimista de la economía mundial pero son menos que el año anterior³. Por primera vez desde 1998 más países en vías de desarrollo que países desarrollados alcanzaron el “top 10” de países preferidos como destino de las inversiones, con China, México, Polonia, India, Rusia y Brasil liderando la lista. En 2002 este grupo de países recibió casi la

³ W. Karaszewski, “Empresas con participación de capital extranjero en Polonia (su papel en la economía nacional, factores y perspectivas de desarrollo)”, Universidad Nicolás Copérnico, Torun, 2001

mitad de los flujos de I.D. de los países en vías de desarrollo. La inversión global de I:D: en los países desarrollados cayó desde 272.000 millones en 2000 a 190.000 en 2002. Sin embargo, debido a que el volumen de inversión en los países desarrollados cayó más rápidamente que la de los subdesarrollados, la cuota sobre los flujos de inversión extranjera directa total de este segundo grupo de países creció. A pesar de que India y Rusia recibieron en términos *per capita* menos flujos de inversión, los inversores expresaron mayor confianza en estos mercados y esperan beneficiarse del alto nivel educativo y bajo coste de sus mercados laborales. China, Rusia e India han sido las economías que mayor ratio de crecimiento han tenido a nivel mundial el pasado año. Otros inversores siguen confiando en México y Brasil por sus potenciales mercados y como plataformas de exportación de bajo coste. Por segundo año consecutivo⁴, casi dos tercios de los inversores consideran las iniciativas mundiales y regionales de comercio como la segunda preocupación en la inversión directa después de la recuperación de la economía norteamericana considerando éste el principal factor de riesgo en la decisión de I.D. En los últimos años las empresas tienden a localizar estratégicamente los diferentes procesos productivos en diferentes países, por ello las empresas son susceptibles a la volatilidad del comercio mundial. Por ejemplo, el comercio entre empresas filiales supone casi un tercio del comercio mundial.

4.2. Situación actual de la inversión directa (I.D.): el caso polaco.

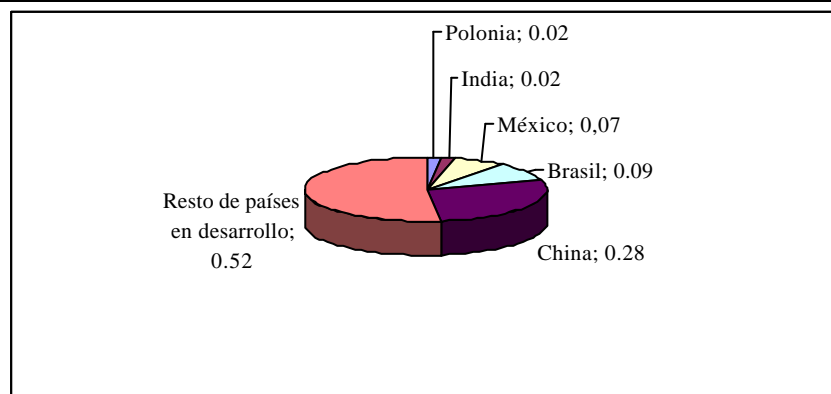
El centro y este de Europa ha alcanzado altos niveles de inversión I.D., desde los 25.000 millones de US\$ en 2001 hasta 28.700 millones en 2002. En estos momentos los niveles de inversión han descendido por la débil demanda de los mercados de Europa Occidental y por la disminución en el número de privatizaciones. Sin embargo, durante el 2003 la inversión se ha repuntado. La ampliación de la Unión Europea (UE) facilita la integración de las estructuras productivas con occidente y ello abre nuevas oportunidades de inversión. Con la convergencia legal y económica de los países del este el mercado europeo se está ampliando. De hecho, la

⁴ A. K. Kearney (2004)

agencia de calificación Moody's mejoró el año pasado la calificación para casi todos los países hoy ya integrados en la UE.

Muchos inversores confían en estos países no solo como productores de bajo coste sino también como mercados potenciales en donde el nivel de vida y el poder adquisitivo de la población está subiendo de forma rápida. Polonia ha sido seleccionada como el mercado más atractivo en Europa, superando a Alemania y a Reino Unido⁵. En cuanto al ranking sobre el país más atractivo para invertir por primera vez, Polonia toma el tercer puesto después de China y Rusia. Los flujos de I.D. en Polonia pasaron de 5.700 millones de dólares en 2001 a 4.100 en 2002. Polonia, a diferencia de sus vecinos, todavía tiene activos estatales pendientes de privatizar. Si el gobierno polaco continúa con sus programas de reforma, el acceso a la UE puede haber facilitado la inversión como país con bajos costes de fabricación y como oportunidad de desarrollar el sector servicios. Sin embargo, Polonia tiene una fuerte competencia con sus países vecinos también países productores con bajos costes laborales y además tiene la amenaza de la incertidumbre política. Por ejemplo, en enero de 2003, PSA Peugeot Citroën seleccionó Eslovaquia por encima de Polonia para invertir 800 millones de dólares en una nueva fábrica de coches. Las razones de esta elección fueron, el mal estado de las carreteras polacas, los altos niveles de burocracia y costes laborales superiores.

Figura 2: Distribución de la ID en los países en vías de desarrollo. Tanto por uno



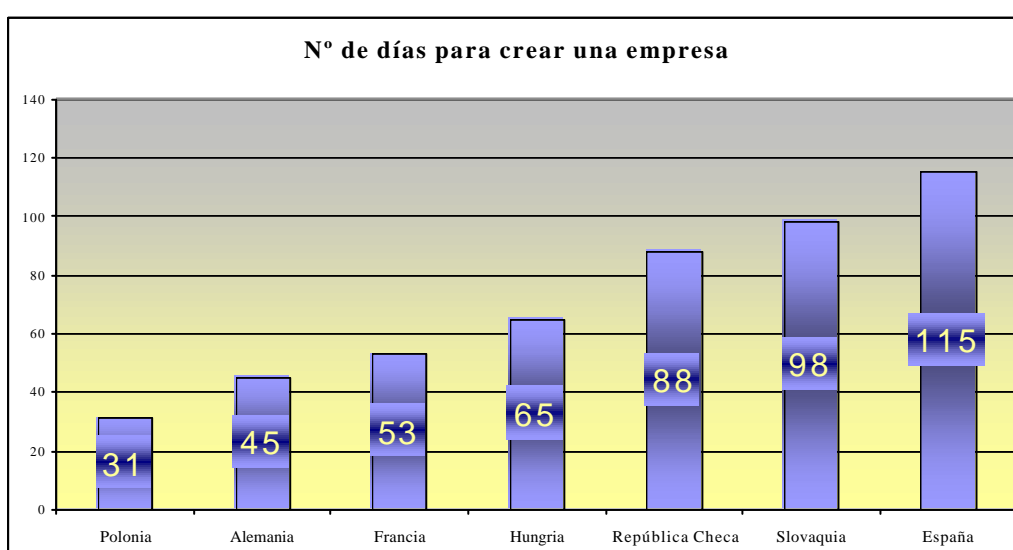
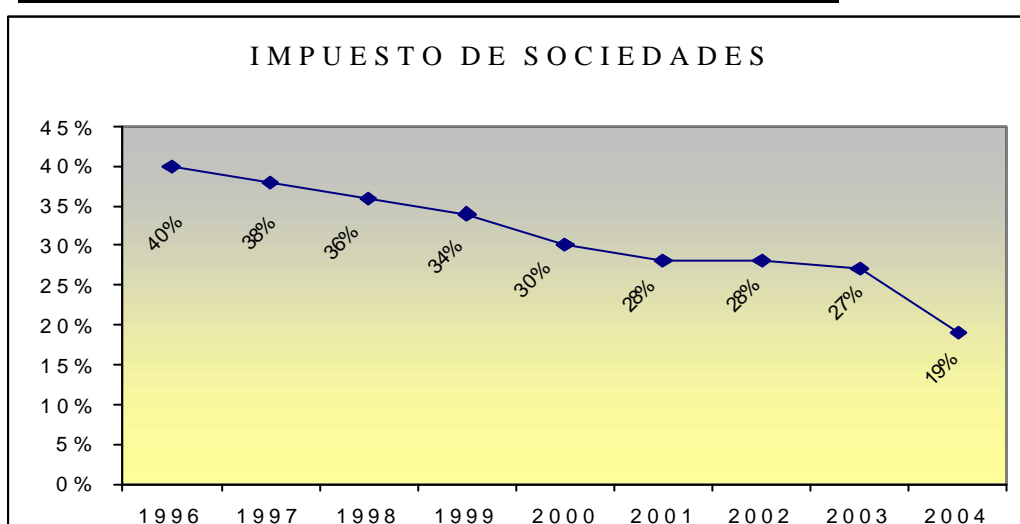
Fuente: ONUDI 2003

⁵ A. K. Kearney (2004)

Otra importante variable para el establecimiento de empresas extranjeras en Polonia es el periodo de tramitación burocrática para la instalación de nuevas empresas, uno de los más bajos del mundo y la tendencia decreciente que ha experimentado en los últimos años la evolución del impuesto de sociedades. Así, la primera de las cuestiones está situada en 31 días mientras que en nuestro país se sitúa en más de 100 días hasta que una empresa está plenamente operativa. En el segundo aspecto, el impuesto de sociedades ha seguido una tendencia decreciente a lo largo de los años noventa hasta situarse en el actual 19%.

Figura 3: Evolución del Impuesto de Sociedades

Figura 4: Número de días necesarios para crear una empresa



Fuente: Ministerio de Finanzas, 2003

5. MOTIVOS PARA QUE LOS EXTRANJEROS INVIERTAN EN POLONIA

Los resultados de una encuesta publicada a finales de 1999 demuestran que los principales factores que toman en consideración los mayores inversores extranjeros en el momento de iniciar sus negocios en Polonia están relacionados con las **condiciones del mercado**. Las más importantes son las siguientes:

1. Nuevos mercados,
2. Costes inferiores de: mano de obra⁶
3. Estabilidad de los mercados existentes
4. Inferior nivel de competitividad de compañías locales
5. Logística y Distribución
6. Inmuebles a buen precio
7. Materias primas accesibles y productos semiacabados a precios competitivos,
8. Energía eléctrica
9. Protección del medio ambiente. Sin embargo la importancia del segundo grupo es inferior a los factores de mercado.

Las compañías extranjeras en Polonia disponen de los mismos derechos que las compañías nacionales en todos los aspectos. Asimismo los inversores extranjeros pueden recibir o adquirir acciones de compañías existentes en Polonia. Las acciones pueden ser adquiridas en ventas públicas, a través de la Bolsa de Valores o, en caso de que no estén registradas en la Bolsa, mediante la negociación directa con una compañía. No está establecido un valor mínimo del aporte del socio extranjero ni tampoco el porcentaje de participación foránea mínimo o máximo en las acciones o en el capital de la compañía. También es posible la forma de compañía con

⁶ De acuerdo con las estimaciones de Eurostat, el costo de una hora de trabajo es aproximadamente cinco veces más barato que en los países de la Unión Europea y es de 4,5 Euros por hora. Sin embargo, éste es un poco más elevado que en la República Checa, Hungría y Eslovaquia.

exclusividad de capital extranjero. No obstante, en casos excepcionales una compañía puede ser excluida de un campo específico de actividad cuando la participación de la parte extranjera en el total de su capital excede de una cierta proporción. El inversor extranjero tiene derecho a transferir al extranjero todas sus ganancias, después de haber abonado el correspondiente impuesto sobre las utilidades y de haberse auditado el balance por un perito. También se pueden transferir al extranjero las ganancias obtenidas por la venta de acciones y por la venta de bienes o las compensaciones recibidas.

Tabla 3: Factores de inicio de actividades económicas para IED

<i>Factores</i>	<i>Encuesta 1993</i>		<i>Encuesta 1995</i>		<i>Encuesta 1997</i>		<i>Encuesta 2000</i>		<i>Encuesta 2003</i>	
	<i>jerarquía</i>	<i>% de respuestas</i>	<i>jerarquía</i>	<i>% de respuestas</i>	<i>jerarquía</i>	<i>% de respuestas</i>	<i>jerarquía</i>	<i>% de respuestas</i>	<i>jerarquía</i>	<i>% de respuestas</i>
<i>Crecimiento económico</i>	1	53.5	3	48.7	2	52.6	1	49.8	1	62.1
<i>Costes de la mano de obra</i>	3	44.7	1	60.8	1	57.6	2	46.4	2	61.5
<i>Dimensiones del mercado de Polonia</i>	2	47.5	2	49.1	3	47.3	3	44.6	3	59.4
<i>Posibilidad de disminución de los costes de producción</i>	5	31.6	5	37.2	5	40.0	5	38.0	4	53.9
<i>Acceso a la mano de obra</i>	4	33.9	4	44.4	4	42.1	4	39.3	5	52.5

Fuente: CBM INDICATOR, “Opinión de inversores extranjeros sobre condiciones sociales y económicas de la actividad económica en Polonia”, informe sobre encuestas realizadas por encargo de la Agencia Polaca de Inversiones Extranjeras, de J. Garlicki y J. Bluszkowski, Varsovia, 2003.

La Agencia para las Inversiones Extranjeras (PAIZ), fue creada por el gobierno a fin de promover de forma dinámica las posibilidades de inversión y estimular a las compañías extranjeras a que elijan Polonia como lugar de destino de sus inversiones. La agencia funciona como intermediario, prestando sus servicios a compañías e inversores individuales del

extranjero. La agencia tiene tres objetivos fundamentales: facilitar la inversión de empresas extranjeras; promover a Polonia como un país atractivo para inversiones; y asesorar al Estado para mejorar las leyes que favorezcan a los inversores extranjeros.

6. INVERSIÓN EXTRANJERA EN POLONIA

Antes de 1989 pocas compañías extranjeras operaban en Polonia. Sin embargo hoy en día el 91% del capital invertido en el país es de origen extranjero (más de US\$ 41 billones). De acuerdo con los datos de la Agencia Estatal de Inversión Extranjera (PAIZ), a finales del año 2000, 855 empresas de 35 países diferentes han invertido en territorio polaco. La participación más alta del capital extranjero es en el sector manufacturero (42%). Le sigue el sector de servicios financieros (22.7%), a continuación el transporte, las comunicaciones y el comercio (12.1%). Desde el comienzo de la década de los noventa las empresas de Europa occidental han aumentado sus intereses en invertir en Polonia.

Tabla 4. Empresas con participación de capital extranjero

<i>Año</i>	<i>Empresas con participación de capital extranjero</i>	<i>Participación con relación al total de empresas en Polonia (%)</i>
1991	5.583	4,1
1992	10.817	6,9
1993	15.814	8,6
1994	20.324	10,4
1995	24.635	11,7
1996	29.157	12,2
1997	33.459	12,8
1998	37.355	12,6
1999	40.910	12,3
2000	44.229	11,6
2001	46.258	10,6
2002	47.352	10,0

Fuente: Inversiones extranjeras en Polonia- IKC, 2003.

La etapa más intensa para la entrada de inversión externa directa fue la segunda mitad de la década de los noventa. Una vez superado el clima de inestabilidad política y económica y concluido el proceso de transformación sistémica y asentamiento de la economía de mercado, los inversores no dudaron en aprovechar las oportunidades de lo que entonces era un firme candidato a formar parte de la Unión Europea. Así, en 1993 el valor de la inversión de la UE en Polonia alcanzaba el 47%, mientras que en el año 2000 la cifra ascendió hasta el 67% de toda la inversión de las empresas extranjeras. Este dato muestra el interés de los inversores extranjeros, especialmente de la UE, por este país. En el año 2001 el crecimiento de las inversiones en países europeos creció un 0.5% mientras que en Polonia durante el mismo periodo el crecimiento fue de un 25%.

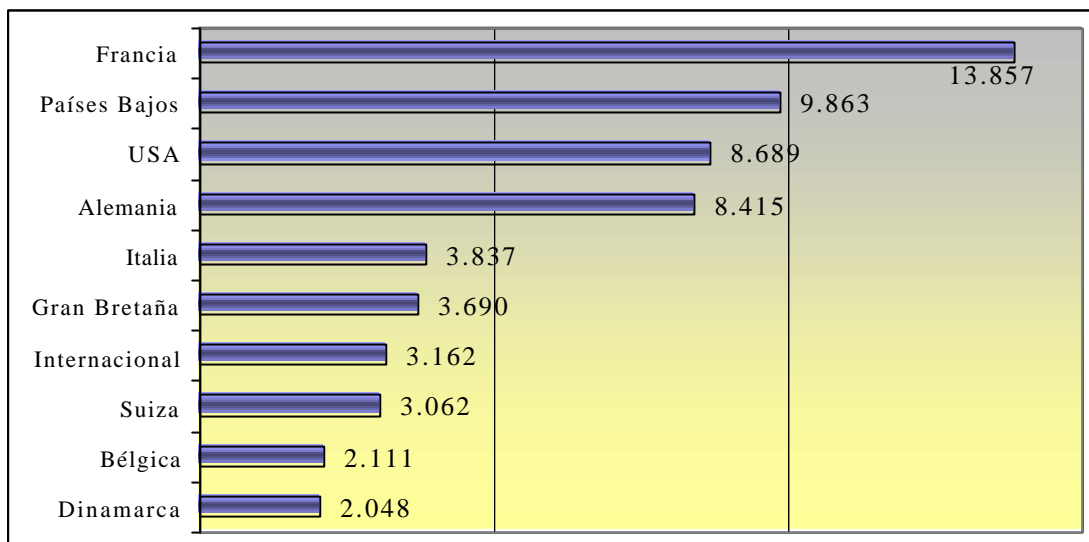
Tabla 5: Principales Inversores En Polonia. Finales de 2003 (US\$, millones)

	<i>INVERSOR</i>	<i>CAPITAL INVERTIDO</i>	<i>ACTIVIDAD</i>
1	France Telecom	4.020,3	Comunicaciones
2	European Bank for Reconstruction and Development (EBRD)	2.695,0	Servicios financieros
3	Fiat	1.768,7	Automoción; Servicios financieros
4	HVB	1.336,0	Servicios financieros
5	Citigroup	1.300,0	Servicios financieros
6	KBC Bank N.V.	1.290,0	Servicios Financieros
7	OAQ Gazpprom	1.283,8	Transportes y comunicaciones; construcción.
8	Vivendi Universal	1.243,4	Transporte y comunicaciones; Inmobiliaria; comercio mayorista y minorista
9	United Pan-Europe Communications N.V.	1.200,0	Servicios varios
10	UniCredito Italiano Spa	1.200,0	Servicios Financieros

Fuente: PAIZ 2004

Un análisis de los datos de La Agencia Polaca de Inversiones Extranjeras confirma el hecho de que hay una alta concentración de capital. A finales de 2002 había cinco países cubriendo casi el 63% del total de las inversiones extranjeras directas con más de 1 millón de USD.

Figura 5: Inversión Directa Acumulada por países de origen. Dic 2003. Mill \$



Fuente: PAIZ 2004

Tabla 6: Entidades Económicas por Sectores y Formas de Propiedad (2002)

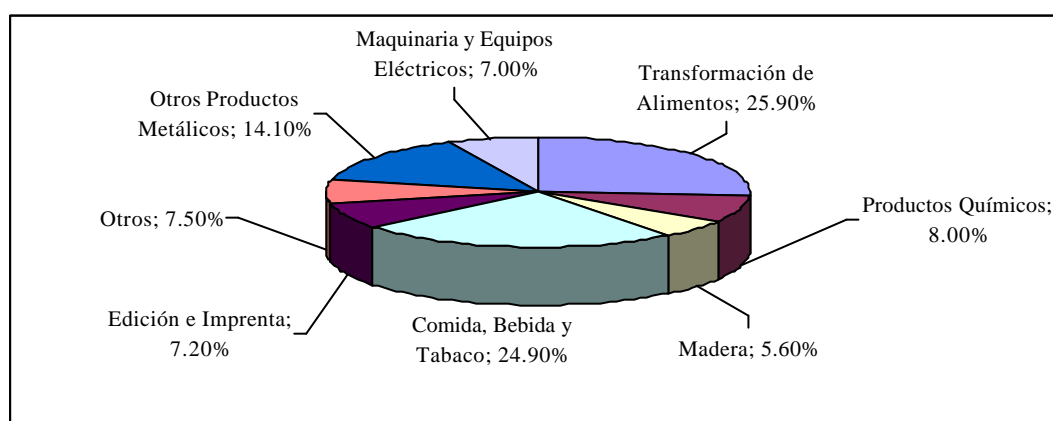
Sector	Total	Empresas Estatales	Corporaciones			Capital Extranjero	Cooperat
			Total	Estatales	Privadas		
Total	473.553	1951	196.681	721	138.643	47.352	18.682
Agricultura	12.075	31	3612	37	2.270	1.124	3.354
Minería	742	33	701	23	401	174	8
Fabricación	44.536	828	40.981	338	27.243	10.744	2.187
Suministros	2.110	22	1.362	68	378	172	13
Construcción	23.036	345	21.222	30	16.539	3.324	922
Comercio y Reparaciones	76.763	229	72.353	40	51.502	19.335	3.394
Ocio y Turismo	4.341	11	3.738	10	2.042	1.482	42
Transporte y Telecom.	9.484	257	8.617	69	5.683	2.240	248
Serv. Financieros	5.662	2	3.669	9	2.911	561	976
Inmobiliarias	126.725	181	31.876	40	23.295	6.809	7.241
Educación	33.863	-	1.371	-	1056	244	39
Sanidad	17.482	-	2.776	27	2.376	259	74
Otros servicios sociales	92.287	10	4.224	25	2.816	856	171

Fuente: Oficina Central de Estadística, 2003

La distribución sectorial existente en Polonia condiciona la distribución existente de la IED entre las diferentes ramas productivas. El importante peso que tiene la agricultura aún sobre la

economía y el factor trabajo, superando el 20%, limita en este sector las posibilidades de inversión foránea al tratarse de un sector maduro en el que los rendimientos del capital serían muy limitados. La industria sigue teniendo un importante peso específico y se lleva casi un 40% de las inversiones extranjeras. En segundo lugar se sitúa, ya en el sector servicios, las inversiones en entidades financieras y en el sector de comercio y distribución. También el sector de transportes y comunicaciones ha sufrido fuertes incrementos a medida que han ido mejorando las infraestructuras apoyadas por los planes procedentes de las ayudas preadhesión de la UE y el BERD⁷.

Figura 6: Inversiones Extranjeras Directas en la Industria de la Transformación



Fuente: Oficina Central de Estadística, 2003

Un importante dato del proceso de inversiones extranjeras en Polonia lo constituye el hecho de que las compañías bien arraigadas en el país por lo general reinvierten sus ganancias obtenidas para desarrollar operaciones locales en lugar de repatriar los beneficios, por lo que entienden que su inversión es a largo plazo y Polonia continúa siendo un país con buenas perspectivas de rendimientos empresariales. Sin embargo, las tendencias a largo plazo indican que los inversores extranjeros prefieren, cada vez más, invertir en proyectos llamados “campos verdes” (GreenFields) en vez de adquirir empresas ya existentes. La inversión en “campos verdes” consiste en la compra o arrendamiento de un terreno o de un edificio para instalar allí máquinas

⁷ Banco Europeo de Reconstrucción y Desarrollo. Ayudas a través de los programas PHARE e ISPA.

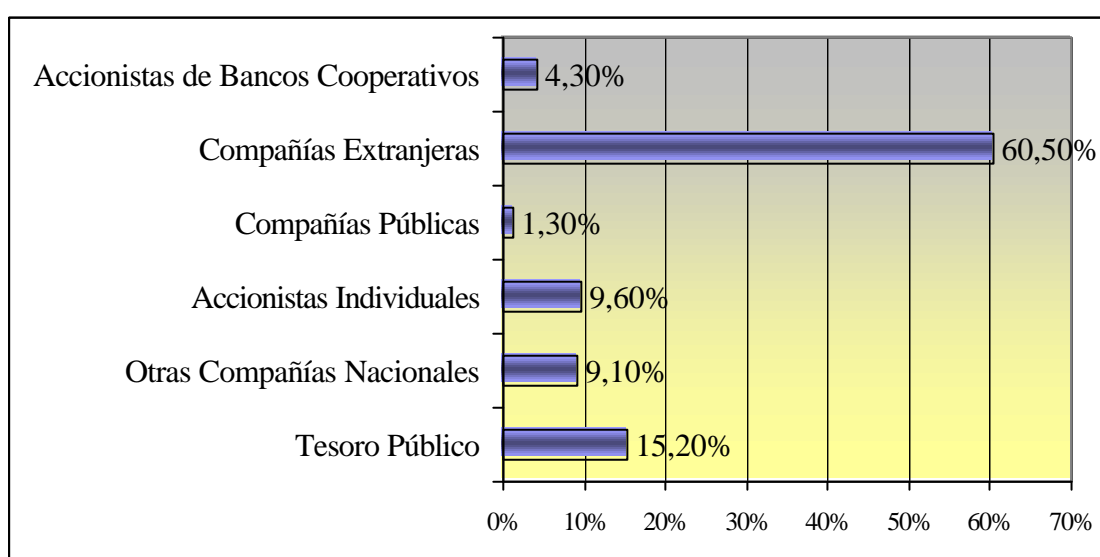
y equipos. A veces se les denomina inversiones en “campos marrones”. Esto es el resultado de una amplia oferta de terrenos y edificios no utilizados.

7. EMPRESAS: ANÁLISIS DE CASOS

7.1 El sector financiero

Uno de los sectores que mayor interés está despertando entre los inversores internacionales es el financiero. No sólo en su parte bancaria, sino también aseguradora. De los 59 bancos que operaban en Polonia en 2002, 15 cotizaban para la negociación de sus acciones en la Bolsa de Varsovia, siendo las empresas “estrella” al acumular un volumen de capitalización del 48,4% lo que supuso que casi la mitad de la negociación bursátil anual se centró en este sector.

Figura 7: Propiedad del Sector Bancario en Polonia (2003)



Fuente: Oficina Central de Estadística, 2004

El procedimiento elegido por los inversores internacionales para entrar en el mercado polaco han sido los intercambios accionariales y las fusiones con bancos ya existentes. De los 59 bancos operativos en Polonia, 45 están en manos de extranjeros, considerando este control, no como la obtención de más de un 50% del capital⁸, sino por la tenencia de participaciones suficientemente significativas como para influir en la toma de decisiones de las entidades. Para

⁸ No obstante en 22 bancos tienen el 100% del capital social

tomar posiciones en el sector bancario polaco, los inversores extranjeros han iniciado un proceso de concentración del sector que ha reducido el número de bancos que operan en el mercado polaco.

Hasta 2002, las mayores fusiones fueron realizadas por el Citibank (Poland) S.A. y Bank Handlowy Warszawie S.A., los dos controlados directamente por Citibank Overseas Investment Corp. y el BIG Bank S.A. que se fusionó con su propietario, el BIG Bank Gdanski SA. Además, se llevó a cabo una fusión entre Wielkopolski Bank Kredytowy S.A. y Bank Zachodni S.A., los dos controlados por Allied Irish Bank European Investments Ltd. Como resultado de la fusión entre Powszechny Bank Kredytowy S.A. y Bank Przemyslowo – Handlowy S.A. apareció el tercer banco más grande de Polonia. En 2002 el proceso de consolidación progresó. Como resultado de ella desaparecieron nueve bancos. Además, fueron creados dos nuevos bancos: MHB Bank Polska S.A. y Bank of Tokyo – Mitsubishi (Polska S.A.), otros tres suspendieron sus operaciones.

7.1.1 Sistema bancario de Polonia y rating

Depósitos bancarios, Divisa (promedios)	A2/P-1	Estable
Fortaleza financiera bancaria (promedio)	D	Estable
Techo del país para depósitos bancarios En moneda extranjera	A2/P-1	Estable
	A	septiembre 2003

Moody's ha analizado (septiembre 2003) a 13 instituciones financieras polacas. Para elaborar el *rating* ha tenido en cuenta: el apoyo financiero proporcionado por inversores estratégicos financieros a sus subsidiarias y el techo de Polonia de emisión de deuda en moneda extranjera.

El análisis mencionado ha llevado el *rating* de un Baa1 al final de 2002 a un A2 en 2003. Un elemento de gran importancia en este cambio ha sido la integración esperada en la UE. De cara a esta integración es conveniente crear una competencia reforzada en un mercado que ofrece un

crecimiento considerable a largo plazo, converger con los estándares de la Unión Europea y prepararse para Basilea II.

En lo que se refiere a las características estructurales del sector hay que señalar que: en 2002-03 las fusiones se ralentizaron respecto a 2001, y el peso de la banca cooperativa sigue siendo alto, y este tipo de banca es más vulnerable. La privatización de los bancos propiedad del gobierno está siendo más lenta de lo previsto. Por otra parte, como aspectos positivos, se ha definido una mayor concentración en el desarrollo de la segmentación en el desarrollo de la segmentación, un mayor desarrollo de los productos y de la rentabilidad del cliente.

El sector bancario polaco presenta unos buenos niveles de liquidez y unos ratios de solvencia que se sitúan entre adecuados y muy buenos. Sin embargo, se observa una tendencia decreciente en los ingresos por intereses y en los márgenes. Debe desarrollar productos de inversión alternativos e incrementar la desintermediación de los ahorros. Así mismo, la generación de capital interno continúa deteriorándose de forma selectiva.

En lo concerniente al *rating* de la fortaleza financiera (FSR – Financial Strength Rating) se reflejan: las consecuencias perjudiciales del entorno económico en su ámbito financiero, especialmente, en la calidad de sus carteras de crédito; y los beneficios de casi dos años de reestructuración. Esta debe continuar así como inversiones en tecnología, perfilando un sector bancario más competitivo, mejorando la gestión del riesgo y fortaleciendo la supervisión bancaria.

Automoción

La empresa General Motors realizó una de las más grandes inversiones jamás hecha en Polonia. En 1998 se abrió la nueva fábrica Opel Polonia en la localidad de Gliwice. La factoría tiene una capacidad instalada para fabricar 150.000 unidades de vehículos al año. Después de invertir 360 millones de USD, a fines de 1998, se halla ahora entre los 20 mayores inversores extranjeros en

Polonia en la clasificación de PAIZ. A fines de 1998 trabajaban en la empresa 1200 personas. Una vez alcanzado el máximo nivel de producción se llegará a los 3 mil trabajadores. Los representantes de General Motors aseguran que la planta de Opel pronto ocupará un lugar importante en los mercados de Europa Central y del Este. Luego de un estudio detenido de diferentes localidades de Europa Central, Hungría, la República Checa y de otras 75 de Polonia, se decidió invertir en Polonia. Luego de realizar la selección se eligió la localidad de Gliwice, lo cual se debió al excelente apoyo recibido por parte del gobierno, a la infraestructura disponible, a las ventajas derivadas del hecho de ser **zona económica especial** y por la gran cantidad de proveedores de repuestos que hay en la región.

Otros Sectores

Petróleo y Energía

“BP Amoco, proveedor líder de gasolina y lubricantes, quiere estar donde haya clientes y Polonia es ese lugar. Casi 40 millones de habitantes ofrecen un mercado con excelentes oportunidades para introducir sus productos. Además, una gran parte de la población está formada por gente joven. Este hecho augura un gran mercado y un gran número de ventas. Cada año se venden más coches. El hecho de que Polonia se encuentre en el cruce de las rutas este-oeste y norte-sur es de vital importancia para el transporte de mercancías.

W. Heydel, director del departamento de desarrollo comercial de BP Polonia.

Intermediación Financiera

“La empresa Eurocash ingresó en el mercado polaco en 1995. En aquel entonces, al igual que ahora, los temas de interés eran el tamaño del mercado y las perspectivas de obtener un crecimiento excelente. La estabilidad política y el crecimiento económico fueron los factores que propiciaron un buen clima para las inversiones. Empleamos, sin intermediarios, a unas 1200 personas. En general los recursos humanos satisfacen nuestros requisitos; la gente no pone obstáculos para aprender un nuevo idioma y se siente orgullosa de trabajar en una empresa extranjera.”

Luis Amaral, Director Nacional de Eurocash JMB Polonia.

Telecomunicaciones

Para finalizar, el representante de Alcatel de Francia comentó: “Muchos inversores extranjeros, como Alcatel, han comenzado a producir equipos de telecomunicaciones, un mercado que está en estado de ebullición. La cantidad de líneas telefónicas continúa aumentando. Alcatel está en el mercado desde 1972 y en 1993 decidió realizar inversiones a mayor escala, por lo que adquirió dos empresas de telecomunicaciones y tenemos la intención de seguir siendo líderes en el mercado polaco”.

8. RESULTADOS EMPÍRICOS

La Base de datos de las empresas seleccionadas así como los datos relativos a todas ellas se ha obtenido a través de Warsaw Stock Exchange. Todas las empresas que cotizan en la Bolsa de Valores de Varsovia cumplen en la elaboración de sus cuentas anuales con los patrones establecidos internacionalmente y con los sistemas de auditoría interna y externa que se fijan por parte de la Unión Europea. La base de datos está formada por las cuentas de resultados y los balances de las siguientes empresas:

AGORA	DEBICA	KRUSZWICA	PBG
APATOR	GLOBAL	LENTEX	PEKAO
BACA	KOMPAP	NETIA	PROKOM
BPH	KETY	NKT	STALEXPORT
BRE	KRUK	ORBIS	SOFTBANK
BUDIMEX	KGHM	ORLEN	ZACHODNI

La hipótesis inicial del modelo intenta demostrar que los resultados de la rentabilidad y los niveles de riesgo existentes en las empresas determinan el porcentaje de participación en la empresa por parte del capital extranjero. Así, si la relación es directa entre la rentabilidad y el riesgo, parece lógico que el inversor querrá más rentabilidad (coeficiente positivo) y menos riesgo (coeficiente negativo). Para medir la rentabilidad hemos elegido cuatro variables que son: ROE, ROA, EBITDA y EBITDA/REV. El nivel de riesgo vendrá determinado por el nivel de endeudamiento de la empresa en relación a la cantidad total de recursos propios, es decir mediremos el leverage de la empresa dividiendo endeudamiento total respecto a recursos propios.

El modelo a testar es el siguiente:

$$\% IED = b_0 + b_1 \cdot ROE + b_2 \cdot ROA + b_3 \cdot EBITDA + b_4 \cdot (EBITDA / REV) + b_5 \cdot APALANCAMI ENTO +$$

El resultado del análisis a través del método mínimos cuadrados ordinarios refleja un índice de explicatividad bajo para la variable dependiente y los coeficientes del EBITDA/REV y ROA no significativos. En el límite de la significatividad se encuentran los parámetros ROE y Apalancamiento. Estos resultados se apuntaban al observar la matriz de correlaciones entre variables.

Modelo

Dependent Variable: IED
 Method: Least Squares
 Date: 11/08/04 Time: 10:25
 Sample: 1 24
 Included observations: 24

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	31.13010	7.818642	3.981522	0.0009
ROE	41.65758	27.94648	1.490620	0.1534
ROA	90.60880	86.76589	1.044291	0.3102
EBITDA	0.015552	0.009085	1.711821	0.1041
EBITDA_REV	-19.57553	27.45920	-0.712895	0.4851
AP	-3.003928	1.144706	-2.624191	0.0172
R-squared	0.600852	Mean dependent var		29.45708
Adjusted R-squared	0.489978	S.D. dependent var		24.27331
S.E. of regression	17.33499	Akaike info criterion		8.755649
Sum squared resid	5409.035	Schwarz criterion		9.050163
Log likelihood	-99.06779	F-statistic		5.419213
Durbin-Watson stat	1.921362	Prob(F-statistic)		0.003258

Matriz de Correlaciones

	AP	EBITDA	EBITDA_REV	IED	ROA	ROE
AP	1.000000	0.064421	-0.228622	-0.560104	-0.388578	-0.268354
EBITDA	0.064421	1.000000	0.319076	0.208955	-0.025436	0.019957
EBITDA_REV	-0.228622	0.319076	1.000000	0.092498	0.208153	-0.060286
IED	-0.560104	0.208955	0.092498	1.000000	0.566705	0.588749
ROA	-0.388578	-0.025436	0.208153	0.566705	1.000000	0.656943
ROE	-0.268354	0.019957	-0.060286	0.588749	0.656943	1.000000

reformulamos el modelo como:

$$\% IED = b_0 + b_1 \cdot ROE + b_2 \cdot APALANCAMI ENTO + u_t$$

Dependent Variable: IED
 Method: Least Squares
 Date: 11/06/04 Time: 01:32
 Sample: 1 24

observations: 24	Std. Error	t-Statistic	Prob.	
ROE	63.44578	21.05616	3.013170	0.0066
AP	-2.993910	1.083385	-2.763478	0.0116
C	32.36611	5.803381	5.577113	0.0000
R-squared	0.520866	Mean dependent var		29.45708
Adjusted R-squared	0.475234	S.D. dependent var		24.27331
S.E. of regression	17.58376	Akaike info criterion		8.688297
Sum squared resid	6492.960	Schwarz criterion		8.835554
Log likelihood	-101.2596	F-statistic		11.41455
Durbin-Watson stat	1.433682	Prob(F-statistic)		0.000441

$$IED = 63.44578302 \cdot ROE - 2.993909979 \cdot AP + 32.36611249$$

El porcentaje de inversión extranjera en las empresas que cotizan en bolsa en Polonia viene determinado por la significatividad de las variables ROE y Apalancamiento. El coeficiente de la primera es positivo, luego a mayor rentabilidad sobre recursos propios totales de una empresa, mayor será el porcentaje de participación extranjero (esto se podría deber a que las diferentes formas organizativas de las empresas con mayoría de capital extranjero hacen más eficientes las empresas en sus resultados empresariales a corto plazo). El coeficiente del apalancamiento es de signo negativo, es decir que a mayor riesgo derivado del alto endeudamiento de la empresa, el capital extranjero invierte en menores porcentajes. También es significativo el término constante que refleja las condiciones comunes de partida en Polonia para todas las inversiones extranjeras, vayan a una empresa o a otra. Al ser significativo indica que las condiciones son muy positivas para invertir en el país. El conjunto de las dos variables independientes y el término constante explican casi un 50% de la inversión extranjera directa en el país.

7. CONCLUSIONES

La inversión extranjera en Polonia ha sido muy intensa en los últimos años, sobre todo a partir de la segunda mitad de la década de los noventa. La dispersión sectorial es escasa, centrándose sobre todo en el sector manufacturero, en el sector financiero y de distribución comercial.

Los motivos por los que los extranjeros invierten en Polonia son su estabilidad política, logísticos, su amplio mercado interno, su pertenencia a la Unión Europea y su reducido nivel de riesgo económico. Las inversiones se realizan a través de fusiones y adquisiciones de empresas que ya operan en el mercado polaco. La creación de una Agencia Estatal para el control de las inversiones extranjeras y el hecho de que las fusiones tengan que ser aprobadas por un órgano regulador indican la importancia de esta forma de inversión directa.

El porcentaje de inversión directa que los inversores toman en las empresas depende de su Rentabilidad sobre recursos propios y del grado de apalancamiento que tenga cada firma. A medida que Polonia se vaya integrando cada vez más en el funcionamiento del mercado único,

cada vez serán mayores las cantidades de inversión intracomunitaria respecto al total de inversión externa. También se irán igualando las productividades y rendimientos a los de las empresas del resto de la UE, lo que podrá limitar en parte la entrada de flujos extracomunitarios⁹.

BIBLIOGRAFÍA.

- Anderson, K. (1990): *“Taxation and the cost of capital in Hungary and Poland: a comparison with selected European countries”*, Washington D.C. International Monetary Fund. Working Paper 90/123.
- Bedi, A.S.; Ciéslik, A. (2000): *“Foreign Direct Investment and host country regional export performance: evidence from Poland”* The Hague: Institute of Social Studies. Working Paper Series n° 322.
- Breikopf, M. (1990): *“Foreign direct investment in Poland”* Warsaw, Institute of Finance. Working Paper.
- Dambrine, P. et al. (2003): *Banking System Outlook. Poland.* Moody’s Investors Service. London
- Dobroczyński, M. (1998): *“Foreign direct investments and Poland’s economic balance”* Economic discussion papers. Faculty of Economics Sciences. University of Warsaw.
- Kaminski, B.; Smarzynska, B.K. (2001): *“Foreign direct investment and integration into global production and distribution networks: the case of Poland”* Policy Research Working Paper n° 2646. World Bank. Washington, D.C.
- Latorre, C. (2002): *La inversión directa en los países del este europeo. Una valoración de su naturaleza y volumen.* *Economía Industrial.* N° 345. Madrid.
- Loboda, B. (2004): *“Poland of Opportunities: Invest in Poland”*. Investor’s Servicing Department. Polish Information and Foreign Investment Agency.
- Markowski, S; Jackson, S. (1993): *“The attractiveness of Poland to foreign direct investors”*. PPRG discussion papers. Department of Economics, Warsaw University.
- Ministry of Economy. Poland. (2004): *“Small and medium sized enterprises in context of large enterprises economic and financial relations”* Warsaw, March 2004.
- Moody’s: EU enlargement. The rating implications. Frankfurt. Julio 2004.
- Moody’s: A quantitative model for foreign currency government bond ratings. February. 2004.
- ONUDI (2003): *¿Cómo hacer negocios con Polonia?* ONUDI ITPO, Varsovia.
- Schiffer, J. R. et al. (2004): *Analysis. Poland.* Moody’s Investors Service. New York.
- UNCTAD (2001, 2002, 2003): *Informe sobre las inversiones en el mundo.* UNCTAD Ginebra.
- Waresa, M. (2000): *“Foreign direct investment in a transition economy: the polish case”*. School of Slavonic and East European Studies University College, London. SSEES Occasional Papers n° 50.

⁹ En el modelo econométrico esto se reflejará en una mayor significatividad de la constante, cuyo valor aumentará y una reducción en el coeficiente y significatividad del ROE y el Apalancamiento