

*Urszula Mrzygłód\*, Joanna Adamska-Mieruszewska\**

## MIĘDZYNARODOWE INWESTYCJE PORTFELOWE PAŃSTW EUROPY ŚRODKOWO-WSCHODNIEJ

**Streszczenie.** Literatura dotycząca inwestycji portfelowych jest zdominowana przez problem napływu inwestycji do państw rozwijających się. Mniejszą uwagę poświęca się tym krajom jako inwestorom na międzynarodowych rynkach finansowych. Artykuł zawiera analizę inwestycji portfelowych będących w posiadaniu rezydentów państw Europy Środkowo-Wschodniej.

**Słowa kluczowe:** inwestycje portfelowe, aktywa, międzynarodowa pozycja inwestycyjna, Europa Środkowo-Wschodnia.

### 1. WPROWADZENIE

Problematyka międzynarodowych przepływów kapitału pod postacią inwestycji portfelowych cieszy się zainteresowaniem środowiska naukowego oraz instytucji publicznych od wielu lat. Wynika to przede wszystkim z niezwyklej dynamiki międzynarodowych inwestycji portfelowych, ich wpływu na równowagę zewnętrzną oraz efektywność rynków finansowych współczesnych gospodarek funkcjonujących w warunkach globalnej gospodarki światowej.

Problemy te nabierają szczególnego znaczenia w przypadku gospodarek rozwijających się<sup>1</sup>, które w ostatnich dziesięcioleciach przyjęły szeroki strumień kapitałów, w tym także inwestycji portfelowych. W tym przypadku w prowadzonych analizach uwaga koncentruje się na poszukiwaniu determinant przepływów

\* Uniwersytet Gdański, Wydział Ekonomiczny, Instytut Handlu Zagranicznego.

<sup>1</sup> Cenne rozważania na temat wpływu procesów globalizacji i integracji na efektywność narzędzi polityki makroekonomicznej w zakresie utrzymywania stanu równowagi zewnętrznej w krajach rozwijających się opublikował E. Najlepszy (2010: 13–34). Skład grup państw tworzących gospodarki rozwijające się nie jest stały i w zależności od instytucji może być utworzony na podstawie odrębnych kryteriów. Przykładowo w opracowaniach Międzynarodowego Funduszu Walutowego najważniejsze kryteria klasyfikacji państw są następujące: dochód PKB *per capita*, dywersyfikacja produktowa eksportu, stopień integracji z globalnym systemem finansowym. Według klasyfikacji MFW z roku 2014 w ramach badanej grupy państw EŚW, Czechy, Słowacja, Słowenia oraz Łotwa należą do grupy gospodarek rozwiniętych (*advanced economies*), z kolei Polska, Bułgaria, Litwa, Rumunia należą do grupy gospodarek rozwijających się i tzw. gospodarek wschodzących (*developing and emerging economies*). Szerzej zob. IMF (2014).

inwestycji portfelowych do tych państw (*inflows*) oraz w dalszej kolejności wpływu tych przepływów na gospodarkę wewnętrzną gospodarek przyjmujących. Gospodarki wschodzące i rozwijające się wraz z zaawansowaniem procesów globalizacji i integracji stały się jednak aktywnymi uczestnikami międzynarodowych rynków finansowych. Świadczą o tym rosnące przepływy inwestycji portfelowych z państw rozwijających się do reszty świata (*outflows*).

Celem artykułu jest analiza dynamiki zagranicznych inwestycji portfelowych rezydentów państw Europy Środkowo-Wschodniej (EŚW) w latach 2004–2014, z uwzględnieniem głównych kierunków alokacji. Badaniu poddane zostały następujące państwa: Bułgaria, Czechy, Litwa, Łotwa, Polska, Rumunia, Słowacja, Słowenia, Węgry. Dane odzwierciedlają stronę aktywów inwestycji portfelowych z międzynarodowej pozycji inwestycyjnej<sup>2</sup>. Dodatkowym celem opracowania jest ukazanie zmian w strukturze alokacji kapitału portfelowego pod względem geograficznym.

Układ tekstu jest następujący. W części drugiej przedstawiono wybrane badania dotyczące zmienności przepływów kapitałowych i pozycji inwestycyjnej, których wnioski odnoszą się również do państw EŚW. W ramach części trzeciej zaprezentowano dynamikę inwestycji portfelowych wraz z analizą porównawczą indeksu otwartości finansowej i otwartości na inwestycje portfelowe. Analizę oparto przede wszystkim na statystykach międzynarodowej pozycji inwestycyjnej, uzupełniając je danymi z bilansów płatniczych pochodzącymi ze statystyk banków centralnych. Kierunki alokacji inwestycji portfelowych zostały przedstawione w ostatniej czwartej części opracowania. Analiza została oparta na skoordynowanych statystykach inwestycji portfelowych (CPIS)<sup>3</sup>.

## 2. INWESTYCJE PORTFELOWE – PRZEGLĄD WYBRANYCH BADAŃ

Literatura poświęcona międzynarodowym inwestycjom portfelowym jest bardzo obszerna<sup>4</sup>, niemniej jednak relatywnie rzadko ukazują się analizy obejmujące swoim zakresem państwa EŚW. Nie oznacza to, że problematyka ta nie jest podejmowana, ale częściej państwa EŚW są ujmowane w badaniach w ramach szerszej grupy państw rozwijających się.

Y. O. Erzurumlu i G. Gozgor (2014) testowali zależności pomiędzy kapitałem przepływającym w postaci inwestycji portfelowych oraz zagranicznych inwestycji bezpośrednich (BIZ). Dokładnie rzecz ujmując, autorzy poszukiwa-

---

<sup>2</sup> Międzynarodowa pozycja inwestycyjna (MPI) jest zestawieniem stanu zagranicznych aktywów oraz pasywów wygenerowanych przez podmioty krajowe na dany moment czasowy (koniec danego roku, kwartału itd.) (OECD 2005: 43–44; Adamska-Mieruszewska 2015).

<sup>3</sup> CPIS – *Coordinated Portfolio Investment Survey*.

<sup>4</sup> Z uwagi na ramy opracowania niniejszy przegląd badań należy traktować jako zasygnalizowanie najważniejszych zagadnień.

li krótko- i długookresowych zależności pomiędzy wielkością inwestycji bezpośrednich a zmiennością (*volatility*) inwestycji portfelowych. Badanie zostało przeprowadzone dla danych kwartalnych 12 państw EŚW w latach 1994–2012<sup>5</sup>. W badaniu wykazano istotność zmienności inwestycji portfelowych dla kształtowania się inwestycji bezpośrednich w długim okresie dla wszystkich 12 państw EŚW. Wzrost wartości inwestycji bezpośrednich jest poprzedzany obniżeniem zmienności inwestycji portfelowych. Dla trzech krajów autorzy otrzymali także trzy istotne relacje krótkookresowe (mechanizm korekty błędem)<sup>6</sup>. Z kolei relacja odwrotna, w której to inwestycje bezpośrednie wpływają na zmienność inwestycji portfelowych, była statystycznie istotna dla sześciu państw EŚW w długim okresie, ale tylko dla jednej z nich uzyskano zależność krótkookresową.

Zależności pomiędzy międzynarodowymi inwestycjami bezpośrednimi oraz portfelowymi stanowiły również przedmiot analiz I. Golsteina i A. Razina (2005), którzy stwierdzili, że większe znaczenie przepływów kapitału pod postacią BIZ niż portfelowych w przypadku państw rozwijających się można wyjaśnić za pomocą teorii asymetrii informacji i teorii agencji. Zdaniem I. Golsteina i A. Razina inwestorzy bezpośredni, z uwagi na sprawowaną kontrolę właścicielską, stają się w kraju przyjmującym menadżerami przedsiębiorstwa. Z kolei inwestorzy portfelowi również zdobywają udział we własności spółki, ale nie mają pełnej decyzyjności (posiadają ją menadżerowie). Zgodnie z teorią agencji cele menadżerów i właścicieli nie zawsze są tożsame i w rezultacie inwestorzy bezpośredni posiadają przewagę informacyjną nad inwestorami portfelowymi. Przewaga informacyjna inwestorów bezpośrednich powoduje jednak obniżenie ceny sprzedaży przedsięwzięcia w przypadku przedterminowego wycofania się z projektu zagranicznego<sup>7</sup>. Problem ten został wprowadzony do teorii ekonomii przez G. A. Akerlofa jako asymetria informacyjna i negatywna selekcja. Tym samym, jeśli dany inwestor zagraniczny preferuje działanie na bardziej płynnym rynku (*high liquidity needs*), to wtedy będzie podejmował działanie jako inwestor portfelowy. Jeśli natomiast inwestor ma niższe preferencje w zakresie płynności, to będzie wybierał inwestycje typu bezpośredniego, których wcześniejsze zakończenie (wycofanie się przed terminem) jest mniej prawdopodobne. Rozumowanie I. Golsteina i A. Razina tłumaczy tym samym większą zmienność inwestycji portfelowych w porównaniu do inwestycji bezpośrednich<sup>8</sup>.

<sup>5</sup> W grupie analizowanych państw znalazły się: Bułgaria, Czechy, Estonia, Łotwa, Litwa, Polska, Rosja, Rumunia, Słowacja, Słowenia, Ukraina, Turcja, Węgry.

<sup>6</sup> W opracowaniu przyjęto szereg metod estymacji, w tym zastosowano również metodę pozwalającą na prowadzenie analizy dla całej grupy oraz dla indywidualnych państw EŚW (Erzurumlu, Gozgor 2014).

<sup>7</sup> Chodzi o sytuację, w której inwestor bezpośredni jest zmuszony do sprzedaży z uwagi na konieczność zwiększenia dostępu do kapitału (zwiększenie płynności).

<sup>8</sup> Dyskusję nad znaczeniem teorii asymetrii informacji dla wyjaśniania przepływów kapitałowych, a przede wszystkim procesów liberalizacji obrotów kapitałowych podjęła M. Janicka (2010: 73–78).

Empiryczne badania nad zmiennością poszczególnych kategorii przepływów były prowadzone np. przez S. Claessensa i in. (1995); L. Sarno i M. P. Taylora (1999); A. Levchenko i P. Mauro (2006). Wnioski z nich płynące nie są jednak jednolite. I tak S. Claessens i in. na podstawie badań 10 państw<sup>9</sup> w latach 1973–1992 stwierdzili, że inwestycje długoterminowe (BIZ) są równie zmienne, co inwestycje portfelowe. Zatem rozróżnienie pomiędzy tzw. gorącym pieniądzem a inwestycjami bezpośrednimi nie ma uzasadnienia. Z kolei do odmiennych wniosków doszli L. Sarno i M. P. Taylor (1999), którzy potwierdzili, że najbardziej zmienne ze wszystkich form kapitału są właśnie inwestycje portfelowe<sup>10</sup>. Na większą stabilność przepływów kapitałowych w porównaniu do portfelowych wskazali także A. Levchenko i P. Mauro (2006), którzy poddali analizie zarówno państwa wysoko rozwinięte, rozwijające się, jak i należące do rynków wschodzących<sup>11</sup>. Dokładnie rzecz biorąc, autorzy poddali badaniu okresy nagłego załamania i odwrócenia przepływów kapitałowych (*sudden stops*) w latach 1970–2003, które zdefiniowali jako pogorszenie rachunku finansowego bilansu płatniczego o więcej niż 5 proc. PKB w porównaniu do roku poprzedniego. Ciekawym wnioskiem z badań A. Levchenko i P. Mauro jest stwierdzenie, że inwestycje portfelowe w instrumenty dłużne oraz inwestycje pozostałe (kredyty i pożyczki bankowe oraz kredyty handlowe) najbardziej przyczyniają się do gwałtownego pogorszenia bilansu płatniczego. Na prawdopodobieństwo odpływu kapitału w sytuacji wystąpienia kryzysu walutowego na 35 rynkach wschodzących uwagę zwrócili O. Sula i T. D. Willet (2009). W badaniu potwierdzili, że do najbardziej zmiennych form przepływów należą inwestycje portfelowe i inwestycje pozostałe<sup>12</sup>.

Szeroką analizę przepływów kapitałowych do państw EŚW w latach 1993–2004 przeprowadzili P. R. Lane oraz G. M. Milesi-Ferretti (2006)<sup>13</sup>. Autorzy wskazują, że ta grupa państw odniosła korzyści z tytułu otwarcia się na międzynarodowe przepływy kapitałowe i procesy integracji finansowej. Badaniem objęto wszystkie kategorie przepływów po stronie pasywów (*inflows*). Inwestycje bezpośrednie stanowiły w badanym okresie największą część przepływów, co zdaniem autorów prowadzi do zwiększenia procesów podziału ryzyka (*risk-sharing*) oraz przepływu technologii. P. R. Lane i G. M. Milesi-Ferretti są także odpowiedzialni

<sup>9</sup> W grupie było pięć państw rozwiniętych (Francja, Niemcy, Japonia, USA oraz Wielka Brytania) oraz pięć państw rozwijających się (Argentyna, Korea Południowa, Meksyk, Indonezja, Brazylia). Autorzy wykorzystali do wnioskowania model AR, odchylenie standardowe oraz współczynnik zmienności (Claessens i in. 1995).

<sup>10</sup> Autorzy wykorzystali w badaniach m.in. filtr Kalmana (Sarno, Taylor 1999).

<sup>11</sup> W grupie rynków wschodzących znalazły się z EŚW: Bułgaria, Czechy, Polska, Rosja, Słowacja, Ukraina, Węgry.

<sup>12</sup> Określane przez autorów jako pożyczki prywatne (*private loans*) – kredyty handlowe, leasing, transakcje repo, kredyty hipoteczne (Sula, Willet 2009).

<sup>13</sup> Badaniem objęto: Bułgarię, Chorwację, Czechy, Estonię, Litwę, Łotwę, Polskę, Rumunię, Słowację, Słowenię oraz Węgry.

za intensyfikację badań prowadzonych na danych z międzynarodowej pozycji inwestycyjnej, których wykorzystanie w analizach empirycznych przed publikacją z 1999 r. było raczej niewielkie<sup>14</sup>.

### 3. DYNAMIKA INWESTYCJI PORTFELOWYCH W LATACH 2004–2013

Kraje rozwijające się odgrywają coraz większą rolę jako uczestnicy rynku międzynarodowych przepływów portfelowych, a wartość dokonywanych przez rezydentów inwestycji (księgowanych po stronie aktywów MPI) stanowi coraz większy udział w globalnym kapitale portfelowym. Jak wskazują A. G. Karolyi, D. T. Ng, E. S. Prasad (2013), rozwijający się rynek finansowy w kraju i dostęp do większych środków finansowych skłania inwestorów do dywersyfikacji portfela. Zagraniczne inwestycje dają większe możliwości nie tylko ograniczania ryzyka portfela, lecz także osiągania większej stopy zwrotu poprzez dostęp do licznych możliwości inwestycyjnych poza sektorem bankowym, w tym w szczególności na rynku giełdowym.

W analizowanym okresie – od I kwartału 2004 r. do I kwartału 2014 r. – międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto wszystkich badanych krajów pogorszyła się. Średnio w tym okresie MPI netto pogorszyła się ponaddwukrotnie (najmniej – o 50% na Węgrzech, najwięcej – dziesięciokrotnie w Słowenii)<sup>15</sup>. Dynamicznie rosła zarówno wartość inwestycji zagranicznych po stronie pasywów, jak i aktywów, jednak z uwagi na ujemny poziom wyjściowy MPI została zachowana przewaga zobowiązań wobec inwestorów zagranicznych.

W tym czasie indeks otwartości finansowej, mierzony jako suma strony aktywów i pasywów międzynarodowej pozycji inwestycyjnej w relacji do PKB<sup>16</sup>, wzrósł dla wszystkich analizowanych krajów. Średni przyrost w badanej grupie wyniósł 88 punktów procentowych<sup>17</sup>. Największy przyrost odnotowano na Węgrzech, najniższy na Litwie<sup>18</sup>. Od roku 2004 indeks przyjmował tendencję wzrostową z załamaniem w roku 2008. Na koniec 2013 r. dla wszystkich analizowanych państw przekroczył poziom 130%, najniższy utrzymywał się w Rumunii i na Litwie (130–140%), na Słowacji, w Polsce i Czechach przekraczał 150% PKB, w Słowenii, Bułgarii i na Łotwie 200%, a na Węgrzech 300% PKB.

<sup>14</sup> Autorzy opracowali i opublikowali bazę danych dotyczących aktywów i pasywów międzynarodowych dla szerokiej grupy państw (Lane, Milesi-Ferretti 1999). W późniejszych latach baza została zaktualizowana (Lane, Milesi-Ferretti 2007), a obecnie dostępne szeregi czasowe są również dla roku 2011 ([www.philiplane.org](http://www.philiplane.org)).

<sup>15</sup> Obliczenia w tej części opracowania zostały wykonane samodzielnie na podstawie statystyk publikowanych przez banki centralne opisywanych państw – zob. źródło do tab. 1.

<sup>16</sup> Inaczej międzynarodowa pozycja inwestycyjna brutto (Mrzygłód 2011: 50).

<sup>17</sup> Dane dotyczące PKB pobrano z Eurostatu (2014).

<sup>18</sup> Na Węgrzech udział MPI w PKB wzrósł z poziomu 170% PKB w 2004 r. do 305% PKB w IV kwartale 2013 r., na Litwie z 93% do 141% – o niespełna 48 punktów procentowych.

W latach 2004–2013 wartość przepływów kapitałowych netto państw EŚW była przede wszystkim warunkowana inwestycjami bezpośrednimi oraz inwestycjami klasyfikowanymi jako pozostałe. Po stronie aktywów największy udział w pozycji inwestycyjnej zajmowały aktywa rezerwowe – średnio w badanym okresie wartość rezerw stanowiła 40% wartości portfela – po okresie zmniejszania rezerw, a w latach 2004–2007, od kryzysu finansowego ich udział ponownie rośnie. Warto zauważyć, że w krajach rozwijających się aktywa rezerwowe odgrywają szczególne znaczenie, umożliwiając bankom centralnym interwencję i obronę kursu walutowego w celu zachowania stabilności systemu finansowego.

W analizowanym okresie inwestycje portfelowe stanowiły około 15% wartości aktywów pozycji inwestycyjnej. W 2013 r. średni udział wynosił 14,5%, największy na Słowacji (ponad 47%) i w Słowenii (34,24%), a potem kolejno na Litwie (niespełna 20%) i w Czechach (16,5%). W Czechach, podobnie jak w Polsce, udział inwestycji portfelowych zmniejszył się w porównaniu do 2004 r.<sup>19</sup> – tab. 1. W Polsce udział spadł o niespełna punkt procentowy, w Czechach o 7,5 punktu. W pozostałych państwach (w Bułgarii, na Słowacji, Łotwie, Litwie, Rumunii, Słowenii i na Węgrzech) utrzymywała się tendencja wzrostowa z załamaniem w wybranych kwartałach po 2008 r., m.in. na Słowacji w 2009 i 2012 r., w Czechach w 2013 r. czy na Węgrzech w 2011 r.

Warto zaznaczyć, że w badanej grupie państw największy odsetek inwestycji portfelowych po stronie aktywów MPI odnotowuje się w tych krajach, które przystąpiły do strefy euro – na Słowacji i w Słowenii<sup>20</sup>. Wzrósł o ponad 40 punktów procentowych (z 17% w 2008 r. do 60% w 2009 r.), a w Słowenii o 30 punktów w 2007 r., osiągając poziom 36%.

W latach 2004–2013 w omawianej grupie państw wzrosła wartość inwestycji portfelowych zarówno po stronie aktywów, jak i pasywów. Przez cały okres dłużnikami netto pozostawały Polska, Litwa, Węgry oraz Rumunia. Łotwa jako jedyna wykazywała w całym badanym okresie saldo dodatnie, a w pozostałych krajach (takich jak Bułgaria, Słowacja, Czechy i Słowenia) saldo przyjmowało wartości zarówno dodatnie, jak i ujemne<sup>21</sup>. Wartość kapitału portfelowego brutto

<sup>19</sup> W Polsce udział inwestycji portfelowych w MPI w latach 2004–2013 zmniejszył się z 8,41% do 7,47%, natomiast w Czechach z 24,03% do 16,48%. Czechy w 2004 r. zaczynały od najwyższego udziału kapitału portfelowego spośród omawianych krajów – dla porównania, na drugim miejscu znajdowała się Łotwa z niespełna 14,5% udziałem kapitału portfelowego.

<sup>20</sup> Słowacja przystąpiła do strefy euro 1.01.2009 r. W tym roku udział inwestycji portfelowych po stronie aktywów zwiększył się z 17,8% do 60,68%. Słowenia do unii walutowej dołączyła 1.01.2007 r. W roku 2007 w Słowenii wzrosła wartość i udział inwestycji kapitałowych za granicą – z 20% w 2006 r. do 36,4% w 2007 r.

<sup>21</sup> Wartości dodatnie odnotowywano przede wszystkim w okresie od 2004 do 2008 r. W latach 2009–2013, przede wszystkim ze względu na kryzys finansowy i skalę jego oddziaływania na poszczególne państwa, obserwowano okresy kwartalne, kiedy spadała wartość inwestycji portfelowych.

w relacji do PKB wzrosła, średnio dla analizowanych państw, o ponad 20 punktów procentowych. W tym przypadku również największy wzrost odnotowano na Słowacji i w Słowenii.

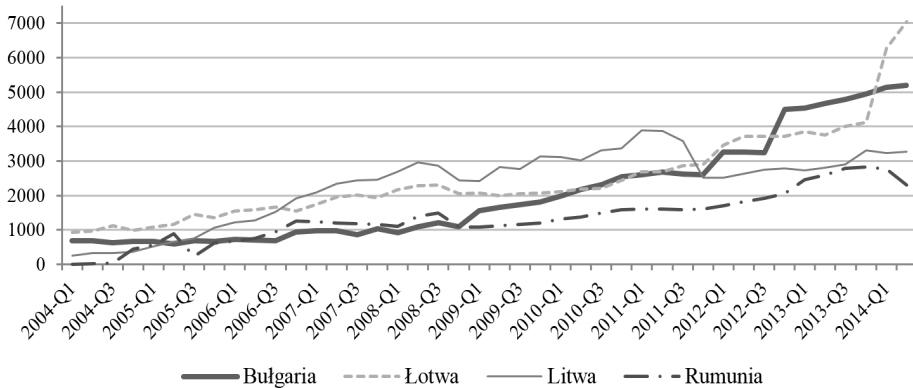
Tabela 1

Udział inwestycji portfelowych w międzynarodowej pozycji inwestycyjnej  
– po stronie aktywów (stan na koniec roku)

Rok	Kraj								
	Bułgaria	Słowacja	Łotwa	Litwa	Polska	Czechy	Rumunia	Węgry	Słowenia
2004	5,47%	13,32%	14,29%	6,97%	8,41%	24,03%	2,52%	3,20%	7,11%
2005	5,05%	14,11%	15,94%	13,75%	9,53%	24,94%	2,38%	4,86%	12,33%
2006	5,43%	18,57%	13,45%	18,71%	11,73%	28,18%	3,94%	6,97%	20,43%
2007	5,29%	18,32%	11,43%	18,84%	14,01%	29,20%	3,15%	8,71%	36,44%
2008	5,24%	17,83%	11,84%	19,06%	7,74%	21,27%	2,77%	7,09%	32,04%
2009	8,15%	60,68%	10,95%	22,10%	9,01%	19,68%	2,73%	8,25%	33,74%
2010	10,85%	60,82%	11,51%	21,85%	7,94%	18,71%	3,12%	8,89%	36,22%
2011	10,54%	62,96%	13,71%	15,61%	5,40%	17,76%	3,07%	5,70%	34,95%
2012	15,81%	53,46%	16,17%	16,80%	6,02%	18,20%	4,01%	5,90%	35,78%
2013	16,78%	47,64%	17,33%	19,99%	7,47%	16,48%	5,47%	5,45%	34,24%
<b>różnica 2013–2004</b>	<b>11,31</b>	<b>34,32</b>	<b>3,04</b>	<b>13,02</b>	<b>-0,94</b>	<b>-7,55</b>	<b>2,95</b>	<b>2,25</b>	<b>27,13</b>

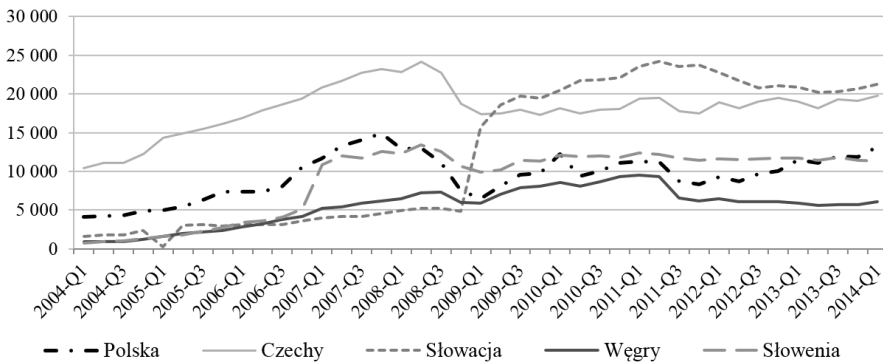
Źródło: opracowanie własne na podstawie statystyk międzynarodowej pozycji inwestycyjnej publikowanej przez: Narodowy Bank Polski, Bulgarian National Bank, Central Bank of The Republic of Lithuania, Bank of Latvia, Bank of Slovenia, National Bank of Slovakia, Czech National Bank, The Central Bank of Hungary, National Bank of Romania (dostęp: 1.10.2014).

Wzrost otwartości na inwestycje portfelowe oraz zwiększenie ich wartości (brutto) jest przede wszystkim wynikiem rozwoju rynków kapitałowych w Europie Środkowo-Wschodniej, rosnącej wartości rynku instrumentów dłużnych, wprowadzeniem do obrotu międzynarodowego akcji spółek krajowych oraz dywersyfikacją inwestycji instytucji finansowych (krajowych oraz międzynarodowych) (Gromiec, Kuziemska, Tchorek 2011).



Rys. 1. Zagraniczne inwestycje portfelowe – pozycja aktywów w Bułgarii, na Łotwie, Litwie i w Rumunii w okresie: I kwartał 2004 r. – I kwartał 2014 r. (w mln EUR)

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych statystycznych publikowanych przez banki centralne wskazanych krajów.



Rys. 2. Zagraniczne inwestycje portfelowe – pozycja aktywów w Polsce, Czechach, na Słowacji, Węgrzech i w Słowenii w okresie: I kwartał 2004 r. – I kwartał 2014 r. (w mln EUR)

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych statystycznych publikowanych przez banki centralne wskazanych krajów.

Wartość aktywów inwestycji portfelowych w latach 2004–2013 wzrosła średnio o prawie 500%. Utrzymująca się tendencja wzrostowa została załamana w 2008 r. w konsekwencji kryzysu finansowego. Szczególnie widoczne zmiany zaobserwowano w IV kwartale, kiedy po raz pierwszy od 2004 r. wartość aktywów zmniejszyła się we wszystkich analizowanych państwach. Warto zwrócić uwagę, że w tym okresie doszło do największych spadków na głównych parkietach gieł-



dowych świata oraz w indeksie VIX z giełdy CBOE<sup>22</sup>, który jest wykorzystywany w badaniach jako zmienna aproksymująca tzw. apetyt na ryzyko/awersję inwestorów międzynarodowych. Indeks ten odnotowywał w IV kwartale 2008 wysoką dynamikę<sup>23</sup>. Zmniejszenie wartości inwestycji portfelowych po stronie aktywów zauważono co prawda jeszcze kilkakrotnie w wybranych kwartałach 2008–2010, jednak nie miały one charakteru wspólnego dla całej grupy. Jak wskazują Z. Gromiec, K. Kuziemska, G. Tchorek (2012), inwestycje portfelowe to najbardziej mobilny i wrażliwy na szoki kapitał, który szybko odpływa wraz z rosnącą awersją do ryzyka. Autorzy zaznaczają również, że awersja do ryzyka to jeden z najważniejszych czynników, który decyduje o przepływie kapitału portfelowego. Analizując uwarunkowania globalne, G. M. Milesi-Ferretti i C. Tille (2011) podkreślają znaczący spadek przepływów kapitałowych brutto podczas kryzysu na poziomie zagregowanym, natomiast K. Forbes i F. E. Warnock (2012) zaznaczają, że globalne tendencje w przepływie kapitału są skorelowane ze wskaźnikami oczekiwanej zmienności na takich rynkach finansowych, jak indeks VIX.

Jak wynika ze statystyk bilansu płatniczego w grupie analizowanych państw, w roku 2008 doszło do znaczących zmian aktywów inwestycji portfelowych. W konsekwencji kryzysu finansowego i trwającej fali spadków na giełdach światowych<sup>24</sup> w IV kwartale 2008 r. odnotowano napływ kapitału portfelowego po stronie aktywów (spadek inwestycji rezydentów poza granicami kraju) w większości analizowanych państw<sup>25</sup>, co oznaczało, że krajowe podmioty zredukowały inwestycje portfelowe za granicą. Dla porównania w roku 2007 saldo omawianych inwestycji było dodatnie.

#### 4. DYWERSYFIKACJA INWESTYCJI PORTFELOWYCH W LATACH 2004–2013

W badanej grupie państw największy udział w portfelu miały inwestycje dokonywane w państwach należących do strefy euro (rys. 3)<sup>25</sup>. W 2013 r. stanowiły 57% portfela aktywów. Potwierdzają to przeprowadzane badania – jak podkreślają

<sup>22</sup> VIX (CBOE Volatility Index) mierzy oczekiwania uczestników rynku w zakresie przyszłej zmienności cen opcji, w których instrumentem bazowym jest indeks giełdowy S&P 500 (CBOE 2009).

<sup>23</sup> Był on m.in. wykorzystywany w badaniu determinant rentowności obligacji skarbowych przez Afonso i in. (2012) oraz Beber i in. (2006).

<sup>24</sup> W tym czasie wartość indeksu S&P 500 zmniejszyła się o ponad 27%. Do podobnych załamów doszło na wielu parkietach giełdowych na całym świecie. Na pogorszenie sytuacji na międzynarodowych rynkach finansowych wskazuje także gwałtowny wzrost indeksu VIX, który jest uznawany za barometr awersji do ryzyka inwestorów (w IV kwartale 2008 r. VIX wzrósł o ponad 57%).

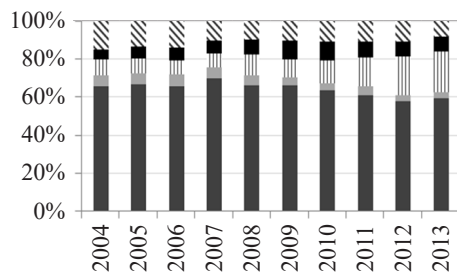
<sup>25</sup> Wyjątkiem była Słowacja, która w kolejnym kwartale (1.01.2009 r.) wstąpiła do strefy euro, oraz Rumunia, gdzie w IV kwartale odnotowano niewielki wzrost inwestycji krajowych, jednak w skali całego roku 2008 również nastąpił odpływ inwestycji rezydentów.

<sup>26</sup> Na rys. 3 przedstawiono wartość inwestycji portfelowych po stronie aktywów dokonywanych przez rezydentów omawianych państw EŚW. Kierunki alokacji inwestycji zostały podzielone

V. Galstyan oraz P. R. Lane (2013) w krajach rozwijających przepływy kapitału portfelowego silniej niż w krajach rozwiniętych są uzależnione od powiązań gospodarczych. Papiery wartościowe emitowane w państwach należących do strefy euro miały największy udział w inwestycjach rezydentów w Rumunii i na Węgrzech. W Rumunii do 2006 r. ponad 95% wszystkich inwestycji portfelowych lokowana była w regionie strefy euro, z czego w 2004 r. aż 94%, a w 2005 r. – 58% w samych Niemczech. W kolejnych latach udział aktywów emitowanych przez strefę euro obniżył się w przypadku Rumunii i na koniec 2013 r. wyniósł 56,5% całości aktywów portfelowych tego kraju. W przypadku Węgier kapitał portfelowy zainwestowany w strefie euro stanowił w 2013 r. 66% całości portfela aktywów. Także duży udział od 2009 r. strefa euro, jako miejsce alokacji inwestycji portfelowych, ma również na Litwie i w Słowenii.

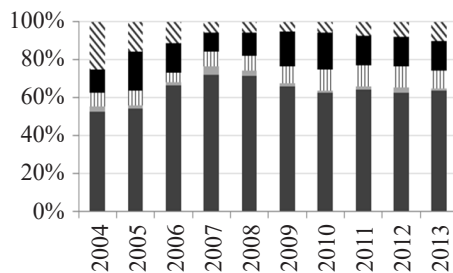
W roku 2008, w poszczególnych państwach również w 2009 r., na skutek kryzysu można było zauważyć krótkookresowe załamanie i zmniejszenie wartości aktywów lokowanych w strefie euro. Przykładowo w Polsce w 2008 r. wartość inwestycji w UE, szczególnie w Luksemburgu czy Niemczech, zmniejszyła się niemal dwukrotnie. Warto jednak zaznaczyć, że zmiany te były przede wszystkim wynikiem zmniejszenia wartości aktywów zarówno w związku z pogorszeniem wyceny, jak i z rosnącą awersją do ryzyka. Znaczny udział mają też kraje z UE znajdujące się poza strefą euro, głównie Wielka Brytania, ale także Szwecja i Dania. W 2013 r. skupiały one około 10% inwestycji z omawianego regionu.

Czechy



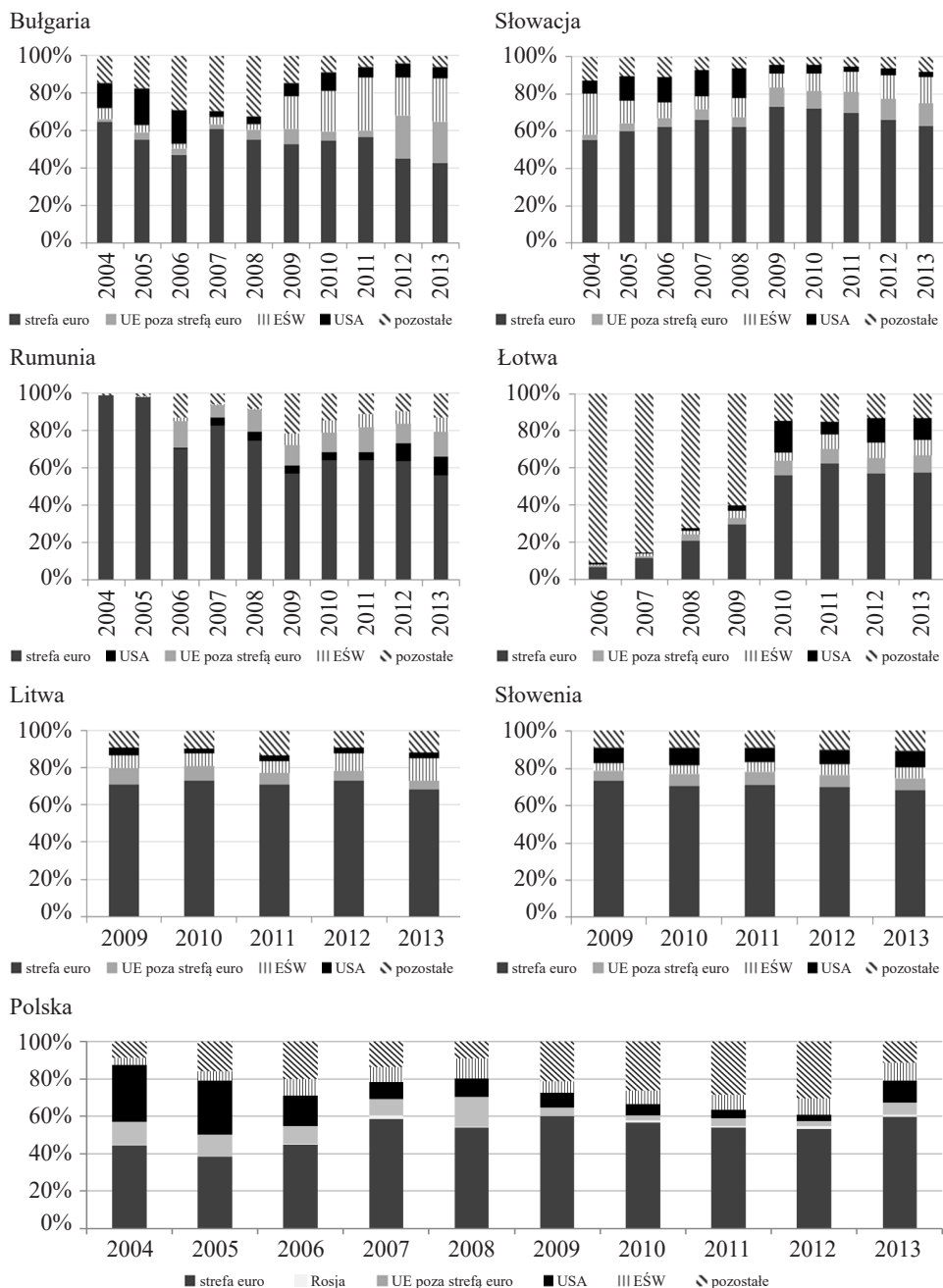
■ strefa euro ■ UE poza strefą euro ■ EŚW ■ USA ▨ pozostałe

Węgry



■ strefa euro ■ UE poza strefą euro ■ EŚW ■ USA ▨ pozostałe

na kilka grup – łącznie obliczono wartość aktywów transferowanych do państw należących do strefy euro, z wyjątkiem Słowacji, Słowenii i Łotwy, czyli krajów, które są przedmiotem badania w tym artykule. Do kolejnej grupy zaliczono opisywane kraje EŚW (Bułgarię, Litwę, Łotwę, Polskę, Czechy, Słowację, Słowenię, Węgry oraz Rumunię). Trzecią grupę, dla której obliczono wartość lokowanych aktywów, stanowią państwa członkowskie Unii Europejskiej, pozostające poza strefą euro, czyli Wielka Brytania, Szwecja i Dania. Poza Europą wyszczególniono Stany Zjednoczone, z uwagi na duży udział inwestycji dokonywanych w tym państwie. W ostatniej grupie, określonej jako pozostałe, znalazły się inne regiony, organizacje międzynarodowe oraz inwestycje utajnione lub niezidentyfikowane. Wszystkie obliczenia dokonano na podstawie statystyk inwestycji portfelowych CPIS (MFW).



Rys. 3. Kierunki alokacji inwestycji portfelowych rezydentów Czech, Węgier, Bułgarii, Słowacji, Rumunii, Łotwy, Litwy, Słowenii i Polski w latach 2004–2013\*

\* dla Litwy i Słowenii dane są dostępne dopiero od roku 2009, natomiast dla Łotwy od 2006.

Źródło: CPIS – Coordinated Portfolio Investment Survey, www.cpis.imf.org (dostęp: 1.10.2014).

W 2013 r. około 15% kapitału portfelowego pochodzącego z poszczególnych państw EŚW trafiało na rynki pozostałych krajów należących do tego obszaru geograficznego. Udział ten zwiększał się wraz z rozwojem rynków finansowych od 2004 r. oraz szczególnie bezpośrednio w i po okresie załamania koniunktury w 2008 r.

Duże znaczenie dla regionu odgrywają również inwestycje w Stanach Zjednoczonych. Należy jednak zaznaczyć, że często wraz ze wstąpieniem do Unii Europejskiej wartość tych inwestycji malała na rzecz inwestycji w UE. Średnio w grupie państw EŚW 2013 r. inwestycje w USA stanowiły 8% portfela aktywów portfelowych.

## 5. PODSUMOWANIE

Na podstawie przeprowadzonej analizy danych można powiedzieć, że w latach 2004–2013 wszystkie państwa EŚW zwiększyły wartość swoich portfeli aktywów utrzymywanych na międzynarodowych rynkach finansowych. Podobnie do pozostałych państw świata inwestycje portfelowe tej grupy państw charakteryzują się relatywnie wysoką zmiennością pod względem wartości. Kryzys lat 2008–2009 spowodował znaczące pogorszenie stanu inwestycji portfelowych, ale doszło również do wycofania inwestycji z rynków zagranicznych (na podstawie danych z bilansu płatniczego). Najczęstszym kierunkiem alokacji inwestycji portfelowych są państwa strefy euro, co wskazuje na nasilenie procesów integracji finansowej o charakterze regionalnym. Przy czym wyższe wskaźniki udziału strefy euro są notowane w dwóch państwach EŚW, mianowicie na Litwie i w Słowenii, które weszły do unii monetarnej<sup>27</sup>. Choć najwyższy wskaźnik zanotowano w Rumunii, warto zwrócić uwagę, że około 15% pod względem udziału w aktywach inwestycji portfelowych stanowią inwestycje w pozostałych państwach EŚW, co potwierdza również występowanie procesów integracji regionalnej.

## BIBLIOGRAFIA

- Adamska-Mieruszewska J. (2015), *Bilans płatniczy*, [w:] M. Markiewicz, U. Mrzygłód (red.), *Finanse międzynarodowe. Wybrane problemy*, PWE, Warszawa.
- Afonso A., Arghyrou M. G., Kostonikas A. (2012), *The determinants of sovereign Bond field spreads in the EMU*, „Working Papers”, No. 4, Business School – Economics, University of Glasgow.
- Bank of Latvia, [www.bank.lv](http://www.bank.lv) (dostęp: 1.10.2014).
- Bank of Slovenia, [www.bsi.si](http://www.bsi.si) (dostęp: 1.10.2014).
- Beber A., Brandt M. W., Kavajecz K. A. (2006), *Flight to quality or flight to liquidity? Evidence from the euro area bond market*, „NBER Working Paper”, No. 12376.

---

<sup>27</sup> Na występowanie regionalnej integracji rynków kapitałowych wskazywała również Mrzygłód (2011).

- Bulgarian National Bank, [www.bnb.bg](http://www.bnb.bg) (dostęp: 1.10.2014).
- CBOE (2009), *CBOE Research Notes*, Vol. 1, Issue 2, [www.cboe.com/Products/researchnotes.aspx](http://www.cboe.com/Products/researchnotes.aspx) (dostęp: 1.10.2014).
- Central Bank of The Republic of Lithuania, [www.lb.lt](http://www.lb.lt) (dostęp: 1.10.2014).
- Claessens S., Dooley M. P., Warner A. (1995), *Portfolio capital flows: hot or cold?*, „The World Bank Economic Review”, Vol. 9, No. 1, s. 153–174.
- CPIS – *Coordinated Portfolio Investment Survey*, [www.cpis.imf.org](http://www.cpis.imf.org) (dostęp: 1.10.2014).
- Czech National Bank, [www.cnb.cz](http://www.cnb.cz) (dostęp: 1.10.2014).
- Erzurumlu Y. O., Gozgor G. (2014), *Co-movement of Foreign Direct and Portfolio Investments in Central and Eastern Europe*, „International Journal of Economics and Financial Issues”, Vol. 4, No. 3, s. 457–464.
- Eurostat 2014, <http://epp.eurostat.ec.europa.eu> (dostęp: 1.10.2014).
- Forbes K., Warnock F. E. (2012), *Capital Flow Waves: Surges, Stops, Flight and Retrenchment*, „Journal of International Economics”, 88 (2).
- Galstyan V., Lane P. R. (2013), *Bilateral portfolio dynamics during the global financial crisis*, „European Economic Review”, 57, s. 63–74.
- Golstein I., Razin A. (2005), *An information-based trade off between foreign direct investment and foreign portfolio investment*, „NBER Working Paper”, No. 11757, s. 1–36.
- Gromiec Z., Kuziemska K., Tchorek G. (2012), *Przepływy kapitału w krajach rozwijających się w latach 2000–2011*, Narodowy Bank Polski, Instytut Ekonomiczny.
- IMF (2014), *World Economic Outlook: Legacies, Clouds, Uncertainties*, October, [www.imf.org](http://www.imf.org) (dostęp: 29.12.2014).
- Janicka M. (2010), *Liberalizacja przepływów kapitałowych w gospodarce światowej. Przypadek Polski*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź.
- Karolyi A. G., Ng D. T., Prasad E. S. (2013), *The Coming Wave. Private investors from emerging market economies increasingly put their funds in overseas assets*, Finance & Development, June, s. 30–33.
- Lane P. R., Milesi-Ferretti G. M. (1999), *The external wealth of nations: Measures of foreign assets and liabilities for industrial and developing countries*, „IMF Working Paper”, No. WP/99/115.
- Lane P. R., Milesi-Ferretti G. M. (2006), *Capital flows to Central and Eastern Europe*, „IMF Working Paper”, No. WP/06/188.
- Lane P. R., Milesi-Ferretti G. M. (2007), *The external wealth of nations mark II; revised and extended estimates of foreign assets and liabilities, 1970–2004*, „Journal of International Economics”, Vol. 73, Issue 2, s. 223–250.
- Levchenko A., Mauro P. (2006), *Do some forms of financial flows help protect from sudden stops*, „IMF Working Paper”, No. WP/06/202.
- Milesi-Ferretti G. M., Tille C. (2011), *The Great Retrenchment: International Capital Flows During the Global Financial Crisis*, „Economic Policy”, 26 (66).
- Mrzygłód U. (2011), *Procesy integracyjne na rynkach kapitałowych Unii Europejskiej*, „Materiały i Studia NBP”, z. 257, Warszawa.
- Najlepszy E. (2010), *Warunki stabilności zewnętrznej krajów rozwijających się*, [w:] E. Najlepszy, K. Sobański, *Niestabilność równowagi zewnętrznej krajów rozwijających się*, PWE, Warszawa.
- Narodowy Bank Polski, [www.nbp.pl](http://www.nbp.pl) (dostęp: 1.10.2014).
- National Bank of Romania, [www.bnro.ro](http://www.bnro.ro) (dostęp: 1.10.2014).
- National Bank of Slovakia, [www.nbs.sk](http://www.nbs.sk) (dostęp: 1.10.2014).
- OECD (2005), *OECD Handbook on Economic Globalisation Indicators*.
- Sarno L., Taylor M. P. (1999), *Hot Money accounting labels and the permanence of capital flows to developing countries: an empirical investigation*, „Journal of Development Economics”, Vol. 59, Issue 2, s. 337–364.

Sula O., Willett T. D. (2009), *The reversibility of different types of capital flows to emerging markets*, "Emerging Markets Review", Vol. 10, Issue 4, s. 296–310.

The Central Bank of Hungary, mnb.hu (dostęp: 1.10.2014).

*Urszula Mrzygłód, Joanna Adamska-Mieruszewska*

#### **INTERNATIONAL PORTFOLIO INVESTMENT. THE CASE OF CENTRAL AND EASTERN EUROPEAN COUNTRIES**

**Abstract.** The literature on the investment portfolio is dominated by the problem of investment flows to developing countries and emerging markets (portfolio inflows). The problem of developing and emerging countries acting as investors on the international financial markets has been explored to the less extent. This paper is devoted to the analysis of portfolio investments held by residents of the states of Central and Eastern Europe.

**Keywords:** portfolio investments, assets, international investment position, Central and Eastern Europe.