

DOI: 10.18559/SOEP.2015.9.3

Konrad Sobański

Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu, Wydział Gospodarki Międzynarodowej,
Katedra Finansów Międzynarodowych
konrad.sobanski@ue.poznan.pl

**INTERNACJONALIZACJA FINANSOWA
GOSPODAREK EUROPY ŚRODKOWO-
-WSCHODNIEJ W LATACH 2003–2013¹**

Streszczenie: Celem artykułu jest ocena zakresu i tempa finansowej internacjonalizacji czterech największych gospodarek Europy Środkowo-Wschodniej (EŚW), tj. Polski, Czech, Węgier i Rumunii, oraz określenie jej geograficznego kierunku w latach 2003–2013. W okresie tym umiędzynarodowienie finansowe gospodarek EŚW zwiększyło się. W ramach przeprowadzonej analizy empirycznej zaobserwowano, że tempo międzynarodowej integracji finansowej gospodarek EŚW w badanym okresie, mierzonej aktywami i pasywami zagranicznymi, było większe niż tempo wzrostu gospodarczego w tych krajach. Doprowadziło to do istotnego wzrostu udziału aktywów i pasywów zagranicznych w PKB poszczególnych gospodarek. Co więcej, pogłębiała się ujemna międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto w związku ze zdecydowaną przewagą napływu kapitału zagranicznego do regionu EŚW nad inwestycjami odpływającymi. Zjawiska te potwierdzają tzw. hipotezę faz rozwoju oraz model neoklasyczny w teorii ekonomii. Kierunek międzynarodowej integracji finansowej krajów EŚW w latach 2003–2013 był determinowany głównie bliskością geograficzno-polityczną i członkostwem w Unii Europejskiej, choć nie w takim samym stopniu dla wszystkich rodzajów przepływów finansowych. Znaczenie dystansu geograficzno-politycznego kraju gospodarza do kraju goszczącego było mniejsze w przypadku krótkoterminowych przepływów kapitałowych (portfelowych, zwłaszcza na rynku akcji) niż w przypadku przepływów długoterminowych.

Słowa kluczowe: finanse międzynarodowe, internacjonalizacja, międzynarodowa pozycja inwestycyjna, Europa Środkowo-Wschodnia.

Klasyfikacja JEL: F21, F36, F41, F65, G15.

¹ Artykuł powstał w ramach projektu badawczego N N112 3774 40 pt. Znaczenie zjawiska globalnej nierównowagi dla gospodarek Europy Środkowo-Wschodniej, sfinansowanego ze środków Narodowego Centrum Nauki.

FINANCIAL INTERNATIONALISATION OF CENTRAL AND EASTERN EUROPEAN ECONOMIES IN THE YEARS 2003–2013

Abstract: The aim of this paper is to evaluate the scope, geographic patterns and dynamics of the financial internationalisation in the four largest Central Eastern European (CEE) economies; i.e. Poland, the Czech Republic, Hungary and Romania in the years 2003–2013. In the period analysed the financial internationalisation of CEE countries increased. Empirical investigation revealed that the dynamics of financial internationalisation was much larger than the economic growth of the countries analysed. As a result the share of foreign assets and liabilities in GDP increased significantly. Moreover the net international investment position deteriorated due to positive net capital inflows, which is in accordance with the stages of development hypothesis and the neoclassical model. The direction of the international financial integration for CEE economies in the period analysed was primarily determined by their geographical and political proximity to the European Union, but not to the same extent for all types of international financial flows. The importance of geo-political distance to the host country was lower for short-term international investment (portfolio flows, especially in the stock market) than for long-term foreign flows.

Key words: international finance, internationalisation, international investment position, Central and Eastern European economies.

Wstęp

Jednym z przejawów transformacji ustrojowej krajów Europy Środkowo-Wschodniej (EŚW) w ostatnim ćwierćwieczu były geograficzna reorientacja gospodarcza, otwarcie ich gospodarek i stopniowe zwiększenia powiązań z zachodnimi krajami rozwiniętymi. W okresie tym szczególnie istotnym wydarzeniem w kontekście umiędzynarodowienia gospodarek wydaje się być akcesja krajów Europy Środkowo-Wschodniej do Unii Europejskiej (w latach 2004–2007). Wraz z akcesją do UE kraje EŚW stały się częścią jednolitego obszaru gospodarczego ze swobodnym przepływem dóbr, kapitału i osób. Członkostwo w międzynarodowym ugrupowaniu polityczno-gospodarczym, takim jak Unia Europejska sprzyja dalszej integracji gospodarczej z pozostałymi członkami danego ugrupowania.

Międzynarodowa integracja gospodarcza postępuje w dwóch wymiarach: w sferze realnej i finansowej. Zasadniczo strumienie finansowe odzwierciedlają transakcje gospodarki realnej, choć we współczesnym świecie istotne znaczenie mają również operacje *stricto* finansowe niemające roli służebnej wobec operacji gospodarki realnej, np. spekulacyjne wykorzystanie

instrumentów pochodnych. Transakcje finansowe gospodarki z sektorem zewnętrznym można sklasyfikować w kilku kategoriach tj.: inwestycjach bezpośrednich, transakcjach portfelowych, derywatach oraz pozostałych inwestycjach o charakterze dłużnym. Transakcje te mają odmienną naturę i wywołują odmienne konsekwencje dla gospodarki goszczącej.

W czasie dekady następującej po akcesji do UE umiędzynarodowienie finansowe gospodarek EŚW zwiększyło się, a internacjonalizacja przebiegała głównie w kierunku gospodarek członkowskich UE. Celem artykułu jest ocena zakresu i tempa finansowej internacjonalizacji wybranych krajów EŚW oraz określenie jej geograficznego kierunku w latach 2003–2013². W ramach przeprowadzonej analizy empirycznej zweryfikowano:

- czy kierunek internacjonalizacji finansowej krajów EŚW w latach 2003–2013 był głównie determinowany bliskością geograficzno-polityczną i członkostwem w Unii Europejskiej,
- czy znacznie dystansu geograficzno-politycznego kraju gospodarza od kraju goszczącego było jednakowe dla poszczególnych rodzajów przepływów kapitałowych.

W artykule przedstawiono wyniki analizy wybranych mierników procesu finansowego umiędzynarodowienia gospodarek, opisujące strumienie i zasoby finansowe w sektorze zewnętrznym, dla wybranych krajów Europy Środkowo-Wschodniej w okresie od końca 2003 roku do końca 2013 roku. W pierwszej części artykułu omówiono aktywa i pasywa zagraniczne oraz międzynarodową pozycję inwestycyjną netto. W kolejnej części przeanalizowano geograficzną strukturę aktywów i pasywów zagranicznych dla poszczególnych rodzajów zasobów finansowych. Badaną grupę tworzą cztery największe według kryterium produktu krajowego brutto³ gospodarki regionu: Polska, Czechy, Węgry i Rumunia.

² Internacjonalizacja finansowa gospodarki (międzynarodowa integracja finansowa gospodarki) to proces umiędzynarodowienia gospodarki w sferze finansowej (tworzenia relacji finansowych pomiędzy rezydentami a nierezydentami gospodarki). Miernikiem stopnia zaawansowania internacjonalizacji finansowej, wykorzystanym w niniejszym artykule, jest relacja sumy aktywów i pasywów zagranicznych gospodarki do jej PKB. Miernik ten został wykorzystany przez Lane & Milesi-Ferretti [2007, s. 530].

³ PKB w cenach rynkowych w 2013 r. wyniósł w Polsce 389,7 mld EUR; w Czechach 149,5 mld EUR; na Węgrzech 142,2 mld EUR, a w Rumunii 98,0 mld EUR (dane Eurostat).

1. Internacjonalizacja finansowa gospodarek Europy Środkowo-Wschodniej

Jednym z efektów postępującej globalizacji we współczesnym świecie są rosnące współzależności pomiędzy poszczególnymi gospodarkami. Przejawem globalizacji finansowej są zmiany aktywów i pasywów zagranicznych poszczególnych gospodarek reprezentujące skumulowane przepływy kapitałowe pomiędzy nimi. Relatywny wzrost „sumy bilansowej” w zestawieniu aktywów i pasywów zagranicznych danej gospodarki świadczy o zwiększeniu jej uzależnienia od decyzji inwestorów zagranicznych oraz sytuacji gospodarczej w innych krajach.

Ostatnia dekada to okres istotnego wzrostu stopnia internacjonalizacji gospodarek EŚW mierzonej skumulowanym przepływem kapitału zagranicznego. W okresie tym obroty kapitałowe bilansu płatniczego w krajach EŚW były w pełni zliberalizowane po zniesieniu restrykcji dewizowych w związku z członkostwem w OECD i/lub ubieganiem się o członkostwo w UE [Árvai 2005]⁴.

We wszystkich analizowanych gospodarkach regionu EŚW suma aktywów i pasywów zagranicznych regionu istotnie wzrosła w okresie od końca 2003 roku do końca 2013 roku. Największy wzrost relacji sumy aktywów i pasywów zagranicznych do PKB wystąpił na Węgrzech (o 364,1 p.p. do poziomu 518,4% na koniec 2013 roku)⁵. W przypadku pozostałych krajów wskaźnik ten zmienił się również w sposób istotny: w Czechach wzrósł o 127,1 p.p. do poziomu 252,2%, w Polsce o 82,2 p.p. do poziomu 165,8%, a w Rumunii o 58,3 p.p. do poziomu 139,0%. Ogólnoświatowy kryzys finansowy i gospodarczy zapoczątkowany w 2008 roku wpłynął jedynie na okresowe fluktuacje analizowanego wskaźnika (przy pierwszej i drugiej odsłonie kryzysu). Kanałem wpływu były głównie ceny aktywów finansowych i kursy

⁴ Należy zauważyć, że w analizowanym okresie w żadnym z badanych krajów EŚW na zaawansowanie procesu internacjonalizacji finansowej nie oddziaływały restrykcje dewizowe.

⁵ Należy podkreślić, że wzrost aktywów i pasywów zagranicznych na Węgrzech od 2006 roku wynika w części ze zmiany metodyki prezentacji danych na temat spółek specjalnego przeznaczenia (SPEs) pełniących tzw. pasywne funkcje finansowania (*pass-through companies*). Począwszy od stycznia 2006 roku przepływy i salda związane z tymi podmiotami działającymi *off-shore* są prezentowane w statystykach na bazie brutto (powiększając jednocześnie obroty debetowe i kredytowe) zgodnie ze standardami międzynarodowymi. Do końca 2005 roku były prezentowane jedynie wielkości netto. W związku z tym porównywalność danych dla Węgier za lata 2006-2013 z danymi za lata wcześniejsze jest ograniczona [MNB 2014a].

walutowe – ich znacząca zmiana doprowadziła do zmiany poziomu wyceny aktywów i pasywów zagranicznych na koniec 2008 i 2011 roku.

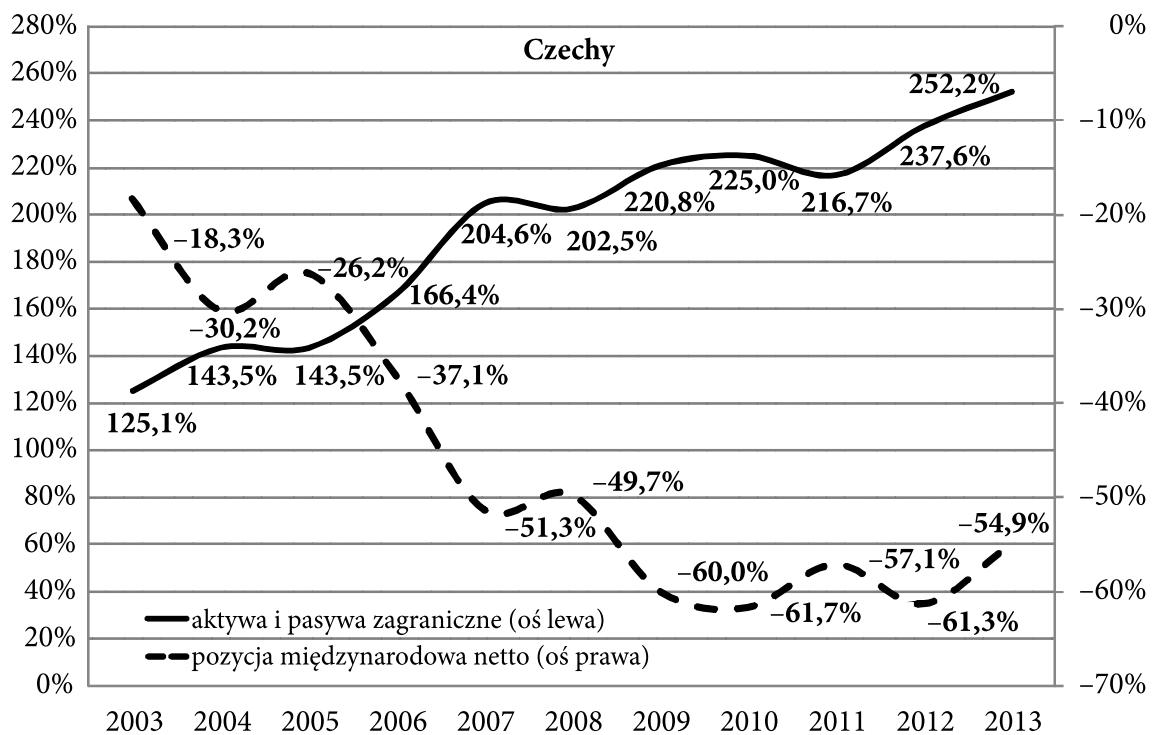
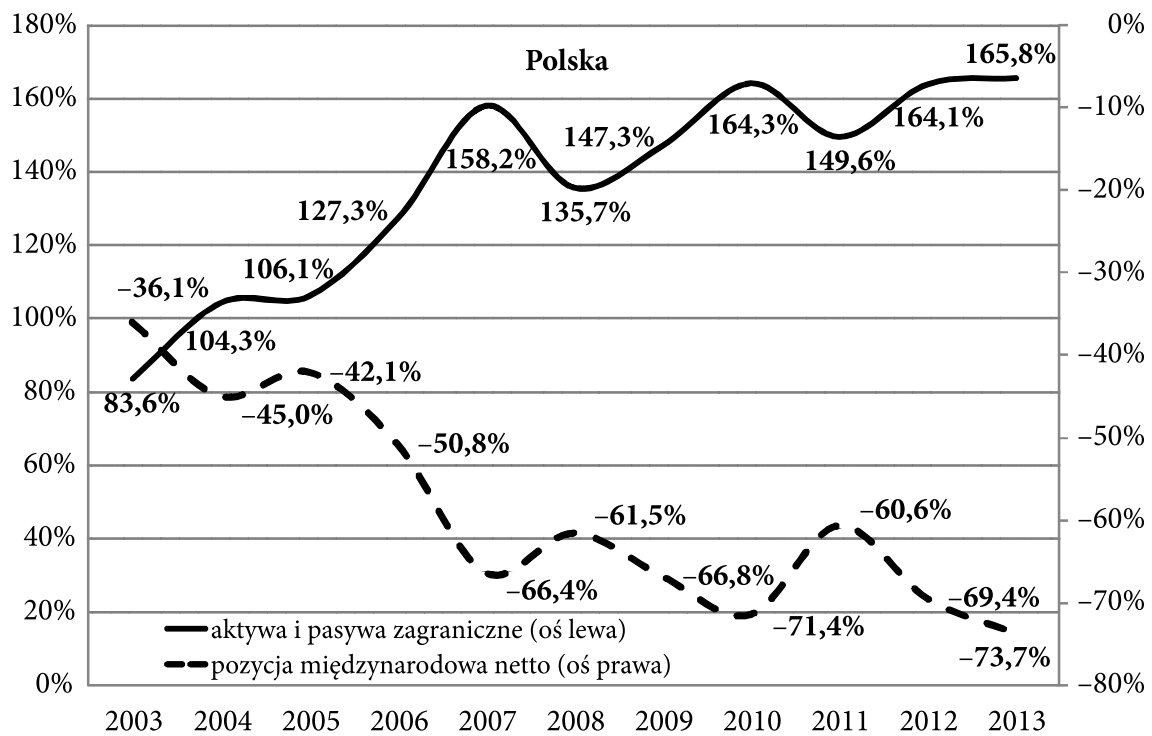
Wraz ze wzrostem stopnia internacjonalizacji pogłębiała się ujemna międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto poszczególnych gospodarek EŚW. Wynikało to ze znacznie większego napływu kapitału zagranicznego do krajów EŚW niż inwestycji rezydentów za granicą w badanym okresie. Ujemna międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto w relacji do PKB pogłębiła się w Polsce i Rumunii ponad dwukrotnie (odpowiednio do poziomu 73,7% i 64,3%), a w Czechach blisko trzykrotnie (do poziomu 54,9%). W przypadku Węgier stopa ujemnej międzynarodowej pozycji netto po okresie istotnego wzrostu (do 125,3% na koniec 2009 roku), zmniejszyła się do 79,1% (najwyższego poziomu w analizowanej grupie w 2013 r.). Tendencje widoczne na Węgrzech od 2010 roku determinowane były głównie relatywnie szybkim wzrostem PKB i spłatą części zadłużenia zagranicznego, głównie przez sektor rządowy oraz instytucje finansowe oraz wycofaniem przez nierezydentów depozytów z węgierskiego sektora bankowego [MNB 2014b, s. 3, 40].

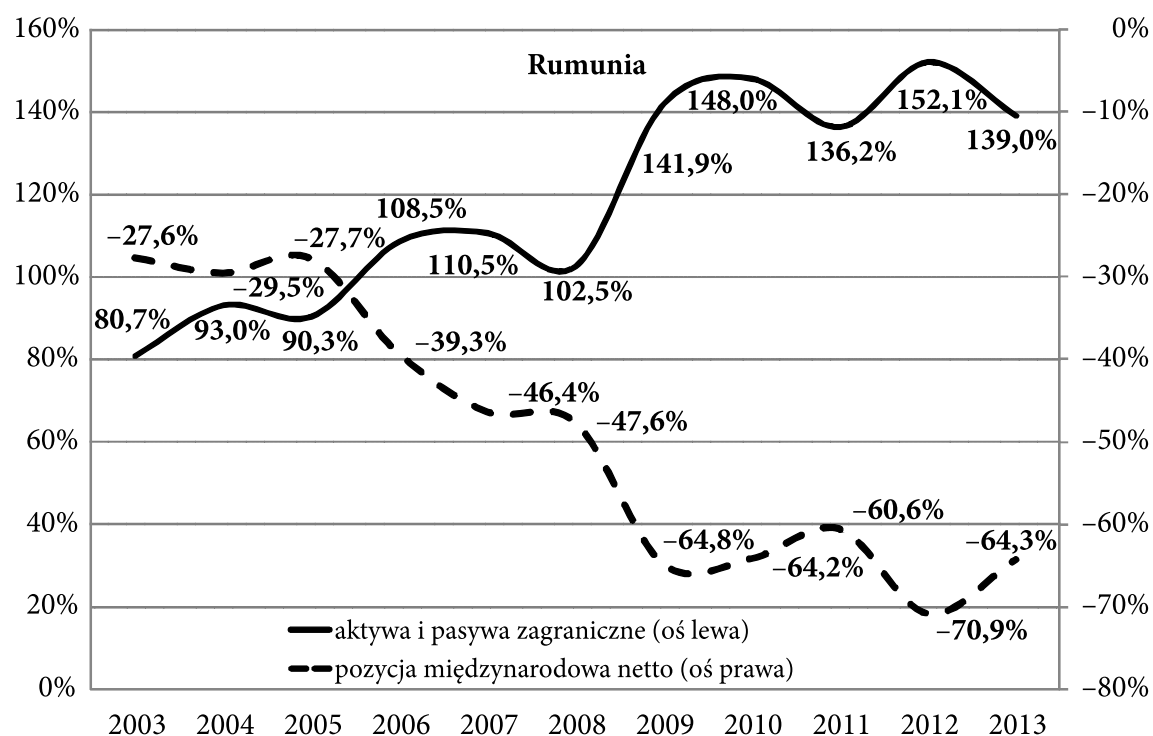
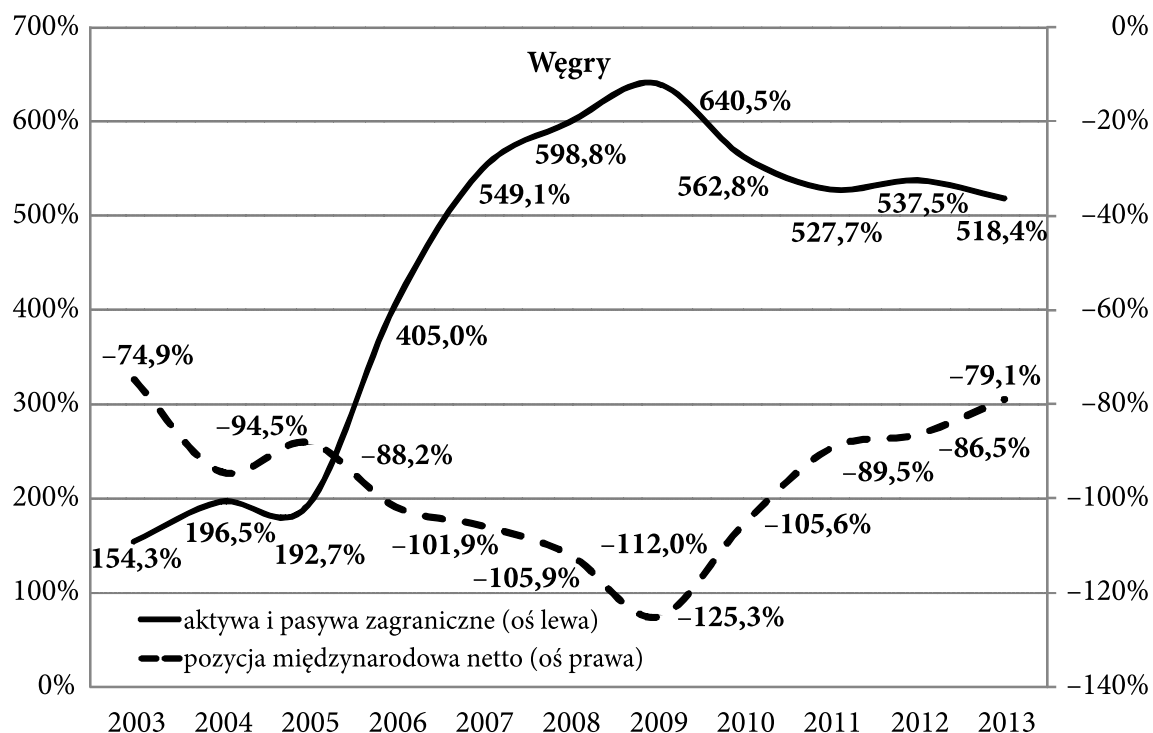
Poziom oraz struktura aktywów i pasywów zagranicznych determinują przyszłe salda na rachunku obrotów bieżących. Bezpośrednim kanałem wpływu są dochody zagraniczne netto gospodarki wynikające z sald inwestycji i zobowiązań zagranicznych. Inwestycje zagraniczne determinują również saldo bilansu handlowego pośrednio, poprzez wpływ na zdolności wytwórcze i międzynarodową konkurencyjność gospodarki. W celu ustabilizowania relacji międzynarodowej pozycji inwestycyjnej netto konieczne jest zrównoważenie transakcji na rachunku bieżącym bilansu płatniczego. Chociaż trudno określić poziom bezpiecznej przewagi zobowiązań nad aktywami zagranicznymi, to uzasadnione wydaje się twierdzenie, że gospodarka nie może w nieskończoność jej powiększać. W przypadku gospodarek EŚW, w których obserwuje się ujemną międzynarodową pozycję inwestycyjną netto implikującą ujemne saldo na rachunku dochodów, w celu zrównoważenia bilansu bieżącego i ustabilizowania stopy pozycji inwestycyjnej netto⁶ konieczne jest wygenerowanie nadwyżki handlowej i szybki wzrost gospodarczy.

W strukturze przepływów kapitałowych wyróżnia się trzy podstawowe grupy: zagraniczne inwestycje bezpośrednie (ZIB), portfelowe i pozostałe⁷.

⁶ To jest pozycji inwestycyjnej liczonej w relacji do PKB.

⁷ Czwartą grupą przepływów są derywaty. Mają one zazwyczaj mniejsze znaczenie w kształtowaniu międzynarodowej pozycji inwestycyjnej niż pozostałe trzy rodzaje przepływów, które są przedmiotem analizy w niniejszej pracy.





Rysunek 1. Internacjonalizacja finansowa gospodarek EŚW w latach 2003–2013

Źródło: Na podstawie danych Międzynarodowego Funduszu Walutowego (International Financial Statistics, Balance of Payments Statistics), danych OECD, danych ISI Emerging Markets (CEIC Data) [data dostępu: 3–12.05.2014]

Uwagi: Wykresy prezentują relację sumy aktywów i pasywów zagranicznych do PKB (oś lewa) oraz relację międzynarodowej pozycji inwestycyjnej netto do PKB (oś prawa)

Kryterium rozróżniającym te trzy grupy jest charakter zaangażowania inwestora zagranicznego na rynku lokalnym (w dwóch wymiarach: horyzontu inwestycyjnego i praw własności), który determinuje ryzyko finansowe i charakter dochodów z inwestycji.

Inwestorzy bezpośredni angażują się długoterminowo, a ich interes ekonomiczny jest w dużym stopniu skorelowany z interesem gospodarki goszczącej. Dlatego finansowanie gospodarki i deficytu obrotów bieżących przez ZIB nierezydentów jest uznawane za najbezpieczniejszy sposób finansowania zewnętrznego. W literaturze wskazuje się na relatywnie silną korelację (współczynnik na poziomie +0,5) pomiędzy napływem brutto kapitału udziałowego a deficytem obrotów bieżących do gospodarek wschodzących⁸ [Lane i Milesi-Ferretti 2006, s. 7]. Oznacza to, że napływ ZIB umożliwia powiększenie ujemnego salda rachunku bieżącego.

2. Zagraniczne inwestycje bezpośrednie w gospodarkach EŚW – geograficzne kierunki internacjonalizacji finansowej

Zagraniczne inwestycje bezpośrednie (ZIB) miały największe znaczenie wśród przepływów kapitałowych w procesie internacjonalizacji finansowej gospodarek EŚW w analizowanym okresie. Analizując dynamikę międzynarodowej pozycji inwestycyjnej w okresie od końca 2003 do końca 2013 roku, można dostrzec, że około połowa przyrostu pasywów zagranicznych sumarycznie dla regionu EŚW wynikała z ZIB⁹. W przypadku poszczególnych krajów udział ZIB w przyroście pasywów zagranicznych wyniósł: 3/4 na Węgrzech, ponad połowę w Czechach i około 45% w Polsce i Rumunii. W strukturze skumulowanego napływu kapitału zagranicznego (w pasywach zagranicznych) na koniec 2013 roku udział ZIB przekroczył 40% w Polsce i Rumunii, natomiast w Czechach wyniósł blisko 55%, a na Węgrzech prawie 70%¹⁰.

W przypadku aktywów zagranicznych również sumarycznie około połowa przyrostu ich wartości była związana z bezpośrednimi inwestycjami

⁸ Korelacja ta jest słaba w krajach rozwiniętych [Lane i Milesi-Ferretti 2006, s. 7].

⁹ Wzrost pasywów zagranicznych czterech analizowanych krajów w okresie od końca 2003 do końca 2013 roku, wyniósł 1 106,1 mld USD, z czego na ZIB przypada 612,6 mld USD. Na koniec 2013 roku skumulowane ZIB w czterech gospodarkach regionu wyniosły 784,4 mld USD.

¹⁰ W przypadku obliczeń dotyczących zmiany i struktury rodzajowej inwestycji zagranicznych wykorzystano dane Międzynarodowego Funduszu Walutowego (International Financial Statistics i Balance of Payments Statistics).

rezydentów EŚW za granicą¹¹. Jednakże udział inwestycji bezpośrednich w przyroście aktywów był dość zróżnicowany pomiędzy poszczególnymi krajami: podczas gdy na Węgrzech przekroczył 80%, w Polsce był bliski 40%, tj. dwukrotnie większy niż w Czechach, a w Rumunii znalazł się na poziomie marginalnym. Efektem zróżnicowanego przyrostu inwestycji bezpośrednich w całym analizowanym okresie jest zróżnicowane znaczenie ZIB w aktywach zagranicznych w poszczególnych krajach na koniec 2013 roku (na Węgrzech blisko 3/4¹², w przypadku Polski 30%, w Czechach blisko 15%, a w Rumunii nieco ponad 3%).

Internacjonalizacja krajów EŚW w formie zagranicznych inwestycji bezpośrednich dokonywała się głównie w obrębie Unii Europejskiej. Podmioty z krajów członkowskich były odpowiedzialne we wszystkich analizowanych krajach EŚW za napływ więcej niż 75% ZIB¹³. Szczególnie istotny był przepływ ZIB z bardziej rozwiniętych krajów członkowskich, tj. Niemiec czy Austrii, a także Holandii i Luksemburga (te dwa ostatnie państwa są krajami macierzystymi ZIB w związku z relatywnie korzystnymi przepisami podatkowymi, które skłaniają przedsiębiorców do lokowania tam spółek holdingowych w celu optymalizacji podatkowej w ramach grup kapitałowych). Pomimo wysokiego potencjału gospodarczego Wielkiej Brytanii znaczenie brytyjskich ZIB w EŚW jest relatywnie niewielkie (w większości krajów mniejsze niż napływ ZIB z nowych krajów członkowskich). Aktywność inwestorów bezpośrednich spoza UE (w tym Chin, Rosji i Stanów Zjednoczonych) w krajach EŚW była relatywnie niewielka, co wskazuje na silną ujemną korelację między dystansem geograficznym a wielkością napływu ZIB do regionu EŚW. Jedynie w przypadku Węgier blisko 10-procentowy udział mieli inwestorzy z centrów finansowych *offshore* (co po raz kolejny dowodzi powszechności wykorzystania zagranicznych spółek specjalnego przeznaczenia jako instrumentu optymalizacji podatkowej na Węgrzech). Warto podkreślić, że w przypadku Polski zaobserwowano większą

¹¹ Wzrost aktywów zagranicznych czterech analizowanych krajów w okresie od końca 2003 do końca 2013 roku wyniósł 608,9 mld USD, z czego na ZIB przypada 315,4 mld USD. Skumulowane ZIB rezydentów czterech analizowanych krajów EŚW na koniec 2013 roku wyniosły 331,6 mld USD.

¹² Tak duże znaczenie inwestycji bezpośrednich rezydentów Węgier za granicą wynika z wykorzystania spółek specjalnego przeznaczenia w celu optymalizacji podatkowej [MNB 2014a].

¹³ W przypadku obliczeń dotyczących struktury geograficznej ZIB wykorzystano dane Eurostat. Ze względu na brak danych w bazie Eurostat za 2013 rok przy analizie kierunku geograficznego umiędzynarodowienia finansowego gospodarek wykorzystano dane na temat ZIB na koniec 2012 roku.

Tabela 1. Geograficzna struktura zagranicznych inwestycji bezpośrednich w krajach EŚW na koniec 2012 roku (w %)

Region/kraj pochodzenia inwestora zagranicznego	Polska	Czechy	Węgry	Rumunia
Unia Europejska (27), w tym:	87,7	87,4	76,6	88,6
Niemcy	15,1	14,1	24,9	11,0
Francja	12,3	5,0	4,3	8,9
Wielka Brytania	4,2	2,1	3,6	1,7
Holandia	14,7	29,1	12,1	22,4
Luxemburg	10,2	5,9	13,6	2,3
Austria	3,4	13,0	11,5	18,5
nowi członkowie UE (12)	4,7	9,2	2,4	8,6
pozostałe UE	23,1	9,0	4,2	15,2
EFTA	3,5	4,6	4,7	4,3
Europa poza UE i EFTA, w tym:	2,3	0,5	-0,1	1,2
Rosja	0,3	0,4	-0,1	0,1
Stany Zjednoczone	4,6	3,4	2,5	3,1
Azja, w tym:	1,5	2,4	2,7	1,5
Chiny	0,1	0,0	0,1	0,1
Pozostałe kraje, w tym centra finansowe <i>offshore</i>	0,4	1,7	13,6	1,3

Źródło: Obliczenia własne na podstawie danych Eurostat [data dostępu: 4.05.2014].

Uwaga: Struktura pasywów z tytułu ZIB (stan ZIB) według kraju pochodzenia inwestora zagranicznego. Ze względu na brak danych Eurostat na koniec 2013 roku wykorzystano dane na koniec 2012 roku.

W bazie Eurostat dla niektórych krajów i okresów (np. Rosja na koniec 2012 roku) salda inwestycji podane są jako kwoty ujemne. Można domniemywać, że ujemne kwoty wynikają m.in. z efektu wyceny związanego z korygowaniem danych z okresu na okres.

dywersyfikację geograficznego pochodzenia ZIB niż w pozostałych krajach regionu EŚW.

Struktura lokalizacji ZIB rezydentów EŚW była zdecydowanie bardziej zróżnicowana pomiędzy krajami niż w przypadku inwestycji napływających. Rezydenci Polski i Czech ulokowali swoje inwestycje bezpośrednie głównie w krajach Unii Europejskiej, przy czym relatywny duży udział Holandii i Luksemburga wskazuje na wykorzystanie ZIB do optymalizacji podatkowej przez polskie i czeskie podmioty. Z kolei rezydenci Węgier i Rumunii większą część swoich inwestycji bezpośrednich ulokowali poza UE: w przypadku Węgier blisko 30% w centrach finansowych *offshore*, a w przypadku Rumunii blisko 1/3 (z relatywnie niewielkiej kwoty ogółem) w krajach azjatyckich.

Tabela 2. Geograficzna struktura zagranicznych inwestycji bezpośrednich rezydentów krajów EŚW na koniec 2012 roku (w %)

Region/kraj goszczący	Polska	Czechy	Węgry	Rumunia
Unia Europejska (27), w tym:	77,3	95,8	39,6	45,0
Niemcy	4,5	2,2	0,3	1,3
Francja	2,4	0,8	0,1	–0,2
Wielka Brytania	10,1	0,9	0,2	0,1
Holandia	7,4	50,2	1,7	0,3
Luxemburg	21,8	0,6	6,4	.
Austria	0,8	0,1	0,3	0,7
nowi członkowie UE (12)	22,6	33,9	16,5	38,6
pozostałe UE	7,7	7,1	14,1	4,2
EFTA	10,4	0,5	6,7	0,6
Europa poza UE i EFTA, w tym:	5,7	1,9	18,4	21,1
Rosja	2,5	1,3	2,3	0,2
Stany Zjednoczone	3,5	0,3	1,4	0,1
Azja, w tym:	2,2	1,3	4,5	31,4
Chiny	0,3	0,2	0,1	0,0
Pozostałe kraje, w tym centra finansowe <i>offshore</i>	0,9	0,2	29,4	1,8

Źródło: Obliczenia własne na podstawie danych Eurostat [data dostępu: 4.05.2014].

Uwaga: Struktura aktywów z tytułu ZIB (stan ZIB) według kraju goszczącego inwestora z danej gospodarki EŚW.

Ze względu na brak danych Eurostat na koniec 2013 roku wykorzystano dane na koniec 2012 roku.

3. Inwestycje portfelowe w gospodarkach EŚW – geograficzne kierunki internacjonalizacji finansowej

Przepływy kapitału portfelowego znalazły się na trzecim miejscu w rankingu inwestycji międzynarodowych odpowiedzialnych za pogłębianie internacjonalizacji finansowej gospodarek EŚW w analizowanym okresie. Na koniec 2013 roku wycena zagranicznych inwestycji portfelowych w krajach EŚW wyniosła 315,1 mld USD, natomiast wycena zagranicznych aktywów portfelowych rezydentów regionu EŚW przekroczyła 54,1 mld USD.

W okresie od końca 2003 do końca 2013 roku ponad jedna piąta przyrostu pasywów zagranicznych sumarycznie dla regionu EŚW wynikała z na-

pływu zagranicznego kapitału portfelowego¹⁴. W poszczególnych gospodarstwach udział inwestycji portfelowych w przyroście pasywów zagranicznych był zróżnicowany: wyniósł ponad 30% w Polsce, blisko jedną czwartą w Czechach i około jedną dziesiątą w pozostałych krajach. W strukturze skumulowanego napływu kapitału zagranicznego (pasywach zagranicznych) na koniec 2013 roku udział inwestycji portfelowych był w Polsce bliższy 30%, a dla pozostałych krajów wahał się w przedziale 10–20%.

Po stronie aktywów zagranicznych znaczenie inwestycji portfelowych było zdecydowanie mniejsze niż w przypadku pasywów¹⁵. W żadnym z analizowanych krajów udział aktywów portfelowych w przyroście wartości aktywów zagranicznych w badanej dekadzie nie był większy niż 13%. W efekcie udział inwestycji portfelowych w aktywach zagranicznych na koniec 2013 roku w Czechach wyniósł 16,5%, a w pozostałych krajach był niższy niż 7%.

Skorelowanie przepływów kapitału portfelowego z odległością geograficzną kraju macierzystego inwestora zagranicznego było zdecydowanie słabsze niż w przypadku ZIB. W napływie kapitału portfelowego do gospodarek EŚW istotny udział mieli również inwestorzy spoza Unii Europejskiej. Szczególnie duże było znaczenie inwestorów ze Stanów Zjednoczonych w przypadku inwestycji portfelowych na rynku papierów udziałowych. W Czechach i Rumunii podmioty spoza UE posiadały ponad połowę wszystkich pasywów zagranicznych z tytułu udziałowych inwestycji portfelowych. W Polsce i na Węgrzech wskaźnik ten wynosił, odpowiednio, 37,5% i 33,9%¹⁶.

W przypadku inwestycji w dłużne papiery wartościowe znaczenie inwestorów spoza UE było nieco mniejsze niż w przypadku inwestycji na rynku akcji. W Polsce inwestorzy zagraniczni spoza UE (głównie amerykańscy i japońscy) utrzymywali w połowie 2013 roku blisko jedną trzecią polskich obligacji uplasowanych wśród inwestorów zagranicznych. W przypadku Węgier i Rumunii udział ten wynosił około jednej piątej, a w Czechach nieco mniej niż jednej dziesiątej.

¹⁴ Wzrost pasywów zagranicznych z tytułu inwestycji portfelowych czterech analizowanych krajów w okresie od końca 2003 do końca 2013 roku wyniósł 239,7 mld USD.

¹⁵ Wzrost aktywów zagranicznych z tytułu inwestycji portfelowych czterech analizowanych krajów w okresie od końca 2003 do końca 2013 roku wyniósł 35,5 mld USD.

¹⁶ W przypadku obliczeń dotyczących struktury geograficznej inwestycji portfelowych wykorzystano dane Międzynarodowego Funduszu Walutowego – Coordinated Portfolio Investment Survey. Ze względu na brak danych w bazie CPIS na koniec 2013 roku do analizy kierunków geograficznych umiędzynarodowienia finansowego gospodarek wykorzystano dane na temat inwestycji portfelowych na połowę 2013 roku.

Tabela 3. Geograficzna struktura zagranicznych inwestycji portfelowych w papiery udziałowe w krajach EŚW w połowie 2013 roku (w %)

Region/kraj pochodzenia inwestora zagranicznego	Polska	Czechy	Węgry	Rumunia
Unia Europejska (27), w tym:	62,5	49,4	66,1	49,8
Niemcy	17,8	2,4	11,5	0,9
Francja	7,3	1,6	7,1	1,0
Wielka Brytania	12,8	9,9	11,6	11,9
Holandia	3,4	2,5	6,4	0,1
Luxemburg	10,5	11,4	11,9	20,0
Austria	1,2	1,5	2,3	1,8
nowi członkowie UE (12)	2,3	13,5	10,2	6,8
pozostałe UE	7,2	6,6	5,1	7,3
EFTA	0,0	1,2	1,2	0,1
Europa poza UE i EFTA, w tym:	0,0	0,0	0,0	0,0
Rosja	0,0	0,0	0,0	0,0
Stany Zjednoczone	33,3	44,6	30,0	50,0
Azja, w tym:	1,6	2,3	0,9	0,1
Chiny	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe kraje, w tym centra finansowe offshore	2,6	2,5	1,8	0,0

Źródło: Obliczenia własne na podstawie danych Międzynarodowego Funduszu Walutowego (CPIS – Coordinated Portfolio Investment Survey [data dostępu: 4.05.2014]).

Uwaga: Struktura pasywów z tytułu udziałowych inwestycji portfelowych (stan) według kraju pochodzenia inwestora zagranicznego.

Spośród inwestorów portfelowych z Unii Europejskiej największe znaczenie mieli ci z Wielkiej Brytanii, Luksemburga, a także Niemiec. Zaskakujący jest niewielki udział inwestorów austriackich na rynku akcji krajów EŚW (Węgier i Czech), w kontekście kooperacji giełd papierów wartościowych z tych państw (w ramach CEE Stock Exchange Group powstałej w 2009 roku). Warto podkreślić, że na rynku akcji w Czechach i na Węgrzech istotne jest również zaangażowanie inwestorów portfelowych z nowych krajów członkowskich UE.

Tabela 4. Geograficzna struktura zagranicznych inwestycji portfelowych w papiery dłużne w krajach EŚW w połowie 2013 roku (w %)

Region/kraj pochodzenia inwestora zagranicznego	Polska	Czechy	Węgry	Rumunia
Unia Europejska (27), w tym:	67,3	90,5	78,5	83,0
Niemcy	18,2	24,3	9,7	10,3
Francja	5,2	10,0	1,4	1,4
Wielka Brytania	4,3	11,8	28,2	6,2
Holandia	3,9	7,0	3,5	5,6
Luxemburg	16,1	8,7	20,9	24,9
Austria	6,8	11,3	6,8	17,0
nowi członkowie UE (12)	2,2	5,3	2,1	8,6
pozostałe UE	10,6	12,1	5,9	9,0
EFTA	3,4	3,2	0,6	0,9
Europa poza UE i EFTA, w tym:	0,0	0,0	0,2	0,0
Rosja	0,0	0,0	0,2	0,0
Stany Zjednoczone	19,0	2,9	18,7	15,1
Azja, w tym:	7,7	3,3	1,5	0,8
Chiny	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe kraje, w tym centra finansowe offshore	2,6	0,1	0,5	0,2

Źródło: Obliczenia własne na podstawie danych Międzynarodowego Funduszu Walutowego (CPIS – Coordinated Portfolio Investment Survey [data dostępu: 4.05.2014]).

Uwaga: Struktura pasywów z tytułu dłużnych inwestycji portfelowych (stan) według kraju pochodzenia inwestora zagranicznego.

4. Pozostałe inwestycje w gospodarkach EŚW – geograficzne kierunki internacjonalizacji finansowej

Pozostałe inwestycje znalazły się na drugim miejscu w rankingu przepływów międzynarodowych odpowiedzialnych za pogłębianie internacjonalizacji finansowej gospodarek EŚW w analizowanym okresie. Na koniec 2013 roku saldo zagranicznych inwestycji pozostałych w krajach EŚW wyniosło 367,2 mld USD, natomiast saldo zagranicznych aktywów z tytułu pozostałych inwestycji rezydentów regionu EŚW przekroczyło 127,8 mld USD.

W okresie od końca 2003 do końca 2013 roku ponad jedna piąta przyrostu pasywów zagranicznych sumarycznie dla regionu EŚW wynikała z napływu inwestycji pozostałych¹⁷. W przypadku poszczególnych krajów udział inwestycji pozostałych w przyroście pasywów zagranicznych wyniósł: blisko 45% w Rumunii (było to najważniejsze źródło napływu kapitału zagranicznego w tym kraju), blisko jedną piątą w Polsce i Czechach i około jedną dziesiątą na Węgrzech. W strukturze skumulowanego napływu kapitału zagranicznego (w pasywach zagranicznych) na koniec 2013 roku udział inwestycji pozostałych był w Rumunii bliski 45%, w Polsce i Czechach wynosił około jedną czwartą, a na Węgrzech był bliski 15%.

Po stronie aktywów zagranicznych znaczenie inwestycji pozostałych było mniejsze niż w przypadku pasywów¹⁸. Jednocześnie widać było duże zróżnicowanie znaczenia pozostałych inwestycji pomiędzy poszczególnymi krajami. Największy udział w przyroście aktywów zagranicznych inwestycje tego typu miały w Czechach (blisko 37%), a najmniejsze na Węgrzech (niespełna 4%). W pozostałych krajach udział ten wahał się w przedziale 10–20%. W efekcie zróżnicowanego napływu zagranicznych przepływów kredytowych udział inwestycji pozostałych w saldzie aktywów zagranicznych na koniec 2013 roku był również zróżnicowany pomiędzy poszczególnymi krajami: w Czechach wyniósł blisko jedną trzecią, na Węgrzech nieco ponad 7%, a w pozostałych krajach nie przekroczył 22%.

Internacjonalizacja krajów EŚW w formie napływu inwestycji dłużnych przebiegała głównie w obrębie krajów europejskich. W przypadku Czech, Węgier i Rumunii najistotniejszym inwestorem zagranicznym (z udziałem około jednej trzeciej) były podmioty austriackie, a w przypadku Polski – rezydenci Niemiec (z udziałem jedna piąta). Aktywność inwestorów spoza Europy w krajach EŚW była relatywnie niewielka. Jedynie w przypadku Węgier udział zagranicznego kapitału pożyczkowego spoza Europy zbliżył się do 9% (były to głównie inwestycje ze Stanów Zjednoczonych). Bliskość geograficzna i powiązania kapitałowe w sektorze bankowym są głównym czynnikiem determinującym napływ kapitału pożyczkowego do gospodarek EŚW.

¹⁷ Wzrost pasywów zagranicznych z tytułu pozostałych inwestycji czterech analizowanych krajów w okresie od końca 2003 do końca 2013 roku wyniósł 241,0 mld USD.

¹⁸ Wzrost aktywów zagranicznych z tytułu pozostałych inwestycji czterech analizowanych krajów w okresie od końca 2003 do końca 2013 roku wyniósł 73,7 mld USD.

Tabela 5. Geograficzna struktura zagranicznych zobowiązań krajów EŚW wobec banków raportujących BIS na koniec 2013 roku (w %)

Region/kraj pochodzenia inwestora zagranicznego	Polska	Czechy	Węgry	Rumunia
Kraje europejskie, w tym:	93,4	97,0	91,4	97,3
Niemcy	20,1	4,8	13,9	2,1
Francja	8,2	20,0	0,0	0,0
Wielka Brytania	2,7	2,5	1,6	0,8
Holandia	13,7	2,0	3,7	7,9
Grecja	0,1	0,0	0,2	17,5
Austria	7,5	32,5	29,3	34,0
pozostałe kraje europejskie	41,1	35,2	42,7	35,0
Stany Zjednoczone	4,7	2,5	7,3	2,6
Azja, w tym:	1,8	0,4	1,2	0,1
Japonia	1,8	0,4	1,2	0,1
Pozostałe kraje	0,1	0,1	0,1	0,0

Źródło: Obliczenia własne na podstawie danych Bank of International Settlements (Consolidated Banking Statistics/Ultimate Risk Basis) [data dostępu: 4.05.2014].

Uwaga: Ze względu na brak statystyk dotyczących struktury geograficznej pozostałych inwestycji w ujęciu bilansu płatniczego wykorzystano statystyki dotyczące zobowiązań krajów EŚW wobec banków raportujących BIS. Statystyki BIS według koncepcji Consolidated Banking Statistics/ Ultimate Risk Basis prezentują należności banków raportujących BIS wobec podmiotów będących rezydentami danego kraju na bazie skonsolidowanej, tj. z perspektywy grupy kapitałowej, w której podmiotem dominującym jest dany bank raportujący (a więc m.in. z wyłączeniem należności względem ich podmiotów powiązanych będących rezydentami danego kraju). Jest to odmienne ujęcie od prezentowanego w statystykach bilansu płatniczego [McGuire i Wooldridge 2005, s. 76, 82].

Zakończenie

Akcesja krajów Europy Środkowo-Wschodniej (EŚW) do Unii Europejskiej była istotnym czynnikiem wpływającym na zaawansowanie internacjonalizacji finansowej gospodarek EŚW. W latach 2003–2013 umiędzynarodowienie finansowe gospodarek EŚW mierzone poziomem aktywów i pasywów zagranicznych istotnie zwiększyło się. W ramach przeprowadzonej analizy zaobserwowano, że tempo międzynarodowej integracji finansowej gospodarek EŚW w badanym okresie było większe niż tempo wzrostu gospodarczego w tych krajach. Doprowadziło to do istotnego wzrostu udziału aktywów i pasywów zagranicznych w PKB poszczególnych gospodarek. Co

więcej, pogłębiała się ujemna międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto w związku ze zdecydowaną przewagą napływu kapitału zagranicznego do regionu EŚW nad inwestycjami odpływającymi. Zjawiska te potwierdzają tzw. hipotezę faz rozwoju oraz model neoklasyczny w teorii ekonomii, zgodnie z którymi kapitał przepływa od krajów rozwiniętych do gospodarek rozwijających się, oferujących relatywnie wyższą stopę zwrotu inwestorom zagranicznym [Aristovnik 2007; Chinn i Prasad 2003; Gotz-Kozierkiewicz 2002].

Internacjonalizacja finansowa gospodarek EŚW przebiegała przede wszystkim za sprawą intensyfikacji relacji gospodarczych rozwijanych z rezydentami gospodarek członkowskich UE. Kierunek międzynarodowej integracji finansowej krajów EŚW w latach 2003–2013 był głównie determinowany bliskością geograficzno-polityczną i członkostwem w Unii Europejskiej, choć nie w takim samym stopniu dla wszystkich rodzajów przepływów finansowych. Znaczenie dystansu geograficzno-politycznego kraju gospodarza do kraju goszczącego jest zróżnicowane dla poszczególnych rodzajów przepływów kapitałowe – mniejsze w przypadku krótkoterminowych przepływów kapitałowych niż w przypadku przepływów długoterminowych. Internacjonalizacja gospodarek EŚW w obszarze inwestycji pozostałych oraz ZIB dokonywana była głównie w obrębie Unii Europejskiej. Natomiast skorelowanie przepływów kapitału portfelowego z odległością geograficzną kraju inwestora macierzystego było zdecydowanie słabsze, zwłaszcza w przypadku inwestycji portfelowych na rynku akcji. W przypadku kapitału portfelowego na rynku papierów udziałowych szczególnie duże było znaczenie inwestorów ze Stanów Zjednoczonych.

Należy podkreślić, że wzrost internacjonalizacji finansowej niesie ze sobą korzyści, ale również zwiększa ryzyko finansowe gospodarki. Informacje bilateralne na temat aktywów i pasywów zagranicznych pozwalają określić bezpośrednie powiązania gospodarcze i mogą być wykorzystane do oceny potencjalnego wpływu negatywnych tendencji w koniunkturze gospodarczej innych państw na określoną gospodarkę. Z przeprowadzonej analizy wynika, że kraje regionu EŚW charakteryzują się w obszarze przepływów kapitałowych największą ekspozycją na zmiany w koniunkturze i fluktuacje kursów walut gospodarek europejskich, zwłaszcza krajów rozwiniętych UE należących do strefy euro.

Bibliografia

- Aristovnik, A., 2007, *Short- and Medium-term Determinants of Current Account Balances in Middle East and North Africa Countries*, William Davidson Institute Working Paper at the University of Michigan, no. 862, s. 1–22.
- Árvai, Z., 2005, *Capital Account Liberalization, Capital Flow Patterns, and Policy Responses in the EU's New Member States*, IMF Working Paper, November, iss. 05/213, s. 1–40.
- Chinn, M.D., Prasad, E.S., 2003, *Medium-term Determinants of Current Accounts in Industrial and Developing Countries: an Empirical Exploration*, Journal of International Economics, no. 59(1), s. 47–76.
- Gotz-Kozierkiewicz, D., 2002, *Deficyt rachunku obrotów bieżących w gospodarce transformowanej – obiektywne przesłanki a polityka makroekonomiczna*, Ekonomia, nr 3, s. 347–378.
- Lane, P. R. & Milesi-Ferretti, G. M., 2006, *Capital Flows to Central and Eastern Europe*, IIS Discussion Paper, June, 161, s. 1–28.
- Lane, P.R., Milesi-Ferretti, G.M., 2007, *Europe and Global Imbalances*, Economic Policy, vol. 22(51), s. 519–573.
- McGuire, P., Wooldridge, P., 2005, *The BIS Consolidated Banking Statistics: Structure, Uses and Recent Enhancements*, BIS Quarterly Review, September, s. 73–86.
- MNB, 2014a, *Methodological notes on the statistical treatment of special purpose entities (SPEs)*, http://english.mnb.hu/Root/Dokumentumtar/ENMNB/Statisztika/mnben_modszertanok/fmmodszertan_scv_en.pdf [dostęp: 14.06.2014].
- MNB, 2014b, *Report on the Balance of Payments*, http://english.mnb.hu/Root/Dokumentumtar/ENMNB/Kiadvanyok/report-on-the-balance-of-payments/2014/Report_on_the_Balance_of_Payments.pdf [dostęp: 14.06.2014].