

**Magdalena Kinga Stawicka**

Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu

# **ROZMIARY, STRUKTURA I ZNACZENIE INWESTYCJI PORTFELOWYCH W KRAJACH CZŁONKOWSKICH UNII EUROPEJSKIEJ W LATACH 2005-2009**

## **Wprowadzenie**

Inwestycje portfelowe zwane inaczej pośrednimi inwestycjami zagranicznymi są kategorią inwestycji międzynarodowych, które polegają na zaangażowaniu środków pieniężnych inwestora w akcje, dłużne papiery wartościowe, z wyłączeniem takich instrumentów, które klasyfikowane są jako bezpośrednie inwestycje zagraniczne albo aktywa rezerwowe. Przedsiębiorcy wybierający tę formę lokowania swojego kapitału na rynku zagranicznym nastawieni są na szybki zysk, bez chęci bezpośredniego uczestniczenia w zarządzaniu daną firmą i sprawowaniem nad nią kontroli, jak to dzieje się w przypadku bezpośrednich inwestycji zagranicznych, uważanych za inicjatywę długoterminową. Celem nadrzędnym inwestycji portfelowych jest zatem dywersyfikacja portfela inwestycyjnego w celu ograniczenia ryzyka, a także osiągnięcie większego zysku przez lokowanie środków pieniężnych w zagranicznych papierach wartościowych oferujących, po uwzględnieniu różnic kursowych, wyższą realną stopę procentową<sup>1</sup>. Wśród produkcyjnych i dochodowych efektów międzynarodowego transferu kapitału w formie inwestycji portfelowych wymieniać należy zatem: osiągnięcie korzyści ze zmiany kursu walutowego, wykorzystanie w określonych sytuacjach strategii przeczekania poprzez możliwości reinwestowania zysków, dywersyfikację portfela inwestycyjnego i ograniczanie ryzyka, a także korzystanie z profitów lokowania posiadanych środków w krajach oferujących lepszą rzeczywistą stopę przychodu z lokat. Dokonując porównania bezpośrednich inwestycji zagranicznych oraz inwestycji portfelowych można wyróżnić wiele cech różniących dotyczących ich realizacji, ale również skutków dla kraju przyjmującego. Wspólnym aspektem obu inicjatyw jest jednak ich wymiar fi-

---

<sup>1</sup> E. Wojnicka: Bezpośrednie inwestycje zagraniczne w Polsce 1976-1996. Gdańsk 1997, s. 7.

nansowy, który w obu przypadkach polega na przepływie kapitału z jednej gospodarki do drugiej. Szukając zatem odpowiedzi na pytanie, jakie znaczenie dla krajów mają inwestycje zagraniczne, zarówno bezpośrednie, jak i pośrednie, należy dokonać choćby pobieżnej analizy teoretycznej. W literaturze przedmiotu przyjmuje się, iż skutki przepływu kapitału pomiędzy krajami można analizować na trzech płaszczyznach, z punktu widzenia kraju wywożącego kapitał, z punktu widzenia kraju goszczącego inwestycje zagraniczne, a także w kategoriach całej gospodarki światowej<sup>2</sup>. Z teoretycznego punktu widzenia przepływ kapitału zagranicznego w postaci inwestycji może, w zależności od warunków kraju macierzystego lub przyjmującego inwestycje, być komplementarny lub substytucyjny względem handlu. Przykładowo, w modelu Heckschera-Ohlina inwestycje zagraniczne są zamiennikiem wymiany handlowej<sup>3</sup>, natomiast według D.D. Purvis<sup>4</sup> oraz K. Kojima uzupełniają się nawzajem<sup>5</sup>. Obie koncepcje były wielokrotnie weryfikowane w licznych badaniach empirycznych, dlatego też uznaje się, że w rzeczywistości inwestycje zagraniczne i wymiana handlowa są zarówno substytucyjne, jak i komplementarne, a to w jakich sytuacjach tak się dzieje jest sprawą indywidualną i zależy od kraju, w którym inwestycja jest dokonywana oraz wielu determinant na to wpływających.

Celem niniejszego artykułu jest próba zobrazowania rozmiarów oraz struktury inwestycji portfelowych w krajach członkowskich Unii Europejskiej. W ramach badania dokonano analizy danych statystycznych z lat 2005-2009, publikowanych przez Międzynarodowy Fundusz Walutowy.

## 1. Zjawisko inwestycji pośrednich w Unii Europejskiej w latach 2005-2009

Inwestycje portfelowe od wielu lat odgrywają istotne znaczenie w globalnych przepływach kapitałowych. Dla porównania w 2009 roku wartość napływu bezpośrednich inwestycji zagranicznych wyniosła na świecie 1,18 bln USD, a odpływu 1,17 bln USD<sup>6</sup>. W tym samym roku wielkość inwestycji portfelowych na świecie ukształtowała się na poziomie 37,24 bln USD, co bez-

<sup>2</sup> M.A. Weresa: Skutki inwestycji zagranicznych dla gospodarki kraju przyjmującego – doświadczenia Polski. W: Rola inwestycji zagranicznych w gospodarce. Zeszyty BRE Bank-Case. Warszawa 2002, nr 62, s. 9.

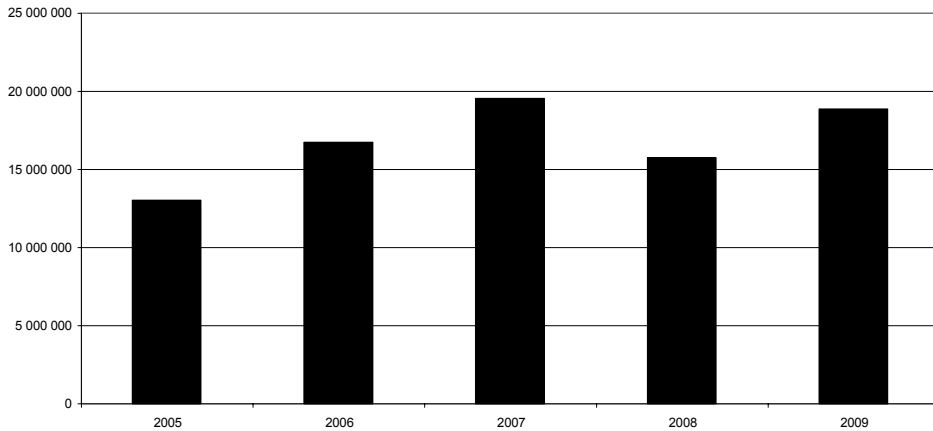
<sup>3</sup> R.A. Mundell: International Economics. Macmillan, London 1968; J.N. Bhagwati, R.A. Brecher: National Welfare in an Open Economy in the Presence of Foreign-Owned Factors of Production. „Journal of International Economics” 1980, Vol. 10, s. 103-115.

<sup>4</sup> D.D. Purvis: Technology, Trade and Factor Mobility. „Economic Journal” 1972, September, s. 991-999.

<sup>5</sup> K. Kojima: Direct Foreign Investment. Croom Helm, London 1978.

<sup>6</sup> World Investment Report 2011. Non-Equity Modes of International Production and Development. United Nations, New York and Geneva 2011, s. 187.

sprzecznie obrazuje olbrzymią skalę tego zjawiska. Niecałe 50% wartości tych inwestycji zostało dokonanych w krajach Unii Europejskiej, co pokazuje, że państwa te pełnią istotną rolę w omawianym transferze kapitału pomiędzy różnymi gospodarkami. Analizując dane statystyczne wybranego do badania okresu lat 2005-2009 można stwierdzić, iż corocznie następował wzrost wartości napływ inwestycji portfelowych do krajów członkowskich. Wyjątek stanowi jedynie 2008 rok, w którym to po silnym wzroście z 2007 nastąpił spadek napływu inwestycji portfelowych do poziomu lat 2005 i 2006. Zmniejszenie zainteresowania lokowaniem środków poza granicami kraju w 2008 roku można wytłumaczyć wystąpieniem ogólnoświatowego kryzysu finansowego i zwiększonymi obawami inwestorów, którzy starali się zachować ostrożność przy dokonywaniu tego typu transakcji.



Rys. 1. Zagraniczne inwestycje portfelowe w krajach członkowskich Unii Europejskiej w latach 2005-2009 w mln USD

Źródło: Obliczenia własne na podstawie danych MFV. <http://www.imf.org> (01.09.2011).

Wśród państw należących do Unii Europejskiej największym beneficjentem inwestycji portfelowych jest od lat Wielka Brytania. Podobna sytuacja występuje w przypadku bezpośrednich inwestycji zagranicznych, gdzie również ta gospodarka od dłuższego czasu jest liderem w ich pozyskiwaniu. W 2009 roku w Wielkiej Brytanii kapitał ulokowany przez inwestorów krótkoterminowych wyniósł ponad 3 bln USD. Na drugim miejscu uplasowały się Niemcy – 2,8 bln USD, a na trzecim – Francja z inwestycjami portfelowymi o wartości 2,6 bln USD.

Tabela 1

Struktura geograficzna zagranicznych inwestycji portfelowych w Unii Europejskiej  
w latach 2005-2009 (w mln USD)

Kraj inwestycji	2005	2006	2007	2008	2009	Zmiana % 2009 do 2005
Austria	262 936	347 447	406 082	382 053	368 385	40%
Belgia	302622	371043	416792	337828	436335	44%
Bułgaria	3575	3622	4032	2501	2742	-23%
Cypr	9030	16023	28738	19088	20015	122%
Czechy	15725	19832	26780	22693	30341	93%
Dania	183287	207060	247808	200613	259819	42%
Estonia	2677	3692	4686	2779	1170	-56%
Finlandia	202681	248150	335061	213043	245915	21%
Francja	1616945	2170138	2410545	2048249	2645564	64%
Grecja	207062	251528	310093	262910	292435	41%
Hiszpania	796584	1119388	1358044	1140356	1289579	62%
Holandia	1312991	1531798	1688067	1499648	1806381	38%
Irlandia	657237	1009622	1210821	1001533	1184148	80%
Luksemburg	1244025	1735420	2142579	1488316	1864821	50%
Litwa	3 295	4 677	5 999	3 616	6 617	101%
Łotwa	1121	1553	1508	1458	1695	51%
Malta	949	1377	2067	1456	1824	92%
Niemcy	2134396	2613794	3217927	2706734	2885386	35%
Polska	64963	76868	90137	60388	89620	38%
Portugalia	141188	182020	238514	247250	309674	119%
Rumunia	5709	6201	8494	4855	6137	8%
Słowacja	4403	6233	8199	12343	10077	129%
Słowenia	2239	8792	5513	5593	11099	396%
Szwecja	343156	424920	483292	356496	467898	36%
Węgry	46107	63239	67183	46708	54651	19%
Wielka Brytania	2451401	3224558	3683441	2771146	3402263	39%
Włochy	1245844	1464014	1545519	1338787	1570003	26%

Źródło: MFW. <http://www.imf.org> (01.09.2011).

Dokonując analizy geograficznej rozmieszczenia inwestycji portfelowych w Unii Europejskiej można zaobserwować, iż największymi beneficjentami badanych inwestycji są kraje rozwinięte, zaliczane do tzw. starej piątnastki. Pozostałe kraje członkowskie to gospodarki, w których dopiero w latach 90. nastąpiła liberalizacja przepływów kapitałowych i stopniowe włączanie ich do światowego systemu finansowego. Z uwagi na występujące w tych krajach procesy transformacji i tworzenie zachęt inwestycyjnych początkowo stały się one

nowym obiektem zainteresowania dla inwestorów zagranicznych, przede wszystkim tych nastawionych na krótkoterminowe lokowanie swoich środków finansowych w rozwijających się gospodarkach. Jednak pojawiające się coraz lepsze warunki inwestycyjne w postaci ulg i zwolnień podatkowych w tych państwach sprawiły, iż w połowie lat 90. zwiększył się napływ bezpośrednich inwestycji zagranicznych. Niemniej jednak w badanym okresie lat od 2005 do 2009 inwestycje portfelowe odgrywały istotną rolę w napływie kapitału zagranicznego do tych gospodarek, a wręcz dla niektórych, można zaobserwować silny wzrost ich wartości w ostatnich latach. W tabeli 1 dokonano obliczenia zmian wartości napływu inwestycji pośrednich dla krajów członkowskich Unii Europejskiej w roku 2009 do roku 2005. Największy wzrost przedmiotowego przepływu kapitału zaobserwować można w gospodarce słoweńskiej, kiedy to napływ inwestycji portfelowych w 2005 roku wynosił niewiele ponad 2 bln USD, natomiast w 2009 wyniósł ponad 11 bln USD. Wzrost pozyskanych inwestycji portfelowych odnotowano również dla Słowacji (129%), Cypru (122%) oraz Portugalii (119%). Warte podkreślenia jest jednak to, iż spośród tych czterech gospodarek tylko Słowacja odnotowała spadek napływu inwestycji portfelowych w 2009 roku w stosunku do 2008, mimo że 1 stycznia 2009 roku przystąpiła ona do strefy euro, co z pewnością obniżyło ryzyko inwestycyjne oraz koszty transakcyjne, ale także zwiększyło jej wiarygodność w oczach inwestorów. Już w trzecim kwartale 2008, po ogłoszeniu przez ministrów finansów państw Unii Europejskiej dokładnego kursu wymiany korony słowackiej na euro, agencja ratingowa Fitch podniosła swoją ocenę wiarygodności kredytowej z poziomu A+ na A, co było również powinno być zachętą dla potencjalnych inwestujących. W tym samym roku dla porównania wartość bezpośrednich inwestycji zagranicznych na Słowacji osiągnęła wartość „-50” mln USD i była najniższa w badanym okresie pięciolecia, co było dużym zaskoczeniem z uwagi na to, że przez kilka ostatnich lat Słowacja przyciągała miliardy USD w postaci bezpośrednich inwestycji zagranicznych. Do czasu członkostwa w Unii Gospodarczej i Walutowej gospodarka słowacka zachęcała inwestorów przede wszystkim niskim podatkiem dochodowym, ale również bardzo tanią siłą roboczą. Po wprowadzeniu euro stawka za godzinę pracy na Słowacji wyniosła 7,4 euro, co sprawiło, że była ona o 12% wyższa od średniej kształtującej się w regionie<sup>7</sup> i gospodarka stała się najmniej konkurencyjną płacowo w regionie. Można zatem stwierdzić, iż kurs, po którym została przeliczona korona słowacka na euro został ustalony w czasie znacznej aprecjacji wszystkich walut regionu, spowodowanej silnym napływem inwestycji bezpośrednich i pośrednich, co spowodowało przewartościowanie korony słowackiej, a skutki tego zjawiska pojawiają się obecnie w postaci utraty międzynarodowej konkurencyjności przez Słowację.

<sup>7</sup> Dla porównania stawka słowacka była o 20% wyższa od polskiej,

Dokonując analizy podziału zagranicznych inwestycji portfelowych na udziałowe papiery wartościowe oraz dłużne papiery wartościowe można stwierdzić, iż w krajach unijnych, około 1/3 kapitału zagranicznych przedsiębiorców jest lokowana w tych pierwszych, natomiast 2/3 w papiery dłużne. Szczegółowy rozkład kapitału w roku 2005 i 2009 przedstawia tabela 2.

Tabela 2

Podział zagranicznych inwestycji portfelowych w krajach Unii Europejskiej  
w latach 2005 i 2009 (w mln USD)

Kraj	Udziałowe papiery wartościowe		Dłużne papiery wartościowe	
	2005	2009	2005	2009
Austria	39020	42074	223 916	320 337
Belgia	87 025	97 973	215 439	333 815
Bułgaria	326	1 091	2 379	1 653
Cypr	892	7 291	8 138	12 726
Czechy	6 977	9 897	8 676	20 437
Dania	40 782	60 918	142 048	197 069
Estonia	1 005	450	1 428	721
Finlandia	117 390	99 793	85 267	146 123
Francja	608 068	741 563	1 000 896	1 903 998
Grecja	28 605	26 069	178 195	261 218
Hiszpania	197 867	263 886	596 716	1 025 691
Holandia	361 714	299 681	951 277	1 506 701
Irlandia	248 600	372 644	408 111	811 504
Luksemburg	918 154	1 428 800	325 874	434 414
Litwa	611	525	2 676	6 092
Łotwa	183	487	889	1 209
Malta	292	1 155	650	671
Niemcy	511 430	665 382	1 622 966	2 220 005
Polska	15 573	21 946	49 390	67 212
Portugalia	20 254	69 336	120 931	238 525
Rumunia	829	1 603	3 420	4 537
Słowacja	277	461	4 103	9 616
Słowenia	149	479	1 936	10 461
Szwecja	127 356	132 051	214 669	335 848
Węgry	15755	11777	29 972	42 237
Wielka Brytania	1 217 063	1 325 612	1 234 346	2 076 653
Włochy	248 137	242 687	997 402	1 327 317

Źródło: Ibid.

W 2009 roku największa wartość udziałowych papierów wartościowych, do których zalicza się m.in. akcje, prawa do akcji, prawa poboru, warranty subskrypcyjne, kwity depozytowe spółek, wśród państw członkowskich Unii Europejskiej osiągnął Luksemburg – 1,4 bln USD, a następnie Wielka Brytania – 1,3 bln USD. Dłużne papiery wartościowe, czyli obligacje, bony skarbowe, bony pieniężne cieszą się większym zainteresowaniem ze strony inwestorów zagranicznych. W 2009 roku najwięcej takich papierów wartościowych, pod względem ich wartości, zostało nabytych w gospodarce niemieckiej – 2,2 bln USD, a także francuskiej – niecałe 2 bln USD. Dokonując porównania zmian na przestrzeni badanego pięcioletnia można stwierdzić, iż w przypadku akcji największy wzrost odnotowano dla Cypru (zmiana o ponad 700%), a kolejno dla Malty (niecałe 300%) oraz Portugalii (ponad 200%). Wśród 27 gospodarek w okresie od 2005 do 2009 roku zmniejszenie zainteresowania inwestorów portfelowych, lokujących swoje środki w udziałowych papierach dłużnych, nastąpiło przede wszystkim dla gospodarki estońskiej oraz węgierskiej. W przypadku dłużnych papierów wartościowych inwestorzy chętniej nabywają obligacje oraz bony skarbowe i pieniężne takich gospodarek, jak Słowenia (wzrost o 440%), Czechy (136%) czy Słowacja (134%).

Aby wyciągnąć końcowe wnioski z niniejszego badania, należy również dokonać analizy geograficznej środków napływających do krajów członkowskich Unii Europejskiej w postaci inwestycji portfelowych. Już pobieżna analiza danych statystycznych z 2009 roku daje pełny obraz tego zjawiska, tożsamy z tym, co występuje w przypadku bezpośrednich inwestycji zagranicznych. Głównymi dawcami inwestycji pośrednich są same państwa unijne, co pokazuje jak silna jest współpraca krajów wewnątrz Unii Europejskiej. Tabela 3 pokazuje trzech największych pod względem wartości ulokowanego kapitału inwestorów portfelowych w poszczególnych krajach unijnych w 2009 roku.

Tabela 3

Struktura geograficzna największych zagranicznych inwestorów portfelowych w krajach Unii Europejskiej w 2009

Kraj	Miejsce 1	Miejsce 2	Miejsce 3
1	2	3	4
Austria	Niemcy	Francja	Luksemburg
Belgia	Francja	Luksemburg	Niemcy
Bułgaria	Grecja	Austria	Niemcy
Cypr	Austria	Grecja	Luksemburg
Czechy	Niemcy	Austria	Holandia
Dania	Luksemburg	Niemcy	Szwecja
Estonia	Szwecja	Finlandia	Luksemburg

cd. tabeli 3

1	2	3	4
Finlandia	Francja	Szwecja	Luksemburg
Francja	Luksemburg	Niemcy	Wielka Brytania
Grecja	Francja	Niemcy	Holandia
Hiszpania	Francja	Niemcy	Luksemburg
Holandia	Francja	Niemcy	Wielka Brytania
Irlandia	Wielka Brytania	Niemcy	Francja
Luksemburg	Niemcy	Włochy	Belgia
Litwa	Niemcy	Austria	Francja
Łotwa	Niemcy	Szwecja	Austria
Malta	Luksemburg	Włochy	Francja
Niemcy	Luksemburg	Francja	Wielka Brytania
Polska	Niemcy	Luksemburg	Austria
Portugalia	Francja	Irlandia	Niemcy
Rumunia	Grecja	Austria	Niemcy
Słowacja	Niemcy	Austria	Czechy
Słowenia	Niemcy	Austria	Belgia
Szwecja	Luksemburg	Niemcy	Francja
Węgry	Niemcy	Luksemburg	Austria
Wielka Brytania	Irlandia	Francja	Luksemburg
Włochy	Francja	Niemcy	Luksemburg

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych statystycznych MFW. Op. cit.

Na podstawie powyższej analizy państw lokujących środki w krajach Unii Europejskiej można zauważyć, iż największą rolę odkrywają przede wszystkim Niemcy, Luksemburg, Francja oraz Austria. Tylko w przypadku Słowacji na miejscu trzecim uplasowały się Czechy, jako jedyny kraj zaliczany do rozwijających się. W pozostałych przypadkach są to gospodarki mocno rozwinięte, które odgrywają również dominującą rolę w lokowaniu kapitału w postaci bezpośrednich inwestycji zagranicznych.

## Zakończenie

Powyższa, dość pobieżna z uwagi na ograniczenia tekstowe, analiza pokazała, iż to kraje Unii Europejskiej są znaczącym beneficjentem inwestycji portfelowych na świecie. Inwestorzy najchętniej lokują swoje środki w dłużnych papierach wartościowych, które stanowią 2/3 ogółu wartości inwestycji dokonywanych w okresie 2005-2009. Po kryzysie z 2008 roku nastąpiło zmniejszenie się napływu tej formy lokowania kapitału do państw członkowskich,



z uwagi na zwiększenie się ryzyka oraz większą ostrożność inwestorów do ekspansji, również krótkoterminowej, na rynki zagranicznej. Niemniej jednak dane za 2009 rok są już bardziej optymistyczne i widać ponowny wzrost zainteresowania inwestycjami portfelowymi w krajach unijnych. Ważnym wnioskiem płynącym z niniejszej analizy jest również to, że głównymi inwestorami dla krajów Unii Europejskiej są one same, co uwypukla jeszcze bardziej istnienie jednego rynku, w ramach którego państwa członkowskie stawiają bardziej na współpracę wewnętrzną niż zewnętrzną. Inwestycje portfelowe, mimo swojego krótkotrwałego charakteru, często są pomijane w tworzeniu zachęt inwestycyjnych. Polityka proinwestycyjna wielu gospodarek nastawiona jest przede wszystkim na bezpośrednie inwestycje zagraniczne, które są długofalowe, a także skutki z nimi związane są bardziej wymierne, zatem kraje pożądamy je dużo bardziej. Niemniej jednak znaczenie zagranicznych inwestycji portfelowych jest również istotne, a można je oceniać w kilku wymiarach. Po pierwsze, w odniesieniu do zmian podaży kapitału na rynku krajowym, po drugie, jako element łączący rynek finansowy danej gospodarki ze światowym rynkiem finansowym oraz po trzecie, w kontekście zmian kursu walutowego w kraju przyjmującym, nie należącym jeszcze do strefy euro. Z badań wielu ekonomistów wynika, że zwiększenie zagranicznych inwestycji bezpośrednich i portfelowych o 1% przynosi przyrost inwestycji krajowych w środkach trwałych odpowiednio o 0,7% i 0,2%, co jeszcze bardziej wskazuje na to, iż rządy powinny zabiegać o obie formy pozyskiwania kapitału zagranicznego<sup>8</sup>.

## Literatura

- Bhagwati J.N., Brecher R.A.: National Welfare in an Open Economy in the Presence of Foreign-Owned Factors of Production. „Journal of International Economics” 1980, Vol. 10.
- Kojima K.: Direct Foreign Investment. Croom Helm, London 1978.
- Krkoska L.: Foreign Direct Investment Financing of Capital Formation in Central and Eastern Europe. EBRD Working Paper No. 67, December 2001.
- Międzynarodowy Fundusz Walutowy. <http://www.imf.org>
- Mundell R.A.: International Economics. Macmillan, London 1968.
- Purvis D.D.: Technology, Trade and Factor Mobility. „Economic Journal”, 1972, September.

---

<sup>8</sup> L. Krkoska: Foreign Direct Investment Financing of Capital Formation in Central and Eastern Europe. EBRD Working Paper No. 67, December 2001, s. 15-17.

- Weresa M.A.: Skutki inwestycji zagranicznych dla gospodarki kraju przyjmującego – doświadczenia Polski. W: Rola inwestycji zagranicznych w gospodarce. Zeszyty BRE Bank-Case. Warszawa 2002, nr 62.
- Wojnicka E.: Bezpośrednie inwestycje zagraniczne w Polsce 1976-1996. Gdańsk 1997.
- World Investment Report 2011. Non-Equity Modes of International Production and Development. United Nations, New York and Geneva 2011.

## **SIZES, STRUCTURE AND MEANING OF PORTFOLIO INVESTMENTS IN MEMBER STATES OF THE EUROPEAN UNION, FROM 2005 TO 2009**

### **Summary**

Portfolio investments play a significant role in the international capital flow. Annual value of investments made in such form exceeds USD 30 trillion. Share of member states of the European Union in flow of investments amounts to nearly 50% and for many years main beneficiaries have been Great Britain, Germany and France. In recent years there has also been observed a growth in interesting of short-term capital investors in the markets defined as those developing ones. A goal of this paper is a trial of reflection of sizes and structure of the portfolio investments in the European Union's member states. The author, in the frameworks of the research examines statistical data from 2005 to 2009 published by, among others, International Monetary Fund.