

PIOTR SIEMIĄTKOWSKI

Uniwersytet Mikołaja Kopernika w Toruniu

GRZEGORZ GÓRNIOWICZ

Uniwersytet Kazimierza Wielkiego w Bydgoszczy

**ZMIANY
W MIĘDZYNARODOWEJ POZYCJI INWESTYCYJNEJ GRECJI
W OKRESIE KRYZYSU (CZEŚĆ DRUGA)**

Streszczenie

Druga część niniejszego opracowania przedstawia zmiany międzynarodowej pozycji inwestycyjnej Grecji w okresie kryzysu finansowego. Zmiany te odzwierciedlają pogarszającą się sytuację gospodarczą greckiej gospodarki. Jako szczególnie istotne należy uznać zmniejszenie zagranicznych inwestycji portfelowych (szczególnie greckich obligacji) i zwiększenie w tym samym czasie salda tzw. pozostałych inwestycji.

W porównaniu do innych krajów Unii Europejskiej międzynarodową pozycję inwestycyjną Grecji należy uznać za jedną z gorszych.

Słowa kluczowe: międzynarodowa pozycja inwestycyjna Grecji, kryzys finansowy

Wprowadzenie

W pierwszej części (zob. s. 351–374) niniejszego opracowania dokonano chronologicznego przeglądu poszczególnych etapów światowego kryzysu finansowego. Charakterystyka stanowiła tło dla przedstawienia sytuacji gospodarki greckiej, która bodajże najbardziej ze wszystkich państw europejskich ucierpiała w efekcie zdestabilizowania finansów publicznych. Nadmierne zadłużanie się w szybkim czasie doprowadziło praktycznie do niewypłacalności greckiego rządu.

Międzynarodowy kryzys miał bezpośrednie przełożenie na sytuację nie tylko greckich finansów publicznych, lecz także na postrzeganie gospodarki tego kraju przez międzynarodowe koncerny. Racjonalizacja gospodarowania na rynku globalnym, w warunkach podwyższonej niepewności sprawiła, że zagraniczni inwestorzy zaczęli postrzegać Grecję jako niezbyt wiarygodnego partnera i wielu z nich rozpoczęło proces wycofywania swoich kapitałów.

Obie wspomniane wyżej sytuacje znalazły głębokie odzwierciedlenie w kształtowaniu się międzynarodowej pozycji inwestycyjnej (MPI) Grecji. Okazuje się, że międzynarodowy kryzys finansowy spowodował poważne pogorszenie wyżej wspomnianego parametru (także w relacji do PKB) oraz wyraźną zmianę jego struktury. Wraz z umorzeniem części obligacji rządowych znacząco wzrosły kwoty tzw. pozostałych inwestycji, oznaczające zwiększenie napływu zagranicznej pomocy. Innym razem pomimo istotnych kłopotów fiskalnych i palącego braku gotówki rząd grecki zmuszony jest utrzymywać poważne kwoty pieniędzy na rachunku w Międzynarodowym Funduszu Walutowym (MFW).

1. Istota badania międzynarodowej pozycji inwestycyjnej

Międzynarodowa pozycja inwestycyjna stanowi zestawienie należności i zobowiązań pomiędzy rezydentami i nierezydentami na konkretny moment (na ogół na koniec roku). Wskazuje, czy kraj jest wierzycielem, czy dłużnikiem netto w stosunku do zagranicy. W swojej istocie międzynarodowa pozycja inwestycyjna jest różnicą pomiędzy wielkością zagranicznych aktywów i pasywów¹.

Zgodnie z klasyfikacją Europejskiego Banku Centralnego i Narodowego Banku Polski w skład międzynarodowej pozycji inwestycyjnej wchodzi:

- 1) inwestycje bezpośrednie (BIZ – „inwestycją bezpośrednią jest inwestycja podejmowana w celu zdobycia trwałego udziału w przedsiębiorstwie działającym w gospodarce innej niż gospodarka inwestora, przy czym

¹ G. Górniewicz, P. Siemiątkowski, *Międzynarodowa pozycja inwestycyjna Polski*, w: *Problemy integracji europejskiej*, t. 3, Uniwersytet Kazimierza Wielkiego, Instytut Prawa, Administracji i Zarządzania, Bydgoski Dom Wydawniczy Margrafen, Bydgoszcz 2005, s. 51; *Międzynarodowa pozycja inwestycyjna Polski w 2007 roku*, NBP, Departament Statystyki, Warszawa 2008, s. 5.

celem inwestora jest uzyskanie efektywnego wpływu na zarządzanie przedsiębiorstwem²);

- 2) inwestycje portfelowe (ZIP – „zakup akcji przedsiębiorstw zagranicznych bez przejmowania kontroli nad nimi”³);
- 3) pozostałe inwestycje (m.in. kredyty handlowe, pozostałe kredyty i pożyczki, rachunki bieżące i depozyty);
- 4) pochodne instrumenty finansowe (inaczej derywaty – rodzaj papierów wartościowych, instrumentów finansowych, których wartość jest uzależniona od wartości innych instrumentów finansowych, zwanych instrumentami bazowymi. Instrumentem takim mogą być akcje, obligacje, wysokość stopy procentowej, a także nietypowe wskaźniki jak wielkość opadu deszczu czy liczba dni słonecznych – derywaty pogodowe)⁴;
- 5) aktywa rezerwowe (np. złoto, SDR, należności w walutach wymienialnych).

Międzynarodową pozycję inwestycyjną można również zdefiniować przy pomocy następującego wzoru:

$$NFA = FDIA + EQA + DEBTA + FX - FDIL - EQL + DEBTL$$

gdzie:

NFA – międzynarodowa pozycja inwestycyjnej netto,

FDI – inwestycje bezpośrednie,

EQ – portfelowe inwestycje udziałowe,

DEPT – instrumenty dłużne,

FX – rezerwy walutowe,

litera A oznacza pozycję aktywów,

litera B oznacza pozycję pasywów⁵.

² B. Jasiński, L. Mesjasz, *Rola finansowania zewnętrznego w procesie restrukturyzacji przemysłu krajów CEFTA*, w: B. Jasiński, L. Mesjasz, A. Szopa, M.G. Woźniak, *Zadłużenie zewnętrzne a rozwój przemysłu kraju dłużniczego*, Centrum Badań nad Zadłużeniem i Rozwojem AE, Kraków 1997, s. 35.

³ M. Guzek, *Międzynarodowe stosunki gospodarcze*, PWE, Warszawa 2006, s. 115; w: M. Piklikiewicz (red.), *Międzynarodowe stosunki gospodarcze*, Difin, Warszawa 2000, s. 76.

⁴ Szerzej Ch.W. Smithson, C.W. Smith, W. Sykes, *Zarządzanie ryzykiem finansowym*, Dom Wydawniczy ABC, Kraków 2000, s. 72–80; E. Pietrzak, M. Markiewicz (red.), *Finanse, bankowość i rynki finansowe*, Wydawnictwo Uniwersytetu Gdańskiego, Gdańsk 2006, s. 413–468.

⁵ P. Śliwiński, *Zmiany międzynarodowej pozycji inwestycyjnej netto w grupie wybranych krajów Europy Środkowo-Wschodniej oraz Unii Gospodarczej i Walutowej*, w: E. Najlepszy (red.), *Determinanty bilansu płatniczego w krajach europejskich*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2008, s. 158.

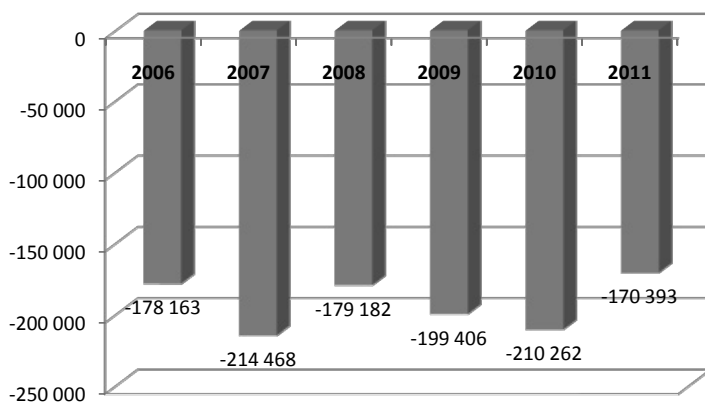
Roczna zmiana międzynarodowej pozycji inwestycyjnej netto (ΔNFA) stanowi różnicę pomiędzy międzynarodową pozycją inwestycyjną netto na koniec danego roku (NFA_t), a jej stanem na koniec roku poprzedniego (NFA_{t-1}).

$$\Delta NFA = NFA_t - NFA_{t-1}$$

Zmiany międzynarodowej pozycji inwestycyjnej netto prezentują jej ewolucję. Pokazują one poprawę lub pogarszanie się pozycji finansowej danego kraju wobec zagranicy.

2. Zmiany międzynarodowej pozycji inwestycyjnej Grecji

Międzynarodowa pozycja inwestycyjna Grecji w całym badanym okresie była ujemna. Kształtowała się w przedziale od około -170 mld euro do prawie $-214,5$ mld euro. Biorąc pod uwagę dane zaprezentowane na rysunku 1, pochodzące z greckiego banku centralnego, należy zaznaczyć, że w ciągu ostatniej dekady nastąpiło drastyczne pogorszenie omawianego parametru. Dla porównania, w 2001 roku międzynarodowa pozycja inwestycyjna Grecji była także ujemna, jednak jej wartość wyniosła niespełna -70 mld euro⁶.



Rysunek 1. Międzynarodowa pozycja inwestycyjna Grecji w latach 2006–2011 (mln euro)

Źródło: opracowanie własne na podstawie: *International Investment Position*, Bank of Greece.

⁶ Zob. *International Investment Position*, Bank of Greece.

W zasadzie od 2001 roku następowało ciągle pogarszanie się międzynarodowej pozycji inwestycyjnej greckiej gospodarki. Dynamika tego zjawiska przybrała na sile zwłaszcza w latach 2006 i 2007, kiedy zanotowano rekordowo niskie rozmiary przytaczanego parametru $-214,5$ mld euro (rysunek 1). W kolejnym roku nastąpiła niewielka poprawa sytuacji w badanym zakresie, jednak nasilające się kłopoty greckich finansów publicznych odbiły się także na międzynarodowej pozycji inwestycyjnej tego kraju, przez co ponownie zaczęła się znacząco pogarszać, osiągając w 2010 roku rozmiary około -210 mld euro. Sytuacja polepszyła się nieco w 2011 roku, na koniec którego międzynarodowa pozycja inwestycyjna Grecji ukształtowała się na poziomie -170 mld euro.

Wobec tak dużej dynamiki spadków międzynarodowej pozycji inwestycyjnej Grecji warto szerzej przyjrzeć się strukturze tego parametru oraz jej zmianom na przestrzeni ostatnich (kryzysowych) lat. Obecną, wyraźnie ujemną, międzynarodową pozycję inwestycyjną Grecja zawdzięcza przede wszystkim ujemnej wartości bilansu pozostałych inwestycji, wynoszącej ponad -180 mld euro. Salda innych składników międzynarodowej pozycji inwestycyjnej mają niewielki wpływ na saldo sumaryczne (tabela 1).

Analizując strukturę greckiej międzynarodowej pozycji inwestycyjnej w poprzednich latach, należy stwierdzić, że nastąpiły w niej znaczące zmiany. Została zmarginalizowana rola zagranicznych inwestycji pośrednich (portfelowych), które w szczycie kryzysu stanowiły podstawę ujemnej pozycji inwestycyjnej Grecji, a wzrosła rola pozostałych inwestycji zagranicznych w Grecji, które w ciągu trzech ostatnich lat kilkakrotnie wzrosły (w tabeli pokazane jako liczby ujemne).

Tabela 1

Składniki greckiej międzynarodowej pozycji inwestycyjnej

	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Inwestycje bezpośrednie	-14 328	-14 653	-637	-1 835	5 686	11 983
Inwestycje pośrednie	-127 172	-149 589	-120 763	-140 750	-79 792	-9 314
Instrumenty pochodne	10	503	970	1 771	1 395	2 104
Pozostałe inwestycje	-38 842	-53 220	-61 273	-62 449	-142 328	-180 498
Aktywa rezerwowe	2 169	2 491	2 521	3 857	4 777	5 332

Źródło: opracowanie własne na podstawie *International Investment Position*, Bank of Greece.

Przyczyny tej sytuacji zostaną zbadane w dalszej części niniejszego opracowania, jednak na podstawie obserwacji ogólnej sytuacji gospodarczej w Europie oraz danych z tabeli 1 można przypuszczać, że znacząca część obligacji greckich, które w powszechnej opinii zyskały status śmieciowych, została przekonwertowana na jakiś rodzaj instrumentów, które zaliczono do pozycji pozostałe inwestycje.

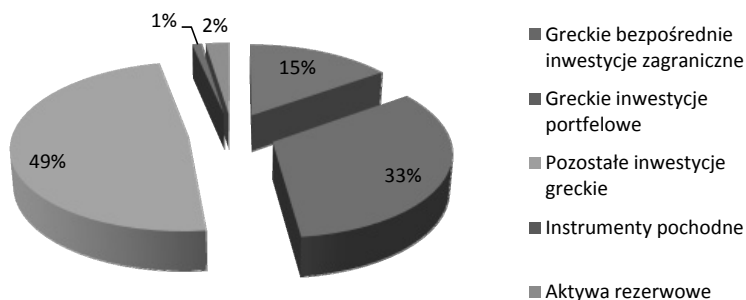
Podsumowując tę wstępną część opracowania, należy podkreślić, że kształtowanie się międzynarodowej pozycji inwestycyjnej Grecji ma zapewne ścisły związek z międzynarodowym kryzysem finansowym oraz kłopotami greckich finansów publicznych. W dalszej części opracowania autorzy postarają się udowodnić powyższą tezę.

3. Greckie aktywa zagraniczne

Jak już wyżej wspomniano, stan greckich aktywów zagranicznych odzwierciedla sumę inwestycji zagranicznych, które są w posiadaniu podmiotów gospodarczych z tego kraju. Na tę kwotę składają się greckie inwestycje bezpośrednie, inwestycje pośrednie oraz pozostałe inwestycje za granicą, a także instrumenty pochodne i aktywa rezerwowe. Można powiedzieć, że w pewnym sensie wielkość tych aktywów odzwierciedla siłę greckiej gospodarki i jej podmiotów w danym czasie. Im więcej inwestycji greckie podmioty realizują za granicą, tym lepsza zazwyczaj ich kondycja i pozycja międzynarodowa pozycja konkurencyjna samej gospodarki. Wycofywanie się podmiotów greckich z działalności międzynarodowej oznaczałoby zatem zazwyczaj pogarszanie się sytuacji gospodarczej w tym kraju oraz słabszą kondycję podmiotów.

Należy zaznaczyć, że sytuacja taka jest właściwa dla większości gospodarek funkcjonujących w okresach kryzysowych. Od zasady tej są oczywiście pewne wyjątki. Zdarza się bowiem, że pomimo kryzysu niektóre podmioty niejako wykorzystują sytuację w celu poczynienia tańszych zakupów na rynku międzynarodowym⁷.

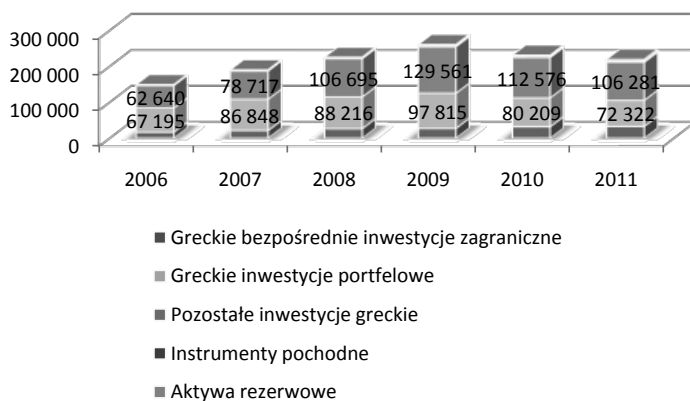
⁷ Robią tak np. korporacje chińskie, które pomimo kryzysu zwiększają swoje zaangażowanie na rynkach międzynarodowych.



Rysunek 2. Struktura greckich aktywów zagranicznych (stan na koniec 2011 roku)

Źródło: opracowanie własne na podstawie *International Investment Position*, Bank of Greece.

Na koniec 2011 roku w strukturze greckich aktywów zagranicznych przeważały pozostałe inwestycje. Ich udział w saldzie aktywów wynosił około 49%. Na drugim miejscu znalazły się greckie inwestycje portfelowe z trzydziestotrzyprocentowym udziałem, a na trzecim bezpośrednie inwestycje zagraniczne, które stanowiły około 15% omawianego salda. Znacznie mniejsze kwoty przypadają na instrumenty pochodne i greckie aktywa rezerwowe. Te pierwsze stanowiły niepełna 1%, a drugie około 2% salda greckich aktywów zagranicznych.



Rysunek 3. Zmiany struktury greckich aktywów zagranicznych w latach 2006–2011

Źródło: opracowanie własne na podstawie *International Investment Position*, Bank of Greece.

Analizując okres 2006–2011, należy stwierdzić, że w strukturze greckich aktywów występowały pewne zmiany. Dotyczy to szczególnie pozycji: pozostałe inwestycje oraz greckie inwestycje portfelowe.

Kwota greckich inwestycji portfelowych wahała się w badanym okresie we względnie niewielkim stopniu. Widoczny jest wzrost salda tych inwestycji w latach 2006–2009. W 2009 roku zagraniczne inwestycje portfelowe będące w posiadaniu greckich podmiotów osiągnęły rekordowe wartości, prawie 98 mld euro. Kolejne lata przyniosły spadki omawianego salda, co oznacza, że greckie podmioty pozbywały się zagranicznych papierów wartościowych (akcji i obligacji). Na koniec 2011 roku saldo greckich zagranicznych inwestycji portfelowych zamknęło się kwotą ponad 72 mld euro, czyli wróciło do poziomu zbliżonego do okresy przed kryzysem finansowym.

Pozostałe składniki salda greckich aktywów zagranicznych nie ulegały większym wahaniom. Warto podkreślenia wielkości przyjmowały jedynie greckie inwestycje bezpośrednie. W całym badanym okresie zwiększały się one z roku na rok.

Tabela 2

Greckie bezpośrednie inwestycje zagraniczne w latach 2006–2011

Greckie BIZ	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Ogółem	17 022	21 500	26 753	27 387	31 899	33 185
Kapitał własny i reinwestowane zyski	16 627	20 772	25 670	27 997	30 352	31 614
Pozostały kapitał	395	728	1 083	-610	1 547	1 571

Źródło: opracowanie własne na podstawie *International Investment Position*, Bank of Greece.

Na początku analizowanego okresu stan salda greckich inwestycji bezpośrednich za granicą wynosił nieco ponad 17 mld euro. Jak wyżej wspomniano, zwiększał się on rokrocznie, by na koniec 2011 roku zamknąć się kwotą około 31 mld euro. Warto zaznaczyć, że aktywność zagraniczna greckich podmiotów nie jest zatem zbyt duża. Dla porównania można powiedzieć, że aktywność zagraniczna polskich podmiotów, które dopiero zaczynają pojawiać się na zagranicznych rynkach, jest na podobnym poziomie⁸.

⁸ Wartość polskich bezpośrednich inwestycji zagranicznych wyniosła na koniec 2010 r. ponad 29 mld euro, zob. *Międzynarodowa pozycja inwestycyjna polski w 2010 roku*, NBP, Warszawa 2011, s. 8.

Warto jeszcze przyjrzeć się dokładniej strukturze głównych składników greckich aktywów zagranicznych, tj. zagranicznych inwestycji portfelowych oraz pozostałych inwestycji.

Tabela 3

Greckie zagraniczne inwestycje portfelowe w latach 2006–2011

Greckie ZIP	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Ogółem	67 195	86 848	88 216	97 815	80 209	72 322
Udziałowe papiery wartościowe	10 141	13 995	11 500	17 691	18 024	17 859
Dłużne papiery wartościowe	57 054	72 853	76 716	80 124	62 185	54 463

Źródło: opracowanie własne na podstawie *International Investment Position*, Bank of Greece.

Na początku analizowanego okresu (2006) w strukturze greckich zagranicznych inwestycji portfelowych wyraźnie dominowały dłużne papiery wartościowe (obligacje). Ich udział wynosił prawie 85%, a w 2008 roku zwiększył się nawet do prawie 87%. W kolejnych latach (2010–2011) zaangażowanie greckich podmiotów w zagraniczne papiery dłużne się zmniejszyło. W 2011 roku wartość papierów dłużnych znajdujących się w posiadaniu greckim spadła poniżej poziomu z roku 2006 i zamknęła się kwotą prawie 54,5 mld euro. Oznacza to, że ich udział w saldzie ZIP zmniejszył się do nieco ponad 75%.

Tabela 4

Kluczowe składniki greckich pozostałych inwestycji zagranicznych w latach 2006–2011 (mln euro)

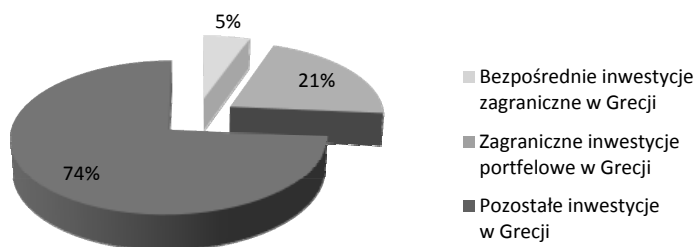
	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Suma	62 640	78 717	106 695	129 561	112 576	106 281
Międzynarodowe instytucje monetarne (z wyłączeniem banków centralnych)	41 901	59 295	89 052	112 310	86 334	72 345
W tym pożyczki/gotówka i depozyty	41 901	59 295	89 052	112 310	86 334	72 345
Pozostałe sektory	18 029	17 534	16 105	15 614	25 076	32 690
W tym pożyczki/gotówka i depozyty	17 358	16 961	15 509	15 512	24 874	32 452

Źródło: opracowanie własne na podstawie *International Investment Position*, Bank of Greece.

Analiza kluczowych pozycji pozostałych zagranicznych inwestycji greckich pokazuje, że największy udział w tym saldzie mają pożyczki/gotówka i depozyty udzielone/utrzymywane w międzynarodowych instytucjach monetarnych z wyłączeniem banków centralnych (większość w Międzynarodowym Funduszu Walutowym). Pozycja ta stanowi obecnie 68% pozostałych greckich inwestycji zagranicznych. W całym badanym okresie była to większość wyżej wspomnianego salda.

4. Greckie pasywa zagraniczne

Jak wynika z przedstawionej na wstępie analizy, przeważającą stroną w międzynarodowej pozycji inwestycyjnej Grecji są pasywa. Oznacza to, że podmioty zagraniczne więcej zainwestowały w Grecji, aniżeli greckie za granicą. Podobnie jak w przypadku greckich aktywów zagranicznych, tak w pasywach kluczową rolę odgrywają pozostałe inwestycje w Grecji. Stanowią one obecnie około 74% greckich pasywów zagranicznych.

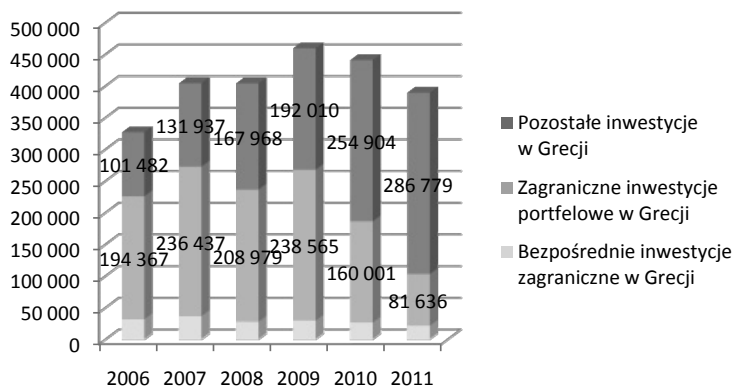


Rysunek 4. Struktura greckich pasywów zagranicznych (stan na koniec 2011 roku)

Źródło: opracowanie własne na podstawie *International Investment Position*, Bank of Greece.

Inne pozycje greckich pasywów zagranicznych mają obecnie mniejsze znaczenie. Zagraniczne inwestycje portfelowe w Grecji stanowią obecnie około 21% badanego salda, a bezpośrednie inwestycje zagraniczne w tym kraju około 5%.

Równie istotne jak w przypadku aktywów okazuje się przeanalizowanie zmian w strukturze greckich pasywów zagranicznych. Struktura ta uległa bowiem w badanym okresie znaczącym zmianom.



Rysunek 5. Zmiany w strukturze greckich pasywów zagranicznych w latach 2006–2011

Źródło: opracowanie własne na podstawie *International Investment Position*, Bank of Greece.

Na początku badanego okresu, tj. w 2006 roku, większość greckich pasywów zagranicznych stanowiły zagraniczne inwestycje portfelowe – było to około 59%. W następnych latach (zapewne w związku z kryzysem) wartość zagranicznych inwestycji portfelowych rosła, osiągnąwszy w 2009 roku rekordowe rozmiary ponad 238,5 mld euro (51% ogółu pasywów). Kolejne lata przyniosły drastyczny spadek ZIP przy jednoczesnym wzroście pozostałych inwestycji. Przyczyny tej sytuacji zostaną dokładnie zbadane w dalszej części opracowania po analizie struktury pasywów ZIP oraz pozostałych inwestycji w Grecji.

Tabela 5

Bezpośrednie inwestycje zagraniczne w Grecji w latach 2005–2011 (mln euro)

BIZ w Grecji	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Ogółem	31 350	36 153	27 390	29 222	26 213	21 202
Kapitał własny i reinwestowane zyski	29 303	33 731	24 538	27 162	23 088	18 077
Pozostały kapitał	2 047	2 422	2 852	2 060	3 125	3 125

Źródło: opracowanie własne na podstawie *International Investment Position*, Bank of Greece.

Co prawda, zasoby bezpośrednich inwestycji zagranicznych w Grecji nie odgrywają dominującej roli w saldzie zagranicznych pasywów Grecji, jednak jako że BIZ stanowią jeden z istotnych czynników rozwoju gospodarczego, warto poddać analizie reakcje inwestorów zagranicznych na kryzys greckiej gospodarki.

Po pierwsze, należy zaznaczyć, że kraj ten nigdy nie cieszył się znaczącym zainteresowaniem zagranicznych inwestorów bezpośrednich. W rekordowym roku 2007 zasoby BIZ w Grecji oszacowano na kwotę nieco ponad 36 mld euro. Światowy kryzys finansowy oraz kłopoty greckich finansów publicznych sprawiły, że zagraniczni inwestorzy bezpośredni zaczęli likwidować fabryki, zamykać placówki handlowe, banki i przenosić działalność w inne rejony Europy i świata. Zasoby bezpośrednich inwestycji zagranicznych w Grecji zmniejszyły się w roku 2011 w porównaniu do 2007 o ponad 41% i zamknęły się kwotą nieco ponad 21 mld euro. Większość tej kwoty stanowiły kapitały własne i reinwestowany kapitał.

Tabela 6

Zagraniczne inwestycje portfelowe w Grecji w latach 2006–2011 (mln euro)

ZIP w Grecji	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Ogółem	194 367	236 437	208 979	238 565	160 001	81 636
Udziałowe papiery wartościowe	45 746	63 547	17 168	19 516	12 802	5 781
Dłużne papiery wartościowe	148 621	172 890	191 811	219 049	147 199	75 855

Źródło: opracowanie własne na podstawie *International Investment Position*, Bank of Greece.

Jak już wspomniano wyżej, znaczące zmiany zaszły w badanym okresie w wielkości zagranicznych inwestycji portfelowych w Grecji. Oprócz zamian w skali równie istotne są także zmiany w strukturze zagranicznych inwestycji portfelowych w Grecji. Na początku badanego okresu zagraniczne podmioty były w posiadaniu greckich obligacji na kwotę ponad 148,5 mld euro. Stanowiło to ponad 76% ogółu ZIP w Grecji. Pozostałą kwotę stanowiła wartość akcji greckich przedsiębiorstw będących w posiadaniu zagranicznych podmiotów. W kolejnych latach nastąpiła eksplozja emisji obligacji greckich i ich wykupu przez zagraniczne podmioty. Proces ten osiągnął apogeum w 2009 roku, kiedy wartość papierów dłużnych będąca w posiadaniu zagranicy wyniosła ponad 219 mld euro. Kolejne lata przyniosły znaczącą redukcję greckiego długu, który w 2011 roku zamknął się kwotą prawie 76 mld euro.

Jednocześnie równorzędnie z powyższymi procesami następowała znacząca redukcja kwoty greckich udziałowych papierów wartościowych, znajdujących się w portfelach zagranicznych podmiotów. O ile jeszcze w 2007 roku wynosiła ona ponad 63,5 mld euro, o tyle na koniec 2011 roku już zaledwie niespełna

6 mld euro. Dłużne papiery wartościowe stanowiły zatem w 2011 roku prawie 93% salda zagranicznych inwestycji pośrednich w Grecji.

Tabela 7

Struktura pozostałych inwestycji zagranicznych w Grecji w latach 2006–2011 (mln euro)

	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Suma	101 482	131 937	167 968	192 010	254 904	286 779
Władze monetarne	8 183	10 797	35 348	49 036	87 088	104 750
W tym pożyczki/gotówka i depozyty	8 183	10 797	35 348	49 036	87 088	104 750
Instytucje rządowe i samorządowe	11 716	10 688	10 183	13 341	40 486	83 678
W tym pożyczki/gotówka i depozyty	11 711	10 683	10 179	13 338	40 483	83 675
Międzynarodowe instytucje monetarne	68 623	97 423	109 894	111 561	116 422	91 191
W tym pożyczki/gotówka i depozyty	68 623	97 423	109 894	111 561	116 422	91 191
Pozostałe sektory	12 960	13 029	12 543	18 072	10 908	7 160
W tym pożyczki/gotówka i depozyty	11 649	11 680	11 293	17 449	9 675	6 553

Źródło: opracowanie własne na podstawie *International Investment Position*, Bank of Greece.

Analiza struktury pozostałych inwestycji zagranicznych w Grecji w latach 2006–2011 dostarcza niezwykle istotnych wniosków. Przede wszystkim należy podkreślić, że wartość pozostałych inwestycji zagranicznych w Grecji rokrocznie zwiększała się. Sytuacja taka sprawiła, że w 2011 roku kwota pozostałych inwestycji zagranicznych w Grecji była ponad 180% większa w porównaniu z rokiem 2006.

W strukturze pozostałych inwestycji na koniec 2011 roku dominowały pożyczki udzielone pogrążonej w kryzysie Grecji przez zagraniczne władze monetarne (przede wszystkim banki centralne krajów strefy euro) – ponad 36,5% kwoty pasywów pozostałych inwestycji. Niewiele mniejsza była kwota pożyczek udzielonych przez międzynarodowe instytucje monetarne (głównie MFW) – niespełna 33% udział. Pożyczki udzielone przez zagraniczne instytucje rządowe i samorządowe stanowiły zaś około 29% pozostałych inwestycji zagranicznych w Grecji.

Analizując zmiany struktury pozostałych inwestycji zagranicznych w Grecji, należy podkreślić, że w 2011 roku w porównaniu z rokiem 2006 wzrosła wartość pożyczek udzielonych greckiemu rządowi właściwie przez wszystkie zagraniczne instytucje wskazane w tabeli 7 (z wyjątkiem pozostałych sektorów, których

pomoc można uznać za marginalną). Warto jednak podkreślić, że na podstawie analizowanych danych wyraźnie widoczna jest tendencja do przenoszenia ciężaru pomocy greckiej gospodarce z międzynarodowych instytucji monetarnych na zagraniczne banki centralne oraz zagraniczne instytucje rządowe i samorządowe. Suma zaangażowania międzynarodowych instytucji monetarnych zmniejszyła się bowiem w roku 2011 w stosunku do 2010 o 21,7% przy jednoczesnym wzroście zaangażowania pozostałych instytucji.

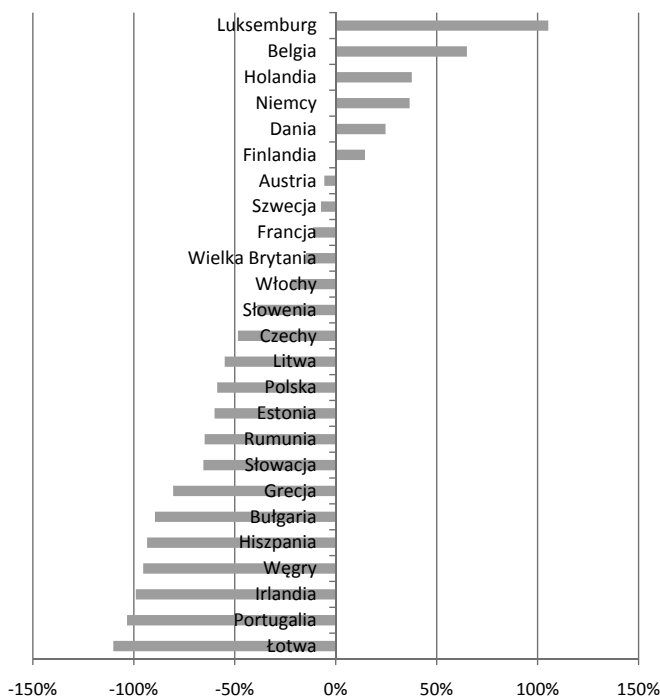
5. Międzynarodowa pozycja inwestycyjna Grecji na tle pozostałych krajów Unii Europejskiej

Porównanie międzynarodowej pozycji inwestycyjnej Grecji z innymi krajami Unii Europejskiej pokazuje, że badany pod tym względem kraj nie znajduje się jeszcze w najgorszym położeniu. Oczywiście mowa tutaj o finalnym wyniku badania międzynarodowej pozycji inwestycyjnej w stosunku do PKB, a nie o jej strukturze. Jak pokazała analiza całości materiałów statystycznych, sytuację gospodarki greckiej należy jednak uznać jako jedną z gorszych.

Można ogólnie stwierdzić, że stosunek międzynarodowej pozycji inwestycyjnej do produktu krajowego brutto zasadniczo odzwierciedla międzynarodową sytuację finansową danej gospodarki. Co prawda, od tej zasady są pewne wyjątki (np. Włochy – opisane poniżej), jednak pomimo wszystko wyraźnie widoczna jest zależność bieżącej sytuacji finansowej w danym kraju oraz kształtowania się jego międzynarodowej pozycji inwestycyjnej.

Jak pokazują dane na rysunku 6, Grecja znajduje się obecnie na siódmym miejscu od końca, biorąc pod uwagę stosunek jej międzynarodowej pozycji inwestycyjnej netto do PKB. W gorszej pozycji znajdują się kolejno Bułgaria, Hiszpania, Węgry, Irlandia, Portugalia oraz Łotwa. Znamienne jest, że trzy z sześciu wyżej wymienionych krajów należą do tzw. grupy PIIGS⁹. Jak wiadomo, sama wartość międzynarodowej pozycji inwestycyjnej netto danego kraju nie przesądza jeszcze jednoznacznie o negatywnych zjawiskach w gospodarce, jednak jak pokazała to analiza danych greckich, wysoce to uprawdopodobnia.

⁹ Umowna nazwa dla grupy krajów europejskich o najwyższym zadłużeniu (skrót od pierwszych liter angielskich nazw krajów: Portugal, Italy, Ireland, Greece oraz Spain).



Rysunek 6. Międzynarodowa pozycja inwestycyjna krajów Unii Europejskiej w stosunku do PKB (%)

Źródło: obliczenia i opracowanie własne na podstawie danych Eurostat.

Szczególnie niepokojąca jest bardzo słaba międzynarodowa pozycja inwestycyjna Hiszpanii. Jako że to jedna z największych gospodarek w Unii Europejskiej (udział w unijnym PKB na poziomie prawie 9%), jej kondycja ma istotne znaczenie dla całej Wspólnoty. Jak się okazuje, międzynarodowa pozycja inwestycyjna jest w tym wypadku ujemna, a jej stosunek do PKB zbliża się do 100%.

Podobnie jak to miało miejsce w Grecji, pierwotnie za ujemną międzynarodową pozycję inwestycyjną odpowiadało głównie saldo inwestycji portfelowych¹⁰. Obecnie jednak saldo to zmniejsza się na rzecz stopniowego powiększania się pozostałych inwestycji. Procesy te nie są jeszcze zbyt dynamiczne, jednak w przypadku pogorszenia się sytuacji na rynkach międzynarodowych stan ten szybko może ulec zmianie. Warto przy tym przypomnieć, że udział Hiszpanii w two-

¹⁰ Spanish International Investment Position vis-à-vis Other Euro Area Residents and the Rest of The World, Summary, Banco de Espana, Economic Biulletin, www.bde.es (30.05.2012).

rzeniu unijnego PKB jest znacznie większy niż Grecji. Pogorszenie się sytuacji w tym kraju może zatem znacznie gwałtowniej wpłynąć na Unię Europejską, niż ma to miejsce w przypadku gospodarki greckiej.

Jeszcze gorsza niż Hiszpanii jest sytuacja dwóch pozostałych krajów z grupy PIIGS, tj. Irlandii i Portugalii. Ich pozycja w UE nie jest co prawda tak znacząca (mniej więcej na poziomie Grecji), jednak rozprzestrzenienie się problemów greckich na inne kraje byłoby równie niebezpieczne. Mogłoby bowiem wywołać efekt domina z uwagi na różnorodne powiązania finansowe w sektorach bankowych, na rynku długu oraz na rynkach kapitałowych.

Najgorszą międzynarodową pozycję inwestycyjną wśród krajów Unii Europejskiej ma obecnie Łotwa. W tym kraju badana wielkość kształtuje się na poziomie około -110% PKB¹¹. Co prawda, jest to względnie najgorsza MPI, jednak z uwagi na stosunkowo niewielkie rozmiary produktu krajowego brutto w zasadzie nie ma ona w tym wypadku większego znaczenia dla całej Unii.

Warto jeszcze w tym miejscu wspomnieć o sytuacji Włoch. Jak wyżej stwierdzono, to obecnie jeden z najbardziej zadłużonych krajów UE należących do grupy PIIGS. Wszystkie pozostałe kraje z tej grupy charakteryzują się jednymi z najgorszych stosunków międzynarodowych pozycji inwestycyjnych do PKB w całej UE. Pozycja Włoch jest zatem wyjątkowa. Pomimo znaczącego zadłużenia stosunek ujemnej międzynarodowej pozycji inwestycyjnej do PKB nie jest wysoki – około -25% . Wynika to z faktu, że włoski produkt krajowy brutto jest jednym z najwyższych w Unii a także na świecie. W związku z tym stosunek nawet znacząco ujemnej międzynarodowej pozycji inwestycyjnej do ogromnego PKB nie jest tak duży jak w pozostałych krajach PIIGS.

Podsumowanie

Podsumowując rozważania przedstawione w obydwu częściach niniejszego opracowania, należy z całym przekonaniem stwierdzić, że światowy kryzys finansowy wywiera poważny wpływ na większość gospodarek świata. Obecnie szczególnie dotkliwie odczuwają to kraje mające kłopoty ze stabilizacją finansów publicznych. Nadmierne zadłużenie uruchomiło tu reakcje łańcuchowe, które

¹¹ Latvia's international investment position (annual data), Latvijas Banka, www.bank.lv (1.02.2012).

w połączeniu z pogarszającą się koniunkturą na rynku globalnym spowodowały wciągnięcie niektórych gospodarek w spiralę zadłużenia.

Wyraźnie widoczne jest to w rozmiarach, a przede wszystkim w strukturze międzynarodowej pozycji inwestycyjnej poszczególnych krajów. Po analizie materiałów statystycznych dla greckiej gospodarki można z całą pewnością powiedzieć że kryzys światowy wprost przekłada się na zmiany w MPI Grecji. Struktura tego parametru jest odzwierciedleniem skutków kryzysu finansów publicznych w tym kraju.

Spadek zagranicznych inwestycji portfelowych, szczególnie wartości greckich obligacji, jest efektem wspomnianego w pierwszej części porozumienia dotyczącego redukcji greckiego zadłużenia. Jednocześnie jednak znaczący wzrost salda pozostałych inwestycji wskazuje na słynne pakiety pomocy wystosowane przez kraje Unii Europejskiej. Zmiany międzynarodowej pozycji inwestycyjnej Grecji pokazują, że ciężar pomocy międzynarodowej dla tego kraju jest przenoszony obecnie z Międzynarodowego Funduszu Walutowego na banki centralne największych krajów UE.

Wreszcie zastanawiające jest, że w tak opłakanej sytuacji, w jakiej znalazło się greckie państwo, międzynarodowa pomoc oznacza konieczność utrzymywania przez rząd znaczących kwot pieniędzy na rachunkach w Międzynarodowym Funduszu Walutowym. Wiadome jest, że chodzi o przynajmniej częściowe zabezpieczenie kredytów udzielonych przez MFW, jednak wydaje się, że w tych najgorszych przypadkach niekoniecznie to najlepsze rozwiązanie. Wydaje się czasami, że działalność międzynarodowej społeczności nakierowana jest bardziej na zabezpieczenie interesów wierzycieli, aniżeli na bezinteresowną pomoc samemu dłużnikowi.

Jak wyżej wspomniano, kraje PIIGS zazwyczaj mają wysoce ujemną międzynarodową pozycję inwestycyjną w stosunku do PKB. W przypadku Grecji pozycja ta z roku na rok pogarszała się w wyniku wycofywania się inwestorów z rynku greckiego przy jednoczesnym napływie nowych kredytów i pożyczek (tzw. pozostałe inwestycje). Wyjątkiem od powyższej zasady jest sytuacja gospodarki włoskiej. Pomimo wysoce ujemnej międzynarodowej pozycji inwestycyjnej przyrównanie jej do ogromnego produktu krajowego brutto Włoch daje przeciętny wynik w Unii Europejskiej.

Literatura

- Górniewicz G., Siemiątkowski P., *Międzynarodowa pozycja inwestycyjna Polski*, w: *Problemy integracji europejskiej*, t. 3, Uniwersytet Kazimierza Wielkiego, Instytut Prawa, Administracji i Zarządzania, Bydgoski Dom Wydawniczy MARGRAFSEN, Bydgoszcz 2005.
- Guzek M., *Międzynarodowe stosunki gospodarcze*, PWE, Warszawa 2006.
- International Investment Position*, Bank of Greece.
- Jasiński B., Mesjasz L., *Rola finansowania zewnętrznego w procesie restrukturyzacji przemysłu krajów CEFTA*, w: *Zadłużenie zewnętrzne a rozwój przemysłu kraju dłużniczego*, Kraków 1997.
- Latvia's international investment position (annual data)*, Latvijas Banka, www.bank.lv/
- Międzynarodowa pozycja inwestycyjna Polski w 2007 roku*, NBP, Departament Statystyki, Warszawa 2008.
- Międzynarodowa pozycja inwestycyjna polski w 2010 roku*, Narodowy Bank Polski, Warszawa 2011.
- Pietrzak E., Markiewicz M. (red.), *Finanse, bankowość i rynki finansowe*, Wydawnictwo Uniwersytetu Gdańskiego, Gdańsk 2006.
- Piklikiewicz M. (red.), *Międzynarodowe stosunki gospodarcze*, Difin, Warszawa 2000.
- Smithson Ch.W., Smith C.W., Sykes W., *Zarządzanie ryzykiem finansowym*, Dom Wydawniczy ABC, Kraków 2000.
- Spanish International Investment Position vis-à-vis Other Euro Area Residents and the Rest of The World, Summary*, Banco de Espana, Economic Bulletin, www.bde.es
- Śliwiński P., *Zmiany międzynarodowej pozycji inwestycyjnej netto w grupie wybranych krajów Europy Środkowo-Wschodniej oraz Unii Gospodarczej i Walutowej*, w: E. Najlepszy (red.), *Determinanty bilansu płatniczego w krajach europejskich*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2008.

**CHANGES IN INTERNATIONAL INVESTMENTS POSITION
OF GREECE IN PERIOD OF CRISIS****Summary**

The second part of this article shows changes in the international investment position of Greece during the financial crisis. These changes shows the deteriorating of economic

situation of the Greek economy. As particularly relevant is the reduce foreign portfolio investment (especially Greek bonds) and an increase at the same time the balance of other investments.

Compared to other EU countries, the international investment position of Greek economy should be regarded as one of the worst.

Keywords: international investment position of Greece, financial crisis

Translated by Grzegorz Górniewicz, Piotr Siemiątkowski

