

EWA BILEWICZ*

Uniwersytet Szczeciński

PRZEKSZTAŁCENIA W STRUKTURZE AKTYWÓW I PASYWÓW KRAJÓW ROZWIJAJĄCYCH SIĘ

Streszczenie

Celem artykułu jest przedstawienie najważniejszych zmian w strukturze aktywów i pasywów krajów rozwijających się, które nastąpiły w pierwszej dekadzie XXI wieku. Z przeprowadzonych badań wynika, że po stronie pasywów wzrosło znaczenie instrumentów udziałowych, co jest korzystne, ponieważ umożliwia podział ryzyka pomiędzy inwestora i kraj przyjmujący inwestycję, a przez to sprzyja stabilności finansowej. Po stronie aktywów głównym składnikiem stały się rezerwy walutowe, przechowywane głównie w papierach wartościowych USA i strefy euro. Rosnące zadłużenie tych krajów uzasadnia obawy o stabilność rezerw zgromadzonych przez kraje rozwijające się.

Słowa kluczowe: aktywa zagraniczne krajów rozwijających się, pasywa zagraniczne krajów rozwijających się

Wprowadzenie

W ostatnich latach rosły aktywa i pasywa zagraniczne podmiotów z krajów rozwijających się, czyli zwiększała się ich międzynarodowa pozycja inwestycyjna. Świadczy to o pogłębianiu integracji ich rynków finansowych z ryn-

* Adres e-mail: bilewicz@wneiz.pl.

kami międzynarodowymi. Należy pamiętać, że aktywne uczestnictwo w międzynarodowych rynkach finansowych niesie ze sobą korzyści, ale także zagrożenia. Teoretycznie dostęp do zagranicznych oszczędności jest korzystny – szczególnie dla krajów rozwijających się – pozwala bowiem sfinansować nowe inwestycje, jednak powoduje też ich podatność na gwałtowne wahania w kierunkach przepływu kapitału, które zakłócają stabilność finansową. Duży napływ kapitału zagranicznego może prowadzić do nadmiernej aprecjacji waluty krajowej oraz napędzać ekspansję kredytową, z kolei gwałtowne zmniejszenie jego napływu – spowodować deprecjację waluty krajowej oraz wywołać kryzys.

W dobie dynamicznie rozwijających się rynków finansowych utrzymanie stabilności finansowej kraju jest coraz trudniejsze. W ostatnich kilkunastu latach kryzysy niejednokrotnie dotykały gospodarek krajów rozwijających się, powodując wysokie koszty w postaci spadku produkcji, bankructw przedsiębiorstw oraz spowolnienia wzrostu gospodarczego. W pierwszej dekadzie XXI wieku wiele z tych krajów z uwagi na dojmujące konsekwencje kryzysów działało w kierunku zmniejszenia podatności gospodarek na zakłócenia wynikające z nadmiernej zmienności przepływów kapitałowych i wahań kursów walutowych. Działania te miały z jednej strony zapewnić stabilizację makroekonomiczną, z drugiej zaś – zmniejszyć uzależnienie od kapitału zagranicznego. Efektem wprowadzonych reform był m.in. wzrost bezpieczeństwa struktury aktywów i pasywów zagranicznych krajów rozwijających się.

Ostatni światowy kryzys pokazał, że dzięki przeprowadzonym reformom kraje rozwijające się są lepiej przygotowane do czerpania korzyści ze swobodnego przepływu kapitału i choć ich gospodarki znacznie ucierpiały, to w przypadku wielu z nich stosunkowo szybko pokonano skutki kryzysu.

Celem artykułu jest przedstawienie najważniejszych zmian w strukturze aktywów i pasywów krajów rozwijających się, które nastąpiły w pierwszej dekadzie XXI wieku, oraz ich znaczenia dla stabilności finansowej tych państw.

Zmiany w strukturze pasywów zagranicznych krajów rozwijających się

Jak wspomniano, na przestrzeni ostatnich 10 lat nastąpił wzrost zagranicznych aktywów i pasywów w relacji do PKB w krajach rozwijających się, co świadczy o wzroście otwartości ich gospodarek na zagranicę oraz o pogłębieniu ich integracji z międzynarodowymi rynkami finansowymi. Średnia wielkość

aktywów i pasywów zagranicznych w relacji do PKB w krajach rozwijających się na koniec 2010 roku wynosiła około 120%, podczas gdy w 2000 roku oszacowano ją na około 90%. Należy zauważyć jednak, że nadal ich wysokość jest przeszło trzykrotnie niższa niż w krajach rozwiniętych (tab. 1). Dodatkowo w niektórych krajach rozwijających się wzrost aktywów zagranicznych był szybszy niż pasywów, w wyniku czego ich międzynarodowa pozycja inwestycyjna przekształciła się z ujemnej w dodatnią (np. w Chinach) co oznacza, że kraje te z dłużników zagranicy zmieniły się w jej wierzycieli¹. Wzrostowi zagranicznych pasywów krajów rozwijających się towarzyszyły zmiany w ich strukturze. W przeszłości ich głównym składnikiem były instrumenty dłużne², jednak duży napływ kapitału zagranicznego, przede wszystkim w postaci zagranicznych inwestycji bezpośrednich oraz inwestycji portfelowych w papiery udziałowe, spowodował w ich strukturze wzrost znaczenia instrumentów udziałowych (tab. 2).

Tabela 1. Zagraniczne aktywa i pasywa w relacji do PKB wybranych grup krajów

Kraje	2000	2007	2010
Kraje rozwinięte	226,7	427,9	427,9
Niemcy	274,1	414,2	474,0
Japonia	102,4	194,5	196,9
USA	138,8	274,5	294,1
Kraje rozwijające się	90,4	119,0	120,8
Chiny	69,7	104,3	109,9
Indie	41,8	64,8	69,7
Rosja	166,7	179,7	171,8

Źródło: E. Prasad, *Role Reversal in Global Finance...*, s. 20.

Na koniec 2010 roku relacja inwestycji bezpośrednich do pasywów ogółem w tych krajach wyniosła 46,4% i była o przeszło 13 punktów procentowych wyższa niż w 2000 roku. Szczególnie wysoki udział inwestycji bezpośrednich w pasywach zagranicznych odnotowano w Chinach i Arabii Saudyjskiej, gdzie na koniec 2010 roku wynosił on odpowiednio 63,2% i 60%. W latach 2000–2010 wzrósł także około dwukrotnie udział inwestycji portfelowych

¹ E. Prasad, *Role Reversal in Global Finance*, NBER WP 17497, 2011, s. 7, <http://www.nber.org/papers/w17497> (15.08.2012).

² E. Prasad, *Role Reversal*, „Finance & Development”, grudzień 2011, IMF, s. 27.

o charakterze udziałowym w całości pasywów zagranicznych krajów rozwijających się – na przykład w Południowej Afryce i Brazylii stanowiły one przeszło 30% wartości pasywów zagranicznych. Nie we wszystkich regionach krajów rozwijających się zmiany w strukturze pasywów zagranicznych przebiegały jednak w tym samym kierunku. W Europie głównym składnikiem pasywów zagranicznych w dalszym ciągu pozostały zagraniczne kredyty bankowe³.

Tabela 2. Struktura zagranicznych aktywów i pasywów brutto krajów rozwijających się (%)

Kraje	Inwestycje bezpośrednie/ pasywa ogółem			Inwestycje portfelowe udziałowe/ pasywa ogółem			Oficjalne aktywa rezerwowe/ aktywa ogółem		
	2000	2007	2010	2000	2007	2010	2000	2007	2010
Kraje rozwijające się ogółem	33,0	42,0	46,4	7,4	18,8	14,5	31,7	49,9	52,7
Brazylia	32,8	33,6	36,5	9,9	39,6	33,3	33,2	48,5	47,1
Chiny	59,4	57,3	63,2	5,7	5,6	8,8	37,6	63,3	69,0
Indie	14,7	25,8	32,5	12,6	24,8	18,5	59,8	79,4	67,9
Rosja	17,5	39,5	38,6	6,0	24,9	17,5	9,8	42,7	36,6
Arabia Saudyjska	54,1	52,8	60,0	0,0	3,8	3,5	13,8	53,9	56,0
Republika Południowej Afryki	43,5	39,0	41,5	22,6	38,9	35,0	6,2	13,6	13,4

Źródło: jak pod tabelą 1.

Struktura zobowiązań zagranicznych kraju jest ważna z punktu widzenia jego odporności na kryzys⁴. Jak wynika z badań przeprowadzonych przez ekspertów z OECD, duży udział zobowiązań o charakterze dłużnym w zobowiązaniach zagranicznych jest postrzegany jako czynnik zwiększający ryzyko wybuchu kryzysu w danym kraju. Większość państw szczególnie dotkniętych przez światowy kryzys finansowy z lat 2008–2009 w okresie poprzedzającym jego wybuch miał stosunkowo wysoki udział długu w zobowiązaniach zagranicznych ogółem. Ponadto w ciągu dekady poprzedzającej kryzys w wielu

³ E. Prasad, *Role Reversal in Global Finance...*, s. 9.

⁴ *International Capital Mobility: Which Structural Policies Reduce Financial Fragility?*, An Economic Policy Reforms: Going for Growth Report, OECD Economic Policy Papers 2012, nr 2, s. 10.

krajach wysoko rozwiniętych relacja ta wzrosła, podczas gdy w krajach rozwijających się uległa obniżeniu⁵. Jest to być może jeden z powodów, dla których gospodarki krajów rozwijających się mniej ucierpiały na skutek ostatniego światowego kryzysu niż tego, który wystąpił w drugiej połowie lat 90. ubiegłego wieku, a nawet okazały się bardziej na niego odporne niż gospodarki krajów rozwiniętych.

Widoczny w ostatnich latach wzrost znaczenia instrumentów udziałowych w strukturze zobowiązań zagranicznych gospodarek krajów rozwijających się można zatem uznać za zjawisko korzystne i sprzyjające zwiększaniu ich odporności na kryzysy. Ten rodzaj finansowania zagranicznego, w przeciwieństwie do pożyczek bankowych czy emisji papierów dłużnych, umożliwia podział ryzyka pomiędzy inwestora i pożyczkobiorcę. Inwestor osiąga bowiem zyski z finansowanego przedsięwzięcia tylko wówczas, gdy przynosi ono dochody, a nie – jak w przypadku finansowania o charakterze dłużnym – bez względu na sytuację finansową pożyczkobiorcy⁶. Z punktu widzenia kraju przyjmującego kapitał oznacza to, że w sytuacji, gdy wystąpią nieprzewidziane zakłócenia gospodarcze, takie jak na przykład recesja lub zmiany *terms of trade*, spadek dochodu realnego spowoduje obniżenie dochodów zagranicznych udziałowców, a tym samym mniejsze płatności w bilansie płatniczym z tytułu dywidendy wypłacanej obcokrajowcom⁷.

W strukturze zobowiązań zagranicznych krajów rozwijających się coraz większą rolę odgrywa dług denominowany w walucie krajowej, co także jest czynnikiem sprzyjającym stabilności finansowej gospodarki. Do niedawna zaciąganie zobowiązań na międzynarodowych rynkach finansowych przez kraje rozwijające się we własnych walutach narodowych było praktycznie niemożliwe ze względu na wysokie ryzyko finansowe związane z inwestycjami w te waluty. Zjawisko to określa się mianem *original sin*, wprowadzonym do literatury przedmiotu przez B. Eichengreena i R. Hausmanna⁸. Podmioty z krajów rozwijających się zaciągając kredyty lub emitując obligacje na zagranicznych

⁵ Ibidem, s. 8.

⁶ D. Lessard, *International Financing for Developing Countries: the Unfulfilled Promise*, „World Bank Staff Working Papers” nr 783, Waszyngton 1986, s. 10.

⁷ P. Krugman, M. Obstfeld, *Międzynarodowe stosunki gospodarcze*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1994, s. 266.

⁸ Szerzej B. Eichengreen, R. Hausmann, *Exchange Rates and Financial Fragility*, w: *New Challenges for Monetary Policy*, Federal Reserve Bank of Kansas City, Kansas City 1999.

rynkach, zadłużały się w obcych walutach, w wyniku czego były bardzo podatne na wahania kursów walutowych. Deprecjacja waluty krajowej w stosunku do walut zagranicznych powodowała, że wartość zobowiązań zagranicznych wyrażona w walucie krajowej rosła. Obecnie na skutek przeprowadzonych reform krajowych systemów finansowych kraje rozwijające się coraz częściej oferują zagranicznym inwestorom papiery wartościowe denominowane w ich lokalnych walutach. Według danych BIS w 2008 roku wśród obligacji wyemitowanych przez kraje rozwijające się aż 85% stanowiły obligacje denominowane w walucie krajowej⁹. Umożliwienie krajom rozwijającym się zaciągania pożyczek we własnej walucie prowadzi do zmniejszenia ich podatności na wahania kursów walut, a dodatkowo deprecjacja waluty krajowej wobec walut zagranicznych nie powoduje przepływu majątku do obcokrajowców. Jednocześnie deprecjacja waluty krajowej powoduje, że rośnie wartość aktywów zagranicznych denominowanych w walutach obcych wyrażona w walucie krajowej.

Zmiany w strukturze aktywów zagranicznych krajów rozwijających się

Dla struktury zagranicznych aktywów krajów rozwijających się charakterystyczny był wzrost znaczenia oficjalnych aktywów rezerwowych. Na koniec 2010 roku stanowiły one średnio przeszło połowę aktywów zagranicznych tej grupy państw, podczas gdy dziesięć lat wcześniej – niecałą jedną trzecią (tab. 2). Rosnące znaczenie aktywów rezerwowych banku centralnego w strukturze aktywów zagranicznych brutto krajów rozwijających się wynika z ich dynamicznego wzrostu w ostatniej dekadzie (tab. 3). W 2011 roku całkowite rezerwy walutowe krajów rozwijających się wynosiły około 7,6 bln USD i były blisko sześciokrotnie większe niż w 2003 roku. Dominująca część tych rezerw znajduje się w posiadaniu rozwijających się krajów azjatyckich, zwłaszcza Chin, do których należy 45% rezerw krajów rozwijających się.

Według niektórych ekonomistów obserwowany w ostatniej dekadzie szybki wzrost rezerw walutowych krajów rozwijających się (zwłaszcza azjatyckich) ma związek z realizowanym modelem rozwoju gospodarczego, w którym kluczową rolę odgrywa eksport. W modelu tym przyrost rezerw jest konsekwencją stymulowania wzrostu gospodarczego przez pobudzanie eksportu, czemu ma

⁹ E. Prasad, *Role Reversal in Global Finance...*, s. 9.

służyć utrzymywanie kursu walutowego na poziomie niższym niż wynikałoby to z przepływów na rynku walutowym. Jest to tzw. merkantylistyczny motyw gromadzenia rezerw walutowych¹⁰.

Tabela 3. Rezerwy walutowe krajów rozwijających się w latach 2000–2011

Wyszczególnienie	2003	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Kraje wschodzące i rozwijające się	1341,4	2304,4	3073,6	4368,4	4950,0	5596,1	6486,8	7616,9
Kraje rozwijające się Azji, w tym:	670,3	1156,1	1489,6	2128,9	2534,1	3077,9	3669,1	4380,5
Chiny	409,2	822,5	1069,5	1531,3	1950,3	2417,9	2889,6	3479,5
Indie	99,5	132,5	171,3	267,6	248,0	266,2	291,5	319,7
Europa Środkowa i Wschodnia	114,5	164,3	208,9	264,8	261,5	300,4	337,5	360,0
Wspólnota Niepodległych Państw, w tym:	91,8	213,8	355,3	547,9	502,2	512,3	565,5	662,6
Rosja	73,8	176,5	296,2	467,6	412,7	417,8	454,5	527,4
Ameryka Łacińska i Karaiby	195,4	255,3	310,3	445,1	497,3	547,8	651,3	771,5
Brazylia	48,9	53,3	85,2	179,5	192,9	237,4	287,5	366,1
Meksyk	59,0	74,1	76,3	87,1	95,1	99,6	120,3	140,3
Bliski Wschód i Afryka Płn.	230,3	434,1	595,5	836,9	999,5	1001,2	1104,0	1249,0
Afryka Subsaharyjska	39,1	80,9	114,0	144,8	155,4	156,4	159,4	193,2

Źródło: *World Economic Outlook*, IMF, wrzesień 2011, s. 204.

Zdaniem innych ekonomistów oraz ekspertów z samych krajów rozwijających się, głównym motywem szybkiego wzrostu rezerw walutowych w ostatnich latach było dążenie do zabezpieczenia się przed kryzysem walutowym przez zwiększenie stabilności finansowej kraju. W literaturze przedmiotu motyw ten określany jest jako przezornościowy¹¹. Duże rezerwy mają umożliwić bankowi centralnemu podjęcie interwencji walutowych w celu obrony kursu walutowego w sytuacji nagłego odpływu kapitału za granicę, jak to się działo podczas kryzysów walutowych w latach 1997–1998. Okazało się wtedy, że kraje, które miały odpowiednio wysokie rezerwy walutowe (np. Hongkong

¹⁰ D. Park, G. Estrada, *Are Developing Asia's Foreign Exchange Reserves Excessive? An Empirical Examination*, ADB Economics Working Papers Series nr 170, sierpień 2009, s. 6.

¹¹ J. Aizenman, J. Lee, *Financial Versus Monetary Mercantilism: Long-run View of Large International Reserve Hoarding*, „MF Working Paper” 2006, Vol. 280.

i Singapur), zdołały obronić kursy swoich walut przed atakami spekulacyjnymi. Wzrost rezerw walutowych ma zwiększyć zatem odporność tych krajów na kryzysy w przyszłości. Motyw ten odgrywa szczególną rolę w przypadku krajów, które ze względu na duży deficyt w obrotach bieżących bilansu płatniczego uzależnione są od finansowania zagranicznego (np. Brazylia, Turcja), oraz krajów, których wymiana handlowa z zagranicą jest mało zdywersyfikowana, ponieważ są one mniej odporne na nagłe przerwy w dopływie kapitału zagranicznego, wynikające z zaburzeń na rynku krajowym czy międzynarodowym. W przypadku krajów azjatyckich znaczenie motywu przezroczystościowego wzmacnia powszechny w tym regionie brak zaufania oraz niechęć do korzystania z pomocy finansowej Międzynarodowego Funduszu Walutowego (MFW). Pomoc ta wiąże się z koniecznością realizacji programów dostosowawczych, uzgodnionych z tą instytucją, które w ocenie niektórych krajów azjatyckich propagują na przykład zbyt restrykcyjną politykę gospodarczą, nadmiernie ograniczającą krajowy popyt, a także prowadzącą do spadku produkcji¹².

Również kraje, w których systemy bankowe są słabe, akumulują większe rezerwy walutowe, by przeciwdziałać ewentualnym kryzysom bankowym. W tym przypadku wskaźnikiem służącym określeniu bezpiecznego poziomu rezerw jest relacja rezerw do ilości pieniądza w gospodarce (mierzonego agregatem M2). W ostatnich kilkunastu latach w gospodarkach wschodzących relacja ta zwiększyła się z około 11% na początku lat 90. ubiegłego wieku do około 29% w 2006 roku, co można uznać za poziom stosunkowo bezpieczny, jednak w krajach o najwyższej stopie akumulacji rezerw (np. w Chinach) wskaźnik ten kształtuje się na poziomie niższym niż średnia dla krajów rozwijających się¹³.

Kolejną przesłanką skłaniającą kraje rozwijające się do utrzymywania nadwyżki w obrotach bieżących i gromadzenia rezerw walutowych jest fakt, że choć zgodnie z teorią ekonomii napływ kapitału powinien przyczyniać się do szybszego wzrostu gospodarczego kraju, to jednak badania empiryczne wskazują, że kraje w mniejszym stopniu opierające swój rozwój na kapitale zagranicznym a więcej na oszczędnościach wewnętrznych są w stanie zwiększać krajowe

¹² Ch. Wyplosz, *The Foreign Reserves Buildup: Business as Usual?*, Paper prepared for the Workshop on Debt, Finance and Emerging Issues in Financial Integration to be held on 6–7 March 2007 at the Commonwealth Secretariat in London, www.un.org/esa/ffd/events/2007debtworkshop/Wyplosz.pdf (20.08. 2012).

¹³ *Recent Developments in External Debt*, Report of the Secretary-General, United Nations, General Assembly, A/62/151, s. 5.

inwestycje i rozwijają się szybciej niż kraje bardziej uzależnione od kapitału zagranicznego¹⁴.

Ostatni kryzys pokazał, że zwiększona akumulacja rezerw przez banki centralne krajów rozwijających się była słuszna. Nagromadzone rezerwy stanowiły ważny bufor bezpieczeństwa, ograniczając ryzyko utraty płynności i deprecjacji kursów walutowych¹⁵. Jak wynika z badań K. Dominguez i innych, po kryzysie na ścieżkę wzrostu gospodarczego szybciej powróciły te kraje, które wcześniej zgromadziły duże rezerwy walutowe¹⁶.

W literaturze przedmiotu można jednak spotkać pogląd, że rezerwy walutowe niektórych krajów rozwijających się (przede wszystkim azjatyckich) są zbyt wysokie, co oznacza dodatkowe koszty i ryzyko dla kraju¹⁷. Jednym z rodzajów ryzyka, na które narażony jest kraj utrzymujący zbyt wysoki poziom rezerw, jest ryzyko poniesienia potencjalnych strat kapitałowych na skutek zmian kursów walut lub stóp procentowych. Skala tego ryzyka zależy oczywiście od wielkości rezerw, rodzaju instrumentów, w których są ulokowane, a także struktury walutowej rezerw. Gromadząc rezerwy walutowe, należy się kierować przede wszystkim zasadą płynności i bezpieczeństwa, w związku z czym banki centralne krajów rozwijających się nabywają głównie skarbowe papiery wartościowe państw wysoko rozwiniętych, traktowanych jako tzw. bezpieczne aktywa. Dominująca część rezerw walutowych krajów rozwijających się jest więc gromadzona w dolarach; kraje rozwijające się przechowują w tej walucie około 60% swoich rezerw. Pozostała część rezerw przechowywana jest głównie w euro lub jenach japońskich¹⁸. Biorąc pod uwagę nadmierne zadłużenie USA oraz kryzys fiskalny w strefie euro, można jednak mieć obawy co do stabilności rezerw krajów rozwijających się w przyszłości.

¹⁴ Ibidem, s. 6.

¹⁵ M. Wajda-Lichy, *Rozwój rynków finansowych i struktura zadłużenia w krajach Azji Południowo-Wschodniej i Ameryki Łacińskiej w świetle zakłóceń na światowych rynkach finansowych*, w: *Kryzys finansowy i jego skutki dla krajów na średnim poziomie rozwoju*, red. A. Wojtyła, PWE, Warszawa 2011, s. 137.

¹⁶ K. Dominguez, Y. Hashimoto, T. It, *International Reserves and Global Financial Crisis*, NBER, WP 17362, 2011, s. 29, <http://www.nber.org/papers/w17362> (05.08.2012).

¹⁷ M. Ruiz-Arranz, M. Zavadjil, *Are Emerging Asia's Reserves Really Too High?*, „IMF Working Paper” 2008, nr 192, s. 3.

¹⁸ E. Prasad, *Role Reversal in Global Finance...*, s. 10. Nie jest znana dokładnie struktura walutowa rezerw krajów rozwijających się, gdyż nie wszystkie kraje publikują informacje na ten temat.

Światowy kryzys finansowy z lat 2008–2009 spowodował pogorszenie stanu finansów publicznych wielu krajów. W odpowiedzi na recesję wywołaną kryzysem wiele państw udzieliło wsparcia ze środków publicznych przedsiębiorstwom i instytucjom finansowym znajdującym się w trudnej sytuacji. Zwiększona ekspansja fiskalna doprowadziła do silnego wzrostu długu publicznego w wielkościach absolutnych oraz w relacji do PKB. Według danych MFW poziom długu publicznego na świecie zwiększył się z 22 bln USD w 2007 roku do około 34 bln USD w 2011 roku. Relacja światowego długu publicznego do PKB zwiększyła się z 42% w 2007 roku do 57% w 2011 roku. Za przyrost ten odpowiadały głównie kraje rozwinięte, których dług publiczny zwiększył się w tym czasie z 18 bln USD do 30 bln USD¹⁹.

Trudna sytuacja finansów publicznych w krajach wysoko rozwiniętych rodzi obawy o ich długoterminową wypłacalność. Niepewność dotyczy zwłaszcza strefy euro, w której kilka państw bez pomocy udzielonej przez inne kraje i instytucje finansowe nie byłoby obecnie w stanie na bieżąco regulować swoich zobowiązań. Również stan finansów publicznych USA jest czynnikiem niepewności na światowych rynkach finansowych, o czym świadczy decyzja agencji S&P z sierpnia 2011 roku o obniżeniu ratingu kredytowego długoterminowego długu rządowego tego kraju z AAA do AA+²⁰. Wprawdzie pomimo rosnącego zadłużenia rząd USA w dalszym ciągu z łatwością sprzedaje duże ilości niskooprocentowanych obligacji, jednak nie można wykluczyć, że w pewnym momencie inwestorzy uznają, że wzrost długu publicznego jest nadmierny i przestaną je kupować. Doprowadzi to do deprecjacji dolara i strat finansowych w krajach, które przechowują swoje rezerwy w tej walucie. Obawy o stabilność nagromadzonych rezerw dolarowych coraz częściej wyrażają zwłaszcza przedstawiciele władz Chin, które ulokowały w tej walucie około 70% swoich aktywów rezerwowych. Twierdzą oni, że Chiny powinny bardziej zdywersyfikować strukturę walutową posiadanych rezerw albo przyjąć strategię, która spowoduje ich wolniejszy wzrost, co pozwoli na ograniczenie zakupów amerykańskich aktywów²¹.

¹⁹ Ibidem, s. 12.

²⁰ R. Nelson, *Sovereign Debt in Advanced Economies: Overview and Issues for Congress*, CRS Report RL 34314, 2012, s. 2, <http://www.fas.org/sgp/crs/misc/R41838.pdf> (10.08.2012).

²¹ W. Morrison, M. Labonte, *China's Holdings of U.S. Securities: Implications for the U.S. Economy*, CRS Report RL 34314, 2011, s. 11, <http://www.fas.org/sgp/crs/row/RL34314.pdf> (20.07.2012).

Po globalnym kryzysie finansowym przed specjalistami zarządzającymi rezerwami walutowymi pojawiły się nowe wyzwania. Przede wszystkim zmieniło się postrzeganie ryzyka związanego z inwestowaniem na rynkach finansowych. Transakcje, które wcześniej uchodziły za bezpieczne, obecnie niosą ze sobą znaczące ryzyko kredytowe czy ryzyko płynności. Utrzymuje się niepewność dotycząca przyszłości dolara, co rodzi pytanie o konieczność zrównoważenia struktury walutowej rezerw²². Duże rezerwy walutowe, które mają służyć zapewnieniu stabilności finansowej kraju, stają się w coraz większym stopniu źródłem potencjalnego ryzyka i kosztów. Zdaniem E. Prasada, zachodzące w ostatniej dekadzie zmiany w strukturze aktywów i pasywów zagranicznych krajów rozwijających doprowadziły do powstania swoistego paradoksu. Poprawie bezpieczeństwa struktury pasywów zagranicznych (dzięki wzrostowi znaczenia instrumentów udziałowych oraz instrumentów denominowanych w walucie krajowej) towarzyszy wzrost ryzyka po stronie aktywów zagranicznych ze względu na niestabilną sytuację fiskalną krajów wysoko rozwiniętych, których papiery wartościowe są nabywane²³.

Podsumowanie

Z przeprowadzonych badań wynika, że w ostatniej dekadzie zaszły istotne przekształcenia w strukturze aktywów i pasywów krajów rozwijających się. Zasadniczą zmianą po stronie pasywów był wzrost znaczenia instrumentów udziałowych, co jest korzystne, bowiem w dobie rosnącej skali przepływów kapitałowych umożliwia podział ryzyka pomiędzy inwestora i kraj przyjmujący inwestycje. Sprzyja to stabilności finansowej analizowanej grupy krajów.

Po stronie aktywów głównym składnikiem stały się rezerwy walutowe. Ich wzrost niewątpliwie przyczynił się też do zwiększenia odporności krajów rozwijających się na kryzys, w dłuższym okresie jednak dalsza akumulacja rezerw walutowych może powodować wiele problemów. Rosnące zadłużenie krajów wysoko rozwiniętych, w których papiery wartościowe inwestują banki centralne krajów rozwijających się, podważa wiarygodność kredytową ich emitentów,

²² BIS Review 44/2010, s. 2.

²³ E. Prasad, *Role Reversal in Global Finance*, s. 29.

a zatem rodzi obawy o stabilność rezerw zgromadzonych przez kraje rozwijające się.

Literatura

- Aizenman, J. Lee J., *Financial Versus Monetary Mercantilism: Long-run View of Large International Reserve Hoarding*, „IMF Working Paper” 2006, Vol. 280.
BIS Review 2010, nr 44.
- Dominguez K., Hashimoto Y., *International Reserves and Global Financial Crisis*, NBER, WP 17362, 2011.
- Eichengreen B., Hausmann R., *Exchange Rates and Financial Fragility*, w: *New Challenges for Monetary Policy*, Federal Reserve Bank of Kansas City, Kansas City 1999.
- International Capital Mobility: Which Structural Policies Reduce Financial Fragility?*, An Economic Policy Reforms: Going for Growth Report, OECD Economic Policy Papers 2012, nr 2.
- Krugman P., Obstfeld M., *Międzynarodowe stosunki gospodarcze*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1994.
- Lessard D., *International Financing for Developing Countries: the Unfulfilled Promise*, „World Bank Staff Working Papers” nr 783, Waszyngton 1986.
- Morrison W., Labonte M., *China's Holdings of U.S. Securities: Implications for the U.S. Economy*, CRS Report RL 34314, 2011, <http://www.fas.org/sgp/crs/row/RL34314.pdf> (20.07.2012).
- Nelson R., *Sovereign Debt in Advanced Economies: Overview and Issues for Congress*, CRS Report RL 34314, 2012, <http://www.fas.org/sgp/crs/misc/R41838.pdf> (10.08.2012).
- Park D., Estrada G., *Are Developing Asia's Foreign Exchange Reserves Excessive? An Empirical Examination*, Asian Development Bank, Economics WP Series nr 170, 2009.
- Prasad E., *Role Reversal*, „Finance & Development”, grudzień 2011, IMF.
- Prasad E., *Role Reversal in Global Finance*, NBER, WP 17497, 2011, <http://www.nber.org/papers/w17497> (15.08.2012).
- Recent Developments in External Debt*, Report of the Secretary-General, United Nations, General Assembly, A/62/151.
- Ruiz-Arranz M., Zavadjil M., *Are Emerging Asia's Reserves Really Too High?*, „IMF Working Paper” 2008, nr 192.

Wajda-Lichy M., *Rozwój rynków finansowych i struktura zadłużenia w krajach Azji Południowo-Wschodniej i Ameryki Łacińskiej w świetle zakłóceń na światowych rynkach finansowych*, w: *Kryzys finansowy i jego skutki dla krajów na średnim poziomie rozwoju*, red. A. Wojtyna, PWE, Warszawa 2011.

World Economic Outlook, IMF, wrzesień 2011.

Wyplosz Ch., *The Foreign Reserves Buildup: Business as Usual?*, Paper prepared for the Workshop on Debt, Finance and Emerging Issues in Financial Integration to be held on 6–7 March 2007 at the Commonwealth Secretariat in London, www.un.org/esa/ffd/events/2007debtworkshop/Wyplosz.pdf (20.08. 2012).

CHANGES IN THE FOREIGN ASSETS AND LIABILITIES OF DEVELOPING COUNTRIES

Summary

This paper analyses changes in international investment position of developing countries in last decade. The analysis show that foreign liabilities of developing countries used to be dominated by debt instruments, whereas now are dominated by FDI and portfolio equity instruments. This change in the structure is positive because it allows more risk sharing across countries.

The foreign assets of developing countries are becoming dominated by foreign exchange reserves, which are mainly invested in government bonds issued by U.S. Euro Area and Japan. But the safety of these bonds comes into a question because of fiscal crisis in these countries.

Keywords: foreign assets and liabilities of developing countries.

Translated by Ewa Bilewicz