



Dominik A. Skopiec

Szkoła Główna Handlowa w Warszawie
Kolegium Gospodarki Światowej
Instytut Międzynarodowych Stosunków Gospodarczych
dominik.skopiec@sgh.waw.pl

**AKUMULACJA OFICJALNYCH REZERW
WALUTOWYCH JAKO DETERMINANTA
STABILNOŚCI WSPÓŁCZESNEJ
GOSPODARKI ŚWIATOWEJ**

Streszczenie: Dynamiczna akumulacja oficjalnych rezerw walutowych stanowi jeden z najistotniejszych procesów kształtujących współczesną gospodarkę światową. Proces ten cechuje niespotykana dotąd skala i dynamika. Zjawisko akumulacji rezerw występuje przede wszystkim w krajach wschodzących i rozwijających się, a przeważająca część rezerw inwestowana jest w aktywa nominowane w dwóch najważniejszych walutach międzynarodowych, czyli w dolarach amerykańskich i euro. W artykule przedstawiono szereg zarówno pozytywnych, jak i negatywnych następstw tego zjawiska dla stabilności gospodarki światowej. Wśród czynników pozytywnych wskazano przede wszystkim na rolę rezerw walutowych w zapewnianiu stabilności finansowej gospodarek narodowych i ich ochronę przed zjawiskami kryzysowymi, co przeciwdziała przenoszeniu się zjawisk kryzysowych i powstawaniu kryzysów globalnych. Wśród negatywnych konsekwencji akumulacji rezerw walutowych dla stabilności gospodarki światowej wskazano przede wszystkim na utrzymującą się globalną nierównowagę płatniczą, spadek światowej stopy procentowej i związane z tym zniekształcenia cen na rynkach aktywów, a także nieoptymalną alokację zasobów oraz procykliczność zarządzania rezerwami walutowymi.

Słowa kluczowe: rezerwy walutowe, waluta międzynarodowa, globalna nierównowaga płatnicza, stabilność finansowa.

Wprowadzenie

Akumulacja rezerw walutowych jest procesem charakterystycznym dla współczesnej gospodarki światowej. Prowadzi ona do szeregu zarówno pozytywnych, jak i negatywnych skutków dla gospodarek krajów gromadzących

rezerwy oraz dla gospodarki światowej. Celem artykułu jest przedstawienie następstw tego zjawiska oraz mechanizmów i kanałów jego oddziaływania na stabilność gospodarki światowej. Tezę artykułu stanowi twierdzenie, że nadmierna akumulacja rezerw walutowych, w szczególności w krajach wschodzących i rozwijających się, stanowi zagrożenie dla stabilności gospodarki światowej. Zastosowane metody badawcze obejmują analizę danych statystycznych dotyczących światowych oficjalnych rezerw walutowych oraz wybranych zmiennych makroekonomicznych dla gospodarki światowej, a także analizę porównawczą i studium literatury przedmiotu.

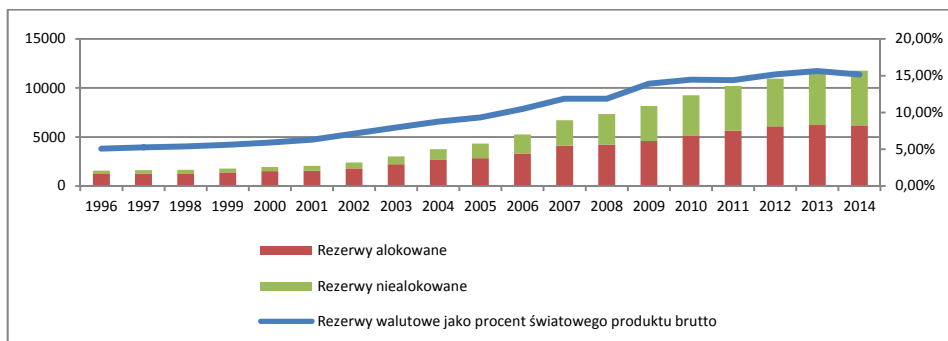
1. Akumulacja oficjalnych rezerw walutowych jako cecha współczesnej gospodarki światowej

Oficjalne rezerwy walutowe bywają często utożsamiane z oficjalnymi aktywami rezerwowymi, jednakże nie są to pojęcia synonimiczne. Zgodnie z definicją Międzynarodowego Funduszu Walutowego oficjalne aktywa rezerwowe to zagraniczne aktywa rezerwowe, które są łatwo dostępne i kontrolowane przez władze monetarne danego kraju, wykorzystywane w celu finansowania deficytów bilansu płatniczego, w interwencjach na rynku walutowym mających na celu oddziaływanie na kurs waluty krajowej oraz w innych powiązanych celach, takich jak utrzymywanie wiarygodności i zaufania do waluty i gospodarki krajowej oraz jako instrument zagranicznego kredytowania [IMF, 2009, s. 111]. W klasyfikacji oficjalnych aktywów rezerwowych MFW wyodrębniono cztery zasadnicze kategorie tych aktywów, a mianowicie aktywa w walutach wymiennalnych, transzę rezerwową w MFW, specjalne prawa ciągnięcia (SDR) oraz złoto [IMF, 2013, s. 47-48].

Oficjalne rezerwy walutowe są więc agregatem węższym od oficjalnych aktywów rezerwowych i stanowią ich część. Strukturę oficjalnych rezerw walutowych tworzą zgodnie z klasyfikacją MFW dwie zasadnicze kategorie, a mianowicie papiery wartościowe oraz gotówka i depozyty bankowe. Rezerwy walutowe stanowią przy tym dominującą część oficjalnych aktywów rezerwowych. W 2014 r. stanowiły one 87,9% oficjalnych aktywów rezerwowych krajów członkowskich MFW, z kolei udział złota wynosił 8,83%, transzy rezerwowej w MFW – 1,08%, a SDR – 2,18% [IMF, 2014].

Akumulacja rezerw walutowych stanowi jedną z cech charakteryzujących współczesną gospodarkę światową. Proces ten rozpoczął się w związku z serią kryzysów walutowych, które wybuchły w II połowie lat 90. XX w., w szczególności zaś pod wpływem kryzysu azjatyckiego lat 1997-1998. W rezultacie światowe rezerwy wzrosły z 1,6 bln USD w 1996 r. do 11,8 bln USD w 2014 r., a w relacji

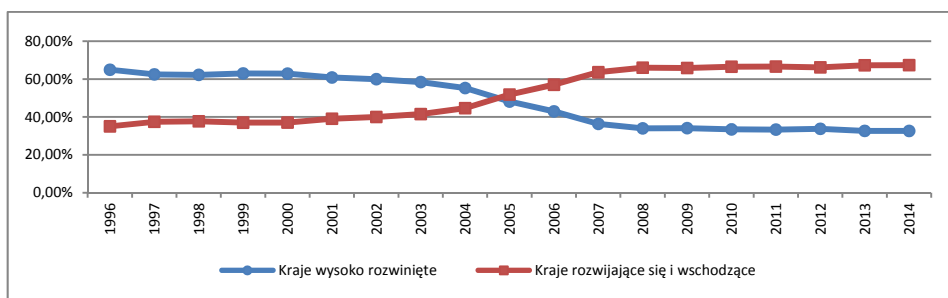
do światowego produktu brutto wzrosły z poziomu 5,1% w 1996 r. do 15,2% w 2014 r. [COFER, 2015].



Rys. 1. Rezerwy walutowe w gospodarce światowej (w mld USD i jako procent światowego produktu brutto)

Źródło: Na podstawie [COFER, 2015].

Akumulację rezerw walutowych we współczesnej gospodarce światowej wyróżnia nie tylko jej niespotykana dotąd skala i dynamika, lecz także szereg cech charakterystycznych, przede wszystkim zaś koncentracja geograficzna, walutowa i inwestycyjna tego zjawiska. Akumulacja rezerw walutowych jest procesem zachodzącym w przeważającej mierze w krajach wschodzących i rozwijających się, co doprowadziło do odwrócenia udziałów krajów rozwiniętych i rozwijających się w rezerwach światowych. W 1996 r. 64,9% rezerw przypadało na kraje rozwinięte, a 35,1% na kraje rozwijające się i wschodzące, z kolei w 2014 r. kraje rozwinięte utrzymywały zaledwie 32,6% światowych rezerw walutowych, a kraje rozwijające się i wschodzące posiadały 67,4% [COFER, 2015].



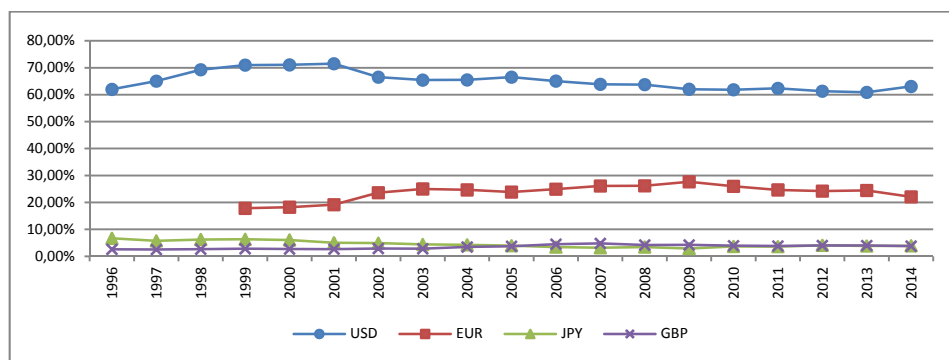
Rys. 2. Udział krajów wysoko rozwiniętych oraz rozwijających się i wschodzących w światowych rezerwach walutowych

Źródło: Na podstawie [COFER, 2015].

Koncentracja geograficzna akumulacji rezerw przejawia się też tym, że większość światowych rezerw utrzymywanych jest przez grupę kilku zaledwie krajów. W 2014 r. pięć krajów utrzymywało aż 58,7% światowych rezerw walutowych (Chiny, Japonia, Arabia Saudyjska, Szwajcaria i Brazylia), a grupa dziesięciu krajów posiadała 72,7% światowych rezerw (poza wspomnianymi Korea Południowa, Rosja, Hongkong, Indie i Singapur [World Bank, 2015]). Krajem utrzymującym największy zasób rezerw walutowych pozostają Chiny, których rezerwy rosły w bezprecedensowym tempie zwłaszcza po akcesji tego kraju do Światowej Organizacji Handlu w 2001 r. i ekspansji handlowej Państwa Środka, która doprowadziła do olbrzymich nadwyżek bilansu obrotów bieżących. Rezerwy walutowe Chin wzrastały w rezultacie z poziomu 220,1 mld USD w 2001 r. do 3,88 bln USD w 2014 r. Ogromnemu przyrostowi rezerw walutowych Chin odpowiadał także wzrost ich udziału w rezerwach światowych z 9,9% w 2001 r. do 30,1% w 2014 r. [World Bank, 2015].

Koncentracja walutowa światowych rezerw przejawia się dominacją dwóch najważniejszych walut rezerwowych, a mianowicie dolara amerykańskiego i euro. Szczególnie charakterystyczna jest przy tym wyraźna przewaga dolara w strukturze walutowej światowych rezerw, utrzymująca się pomimo spadku znaczenia gospodarki amerykańskiej w gospodarce światowej. W 2014 r. udział dolara w światowych rezerwach stanowił 63,1%, a euro 22,1%, w związku z czym w dwóch najważniejszych walutach międzynarodowych utrzymywane było aż 85,2% światowych rezerw. Udziały pozostałych walut są mało znaczące: w tym rezerwy w jenach stanowiły w 2014 r. 3,9%, a w funtach szterlingach 3,78% światowych rezerw [COFER, 2015]. Pamiętać jednak należy, że dane te dotyczą rezerw alokowanych, tj. tej części rezerw krajów członkowskich MFW, co do której kraje te przekazują Funduszowi dane na zasadzie dobrowolności. Cechą charakterystyczną zjawiska akumulacji rezerw walutowych pozostaje również wzrost udziału rezerw niealokowanych, co do których struktury dane nie są ujawniane. W badanym okresie udział rezerw niealokowanych wzrósł z 21,6% w 1996 r. do 47,4% w 2014 r. Przeważająca część tego przyrostu przypada na kraje wschodzące i rozwijające się [COFER, 2015].

Koncentracja inwestycyjna światowych rezerw walutowych przejawia się dominacją w portfelach rezerw rządowych papierów dłużnych krajów emitujących waluty międzynarodowe, przy czym najważniejszą pozycję zajmują obligacje skarbowe emitowane przez rząd Stanów Zjednoczonych. Dane udostępniane przez Departament Skarbu USA wskazują, że na koniec 2014 r. wartość amerykańskich obligacji skarbowych utrzymywanych przez obce państwa wynosiła 6,16 bln USD, czyli stanowiły one aż 52,3% światowych rezerw walutowych [Department of the Treasury, 2015].



Rys. 3. Struktura walutowa rezerw alokowanych

Źródło: Na podstawie [COFER, 2015].

Akumulacja rezerw walutowych w gospodarce światowej ma swoje źródła w postaci czynników zarówno wewnętrznych, związanych z polityką makroekonomiczną realizowaną przez kraje gromadzące rezerwy, jak i czynników zewnętrznych wynikających z dysfunkcjonalności współczesnego międzynarodowego systemu walutowego. Za najważniejsze czynniki związane z funkcjonowaniem międzynarodowego systemu walutowego uznawane są: zwiększona częstotliwość występowania kryzysów finansowych, duża skala i zmienność przepływów kapitału, znaczne wahania kursów walutowych, swoboda wyboru systemu kursu walutowego, brak efektywnego pożyczkodawcy ostatniej instancji na poziomie międzynarodowym, ograniczona podaż aktywów rezerwowych, niedostateczna koordynacja polityki makroekonomicznej oraz funkcjonowanie dominującej waluty międzynarodowej [Mohan, Patra, Kapur, 2013, s. 4-11].

Przyczyny akumulacji rezerw mają różne źródła w polityce gospodarczej krajów gromadzących rezerwy. Istotne pozostaje przy tym, że kraje akumulujące rezerwy to w szczególności dwie grupy krajów: państwa azjatyckie oraz kraje eksportujące surowce, zwłaszcza ropę naftową. W obu tych grupach mamy do czynienia z nieco innymi motywami akumulacji rezerw walutowych.

W przypadku krajów azjatyckich dominującą siłą sprawczą jest wynikający w znacznej mierze z doświadczeń kryzysu azjatyckiego motyw przezroczystości, w którego przypadku główną funkcją gromadzenia rezerw jest zapobieganie negatywnym szokom zewnętrznym i zjawiskom kryzysowym, przede wszystkim związanym z nagłymi i dużymi przepływami kapitału krótkoterminowego. Akumulacja rezerw jest w tym przypadku swoistym samoubezpieczaniem się (*self-insurance*), na co znaczący wpływ miała również negatywna ocena działań podjętych przez MFW w zwalczaniu kryzysu azjatyckiego i wynikające z tego

dążenie do uniezależnienia się od tej instytucji [ECB, 2006, s. 12-13]. Szczególnym przypadkiem wśród krajów azjatyckich są Chiny, gdzie akumulacja rezerw wiąże się przede wszystkim z motywem merkantylistycznym, tj. z interwencjami na rynku walutowym, które podyktowane są dążeniem do powstrzymania aprecjacji waluty krajowej w celu wspierania międzynarodowej konkurencyjności cenowej chińskiego eksportu i realizacji proeksportowej strategii wzrostu gospodarczego [Subramanian, 2011, s. 125-129].

Drugą zasadniczą grupą krajów akumulujących rezerwy walutowe są kraje eksportujące ropę naftową, w których przypadku gromadzenie rezerw z jednej strony jest związane ze znacznymi wpływami z eksportu surowców oraz dążeniem do stabilizacji wpływów budżetowych w związku z wahaniami cen surowców, a z drugiej dążeniem do zachowania części zgromadzonego majątku narodowego dla przyszłych pokoleń w związku ze świadomością, że surowce stanowią wyczerpywalne źródło dochodu.

2. Pozytywne skutki akumulacji rezerw walutowych dla stabilności gospodarki światowej

Pozytywne skutki akumulacji rezerw walutowych dla stabilności gospodarki światowej wiążą się przede wszystkim z tym, że jest ona pochodną stabilności finansowej gospodarek narodowych. Utrzymywanie znaczącego, nawet ponadoptymalnego poziomu rezerw walutowych ma szereg pozytywnych skutków dla stabilności gospodarek poszczególnych krajów. Przede wszystkim wysokie rezerwy zapewniają ochronę podatnych na szoki zewnętrzne krajów wschodzących i rozwijających się przed kryzysami, zwłaszcza walutowymi. Przede wszystkim pozwalają na powstrzymanie gwałtownej deprecjacji waluty krajowej w przypadku nagłego odpływu kapitału krótkoterminowego, a w związku z tym zmniejszają także prawdopodobieństwo wystąpienia ataków spekulacyjnych na walutę krajową. Dowodzić tego miał przy tym fakt, że kraje wschodzące posiadające znaczne rezerwy ucierpiały w mniejszym stopniu na skutek globalnego kryzysu gospodarczego oraz szybciej przezwyciężyły jego następstwa.

Poza wspomnianymi pozytywnymi efektami akumulacji rezerw walutowych związanymi z ich funkcją protekcyjną znaczące rezerwy walutowe wzmacniają również wiarygodność kredytową krajów oraz zmniejszają w ich przypadku tzw. ryzyko kraju (*country risk*). Oddziałuje to pozytywnie na oceny agencji ratingowych oraz prowadzi do zmniejszenia kosztu pozyskania kapitału na międzynarodowym rynku finansowym. Zwiększa również możliwości pozyskania zagranicznych inwestycji zarówno bezpośrednich, jak i portfelowych, gdyż rezerwy uważane

są za zabezpieczenie kapitału zagranicznego ulokowanego w kraju i w związku z tym warunkują jego napływ. Pozytywne skutki akumulacji rezerw w efekcie widoczne są także w większych możliwościach rozwojowych gospodarek narodowych.

Wspomniane pozytywne efekty akumulacji rezerw walutowych dla gromadzących je krajów przekładają się na stabilność całej gospodarki światowej. Przede wszystkim rezerwy walutowe przyczyniają się do stabilizacji kursów walutowych, która pozytywnie oddziałuje na stabilność gospodarki światowej, gdyż zapewnia między innymi stabilne warunki rozliczania handlu międzynarodowego. Funkcja protekcyjna rezerw zapobiega rozprzestrzenianiu się kryzysów finansowych na inne podmioty gospodarki światowej i zmniejsza prawdopodobieństwo wystąpienia efektu domina/zarażania się. Większe możliwości rozwojowe poszczególnych krajów spowodowane napływem zagranicznych środków pozytywnie wpływają na rozwój i koniunkturę całej gospodarki światowej.

3. Negatywne skutki akumulacji rezerw walutowych dla stabilności gospodarki światowej

Wskutek dynamicznej akumulacji rezerw walutowych w krajach wschodzących wartość utrzymywanych rezerw pozostaje na poziomie ponadoptimalnym, tj. przekraczającym wartości progowe wyznaczone na podstawie tradycyjnych miar adekwatności rezerw, zgodnie z którymi optymalny poziom rezerw odpowiada wartości trzymiesięcznego importu, 100% krótkoterminowego zadłużenia zagranicznego i 20% agregatu pieniądza M2 [IMF, 2011, s. 9-10]. W przypadku Chin, a więc kraju utrzymującego największe rezerwy walutowe, poziom rezerw przekracza te wartości w znacznym stopniu. W 2013 r. rezerwy walutowe Państwa Środka odpowiadały wartości 19,8 miesięcy importu, 621,2% krótkoterminowego zadłużenia zagranicznego, 443,7% całkowitego zadłużenia zagranicznego oraz 21,7% agregatu pieniądza M2 [World Bank, 2015].

Ponadoptimalny poziom rezerw w gospodarce światowej jest źródłem różnorodnych zagrożeń dla jej stabilności. Zagrożenie takie niewątpliwie stanowi przedstawiona koncentracja geograficzna, walutowa oraz inwestycyjna światowych rezerw. Utrzymywanie olbrzymich rezerw jest też czynnikiem kryzysogennym w przypadku nagłej dywersyfikacji portfela rezerw, która prowadzić może do gwałtownych zmian kursów walutowych, stóp procentowych i kierunków przepływu kapitału. Podobne zagrożenia występują w przypadku strategii zmniejszenia tempa akumulacji rezerw, czy tym bardziej deakumulacji [Bogołębska, 2013, s. 289-290].

Akumulacja rezerw walutowych zagraża stabilności gospodarki światowej, gdyż umożliwia krajom emitującym waluty międzynarodowe utrzymywanie znaczących deficytów bilansu obrotów bieżących i prowadzenie niezrównoważonej polityki makroekonomicznej, w szczególności polityki fiskalnej. Znaczny popyt na rezerwy stanowi zachętę do akumulacji długu przez kraje emitujące główne waluty rezerwowe, gdyż obniża koszt jego zaciągania. Dotyczy to zwłaszcza emitenta dominującej waluty międzynarodowej i kraju notującego najwyższe deficyty rachunku bieżącego, czyli Stanów Zjednoczonych. Akumulacja rezerw walutowych przyczynia się więc do powstania i utrzymywania się globalnej nierównowagi płatniczej, tj. permanentnych deficytów i nadwyżek bilansu obrotów bieżących krajów istotnych systemowo, czyli takich, które ze względu na wielkość oraz powiązanie z gospodarką światową mają istotny wpływ na gospodarki innych krajów oraz całą gospodarkę światową [Bracke, Bussiere, Fidora, Straub, 2008, s. 12]. Kryzys bilansu płatniczego w przypadku tych krajów może z łatwością przenieść się w wyniku efektu zarażania na inne gospodarki i przeistoczyć się w kryzys globalny. Zagrożeniem związanym z globalną nierównowagą jest też trwałość oraz ryzyko korekty w drodze kryzysu i związanej z tym globalnej recesji [Claessens, Evenett, Hoekman, 2010].

Akumulacja rezerw walutowych jest też uważana za czynnik zniekształcający światowe przepływy kapitału, gdyż w jej wyniku kapitał płynie obecnie z krajów rozwijających się do krajów rozwiniętych, podczas gdy teoria klasyczna mówi, że powinien płynąć w odwrotnym kierunku, gdyż w krajach rozwijających się występuje niższy poziom kapitału na zatrudnionego, czyli kapitał stanowi zasób rzadki w porównaniu z siłą roboczą, w związku z czym stopa zwrotu z zainwestowanego kapitału powinna być tam wyższa niż w krajach rozwiniętych, w których kapitał jest względnie obfity. W tym kontekście można uznać, że akumulacja rezerw walutowych prowadzi do nieoptymalnej alokacji zasobów w gospodarce światowej, gdyż oszczędności z rozwijających się państw nadwyżkowych finansują konsumpcję prywatną i wydatki rządowe (deficyty budżetowe) w deficytowych krajach rozwiniętych.

Podkreśla się także, że akumulacja rezerw walutowych jest jednym z czynników prowadzących do nadpłynności w gospodarce światowej i spadku światowej stopy procentowej, co prowadzi do zwiększonej skłonności do ryzyka na rynkach finansowych, sprzyja zniekształceniom cen i powstawaniu baniek spekulacyjnych na rynkach aktywów, w szczególności akcji i nieruchomości, a także przyczynia się do zwiększonej akcji kredytowej banków, której towarzyszy również osłabienie jakości analizy zdolności kredytowej. Czynniki te spowodowały kryzys finansowy w Stanach Zjednoczonych i następnie globalny

kryzys gospodarczy w latach 2008-2009, gdyż napływ kapitału do tego kraju, którego źródłem były państwa nadwyżkowe lokujące swoje rezerwy w aktywach amerykańskich, doprowadził do nadmiaru płynności oraz spadku amerykańskich stóp procentowych, a także globalnej stopy procentowej [Obstfeld, Rogoff, 2009].

Zagrożenie dla stabilności gospodarki światowej stwarza też procykliczny charakter zarządzania rezerwami przez banki centralne, w szczególności zjawisko ucieczki do aktywów bezpiecznych w czasach kryzysu (*flight to quality*) i pozbywanie się inwestycji uważanych za bardziej ryzykowne, takich jak depozyty bankowe i obligacje agencji rządowych, w szczególności zaś obligacji skarbowych emitowanych przez kraje objęte kryzysem. Destabilizujący charakter procyklicznego zarządzania rezerwami walutowymi wzrasta oczywiście wraz ze wzrostem wielkości rezerw utrzymywanych przez dany bank centralny. Wspomniane negatywne efekty zarządzania rezerwami przez banki centralne wystąpiły w okresie kryzysu globalnego 2008-2009 i przyczyniły się do jego pogłębienia [Pihlman, Hoorn, 2010].

Zagrożeniem dla stabilności gospodarki światowej związanym z akumulacją rezerw walutowych są również zmiany w strategiach zarządzania rezerwami w wielu bankach centralnych wynikające przede wszystkim z ponadoptymalnego poziomu rezerw i rosnących kosztów ich utrzymywania. Przejawem tych zmian jest spadek znaczenia tradycyjnego celu zarządzania rezerwami, jakim jest bezpieczeństwo i płynność, oraz dążenie w coraz większym stopniu do zwiększenia dochodowości rezerw, czemu towarzyszy podejmowanie coraz większego ryzyka. Prowadzi to do dywersyfikacji struktury inwestycyjnej rezerw i zwiększenia w niej udziału aktywów bardziej zyskownych, ale będących jednocześnie źródłem większego ryzyka [Borio, Galati, Heath, 2008]. Dobry przykład stanowi kraj utrzymujący największe rezerwy, a mianowicie Chiny – w 2000 r. udział akcji w rezerwach dolarowych w tym państwie wynosił zaledwie 1,52%, a w 2014 r. osiągnął poziom 17,6%. Zmiany w zarządzaniu rezerwami spowodowane ich znacznym przyrostem obejmują także powierzenie coraz większej części rezerw państwowym funduszom majątkowym. Zagrożenie dla stabilności gospodarki światowej wiąże się w tym przypadku zarówno z dążeniem tych funduszy do uzyskiwania wysokich stóp zwrotu, jak i z faktem, że realizują one nie tylko cele inwestycyjne, lecz także strategiczne, pozostając przy tym podmiotami mało transparentnymi.

Podsumowanie

Dynamiczna akumulacja oficjalnych rezerw walutowych stanowi jeden z najistotniejszych procesów kształtujących współczesną gospodarkę światową. Proces ten cechuje nie tylko niespotykana dotąd skala i dynamika, lecz także koncentracja geograficzna (zjawisko akumulacji występuje głównie w krajach wschodzących i rozwijających się, przede wszystkim azjatyckich i naftowych), koncentracja walutowa (przeważająca część światowych rezerw utrzymywana jest w dwóch najważniejszych walutach międzynarodowych, a mianowicie dolarze amerykańskim i euro) oraz koncentracja inwestycyjna (większość rezerw lokowana jest w rządowe papiery dłużne, w przeważającej mierze emitowane przez rząd Stanów Zjednoczonych).

Akumulacja rezerw walutowych jest jednym z czynników stabilności gospodarki światowej, na którą oddziałuje zarówno w pozytywny, jak i negatywny sposób. Proces ten może sprzyjać stabilności gospodarki światowej, gdyż zwiększa stabilność finansową gospodarek narodowych i czyni je bardziej odpornymi na zjawiska kryzysowe. Jednakże w większym stopniu gromadzenie nadmiernych rezerw jest zagrożeniem dla stabilności gospodarki światowej. W szczególności akumulacja rezerw przyczynia się do utrzymywania się globalnej nierównowagi płatniczej, spadku światowej stopy procentowej, zniekształceń cen na rynkach aktywów i nieoptymalnej alokacji zasobów w skali gospodarki światowej. Niesie także za sobą zagrożenia związane z procyklicznością zarządzania rezerwami przez banki centralne oraz dążeniami do dywersyfikacji rezerw i powierzenia ich części państwowym funduszom majątkowym.

Literatura

- Bogołębska J. (2013), *Nierównowagi globalne a stabilność międzynarodowego systemu walutowego*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź.
- Borio C., Galati G., Heath A. (2008), *FX reserve management: trends and challenges*, Bank for International Settlements, Basel.
- Bracke T., Bussiere M., Fidora M., Straub R. (2008), *A framework for assessing global imbalances*, „Occasional Paper”, No. 78, European Central Bank, Frankfurt am Main.
- Claessens S., Evenett S., Hoekman B. (2010), *Rebalancing the global economy: a primer for policymaking*, Centre for Economic Policy Research, London.
- COFER (2015), *Currency composition of official foreign exchange reserves*, International Monetary Fund.

- Department of the Treasury (2015), *Major foreign holders of treasury securities*.
- ECB (2006), *The accumulation of foreign reserves*, „Occasional Paper”, No. 43, European Central Bank, Frankfurt am Main.
- IMF (2009), *Balance of payments and international investment position manual*, 6th Edition, International Monetary Fund, Washington.
- IMF (2011), *Assessing reserve adequacy*, Washington.
- IMF (2013), *International reserves and foreign currency liquidity. Guidelines for a data template*, International Monetary Fund, Washington.
- IMF (2014), *Annual report 2014*, International Monetary Fund, Washington.
- Obstfeld M., Rogoff K. (2009), *Global imbalances and the financial crisis: products of common causes*, University of California, Berkley.
- Pihlman J., Hoorn H. (2010), *Procyclicality in central bank reserve management: evidence from the crisis*, International Monetary Fund, Washington.
- Subramanian A. (2011), *Eclipse: living in the shadow of china's economic dominance*, Peterson Institute for International Economics, Washington.
- World Bank (2015), *World development indicators database*.

FOREIGN EXCHANGE RESERVES ACCUMULATION AS A DETERMINANT OF THE STABILITY OF THE GLOBAL ECONOMY

Summary: Dynamic accumulation of the foreign exchange reserves constitutes a significant feature of the contemporary global economy. The aforementioned process is not only characterised by its unprecedented scale and dynamics. It is confined almost only to emerging and developing economies. Moreover, overwhelming majority of the world reserves is held in assets denominated in two leading international currencies, namely in US Dollar and the Euro. Last but not least, a considerable part of the world reserves is invested in government securities, most notably US treasury securities. The article analyses both positive and negative impact of foreign reserves accumulation on the global financial stability. Positive factors involve in particular enhancing financial stability of national economies and protection against external shocks that can prevent contagion effect and development of global crises. However, negative effects of reserve accumulation on global stability are greater and involve persistent global imbalance, depressed global interest rates, formation of asset bubbles most notably in case of equities and real estate markets as well as suboptimal allocation of resources and procyclical character of reserve management.

Keywords: foreign exchange reserves, international currency, global imbalance, financial stability.