

Joanna Bogołębska

Uniwersytet Łódzki

WYKORZYSTANIE REZERW WALUTOWYCH ZAKUMULOWANYCH NA PONADOPTYMALNYM POZIOMIE – DOŚWIADCZENIA WSPÓŁCZESNYCH BANKÓW CENTRALNYCH

Wprowadzenie

Dynamiczny przyrost aktywów rezerwowych stanowi fenomen współczesnej gospodarki światowej. Tempo akumulacji rezerw przyśpieszyło wyraźnie od 2000 r., kiedy to średni roczny przyrost globalnego zasobu rezerw przekracza 20%. Zjawisko to odnosi się zasadniczo do krajów *emerging markets*, które akumulując rezerwy pochodzące z nadwyżek na rachunku obrotów bieżących i/lub kapitałowych dokonują transferu krajowych oszczędności netto za granicę, co stanowi, zważywszy na słaby rozwój gospodarczy tej grupy krajów, paradoks współczesnej gospodarki światowej. Dominuje pogląd, wsparty licznymi badaniami empirycznymi w tym zakresie, że poziom rezerw akumulowanych przez te kraje osiągnął poziom ponadoptymalny, co oznacza znaczną przewagę kosztów nad korzyściami z polityki akumulacji.

Należy w tym miejscu zauważyć, że pojęcie ponadoptymalnego/nadmiernego poziomu rezerw (*excess reserves*) nie poddaje się jednoznaczemu sformułowaniu. Czynniki niewątpliwie relatywizującymi je są różnorodne motywy krajów realizujących politykę akumulacyjną oraz stosowane miary oceny ich adekwatności. Powoduje to, że nie można ustanowić odnoszącego się do wszystkich krajów progu, powyżej którego rezerwy walutowe kraju uznawane byłyby za ponadoptymalne.

Kolejne spostrzeżenie dotyczy percepcji zjawiska nadmiernej akumulacji rezerw. Dominujący dotychczas w literaturze przedmiotu pogląd o destabilizującym (poprzez stanowienie źródła ryzyka, pogłębianie nierównowag globalnych)

oddziaływaniu nadmiernej akumulacji rezerw na międzynarodowy system finansowy jest coraz częściej łagodzony spostrzeżeniem, że akumulacja taka niekoniecznie musi stanowić siłę kryzysogenną, może zaś – poprzez produktywne zastosowanie zakumulowanych aktywów zagranicznych – być czynnikiem dynamizującym wzrost gospodarczy kraju. Czynnikiem, który niewątpliwie przyczynił się do takiej ewolucji poglądów były doświadczenia ostatniego kryzysu finansowego, w wygenerowaniu i rozprzestrzenieniu którego istotną rolę odegrała płynność sektora prywatnego, a nie publicznego. Wyrażane dotąd obawy, że nadmierna płynność sektora oficjalnego, przybierająca formę ponadoptymalnej akumulacji rezerw, może stać się czynnikiem kryzysogennym w sytuacji gwałtownej dywersyfikacji portfela, prowadzącej do gwałtownych ruchów kursowych, zmian stóp procentowych i kierunków przepływu kapitału, nie zmaterializowała się – okazało się, że nie nadwyżkowe kraje azjatyckie, lecz nadwyżkowe kraje europejskie (Szwajcaria, Niemcy) transferujące płynność sektorem prywatnym, a nieoficjalnym, odegrały zasadniczą rolę w finansowaniu boomu kredytowego w USA. Stąd rekomendacja, aby w monitorowaniu globalnej stabilności finansowej bardziej koncentrować się na zjawiskach zachodzących w akumulacji aktywów dokonywanej przez sektor prywatny oraz na przepływach kapitałowych, w szczególności w ujęciu brutto¹.

Również zachowania banków centralnych w ramach polityki zarządzania kryzysowego (*crisis management*) nakazują ostrożniej podchodzić do dotychczasowo dogmatycznie jednoznacznie przyjętej linii podziału: rezerwy optymalne/ponad-optymalne oraz rezerwy będące w posiadaniu krajów rozwiniętych/krajów *emerging markets* w ocenie ich potencjalnie kryzysogennego oddziaływania. W trakcie globalnego kryzysu finansowego wiele banków centralnych wycofywało swoje depozyty i inne inwestycje z systemu bankowego w celu ochrony przed ryzykiem niewypłacalności (*default risk*), wpisując się tym samym w powszechną tendencję „ucieczki do pewnych aktywów” (*flight to quality*). Taka procykliczna strategia inwestowania rezerw banku centralnego, mimo że nie stanowiła zasadniczej przyczyny kryzysu bankowego, istotnie przyczyniła się do problemów finansowania w tym sektorze. Procykliczność w zarządzaniu rezerwami walutowymi banku centralnego wskazuje na potencjalny konflikt między zarządzaniem rezerwami a stabilnością finansową jako celami banku centralnego². Koncentrując się na zabezpieczeniu dochodowości z posiadanych aktywów, banki centralne transferowały

¹ *International Reserves: IMF Concerns and Country Perspective*. Evaluation Report, Independent Evaluation Office (IEO) of the IMF, 2012.

² J. Pihlman, H. van der Hoorn: *Procyclicality in Central Bank Reserve Management: Evidence from the Crisis*. IMF Working Paper, WP/10/150. W opracowaniu szacuje się że skala wycofywania depozytów i innych instrumentów z systemu bankowego wynosiła 500 mld USD.

zadanie zapewnienia stabilności finansowej na inne, wiodące banki centralne (zasadniczo na SRF, EBC). Produktem ubocznym procykliczności w zarządzaniu rezerwami walutowymi był też efekt sygnałny dla pozostałych uczestników rynków finansowych. Zjawisko to w dużej mierze dotyczyło banków centralnych krajów rozwiniętych, których rezerwy walutowe nie były ponadoptymalne, a które dotychczas postrzegano jako nieistotny, z punktu widzenia stabilności gospodarki światowej, komponent płynności.

O dokonującej się ewolucji w ocenie nadmiernych rezerw walutowych świadczy Raport MFW³, w którym pada stwierdzenie że niekoniecznie muszą być one siłą destabilizującą. Ponadto, jak przyznaje MFW, dotychczasowe założenie, że monitorowanie poziomu rezerw powinno się koncentrować na krajach *emerging markets*, należy rozszerzyć o kraje rozwinięte, które także w procesie ich przyrostu mają pewien udział.

Wyrażane poglądy na *excess reserves* prowadzą do szerszej konkluzji, że czynnikiem mogącym przyczynić się do minimalizowania kosztów akumulacji rezerw jest wdrażanie (na poziomie ponadnarodowym, regionalnym i narodowym) strategii dekumulacyjnej⁴ oraz alternatywne – w stosunku do tradycyjnie rozumianego – wykorzystywanie zakumulowanych rezerw.

Celem artykułu jest zatem prezentacja i próba oceny alternatywnych metod wykorzystania ponadoptymalnego poziomu rezerw oraz perspektywy aktywizacji takiego kierunku działań.

1. Akumulacja rezerw walutowych – motywy i miary adekwatności

Wśród czynników wpływających na wysokość posiadanych rezerw należy wymienić:

- rozmiar gospodarki krajowej – zakładając, że wraz z nim wzrasta skala transakcji międzynarodowych, rezerwy powinny wzrastać wraz z rozmiarem populacji i PKB *per capita*,
- ekspozycję na szoki z tytułu rachunku obrotów bieżących – wzrost otwartości handlowej powinien prowadzić do wyższego poziomu rezerw,
- ekspozycję na szoki z tytułu rachunku kapitałowego, która z kolei wzrasta wraz ze wzrostem otwartości finansowej gospodarki,

³ *International Reserves: IMF Concerns...*, op. cit.

⁴ J. Bogolebska: *Nierównowagi globalne a stabilność międzynarodowego systemu walutowego. Analiza na przykładzie akumulacji rezerw walutowych*. Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2013.

- elastyczność reżimu kursowego – teoretycznie, wraz ze zwiększaniem elastyczności, powinien maleć popyt na rezerwy; współczesne doświadczenia gospodarki światowej pokazują jednak, że zależność taka nie występuje,
- koszt alternatywny (społeczny) utrzymywania rezerw; jest on różnie w literaturze interpretowany, najczęściej przyjmuje się, że stanowi go różnica między dochodowością rezerw a marginalnym produktem z alternatywnych inwestycji.

Czynnikiem wpływającym na skłonność krajów do akumulacji rezerw jest także poziom rozwoju krajowego rynku finansowego, rzutujący na możliwości absorpcji wysokich krajowych oszczędności netto.

W literaturze dotyczącej zjawiska akumulacji rezerw powszechnie konfrontuje się ze sobą dwa motywy: przezornościowy (ubezpieczeniowy) i interwencyjny (proeksportowy). Motyw przezornościowy ma na celu łagodzenie wahań gospodarczych poprzez zapobieganie kryzysom. Wahania te mogą wynikać z nagłych ruchów kapitału, syndromu „zarazy holenderskiej”, zaburzeń w dystrybucji płynności walutowej. Motyw proeksportowy koncentruje się na pobudzaniu wzrostu gospodarczego przez stymulowanie eksportu, dla którego kluczowe jest utrzymywanie niedoszacowanego kursu walutowego. Badania empiryczne nad motywami współczesnej akumulacji rezerw prowadzą do wniosku, że często przenikają się one nawzajem; możemy co najwyżej mówić o dominującej roli jednego z motywów w przypadku konkretnie rozpatrywanej gospodarki. Rozróżnianie motywów akumulacji rezerw (jak również źródeł ich przyrostu) jest jednak istotne z punktu widzenia analizy alternatywnych możliwości wykorzystywania ich ponadoptimalnego poziomu. Dla przykładu, dominacja motywu przezornościowego, wymuszająca na banku centralnym większą koncentrację na płynności w stosunku dochodowości i bezpieczeństwa w strategii zarządzania portfelem, powoduje mniejszą skłonność do alternatywnych zastosowań rezerw walutowych.

W ocenie adekwatności poziomu rezerw stosuje się liczne miary. Do najbardziej rozpowszechnionych należą:

- miara zakładająca możliwość wystąpienia szoków z tytułu płatności z rachunku obrotów bieżących, przyjmująca 3-miesięczny import jako wskaźnik bezpiecznego/optimalnego poziomu rezerw,
- miara uznająca możliwość wystąpienia szoków z tytułu rachunku obrotów kapitałowych (*sudden stop*); miara ta odnosi rezerwy do krótkoterminowego zadłużenia zagranicznego kraju, wskazując na 100% pokrycie jako optymalny poziom rezerw.

Wśród innych, często stosowanych miar, należy wymienić:

- wskaźnik rezerw do całkowitego zadłużenia zagranicznego, rekomendująca 40% pokrycie jako optymalny poziom rezerw,
- wskaźnik rezerw do agregatu pieniężnego M2, często stosowana w powiązaniu z typem reżimu kursowego (10-20% dla krajów utrzymujących stały kurs walutowy, 5-10% dla krajów o reżimach płynnych).

Koncentrując się wybranym aspekcie determinującym podatność kraju na kryzys, są one w swojej ocenie wskaźnikami wysoce arbitralnymi, ponadto abstrahując od złożonych uwarunkowań danego kraju. Powoduje to zróżnicowane implikacje płynące z poszczególnych miar w odniesieniu do tego samego kraju. Krytykuje się także arbitralność przyjętych w nich benchmarków. Dlatego też, mimo tendencji do oceny *excess reserves* przez pryzmat wspomnianych miar, coraz częściej próbuje się formułować miary pozwalające uwzględnić specyfikę danego kraju. Należy tu wspomnieć tzw. miarę W-K (Wijnholds i Kapteyn, z 2001 r.), uwzględniającą trzy komponenty: krótkoterminowe zadłużenie zagraniczne kraju, uzależnioną od typu reżimu kursowego część agregatu M2 oraz indeks ryzyka kraju. Również MFW coraz bardziej odchodzi od jednoznacznego wysuwania wniosków odnośnie do adekwatnego poziomu rezerw na podstawie dotychczas przyjętych wskaźników. Wyrazem zwiększonej elastyczności MFW w ocenie *excess reserves* jest m.in. stosowane od 2012 r. podejście wyznaczające górną i dolną granicę dla optymalnych rezerw akumulowanych z motywu przezornościowego oraz tworzenie bardziej złożonych, ważonych ryzykiem, miar, pozwalających uwzględnić wiele czynników jednocześnie (miara łącząca krótkoterminowe zadłużenie, inne pasywa, M2 oraz eksport).

Badania empiryczne wskazują, że większość krajów prowadzących intensywną politykę akumulacji w ostatniej dekadzie osiągnęła wyższy ich poziom niż wynikałoby z tradycyjnych miar adekwatności. W przypadku krajów *emerging markets* średnio rezerwy stanowiły pokrycie dla 6-miesięcznego importu, 200% dla krótkoterminowego zadłużenia zagranicznego oraz 30% dla szerokiego agregatu pieniężnego⁵.

2. Współczesne tendencje w zarządzaniu rezerwami walutowymi

W ciągu ostatniej dekady nastąpiły istotne zmiany w zarządzaniu rezerwami walutowymi banków centralnych. O ile wcześniej płynność inwestycji była kluczowym celem realizowanych strategii zarządzania, o tyle od początku XXI w.

⁵ *Assessing Reserve Adequacy*. IMF February 2011.

coraz większe znaczenie zaczęła odgrywać dochodowość inwestycji. W wyniku takiego przeorientowania celów nastąpiła wyraźna dywersyfikacja instrumentów w portfelu rezerw – zmniejszaniu udziału papierów skarbowych towarzyszyło zwiększanie udziału papierów emitowanych przez agencje rządowe oraz depozyty, co wskazywało, że banki centralne są skłonne akceptować większe ryzyko kredytowe. Niektóre banki centralne inwestowały także w akcje i inne alternatywne aktywa. Wśród czynników prowadzących do dywersyfikacji instrumentów w portfelu rezerw J. Philman i inni wyodrębniają:

- szybkie tempo przyrostu rezerw, w szczególności po kryzysie azjatyckim, z 1.8 tryl. USD w 1998 r. do 8.5 tryl. USD 11 lat później (rezerwy z wyłączeniem złota),
- niskie stopy procentowe, co doprowadziło do globalnego zjawiska poszukiwania wyższych dochodowości, w którym banki centralne także zaczęły brać udział (*global search for yield*); motyw ten powodował, że wiodącym czynnikiem dywersyfikacji były wyższe spodziewane stopy zwrotu, podczas gdy tradycyjny argument przemawiający za dywersyfikacją – redukcja ryzyka – odgrywał mniej istotną rolę, wpisanie się banków centralnych w strategię *search for yield* spowodowało także tendencję do tworzenia państwowych funduszy majątkowych (*Sovereign Wealth Funds* – SWF), które szczególnie dynamicznie zaczęły powstawać w trakcie ostatniej dekady,
- nadwyżkę budżetową USA odnotowywaną od 1998 r., która według prognoz miała narastać; podobne prognozy dotyczyły sytuacji budżetowej innych krajów rozwiniętych, pozwalało przypuszczać, że rządowe zadłużenie może z czasem istotnie maleć, zatem skłaniało banki centralne do poszukiwania alternatywy dla zadłużenia rządowego,
- profesjonalizację funkcji zarządzania rezerwami walutowymi banku centralnego i przyjęcie założenia, że powinien on posiadać w swoim portfelu inwestycje w systemowo ważne klasy aktywów (jak np. papiery wartościowe zabezpieczone hipoteką), aby dobrze zrozumieć funkcjonowanie rynku tego typu aktywów⁶.

W przeciwieństwie do dywersyfikacji instrumentów i terminów ich zapadalności (od papierów skarbowych do nieskarbowych oraz od aktywów o krótkich do dłuższych zapadalności), w ciągu ostatnich 10 lat dywersyfikacja walutowa rezerw przebiegała na znacznie skromniejszym poziomie. Pewien zakres dywersyfikacji walutowej miał miejsce wraz z wprowadzeniem euro w 1999 r., jednak w okresie 2003-2009 udział kluczowych walut w portfelu rezerw pozostawał na w miarę stałym poziomie, oscylując w przypadku USD wokół 60% oraz w przypadku euro wokół 30% globalnego zasobu rezerw.

⁶ J. Pihlman, H. van der Hoorn: Op. cit.

3. Alternatywne metody wykorzystania rezerw walutowych

W wyniku intensywnej polityki akumulacji rezerw walutowych, prowadzącej do ponadoptimalnego ich poziomu, pojawiła się tendencja do redukcji kosztów ich posiadania, poprzez alternatywne – w stosunku do tradycyjnie rozumianych funkcji rezerw walutowych – wykorzystanie aktywów. Wśród alternatywnych zastosowań rezerw walutowych należy wymienić:

- inwestycje na rynkach zagranicznych,
- dokapitalizowanie banków państwowych,
- inwestycje w infrastrukturę,
- spłatę zadłużenia zagranicznego.

Przykładem kraju realizującego ostatni z wymienionych zastosowań rezerw jest Rosja, która w 2005 r. na mocy porozumienia z Klubem Paryskim dokonała, z aktywów wynoszących 15 mld USD, przedterminowej spłaty zadłużenia zagranicznego, co stanowiło największy taki wykup długu w historii Klubu. Działanie takie wpisuje się w koncepcję społecznego kosztu akumulacji rezerw zaproponowaną przez D. Rodrika, zgodnie z którą minimalizacja zadłużenia zagranicznego powinna być priorytetem dla krajów *emerging markets*, a nie ponadoptimalna akumulacja⁷.

Pierwsze trzy zastosowania bardzo często są dokonywane poprzez transferowanie części rezerw z banku centralnego do odrębnych podmiotów, zarządzających pulą zasobów w sposób niezależny od władzy monetarnej. Chodzi tu o SWF, które można określić jako (ze względu na to, że rezerwy stanowią źródło finansowe ich powstania) „bliskie substytuty” rezerw walutowych, nie są jednak włączane do ich statystyk, ze względu na inny cel działania (nie są wykorzystywane do celów bilansu płatniczego i polityki monetarnej). W rzeczywistości SWF przybierają rozmaite formy, ale ich cechą wspólną jest maksymalizacja dochodowości przy wyższym poziomie ryzyka, chociaż strategię alokacji aktywów są różne i zależą od celów ustanowienia SWF. Z punktu widzenia przyjętych rozważań, istotne są motywy i skala transformacji rezerw walutowych do SWF oraz sposoby wykorzystania zakumulowanych w nich aktywów. Należy zaznaczyć, że trudno jest jednoznacznie wskazać, które z funkcjonujących SWF powstały jako konsekwencja nadwyżkowych rezerw walutowych, a które w wyniku transferu innych zasobów (np. nadwyżek budżetowych), ze względu na słabą transparentność tych podmiotów. Ponadto w wielu przypadkach zasoby finansowe po-

⁷ D. Rodrik: *The Social Cost of Foreign Reserves*. NBER Working Papers, No. 11952/2006.

chodziły z różnych źródeł. E. Alberola i inni, porównując różne cechy rezerw walutowych i SWF jako kategorii państwowych aktywów zagranicznych, wykazują, że SWF złożone z transferu rezerw stanowią dość skromną – w sensie posiadanych aktywów – grupę podmiotów w stosunku do wszystkich istniejących SWF.

Tabela1

Rozmiar, cele i struktura inwestycyjna SEA
(Sovereign External Assets, Państwowych Aktywów Zagranicznych)

Cecha	Rezerwy walutowe banków centralnych	SWF	SWF założone z transferu rezerw
Rozmiar	6000 mld USD	1950 mld USD (<i>commodity</i> SWF) 300 mld (<i>non-commodity</i> SWF) +70 mld USD w aktywach krajowych	100 mld USD (ok.) +100 mld USD w aktywach krajowych
Cel	Przezroczystość Produkt uboczny zarządzania kursem walutowym	Wyglądanie wpływu zmian cen <i>commodities</i> (lub nadwyżek fiskalnych) lub alokacja zasobów dla przyszłych pokoleń	Redukcja kosztów ponadoprytymalnej akumulacji rezerw
Strategia inwestycyjna	Płynność	Długookresowa konserwatywna niska awersja do ryzyka, dywersyfikacja	Długookresowa, konserwatywna, niska awersja do ryzyka
Z punktu widzenia bilansu – strona aktywów	O stałym dochodzie	Akcje o stałym dochodzie, <i>Private equity</i> , depozyty	Akcje o stałym dochodzie
Z punktu widzenia bilansu – strona pasywów	Gotówka, obligacje z operacji sterylizacyjnych	Kapitał	Dług wobec banku centralnego

Źródło: E. Alberola, J. Serena: *Reserves, Sovereign Wealth Funds and the Resilience of Global Imbalances*. „Economic Notes by Banca Monte dei Paschi di Siena” 2008, Vol. 37, No. 3.

Ponadto, nie dysponujemy informacją na temat determinant transferu zasobów do SWF oraz czy skala transferu jest dyskrecjonalna, czy też kraje dysponują konkretną regułą określającą wielkość transferu⁸. Dominuje pogląd, że zjawisko transferu rezerw do SWF dotyczy w szczególności azjatyckich krajów *emerging markets* (Chiny, Tajwan). Są to zasadniczo tzw. *no-commodity* SWF (tzw. niesurowcowe SWF), a głównym celem ich ustanowienia jest uzyskanie wyższej stopy zwrotu z zainwestowanego kapitału i stabilizacja inflacji. Przykładem takiego podmiotu jest CIC (*China Investment Corporation*), powstała w 2007 r., a więc w okresie wyjątkowo silnej akumulacji rezerw, wynikającej z presji na aprecjację *renminbi*. CIC jest zaangażowana w inwestycje na rynkach zagranicznych (zarówno krajów rozwiniętych, jak i *emerging markets*), a w port-

⁸ E. Alberola, J. Serena: *Reserves, Sovereign Wealth Funds and the Resilience of Global Imbalances*. „Economic Notes by Banca Monte dei Paschi di Siena” 2008, Vol. 37, No. 3.

felu inwestycyjnym posiada akcje, instrumenty o stałym dochodzie i inne aktywa. Jednym z bardziej aktywnych SWF na rynkach finansowych jest z kolei powstały z transferu dynamicznie przyrastających rezerw singapurski GSIC (*Singapore Investment Corporation*), posiadający zdywersyfikowany portfel aktywów w ponad 40 krajach. Również powstały w 2005 r. koreański KIC (*Korea Investment Corporation*) koncentruje się na inwestycjach w aktywa na rynkach międzynarodowych (docelowym zamierzeniem jest transfer 10% rezerw).

Należy także wspomnieć o tzw. *commodity*-SWF (surowcowych SWF), funkcjonujących jako fundusze ropy naftowej (*oil funds*) lub innych surowców (gaz, srebro, miedź). Przybierają one powszechnie postać funduszy stabilizujących (*stabilisation funds*), mając za zadanie stabilizowanie dochodów budżetowych wobec zmienności cen surowca oraz funduszy oszczędnościowych (*saving funds*), mających stanowić zabezpieczenie dla przyszłych pokoleń w związku z wyczerpywalnością zasobów. Fundusze ropy naftowej, realizując powyższe cele, dokonują inwestycji na rynkach zagranicznych. Taki sposób wykorzystania nadwyżkowych rezerw stosuje Norwegia (poprzez GPF – *Government Petroleum Fund*) czy też kraje Zatoki Perskiej (choć w przypadku *commodity* SWF szczególnie trudno o informację o roli rezerw w ich aktywach).

Chiny są przykładem kraju, który część (szacunki wskazują na około 10% posiadanych rezerw) ponadoptymalnej akumulacji rezerw przeznaczył na dokapitalizowanie trzech wiodących krajowych banków komercyjnych. W 2004 r. dokonano transferu 45 mld USD z rezerw walutowych do Bank of China oraz Construction Bank of China, podobny zabieg dokonano w 2005 r., transferując kolejne 15 mld USD do Industrial and Commercial Bank of China. Celem tych działań było wzmocnienie ich bazy kapitałowej. Również koreański KIC finansuje z własnych zasobów rozwój krajowego sektora finansowego. Poprzez stworzenie outsourcingu dla inwestycji, planowane jest przyciągnięcie zagranicznych oddziałów zarządzających aktywami do Seulu, tworząc w ten sposób kluczowe centrum finansowe w Azji.

Innym obszarem zastosowań nadwyżkowych rezerw są inwestycje w infrastrukturę. Za przykład podaje się Tajwan, który przeznaczył 15 mld USD na projekty inwestycyjne mające zdynamizować wzrost gospodarczy⁹. Taki kierunek działań (*infrastructure finance*) jest szeroko ostatnio dyskutowany w odniesieniu do krajów *emerging markets* i rozwijających się w kontekście potrzeby zwiększenia użyteczności z posiadanych nadwyżkowych rezerw. Jak wynika z danych, w latach 2004-2005 stopy zwrotu z rezerw posiadanych przez kraje azjatyckie

⁹ *The Accumulation of Foreign Reserves*. „ECB Occasional Paper Series” 2006, No. 43, February.

kształtowały się na poziomie 3.1% zaś w latach 2005-2006 na poziomie 3.9%, co oznaczało ujemne stopy w ujęciu realnym¹⁰. Dyskusyjna jest racjonalność takich działań, szczególnie w przypadku krajów o nieefektywnej technologii i archaicznych prawach pracowniczych (jak Indie)¹¹. Dyskusyjna jest także metoda dokonania takiej operacji transferu rezerw – czy dokonać ją bezpośrednio, poprzez „monetyzację rezerw walutowych”, czy pośrednio poprzez stworzenie instytucji zarządzających rezerwami (np. na podobieństwo SWF, poprzez stworzenie funduszu rozwoju w formule partnerstwa publiczno-prywatnego, poprzez emisję obligacji). Zdaniem przeciwników bezpośredniej monetyzacji rezerw walutowych zabieg taki mógłby prowadzić do wzrostu długu publicznego i wywołać istotne efekty makroekonomiczne (utrudnienia w realizacji polityki pieniężnej)¹².

S. Nayak¹³, włączając się w dyskusję odnośnie do wykorzystania rezerw dla celów infrastrukturalnych w Indiach, proponuje stworzenie Funduszu Rozwoju Infrastruktury, który w ramach partnerstwa publiczno-prywatnego dokonywałby inwestycji. Taka pośrednia monetyzacja rezerw walutowych miałaby pewne zalety:

- nie zwiększałyby skali pożyczek rządowych, nie powodowałyby efektu wypychania (*crowding out*),
- rząd nie musiałby zaciągać pożyczek na międzynarodowych rynkach, dzięki czemu nie uzależniałby się od globalnych banków inwestycyjnych i agencji ratingowych; nie zwiększałoby się zagraniczne zadłużenie rządu,
- nie następowałby dalszy przyrost rezerw i wynikająca z niego ekspansja monetarna,
- pozytywnie wpływałaby na wzrost gospodarczy,
- byłaby korzystniejszą od importu bezpośrednich inwestycji zagranicznych czynnikiem dynamizującym rozwój gospodarczy, pozostawiając zyski z inwestycji w rękach podmiotów krajowych,
- pozwoliłaby włączyć sektor prywatny w procesy inwestycyjne w gospodarce.

Jak na razie w Indiach próbuje się realizować finansowanie projektów infrastrukturalnych z rezerw walutowych poprzez utworzony specjalny mechanizm (*Special Purpose Vehicle* – SPV), działający w formule partnerstwa publiczno-prywatnego.

¹⁰ *Towards an Asian Regional Mechanism for Addressing Excess Foreign Exchange Reserves, Infrastructure Deficits and Global Imbalances*. „RIS Policy Brief” 2007, No. 31.

¹¹ C. Singh: *Should India use Foreign Exchange Reserves for Financing Infrastructure?* Stanford Center for International Development, September 2005.

¹² Ibid.

¹³ S. Nayak: *Globalisation and the Indian Economy: Roadmap to a Convertible Rupee*. Routledge, 2008.

Ożywieniu uległa również ostatnio dyskusja odnośnie do takich działań w krajach afrykańskich. C. Mezui i inni¹⁴ wykazują, że kraje afrykańskie posiadały nadwyżkowe rezerwy wynoszące między 165.5 mld USD a 193.6 mld USD średniorocznie w okresie 2000-2011. Jest to znacznie więcej niż luka w finansowaniu inwestycji (oszacowana na 93 mld USD) i społeczny koszt utrzymywania rezerw (sięgający 1.65% PKB średnio w badanym okresie). Autorzy rekomendują zatem stworzenie „wehikułów inwestycyjnych” (czy to w formie SWF, czy też banku rozwoju, czy w innej) finansujących projekty infrastrukturalne w skali regionu.

Również A. Elhivaika i inni¹⁵ sugerują, aby w ramach zarządzania nadwyżkowymi rezerwami stworzyć ramy dla polityki rozwoju gospodarczego w Afryce. Uznając, że proces akumulacji rezerw jest potrzebny do stabilności makroekonomicznej kraju, podkreślają potrzebę większego ich wykorzystania dla wzrostu inwestycji krajowych. W szczególności, kraje afrykańskie powinny wykorzystać boom surowcowy i promować inwestycje publiczne zwiększające produktywność oraz stymulujące dywersyfikację eksportu (z eksportu surowców i podstawowych towarów). Jednocześnie, w celu minimalizowania strat z aprecjacji walut, rozważyć powinny dywersyfikację walutową rezerw, uwzględniając płatności zagraniczne (importowe i obsługę zadłużenia). Wśród krajów rozważających takie wykorzystanie nadwyżkowych rezerw należy także wymienić Bangladesz, w odniesieniu do którego można spotkać rekomendację, aby inwestycje kierować na rozwój sektora eksportowego, zważywszy na potencjał siły roboczej kraju¹⁶.

Podsumowanie

Koncepcja optymalności/ponadoptymalności akumulowanych rezerw jest ściśle związana z miarami ich adekwatnego poziomu. Tymczasem, jak sygnalizowano, problemowi współwystępowania ze sobą wielu miar, często prowadzących do rozbieżnych wniosków, towarzyszy coraz większa wątpliwość odnośnie do w ogóle zasadności posługiwania się kategorią adekwatności rezerw.

Wynika to po pierwsze z faktu, że inne kategorie aktywów zagranicznych (np. zakumulowane w SWF) lub linii kredytowych (np. linie swapowe) mogą uzupełniać rezerwy w zarządzaniu szokami zewnętrznymi, a więc w wypełnia-

¹⁴ C. Mezui, U. Duru: *Holding Excess Foreign Reserves versus Infrastructure Finance: What Should Africa do?* Working Paper, African Development Bank Group, No. 178/July 2013.

¹⁵ A. Elhivaika, L. Nolikumana: *Reserve Accumulation i African Countries: Sources, Motivations and Effects.* University of Massachusetts, Working Paper, No. 12/2007.

¹⁶ M. Islam: *An Economic Analysis of Bangladesh's Foreign Exchange Reserves.* Institute of South Asian Studies, Working Paper, No. 85, September 2009.

niu ich podstawowej funkcji, mimo że nie są klasyfikowane jako rezerwy walutowe i na odwrót, w wyniku postępujących procesów dywersyfikacyjnych nie wszystkie aktywa utrzymywane w formie rezerw mogą być płynne i dostępne w czasie kryzysu. Zatem należy zastanowić się, czy adekwatność nie powinna być odnoszona do całkowitych zasobów walutowych dostępnych dla przeciwdziałania szokom, a więc uwzględniać szerszą kategorię niż aktywa rezerwowe. Po drugie, jak wspomniano, adekwatność rezerw traci swoje znaczenie wobec kryzysogennego oddziaływania rezerw krajów rozwiniętych, nawet o optymalnym ich poziomie, oraz coraz większej świadomości krajów *emerging markets* odnośnie do zwiększania użyteczności z ponadoptymalnych rezerw, a więc ich produktywnym zastosowaniu do potrzeb rozwojowych kraju oraz ich potencjalnie stabilizacyjnym oddziaływaniu na globalne środowisko finansowe (np. stabilizacyjne oddziaływania SWF w trakcie kryzysu na systemy bankowe).

Powyższe wątpliwości mają o tyle znaczenie, że dominuje pogląd, iż proces transferu rezerw do SWF będzie nadal szczególnie wyraźny w przypadku azjatyckich krajów *emerging markets*, w których coraz częściej pojawiają się postulaty alternatywnych zastosowań nadwyżkowych rezerw, zaś rekomendowana polityka dekumulacyjna na razie jeszcze nie jest widoczna. Wśród krajów, które z ponadoptymalnej akumulacji rezerw mogłyby ustanowić SWF wymienia się coraz częściej Japonię oraz Rosję.

Sposób wykorzystania ponadoptymalnych rezerw niewątpliwie zależy od motywów ich akumulacji oraz specyfiki danego kraju. Jak się podkreśla, w przypadku Indii inwestycje w sektorze finansowym nie są konieczne, zważywszy na dobre wyniki instytucji operujących na tych rynkach. Jeśli poziom nadmiernych rezerw jest istotny w stosunku do rozmiaru gospodarki, a płynność inwestycji nie jest wiodącym celem posiadania rezerw, można z kolei realizować singapurski model zarządzania, koncentrujący się na zwiększeniu stopy zwrotu z inwestycji¹⁷. W kierunku tym w ostatnich latach poszły także władze monetarne Chin i Indii, wydzielając pulę rezerw do ryzykownych inwestycji w różne kategorie aktywów.

Wreszcie, wspieranie finansowania projektów infrastrukturalnych może być istotnym kierunkiem wykorzystania nadwyżkowych rezerw w krajach rozwijających się, borykających się z niskimi stopami inwestycji. Należy pamiętać, że oprócz akcentowanych dotąd zalet popyt generowany z inwestycji infrastrukturalnych może stanowić istotny czynnik długookresowego wzrostu. Dla przykładu, w Chinach, gdzie eksport jest postrzegany jako główna stymulanta wzrostu,

¹⁷ C. Singh: Op. cit. W ciągu ostatnich 25 lat do 2006 r. roczna stopa zwrotu z rezerw zarządzanych przez GIC osiągała 9.5% w ujęciu dolarowym.

wzrost inwestycji (w tym infrastrukturalnych) miał w kilku latach przedkryzysowych większy udział w generowaniu wzrostu niż eksport netto¹⁸. Mobilizacja zasobu rezerw w projekty infrastrukturalne może być o tyle owocnym kierunkiem działań, że istniejące banki rozwoju dostarczają niewystarczającego finansowania w stosunku do potrzeb krajów rozwijających się. Dobrą formułą transferu rezerw byłaby zatem ekspansja Regionalnych Banków Rozwoju, mogących odegrać istotną rolę w finansowaniu takich projektów.

Bibliografia

- Alberola E., Serena J.: *Reserves, Sovereign Wealth Funds and the Resilience of Global Imbalances*. „Economic Notes by Banca Monte dei Paschi di Siena” 2008, Vol. 37, No. 3.
- Assessing Reserve Adequacy*. IMF February 2011.
- Bogolębska J.: *Nierównowagi globalne a stabilność międzynarodowego systemu walutowego. Analiza na przykładzie akumulacji rezerw walutowych*. Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2013.
- Elhivaika A., Nolikumana L.: *Reserve Accumulation in African Countries: Sources, Motivations and Effects*. University of Massachusetts, Working Paper, No. 12/2007.
- International Reserves: IMF Concerns and Country Perspective. Evaluation Report*. Independent Evaluation Office (IEO) of the IMF, 2012.
- Islam M.: *An Economic Analysis of Bangladesh's Foreign Exchange Reserves*. Institute of South Asian Studies, Working Paper, No. 85, September 2009.
- Mezui C., Duru U.: *Holding Excess Foreign Reserves versus Infrastructure Finance: What Should Africa do?* Working Paper, African Development Bank Group, No. 178/July 2013.
- Nayak S.: *Globalisation and the Indian Economy: Roadmap to a Convertible Rupee*. Routledge, 2008.
- Pihlman J., van der Hoorn H.: *Procyclicality in Central Bank Reserve Management: Evidence from the Crisis*. IMF Working Paper, WP/10/150.
- Singh C.: *Should India use Foreign Exchange Reserves for Financing Infrastructure?* Stanford Center for International Development, September 2005.
- Towards an Asian Regional Mechanism for Addressing Excess Foreign Exchange Reserves, Infrastructure Deficits and Global Imbalances. „RIS Policy Brief” 2007, No. 31.
- The Accumulation of Foreign Reserves*. ECB Occasional Paper Series, No. 43, February 2006.

¹⁸ *Towards an Asian Regional...*, op. cit.

ALTERNATIVE WAYS OF USING EXCESS RESERVES-EXPERIENCES OF THE CENTRAL BANKS

Summary

The aim of the article is to present the alternative ways of using excess foreign reserves. The author presents examples, pros and cons of alternative solutions: foreign debt repayment, state bank capitalization, infrastructure financing and investments in international markets. The main thought is that, excess reserves are neither easily measured nor necessarily detrimental to the world economy. The main argument for alternative use of reserves is the opportunity (social) cost for the accumulating country, thus, from this perspective it is recommended to use them in ways mentioned above.