

Joanna Bogołębska\*

## DETERMINANTY KOMPOZYCJI REZERW WALUTOWYCH – EURO W ŚWIATOWEJ STRUKTURZE REZERW

Artykuł koncentruje się na jednej funkcji waluty międzynarodowej, jednak należy pamiętać, że wszystkie funkcje są ze sobą ściśle powiązane. Właściwe zrozumienie i zinterpretowanie zjawisk mających miejsce w stosunku do danej waluty rezerwowej i całościowej struktury rezerw winno być prowadzone w odniesieniu do wszystkich pozostałych funkcji. Funkcja waluty rezerwowej jest dziś jednak często wyodrębniana i poddawana szczególnej analizie, przede wszystkim w związku z pojawiającym się pytaniem o zdolność USA do finansowania narastającego deficytu bilansu płatniczego. Innym ograniczeniem przedstawionego artykułu jest koncentracja na strukturze walutowej rezerw, z pominięciem struktury instrumentów alokowania rezerw. Celem artykułu jest próba odpowiedzi na pytanie – na podstawie wyodrębnionych determinantów kompozycji walutowej rezerw – jak kształtuje się funkcja euro jako waluty rezerwowej po kilkuletnim okresie emisji waluty i jakie są jej perspektywy w tej funkcji waluty międzynarodowej.

### 1. Determinanty kompozycji rezerw walutowych – przegląd badań teoretycznych

Badania nad kompozycją rezerw walutowych zyskują ostatnio coraz więcej uwagi, ze względu na liczne czynniki wpływające na ich potencjalną dywersyfikację. Czynniki te B. Eichengreen i D. Mathieson<sup>1</sup> dzielą na czynniki podażowe i popytowe. Po stronie czynników podażowych wyliczają pojawienie się euro jako nowego aktywu międzynarodowego, co oznacza wyłonienie się rywala dla USD i istotne zagrożenie dla jego dominującej pozycji jako waluty rezerwowej. Po stronie popytowej wymieniają odejście przez banki centralne krajów uprzemysłowionych od złota, zmiany w stosunkach handlowych, restrykcje na rachunku kapitałowym, reżimy kursowe w krajach rozwijających się.

---

\* Dr, adiunkt w Katedrze Międzynarodowych Stosunków Gospodarczych Uniwersytetu Łódzkiego.

<sup>1</sup> B. Eichengreen, D. Mathieson, *The Currency Composition of Foreign Exchange Reserves: Retrospect and Prospect*, IMF Working Paper, WP/00/131.

Z kolei E. Papaioannou et al.<sup>2</sup> zwracają uwagę, że także wzrost płynności innych niż USD walut oraz wzrost deficytu bilansu płatniczego i zadłużenia zagranicznego USA są czynnikami mogącymi doprowadzić do dywersyfikacji struktury rezerw. Zmiany portfolio wpłynąć mogą z kolei na relacje kursowe i – zważywszy na powiązanie ze sobą wszystkich funkcji waluty międzynarodowej – status USD jako wiodącej waluty międzynarodowej.

Innym uzasadnieniem wzrostu możliwości potencjalnej dywersyfikacji struktury walutowej rezerw jest ich ekspansja poza rozmiary wyznaczone tradycyjnymi wskaźnikami uznawanymi za optymalne. Eskalacja zjawiska akumulacji rezerw walutowych przez kraje rozwijające się i *emerging markets* stwarza bankom centralnym większą elastyczność w alokowaniu ich między różne waluty i różne kategorie aktywów. Zjawisku temu jak najbardziej sprzyja liberalizacja międzynarodowych rynków finansowych, stwarzająca możliwości poszukiwania atrakcyjnych aktywów wśród innych walut. Nie wnikając w tematykę akumulacji rezerw walutowych, należy zaznaczyć, że wartość światowych zasobów rezerw walutowych wzrosła z 1,2 trylionu USD w 1995 r. do 4 trylionów USD w sierpniu 2005 r.<sup>3</sup>

Najbardziej rozpowszechnione w literaturze przedmiotu badania nad determinantami kompozycji rezerw walutowych przeprowadzone przez M. Dooleya, J. Lizondo i D. Mathiesona<sup>4</sup> na podstawie danych MFW wyodrębniają triadę determinant. Zadaniem autorów, wybór struktury walutowej rezerw uzależniony jest od:

- wyboru denominatora dla waluty krajowej (*currency peg*),
- waluty dominującego partnera handlowego,
- struktury zadłużenia zagranicznego.

Wedłu przedstawicieli EBC te „klasyczne determinanty” znajdują swoje potwierdzenie raczej tylko w przypadku krajów rozwijających się. Jest to grupa krajów wykazująca „*fear of floating*”, a więc opierająca swą politykę kursową na reżimie sterowanym, o niedostatecznym dostępie do międzynarodowych rynków kapitałowych. Powiązanie struktury rezerw walutowych ze strukturą handlu i przepływów finansowych pozwala tym krajom na traktowanie rezerw jako „wentyla bezpieczeństwa” w celu zapewnienia płatności importowych i obsługi zadłużenia zagranicznego<sup>5</sup>.

Również zdaniem B. Eichengreena i D. Mathiesona<sup>6</sup>, lista wymienionych determinant (skonstruowana blisko 20 lat temu) wymaga uaktualnienia – współcześnie większego znaczenia nabierają:

- terminowa struktura zadłużenia i jej wpływ na popyt na rezerwy,
- multilateralizacja i regionalizacja handlu,
- polityka kursu walutowego i stopień liberalizacji przepływów kapitałowych.

M. Chinn i J. Frankel<sup>7</sup> za wiodące determinanty uznają:

<sup>2</sup> E. Papaioannou, R. Portes, G. Siourounis, *Optimal Currency Shares in International Reserves. The Impact of the Euro and the Prospects for the Dollar*, ECB Working Paper, 2006, no. 694.

<sup>3</sup> Za: *The Accumulation of Foreign Reserves*, ECB Occasional Paper Series 2006, no 43.

<sup>4</sup> M. Dooley, J. Lizondo, D. Mathieson, *The Currency Composition of Foreign Exchange Reserves*, IMF Staff Papers 1989, no 36.

<sup>5</sup> *The Accumulation ...*

<sup>6</sup> B. Eichengreen, D. Mathieson, *op. cit.*

- rozmiar gospodarki emitującej walutę rezerwową (wiodąca determinanta),
- stopę inflacji (lub trend deprecjacyjny),
- zmienność kursu walutowego,
- rozmiar rynku finansowego – mierzony obrotami rynku walutowego.

Rozmiar rynku finansowego, jego głębokość i płynność, jest z kolei podstawową determinantą dla G. Galatiego i P. Wooldridge'a<sup>8</sup>. Szczególnie istotna jest płynność rynku walutowego, a także niezależność banku centralnego i wielkość sektora finansowego. Jako pozostałe determinanty wymieniają:

- udział kraju w światowym PKB i handlu,
- stabilność makroekonomiczna – rozumiana jako stabilność cenowa,
- „*network externalities*” – status waluty zależy od jej wykorzystywania przez innych uczestników rynku.

W odniesieniu do funkcji waluty rezerwowej efekt „*network externalities*” oznacza, że żaden bank centralny nie jest skłonny jako pierwszy radykalnie dokonać zmiany portfolio rezerw, co powoduje inercję w komponowaniu struktury rezerw.

Rola „*network externalities*” w kształtowaniu struktury rezerw jest interpretowana na dwa sposoby. Według pierwszego stanowiska „*network externalities*” działa w kierunku centralizacji, zatem jedna (lub kilka w ekstremalnym przypadku) walut może odgrywać wiodącą rolę w kompozycji rezerw<sup>9</sup>. Wg stanowiska przeciwnego, „*network externalities*” można odnieść do innych funkcji waluty międzynarodowej (np. funkcji waluty fakturowania), jednak w przypadku funkcji waluty rezerwowej nie znajduje to potwierdzenia. Tłumaczyć to należy tym, że banki centralne w coraz większym stopniu zaczynają zachowywać się jak inwestorzy prywatni, motyw dochodowości lokat zaczyna odgrywać coraz większą rolę w zarządzaniu rezerwami, zatem dywersyfikacja portfolio wynikająca z przyjętej strategii inwestycyjnej banków centralnych staje się coraz istotniejszą determinantą kompozycji rezerw<sup>10</sup>.

W literaturze podkreśla się także wagę takich czynników, jak: płynność rynku (która z kolei zależy od skłonności banku centralnego do jej zapewnienia, wymienialności waluty, stabilności finansowej i rozwoju rynków finansowych) oraz czynniki geopolityczne.

Z kolei E. Papaioannou et al. na podstawie przeprowadzonych symulacji uznają, że najważniejszą determinantą optymalnej kompozycji rezerw jest waluta pełniąca funkcję oficjalnego lub nieoficjalnego denominatora (*currency peg*). Potwierdzeniem tej tezy jest fakt, że w latach 80. banki centralne krajów uczestniczących w Europejskim Systemie Walutowym (ESW) w miejsce USD rozpoczęły akumulować rezerwy w DEM, co miało bezpośredni związek ze zobowiązaniem do utrzymywania parytetów walutowych w ramach ESW<sup>11</sup>.

<sup>7</sup> M. Chinn, J. Frankel, *Will the Euro Eventually Surpass the Dollar as Leading International Reserve Currency?*, NBER Working Paper 11510, 2005.

<sup>8</sup> G. Galati, P. Wooldridge, *The Euro as a Reserve Currency: A Challenge to the Pre-eminence of the US Dollar?*, BIS Working Paper, no 218/2006.

<sup>9</sup> Pogląd ten reprezentuje na przykład V. Gaspar, *Financial Integration and the International Role of Euro*, [w:] *Euro at Five: Ready for a Global Role*, Institute for International Economics, Washington 2004.

<sup>10</sup> Pogląd ten reprezentuje np. E. Papaioannou, R. Portes, G. Siourounis, *op. cit.*

<sup>11</sup> Za: P. Wooldridge, *The Changing Composition of Official Reserves*, „BIS Quarterly Review”, September 2006.

Inne podejście do badań nad popytem na rezerwy stosują E. Truman, A. Wong<sup>12</sup>, którzy dostrzegają związek między determinantami kompozycji rezerw a motywami ich utrzymywania. Kraj utrzymujący rezerwy dla realizacji celów krótkoterminowych, takich jak płatności importowe czy spłata zadłużenia zagranicznego, utrzymuje je w walucie interwencyjnej, aby minimalizować koszty transakcyjne wymiany waluty. Kraj utrzymujący rezerwy w celu regulowania zobowiązań płatniczych w perspektywie średnioterminowej, dokonuje już większej dywersyfikacji struktury rezerw w kierunku odpowiadającym strukturze zobowiązań. Jedynie kraje, utrzymujące rezerwy dla motywu długoterminowego, inwestycyjnego, rozpatrują ich kompozycję od strony ryzyka i zwrotu alternatywnych aktywów i mają największą skłonność do dywersyfikacji rezerw.

Analiza przeglądu teoretycznych badań nad determinantami kompozycji rezerw walutowych prowadzi zatem do wniosku, że brak jest spójnego wyodrębnienia tychże determinant. Poszczególne badania opierają się na różnych kategoriach determinant lub też przypisują im zróżnicowaną wagę. Część wyodrębnianych determinant – jak położenie punktu ciężkości na rozmiary gospodarki i sektora eksportowego w światowym PKB czy też na rynek finansowy kraju emitenta potencjalnej waluty rezerwowej – jest jednocześnie warunkiem pełnienia funkcji waluty międzynarodowej. Ponadto widoczna jest we współczesnej literaturze tendencja do akcentowania wagi struktury potencjalnych przepływów kapitałowych oraz struktury rynku finansowego, co w większym stopniu ma wpływać na kompozycję rezerw od struktury przepływów handlowych<sup>13</sup>. Zwraca uwagę także fakt budowania przez niektórych autorów (M. Chinn i J. Frankel, G. Galati i P. Wooldridge) determinant opierając się na cechach gospodarki kraju emitującego potencjalną walutę rezerwową, przez innych zaś na podstawie cech kraju konstruującego portfolio rezerw (M. Dooley, J. Lizondo i D. Mathieson oraz B. Eichengreen i D. Mathieson). W innym ujęciu wskazuje się na potrzebę rozróżnienia determinant kompozycji rezerw między kraje rozwinięte i rozwijające się (podejście EBC) lub też powiązanie ich z motywami posiadania rezerw (E. Truman, A. Wong).

## 2. Kierunki i wyniki badań nad kompozycją walutową rezerw

Wyłonienie się euro jako nowej waluty rezerwowej oraz pogłębiająca się nierównowaga zewnętrzna Stanów Zjednoczonych ożywiła dyskusję na temat potencjalnej dywersyfikacji rezerw walutowych. W literaturze i komentarzach eksperckich powstały dwa przeciwne stanowiska:

1) ponad 2/3 światowych rezerw walutowych jest zgromadzonych w aktywach dolarowych, co wobec rosnącego zadłużenia zagranicznego USA powoduje „ryzyko koncentracji” (*concentration risk*), należy się zatem spodziewać szybkiej dywersyfikacji rezerw walutowych, ucieczki od dolara. Stanowisko to zyskuje na sile każdorazowo przy utrzymującym się dłuższym trendzie deprecjacyjnym USD (koniec lat 70., wcze-

<sup>12</sup> E. Truman, A. Wong, *The Case for an International Reserve Diversification Standard*, Institute for International Economics, Working Paper Series, May 2006.

<sup>13</sup> Podejście to S. Fisher nazywa *new approach*, za: S. Fisher, *IMF/World Bank International Reserves: Policy Issues Forum*, [www.imf.org/external/np/speeches/2001/042801.htm](http://www.imf.org/external/np/speeches/2001/042801.htm).



sne lata 90., ostatnia fala deprecjacji 2002–2004). Decyzja nawet kilku banków centralnych o zmianie kompozycji rezerw walutowych może jeszcze bardziej pogłębiać deprecjację USD;

2) zmiany w strukturze rezerw są procesem bardzo powolnym i nie należy się spodziewać radykalnej dywersyfikacji.

Co ciekawe, pierwszy pogląd dominuje w prasie i komentarzach finansowych<sup>14</sup>, drugi pogląd w literaturze akademickiej i naukowej<sup>15</sup>.

Przykładem pierwszego stanowiska są wyniki ankiety przeprowadzonej przez Royal Bank of Scotland<sup>16</sup> wśród banków centralnych – większość opowiedziało się za potrzebą odejścia od USD w związku z obawą twardego lądowania (*hard landing*). Wyrazicielem drugiego nurtu poglądu są B. Eichengreen i D. Mathieson, którzy w swoich badaniach empirycznych na podstawie kształtowania się struktury rezerw w latach 1979–1996 wykazują stabilność w czasie nie tylko kompozycji rezerw walutowych, ale także związku między popytem na rezerwy zgłaszanym przez poszczególne kraje i klasycznymi trzema (jak nazywają determinanty wyodrębnione przez M. Dooleya, J. Lizondo i D. Mathiesona) determinantami kompozycji. Tak więc kraje, które usztywniają kurs swojej waluty do USD utrzymują większą część rezerw w tej walucie; im większy udział handlu z krajem waluty rezerwowej oraz im większy udział płatności zagranicznych wyrażonych jest w walucie rezerwowej, tym większe jej znaczenie w strukturze rezerw. Włączając do analizy determinanty współczesne, zauważają, że liberalizacja rachunku kapitałowego w warunkach coraz większej mobilności kapitału działa na rzecz walut krajów o najbardziej aktywnych międzynarodowych rynkach finansowych – USD i funta brytyjskiego. Z kolei występująca tendencja do zwiększania elastyczności kursu walutowego będzie ograniczała rolę euro i dolara na rzecz jena. Zmiany w strukturze rezerw następują jednak – tak jak w przypadku pozostałych komponentów międzynarodowego systemu walutowego – stopniowo. Skumulowane zmiany kompozycji rezerw widoczne stają się dopiero w analizie wieloletniej.

Argumentem na rzecz tezy o odsunięciu groźby radykalnej dywersyfikacji rezerw mogącej spowodować deprecjację USD i destabilizację międzynarodowego systemu walutowego jest fakt, że większość akumulowanych rezerw walutowych ma miejsce w krajach azjatyckich i jest elementem realizowanej proeksportowej strategii rozwoju i utrzymywania kursu na podwartościowym poziomie. Banki centralne posiadające duże rezerwy zgromadzone w USD będą ostrożne przy dywersyfikacji portfela rezerw, gdyż może to wpłynąć negatywnie na kurs USD i przez to obniżyć wartość posiadanych rezerw denominowanych w tej walucie.

Badania nad strukturą rezerw wykazują, że zmiany struktury walutowej następują wolniej od zmian w strukturze instrumentów. Stopniowej dywersyfikacji aktywów

<sup>14</sup> Np. „The Economist”, 04.12.2004, 26.02.2005, „Financial Times”, 8.03.2005, 17.05.2005.

<sup>15</sup> Badania empiryczne nad kompozycją rezerw przybierają postać albo badań ankietowych wśród banków centralnych albo badań ekonometrycznych.

<sup>16</sup> Royal Bank of Scotland, Reserve Management Trends, Central Banking Publications, London, 2005, za: E. Papaioannou, R. Portes, G. Siourounis, *op. cit.* Z 45 ankietowanych banków centralnych, 39 potwierdziło wzrost udziału euro w strukturze rezerw, tylko 15 wzrost USD. Wyniki te należy interpretować bardzo ostrożnie, ze względu na wysokie uogólnienie pytań i ograniczony panel respondentów – większość krajów o najwyższym poziomie akumulacji rezerw nie brała udziału w badaniu.

rezerwowych w kierunku aktywów w wyższym poziomie ryzyka nie towarzyszy wcale odejście od aktywów dolarowych<sup>17</sup>.

Należy zauważyć, że trudności z określeniem wielkości i interpretacją zjawisk w obszarze rezerw walutowych wynikają także z faktu braku jednolitego standardu i jednoczesnych ograniczeniach przyjętych. Obecnie jest kilka źródeł statystyk odnośnie do wielkości i kompozycji rezerw, a ich dane nie są identyczne (choćby ze względu na różną ilość banków centralnych objętych badaniem i przyjęcie różnej metodologii klasyfikacji). Dla przykładu, dane MFW według tzw. standardu SDDS (Special Data Dissemination Standard) obejmują 65% światowych zasobów rezerw, zaś dane MFW wg tzw. standardu COFER (Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves) 70% światowych rezerw<sup>18</sup>. Standard stosowany przez BIS ma przewagę nad standardami MFW jeśli chodzi o ilość krajów objętych analizą (zawiera większość krajów akumulujących rezerwy), ale obejmuje tylko jeden rodzaj instrumentu finansowego lokowanych nadwyżek – depozyty bankowe (których rola spadła z 50% utrzymywanych rezerw w 1980 r. do 30% w 2006 r.)

### 3. Perspektywy euro jako waluty rezerwowej w świetle badań nad determinantami kompozycji

Skala udziału euro w rezerwach walutowych wykazuje nieznaczne różnice w zależności od źródła statystyk (dane EBC, MFW, BIS). Zgodnie z danymi MFW, udział euro w strukturze walutowej rezerw wzrósł z 17,9% w 1999 r. do 24,3% w sierpniu 2005 r. (wg standardu COFER).

Interesujące są badania EBC, koncentrujące się na analizie zmian kompozycji w okresie silnej akumulacji rezerw i silnych zmian kursowych. Zgodnie z badaniami EBC, procentowy udział aktywów denominowanych w euro wzrósł z 19,3% (2002) do 24,2% (2005), dane w bieżących kursach walutowych. Należy jednak zwrócić uwagę na różne tendencje w krajach rozwiniętych i rozwijających się. Wzrost ten wynikał ze wzrostu popytu na rezerwy denominowane w euro ze strony krajów rozwijających się – udział euro w ich strukturze wzrósł z 16,2% (2001) do 28,5% (2005)<sup>19</sup> – tab. 1

<sup>17</sup> Szerzej na temat dywersyfikacji instrumentów alokowania rezerw walutowych: P. Wooldridge, *op. cit.*, G. Galati, P. Wooldridge, *op. cit.*

<sup>18</sup> Szerzej na temat standardów statystyk rezerw walutowych: P. Wooldridge, *op. cit.*; G. Galati, P. Wooldridge, *op. cit.*

<sup>19</sup> Dla porównania, zgodnie z danymi BIS, udział euro w strukturze walutowej rezerw krajów rozwijających się wzrósł z 20% w 1999 r. do 30% w 2006 r. Za: P. Wooldridge, *op. cit.* Realokacja ta wynikająca z faktu stosowania standardu walutowego opartego na euro oraz bliskich związkach handlowych i finansowych z krajami strefy euro jest porównywana do efektu wzrostu roli DEM jako waluty rezerwowej w latach 80.

Tabela 1. Udział walut w oficjalnych aktywach rezerwowych (jako % wszystkich posiadanych aktywów, dane na koniec roku)

Rodzaj waluty	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Wszystkie kraje						
USD	66,6	66,9	63,5	63,8	65,8	66,7
Euro	16,3	16,7	19,3	19,7	24,9	24,2
Jen	6,2	5,5	5,2	4,8	3,9	3,6
Funt szterling	3,8	4,0	4,4	4,4	3,4	3,6
Frank szwajcarski	0,5	0,5	0,6	0,4	b.d.	b.d.
Pozostałe	6,6	6,4	7,1	6,8	2,0	1,8
Kraje uprzemysłowione						
USD	72,5	72,7	69,1	70,8	71,5	73,6
Euro	17,2	17,5	21,3	20,9	20,8	19,0
Jen	6,3	5,6	4,6	4,0	3,6	3,4
Funt szterling	2,0	1,8	2,2	1,7	1,9	2,1
Frank szwajcarski	0,2	0,3	0,6	0,2	b.d.	b.d.
Pozostałe	1,8	2,1	2,2	2,3	2,3	1,8
Kraje rozwijające się i <i>emerging markets</i>						
USD	62,2	62,9	59,8	59,3	60,2	61,0
Euro	15,6	16,2	17,9	18,9	29,0	28,5
Jen	6,1	5,4	5,5	5,2	4,1	3,7
Funt szterling	5,1	5,4	5,8	6,2	4,9	4,9
Frank szwajcarski	0,7	0,6	0,6	0,6	b.d.	b.d.
Pozostałe	10,2	9,4	10,4	9,8	1,8	1,9

Źródło: Review of the International Role of the Euro, ECB, January 2005; June 2007.

W odniesieniu do krajów rozwiniętych można zauważyć wzrost rezerw w euro w latach 2002–2003, co należy przede wszystkim tłumaczyć pozytywnym efektem kursowym. W 2002 r. po raz pierwszy od wprowadzenia euro wzrost jego roli w strukturze rezerw należy przypisać w pierwszej kolejności efektowi cenowemu (aprecjacja kursu), przewyższającemu efekt ilościowy. Dla porównania, mimo wzrostu aktywów dolarowych w rezerwach walutowych o wartości 263 mld SDR, deprecjacja kursu zmniejszyła wartość waluty w portfolio o ponad 100 mld SDR (tab. 2). Z kolei w roku 2005 na udział euro w strukturze rezerw miał wpływ negatywny efekt kursowy, odzwierciedlający deprecjację euro w stosunku do USD.

Potwierdza to tezę, że w zarządzaniu rezerwami banków centralnych nie dokonuje się równoważenia efektu kursowego poprzez zmiany w portfolio tak, aby utrzymywać ilość danej waluty na stałym poziomie. Dotyczy to zarówno zarządzania portfelem aktywów dolarowych, jak i euro, a jest szczególnie widoczne w krajach utrzymujących rezerwy dla motywu interwencyjno-płynnościowego<sup>20</sup>. E. Truman i A. Wong<sup>21</sup> nazywają to zjawisko „pasywną dywersyfikacją rezerw”, mając na myśli zmiany w portfo-

<sup>20</sup> Jak wykazuje P. Wooldridge (*op. cit.*), fluktuacje w udziale USD w strukturze rezerw w analizie krótkookresowej należy głównie przypisać wahaniom kursowym, a nie znacznym wahaniom popytu. W latach 1985–1987 i 2002–2004, a więc w okresach deprecjacji USD, udział waluty w strukturze rezerw zmalał mimo wzrostu udziału ilościowego. Analogicznie, w okresach aprecjacji USD (1981–1984 oraz 1999–2001), udział USD w strukturze rezerw rósł mimo spadku udziału ilościowego.

<sup>21</sup> E. Truman, A. Wong, *op. cit.*

lio rezerw banku centralnego odzwierciedlające zmiany kursowe. Ich zdaniem określeniem tym można posługiwać się głównie w odniesieniu do krajów rozwiniętych, w odróżnieniu od „aktywnej dywersyfikacji rezerw” jako świadomej strategii inwestycyjnej stosowanej przez kraje akumulujące duże rezerwy, w dużej mierze kraje rozwijające się i *emerging markets*. Rozróżnienie obu form dywersyfikacji ma kluczowe znaczenie w dyskusji na temat kompozycji walutowej rezerw i niebezpieczeństwa gwałtownego odejścia od USD.

Tabela 2. Kompozycja walutowa oficjalnych rezerw walutowych (stan na koniec roku, w mld SDR)

Wyszczególnienie	2000	2001	2002	2003
USD				
Zmiana w posiadaniu	142,2	89,3	20,7	161,2
Zmiana ilości	97,3	54,4	102,1	263,0
Zmiana ceny	44,9	34,8	-81,4	-101,8
Wartość na koniec roku	934,4	1 023,6	1 044,3	1 205,5
Euro				
Zmiana w posiadaniu	63,6	27,2	60,9	55,5
Zmiana ilości	67,2	31,2	33,7	21,7
Zmiana ceny	-3,7	-4,0	27,2	33,9
Wartość na koniec roku	228,6	255,8	316,7	372,2

Źródło: „Review of the International Role of the Euro” January 2005, ECB.

Analizując wpływ akumulacji rezerw walutowych na ich kompozycję, należy pamiętać, że ma ona głównie miejsce w krajach, których waluty są *de jure* lub *de facto* powiązane z USD, co zważywszy na wysuwaną hipotezę o wiodącej roli *currency peg* jako determinanty kompozycji rezerw, wzmacnia perspektywy USD jako waluty rezerwowej. W krajach, w których euro odgrywa rolę jako waluta zaczepu, ma miejsce znacznie skromniejsza akumulacja rezerw.

Podkreślane w literaturze determinanty związane z czynnikiem, jakim jest kierunek i skala związków handlowych i finansowych, znajdują potwierdzenie w analizie geograficznej dystrybucji aktywów rezerwowych. Badania wykazały, że udział euro jest faktycznie niski w strukturze rezerw banków centralnych krajów azjatyckich. W odróżnieniu, kraje europejskie utrzymują 98% rezerw w aktywach denominowanych w euro. Kompozycja rezerw faktycznie odzwierciedla czynnik geograficzny, który z kolei wynika w dużej mierze z uwarunkowań historycznych i generuje inercję (tab. 3).

Większość aktywów w euro jest utrzymywana w niemieckich i francuskich długoterminowych papierach skarbowych, jednak brak jest dokładnych statystyk odnośnie do geograficznej dystrybucji aktywów wśród banków centralnych i innych instytucji utrzymujących rezerwy walutowe w euro<sup>22</sup>.

<sup>22</sup> Za: *The Accumulation of Foreign Reserves*.



Tabela 3. Kompozycja rezerw jako procent utrzymywanych rezerw w podziale na regiony  
- wyniki badań ankietowych

Region	Zakres posiadanych aktywów dolarowych	Średni poziom utrzymywanych aktywów dolarowych	Zakres posiadanych aktywów w euro	Średni poziom utrzymywanych aktywów euro
Afryka	40-100	62	0-30	18
Azja („emerging”)	24-85	60	0-16	6
Europa („emerging”)	1-80	39	11-98	50
Zachodnia Półkula	0-100	77	0-50	14
Całość	0-100	57	0-98	29

Źródło: „Review of the International Role of the Euro”, December 2003, ECB (badania ankietowe przeprowadzone w 2002 r., uczestniczyło 54 banków centralnych posiadających prawie połowę światowych zasobów rezerw).

Interpretując brak gwałtownej zmiany kompozycji rezerw w kierunku euro, wskazuje się na<sup>23</sup>:

- stabilność popytu na dolara, co wynika w dużej mierze z częstego wykorzystywania tej waluty jako denominatora (kraje azjatyckie), a także z wciąż atrakcyjniejszego (bardziej płynnego i innowacyjnego) amerykańskiego rynku finansowego;

- istnienie „*network externalities*” - wynikiem istnienia tego jest fakt, że nieznaczne zmiany w kształtowaniu się determinant nie przekładają się na zmiany kompozycji rezerw, przynajmniej w krótkim okresie;

- fakt, że reputacja prowadzenia wiarygodnej, antyinflacyjnej polityki pieniężnej (co jest warunkiem uzyskania statusu waluty rezerwowej) wymaga w przypadku nowej waluty czasu.

E. Papaioannou et.al<sup>24</sup>, przeprowadzając symulacje optymalnej kompozycji rezerw, wykazują jednak, że faktyczny udział euro w rezerwach jest zawyżony w stosunku do udziału wynikającego z symulacji opartej na klasycznych determinantach. Sugeruje to - zdaniem autorów - wzmocnioną rolę euro jako waluty międzynarodowej (co autorzy nazywają „*punching above its wright*”), a to odbywa się raczej kosztem jena, funta i franka szwajcarskiego aniżeli USD.

Oceniając perspektywy euro jako waluty rezerwowej, E. Papaioannou et.al są jednak bardziej optymistyczni. Wzrost płynności i emisji aktywów denominowanych w euro przez podmioty spoza strefy euro<sup>25</sup>, oraz wzrastający udział strefy euro w handlu międzynarodowym stanowią już dziś bodziec do dywersyfikacji rezerw i odejścia od USD. Największym wyzwaniem dla USD będzie jednak sytuacja, kiedy zwiększy się liczba krajów, dla których euro stanie się walutą odniesienia przy konstruowaniu

<sup>23</sup> Za: B. Eichengreen, D. Mathieson, *op. cit.*

<sup>24</sup> E. Papaioannou, R. Portes, G. Siourounis, *op. cit.*

<sup>25</sup> Zadłużenie międzynarodowe denominowane w euro przez podmioty spoza UGiW wzrosło z 20% w 1999 r. do 30% w 2003 r. Jak wykazują C. Detken i P. Hartmann (*Features of the Euro's Role in International Financial Markets*, „*Economic Policy*” 2002, no 35), podaż denominowanych w euro aktywów poza strefą euro przewyższa nawet popyt, za: M. Chinn, J. Frankel, *op. cit.*

odpowiedniego reżimu kursowego<sup>26</sup>. Za potwierdzenie tej tezy można uznać decyzję Banku Rosji z grudnia 2005 r. odnośnie do wzrostu udziału euro w strukturze rezerw z 33% (w połowie 2005 r.) do 40%, co nastąpiło właśnie po zwiększeniu roli euro w konstruowaniu koszyka walutowego<sup>27</sup>.

Mimo, że wzrost udziału euro w rezerwach walutowych jest w dużej mierze wynikiem jego aprecjacji w latach 2002–2004 oraz zmian w metodologii publikowania statystyk przez MF<sup>W</sup><sup>28</sup>, euro zyskuje powoli i systematycznie na znaczeniu jako aktyw rezerwowy, szczególnie w grupie krajów rozwijających się.

Na podstawie wyodrębnionych przez siebie determinant i przeprowadzonych na ich podstawie symulacji, M. Chinn i J. Frankel przewidują, że przejście przez euro funkcji wiodącej waluty rezerwowej zależy od tego, czy

- Wielka Brytania i inne kraje UE przystąpią do strefy euro tak, aby rozmiar gospodarki UGiW przekroczył rozmiar gospodarki amerykańskiej;
- polityka makroekonomiczna prowadzona w USA doprowadzi do podważenia zaufania w wartość USD w wyniku inflacji i deprecjacji.

Zakładając spełnienie obu warunków (przystąpienie Wielkiej Brytanii i pozostałych krajów UE do strefy euro do 2020 r. oraz utrzymujący się trend deprecyjny dolara) euro może uzyskać status głównej waluty rezerwowej do 2022 r.

Joanna Bogolebska

#### THE DETERMINANTS OF THE CURRENCY COMPOSITION OF FOREIGN RESERVES. THE EURO AS THE RESERVE CURRENCY

There are many determinants of currency composition of foreign reserves. The most important are: the currency pegs, the direction of trade, the currency of foreign debt, the liquidity and depth of financial markets. Accumulation of foreign reserves and euro as a new currency add a new stimulus to a diversification of reserves. However, there is high inertia in reserve composition.

Well developed financial markets of the EMU as well as the output and size of its economy are incentives for monetary authorities to reconsider the currency composition of their official reserve holdings.

Although the increase in the share of the euro is partly driven by its appreciation during 2002–2004 and changes in the IMF's methodology in compiling the data, since its introduction in 1999 the single European currency is gradually becoming more important, especially in the developing world.

<sup>26</sup> W swoich symulacjach wykazują jednak, że nawet jeśli kraje azjatyckie zwiększyłyby obroty handlowe z krajami strefy euro i emitowały aktywa denominowane w euro, tak długo jak ich waluty będą powiązane z USD, jest mało prawdopodobne, by odeszły od USD w swoich portfolio rezerw. Na rzecz euro jako waluty rezerwowej przemawia jednak fakt, że obecnie blisko 50 krajów ma powiązane swoje waluty z euro. Mimo, że są to głównie nowi członkowie UE i kraje sąsiadujące, również odleglejsze kraje o wysokim poziomie rezerw (Rosja, Libia) używają euro w konstrukcji koszyka walutowego.

<sup>27</sup> Za: *The Global Importance of the Euro*, przemówienie wygłoszone przez L. Papademos 17.11.2006, [www.ecb.int/press/key/date/2006/html/sp061117.en.html](http://www.ecb.int/press/key/date/2006/html/sp061117.en.html).

<sup>28</sup> Od końca 2005 r. dane COFER są publikowane, opierając się na rezerwach banków centralnych udostępniających swoje dane MF<sup>W</sup>. Wcześniej, w sytuacji braku dostarczenia odpowiednich danych przez bank centralny, MF<sup>W</sup> samodzielnie szacował wysokość posiadanych rezerw. Ponieważ kraje akumulujące rezerwy nie są w dużej mierze obejmowane statystykami COFER, zaś akumulacja ma miejsce głównie w aktywach dolarowych, zawyża to skalę euro jako waluty rezerwowej. Implikacje tego są znaczące – kompozycja walutowa ponad 46% zakumulowanych w ostatnich 2 latach rezerw walutowych jest nieobjęta statystykami COFER (za: „Review of the International Role of Role of the Euro”, June 2007, ECB).