

*Joanna Bogołębska**

**POPYT NA REZERWY WALUTOWE
– EWOLUCJA KONCEPCJI TEORETYCZNYCH
A WSPÓŁCZESNE DOŚWIADCZENIA GOSPODARKI ŚWIATOWEJ**

1. WPROWADZENIE

Rezerwy walutowe są komponentem tzw. płynności oficjalnej, tworząc tzw. płynność bezwarunkową. Alternatywą dla tej formy płynności jest tzw. płynność warunkowa, którą można rozumieć w kategoriach zdolności kredytowej kraju¹. Zjawisko obserwowanego od dwóch dekad bezprecedensowego wzrostu popytu na rezerwy walutowe zostało uznane za negatywne dla krajów akumulujących rezerwy i dla stabilności gospodarki światowej jako całości. W ocenie przyczyn globalnego kryzysu finansowego 2007–2009 uznaje się rolę rezerw, które poprzez zniekształcenie kierunków globalnych przepływów kapitałowych wpływały na układ kursów walutowych i realne stopy procentowe. Przyczyniając się do narastania zjawiska nierównowagi globalnej, destabilizowały międzynarodowy system walutowy i stworzyły strukturalne podłoże kryzysu finansowego.

Przedmiotem artykułu jest analiza i systematyzacja głównych wątków teoretycznych opisujących źródła popytu na rezerwy i próba ich skonfrontowania ze współczesnym zjawiskiem akumulacji rezerw walutowych. Ewolucji w postrzeganiu źródeł popytu na rezerwy walutowe towarzyszy ewolucja poglądów na temat miar optymalnego poziomu rezerw. W połączeniu z faktem, że popyt na rezerwy jest uzależniony od specyfiki danego kraju (przede wszystkim poziomu rozwoju gospodarczego, stopnia włączenia się w międzynarodowe przepływy handlowe i kapitałowe), relatywizuje to ocenę motywów popytu na rezerwy i skalę akumulacji.

Podstawowy cel utrzymywania rezerw walutowych stanowi możliwość zwiększania podaży walut w sytuacji wystąpienia nierównowagi na rynku walutowym. W ujęciu tradycyjnym jest to rozumiane jako konieczność finansowania deficytów w bilansie płatniczym. Na zmianę postrzegania celów utrzymywania rezerw wpłynęło coraz powszechniejsze stosowanie floatingów w polityce kursowej krajów oraz procesy integracji i globalizacji rynków finansowych. Ukazały

* Dr, Katedra Międzynarodowych Stosunków Gospodarczych, Uniwersytet Łódzki.

¹ Podział ten w finansach międzynarodowych wprowadził F. Aschinger. Szerzej na ten temat: J. B i l s k i, *Międzynarodowy system walutowy*, PWE, Warszawa 2006, s. 120.

one, jak ważna jest rola rezerw – czynnika współtworzącego zaufanie związane z pozycją finansową kraju. Zaufanie to zapobiega gwałtownym odpływom kapitału w sytuacjach obniżenia skłonności do inwestowania w walucie krajowej. Poziom rezerw jest tu składową oceny ryzyka danego kraju. Rezerwy walutowe, zapewniając wypłacalność, zmniejszają ryzyko kraju, co powoduje obniżenie premii za ryzyko inwestowania w aktywa krajowe oraz przyczyniają się do uzyskania korzystnego ratingu. Obniża to koszty zadłużenia zagranicznego kraju². Globalny kryzys finansowy 2008–2009 zweryfikował rolę płynności oficjalnej – unaocznił potrzebę zwiększania podaży walut w sytuacji zaburzeń płynnościowych w systemie bankowym. Sprawne wdrażanie alternatywnych – w stosunku do rezerw walutowych – mechanizmów alokowania płynności dewizowej może stać się początkiem postulowanego przez ekonomistów i decydentów politycznych (MFW, G20) spadku popytu na rezerwy walutowe.

2. KONCEPCJA *EXTERNAL DRAIN* VERSUS *DOUBLE DRAIN*

Pierwszy nurt rozważań teoretycznych na temat popytu na rezerwy walutowe koncentruje się wokół próby znalezienia odpowiedzi na pytanie, jaki czynnik (zewnętrzny czy wewnętrzny) uruchamia procesy prowadzące do deprecjacji waluty krajowej, co może skutkować potrzebą sięgnięcia do rezerw walutowych. Popyt na rezerwy walutowe (i ocena jego optymalności) wynika z przyjętej percepcji procesów, mogących prowadzić do drenażu rezerw.

Drenaż rezerw uruchamiają zachowania nierezydentów (drenaż zewnętrzny, *external drain*). W literaturze można się spotkać z określeniem takiego zachowania nierezydentów terminem *sudden stop*. Z kolei drenaż rezerw uruchomiony dzięki zachowaniom rezydentów wymieniających masowo walutę krajową na waluty obce (drenaż wewnętrzny, *internal drain*) nazywany jest także *capital flight*. W dalszej części rozważań będę stosowała zamiennie powyższe terminy.

Polemika na temat źródła popytu na rezerwy, która uległa ożywieniu w połowie lat 90. XX w. i była związana z bezprecedensową skalą akumulacji rezerw walutowych, głównie krajów *emerging markets*, jest w istocie powrotem do wcześniejszych (nawet XIX-wiecznych rozważań teoretycznych).

W myśl koncepcji *external drain*, rezerwy są utrzymywane, aby zapewnić płynność na wypadek okresowego spadku w eksporcie towarów lub napływie kapitału, a więc aby uniknąć gwałtownych zmian w kursie walutowym, inwestycjach i konsumpcji. W ujęciu tradycyjnym, popyt na rezerwy był funkcją deficytu handlowego w bilansie płatniczym. Rezerwy walutowe odgrywały funkcję wyrównawczą w procesie dostosowawczym zbiorowych kursów stałych z Bretton

² *Przesłanki oceny poziomu rezerw dewizowych*, „Materiały i Studia NBP” 2003, z. 170, s. 6.

Woods (*trade-based Bretton Woods view of reserves*)³. Wyrazem takiego rozumienia czynnika determinującego popyt na rezerwy było wprowadzenie miary optymalnego poziomu rezerw, opartej na wolumenie importu. Zgodnie z tą miarą, gospodarka osiąga optymalny poziom rezerw, gdy zostaje zapewnione trzymiesięczne pokrycie wolumenu importu rezerwami walutowymi.

Wraz z nadejściem fali przepływów kapitałowych, które nasiliły się z początkiem lat 90. zmieniło się spojrzenie na rolę rezerw międzynarodowych w finansowo zglobalizowanej gospodarce światowej. Nowe spojrzenie opierało się na spostrzeżeniu, że kryzysy walutowe pochodzące ze strony rachunku finansowego bilansu płatniczego, mogą doprowadzić do wysuszenia rezerw (*reserve drain*). Wyrazem takiego spojrzenia było skonstruowanie miary optymalnego poziomu rezerw, opartej na krótkoterminowym zadłużeniu kraju. Miara ta, znana pod nazwą *Guidotti-Greenspan Rule*, wprowadzona w 1999 r., była wyrazem uznania zagrożenia nagłym wstrzymaniem dopływu kapitału do danego kraju (ryzyko *sudden stop*). Zgodnie z tą miarą, kraj *emerging market* ma wystarczający poziom rezerw, jeśli jest w stanie obsłużyć całkowite zadłużenie krótkoterminowe bez uciekania się do kredytu zagranicznego. Jak pisze Obstfeld, takie spojrzenie na optymalny poziom rezerw walutowych opiera się na potraktowaniu gospodarki kraju jak banku, gdzie uwarunkowania monetarne (w przeciwieństwie do kredytowych) są nieistotne⁴.

Należy zwrócić uwagę, że konstrukcja (*rule of thumb*) Guidottiego-Greenspana, koncentrująca się wyłącznie na niebezpieczeństwie *external drain*, pomijająca rolę decyzji finansowych rezydentów krajowych, była w literaturze ekonomicznej zaprezentowana znacznie wcześniej przez J. Keynes, który w *Traktacie na temat pieniądza* (1930) analizował optymalny poziom wolnych rezerw złota. Wychodząc z założenia, że źródłem niestabilności może być wyłącznie *external drain*, czyli zewnętrzne „wysysanie” płynności walutowej, zalecał wyższy poziom rezerw krajom o mniej zdywersyfikowanym handlu, z eksportem silnie uzależnionym od wahań cen, z sektorem finansowym i bankowym silnie włączonym w obrót międzynarodowy⁵.

Wyrazem uznania roli ryzyka *sudden stop* w procesie generowania niestabilności finansowej kraju było rozpowszechnienie się tzw. przezornościowego popytu na rezerwy walutowe (*precautionary demand for reserves*). Zgodnie z nim, kraje akumulują rezerwy, aby sfinansować deficyt handlowy, lub – w bardziej współczesnym ujęciu – uniknąć spadku produktu i inwestycji w następstwie odpływu kapitału finansowego (*reserves as output stabilizer*)⁶.

³ Określenie za: M. Obstfeld, J. Shambaugh, A. Taylor, *Financial stability, the trilemma, and international reserves*, “NBER Working Paper Series” 2008, No. 14217, s. 4.

⁴ *Ibidem*.

⁵ *Ibidem*, s. 8.

⁶ Przezornościowy popyt na rezerwy pierwsi opisali Ben-Bassat i Gottlieb (1992). Za: J. Aizenman, J. Lee, *Financial versus monetary mercantilism: long-run view of large international reserve hoarding*, “IMF Working Paper” 2006, Vol. 280, s. 3.

Alternatywna koncepcja popytu na rezerwy opiera się na uznaniu ryzyka *double drain*, a więc równoległego oddziaływania czynnika zewnętrznego (*external drain*) i wewnętrznego (*internal drain*). *Internal drain* to sytuacja, w której następuje odpływ walut ze źródeł krajowych (np. „run na dolara”). Rezerwy walutowe służą wówczas ochronie krajowego systemu bankowego i – szerzej – krajowych rynków kredytowych. Koncepcja *double drain* opiera się na założeniu, że istnieje współzależność między stabilnością krajowego systemu finansowego a stabilnością walutową. Rezerwy walutowe muszą służyć stabilizowaniu krajowych rynków finansowych równoległe ze wspieraniem zewnętrznej wartości waluty.

Czynnik deficytu handlowego i krótkoterminowego długu uzasadniającego popytu na rezerwy opierał się na uznaniu, że negatywny szok w bilansie płatniczym (odpływ kapitału) odpowiada sytuacji, kiedy eksport krajowych aktywów nagle zostaje wstrzymany (kraj doświadcza *sudden stop*). Rozumowanie dotyczące popytu generowanego przez *double drain* zakłada, że podobne szoki mogą powstać, gdy import zagranicznych aktywów przez krajowe podmioty nagle się rozpoczyna (*sudden start*)⁷. Zdaniem Obstfelda i in., właśnie źródło wewnętrzne – odpływ kapitału na skutek wycofywania krajowych depozytów i ich zamiana na waluty obce – wyczerpuje rezerwy walutowe i może być niebezpiecznym scenariuszem, zwłaszcza dla krajów *emerging markets*. Takie przepływy są bardziej niebezpieczne niż przepływy pochodzące „z zewnątrz” – uruchamiane przez *sudden stop* kanałem deficytu handlowego lub kapitałowego. Potęguje to fakt, że łatwiej jest ograniczyć podatność kraju na *external drain* (np., jak proponuje D. Rodrik, poprzez opodatkowanie krótkoterminowych napływów kapitału⁸) aniżeli ograniczyć podatność krajowego systemu bankowego na *internal drain* (jest to znacznie bardziej skomplikowane i czasochłonne).

Prekursorem dostrzeżenia kanału *internal drain* był H. Thornton (1802), który uznał, że rolą rezerw walutowych jest nie tylko zapobieganie fluktuacjom w bilansie handlowym (*external drain*). Rolę *double drain* opisywał w kontekście systemu waluty złotej R. Dornbusch, który zastosował standardowy model mnożnika pieniężnego do wyprowadzenia dynamicznego modelu przepływów złota i rezerw w świecie o niedoskonałej mobilności kapitału. Ryzyko *double drain* powstaje, gdy zaczyna działać „kanał zaufania” – wyższe stopy procentowe powodują wówczas ucieczkę do gotówki zamiast do depozytów.

Przykładem drenażu rezerw pochodzącego ze źródła krajowego jest doświadczenie Argentyny z okresu 1994–1995, kiedy to run na krajowe depozyty doprowadził do gwałtownego spadku poziomu rezerw walutowych – w ciągu kilku

⁷ M. Obstfeld et al., *op. cit.*, s. 6.

⁸ D. Rodrik, *The social cost of foreign Exchange reserves*, „International Economic Journal” 2006, No. 20.

tygodni 1/8 agregatu monetarnego M2 została wymieniona na rezerwy banku centralnego. Stabilność walutową udało się utrzymać w dużej mierze dzięki pomocy MFW, który odegrał rolę „katalizatora” przyciągającego świeży dopływ kapitału prywatnego. Wydarzenia z roku 2001 już nie zakończyły się tak pomyślnie – Argentyna doświadczała wówczas stałego *double drain*, tracąc 11,5 mld USD depozytów i 10,9 mld rezerw walutowych w okresie od stycznia do listopada. Po wycofaniu się MFW z pomocy finansowej reakcja kapitału – krajowego i zagranicznego – była natychmiastowa: w ciągu 24 godz. wycofanych zostało 1,4 mld USD z systemu bankowego, co przełożyło się na wyczerpanie 10% rezerw walutowych.

Wychodząc z założenia, że kraje są poddane ruchom kapitałów pochodzącym nie tylko od nierezydentów, lecz także od rezydentów, Obstfeld i in. zaproponowali mierzenie optymalnego poziomu rezerw w stosunku do M2. Wskaźnik ten odzwierciedlałby zasób krajowych pasywów finansowych, które potencjalnie mogły być zamienione na walutę obcą. Agregat M2, obejmujący „prawie płynne” depozyty systemu bankowego, jest dobrą zmienną, obrazującą potencjalną potrzebę stabilizowania kursu walutowego poprzez drenaż rezerw, wynikającą z ucieczki od depozytów zgromadzonych w walucie krajowej.

Propozycja takiej konstrukcji optymalnego poziomu rezerw wynika z przekonania, że pogląd akcentujący rolę czynnika *sudden stop* – łatwo odwracalnych strumieni kapitału międzynarodowego – i aplikujący podejście opierające się na kategorii zadłużenia zagranicznego, traktowanego jako element optymalizujący poziom rezerw, omija istotny aspekt zachowania rezydentów, który równie silnie oddziałuje na stabilność finansową i monetarną kraju.

3. KONCEPCJE BEHAWIORALNE

Drugą grupę teorii wyjaśniających popyt na rezerwy stanowią teorie behawioralne, akcentujące rolę czynników niefundamentalnych. F. Machlup rozwinął w 1966 r. swoją słynną „garderobianą teorię popytu na rezerwy” (*Mrs's Machlup's Wardrobe*), stosując jako metaforę nieograniczony popyt pani Machlup na sukienki. Analogicznie – jak rozumuje F. Machlup – ma wyglądać nieograniczony apetyt władzy monetarnej na rezerwy walutowe. Jedyнным czynnikiem ograniczającym apetyt na garderobę pani Machlup/władzy monetarnej jest zachowanie sąsiadów⁹. Czynnikiem rywalizacji między sąsiadami/gospodarkami uruchamia

⁹ F. Machlup, pisząc o popycie pani Machlup na sukienki (1956), stwierdza, że „zależy on od apetytu sąsiadów, z którymi utrzymuje relacje” („the demand depends on the Joneses with whom she wishes to keep up”); za: Y. Cheung, X. Qian, *Hoarding of international reserves: Mrs Machlup's wardrobe and the Joneses*, “Review of International Economics” 2009, Vol. 17, s. 825.

mechanizm konkurencyjnego gromadzenia rezerw (*competitive international reserve hoarding behavior*). Popyt na rezerwy, wynikający z konkurowania między gospodarkami w regionie, nazywany jest *keeping up with the Joneses*.

W tym ujęciu rezerwy służą do absorbowania niespodziewanych (zewnętrznych) szoków i pomagają wygładzić nierównowagi na rachunku obrotów bieżących i kapitałowych.

S. Fisher przenosi na grunt współczesny ten psychologiczny aspekt popytu na rezerwy i uzasadnia jego racjonalność na przykładzie doświadczeń krajów azjatyckich, dotkniętych kryzysem w latach 90. XX w. Wykazuje, że gospodarki o wyższym poziomie rezerw lepiej poradziły sobie z kryzysem finansowym niż kraje o niskim poziomie rezerw, zatem, wyższy poziom rezerw w stosunku do sąsiadów może obniżyć ciśnienie spekulacyjne na własną gospodarkę i skierować je na gospodarki sąsiednie, obniżając niebezpieczeństwo poniesienia całkowitego kosztu ataku spekulacyjnego. Innymi słowy, kryzys finansowy rozprzestrzeniający się w regionie, jeśli dotknie dwóch krajów o podobnych fundamentach ekonomicznych, większego spustoszenia dokona w kraju o niższym poziomie rezerw. Innym motywem współczesnego *keeping up with the Joneses* jest chęć przyciągnięcia zagranicznego kapitału i zagranicznych inwestycji bezpośrednich do krajów, które cierpią na niedostatek kapitału krajowego. Wychodząc z założenia, że rezerwy są barometrem stabilności finansowej kraju, gospodarka ma bodziec do zwiększania rezerw ponad poziom sąsiednich gospodarek, traktując akumulację rezerw jak szansę przyspieszenia tempa wzrostu kraju. Dla krajów rozwijających się wpływ rezerw na potencjalny wzrost gospodarczy (*output effect of reserves*) wynika także z możliwości obniżenia kosztów pożyczania na międzynarodowych rynkach kapitałowych (*borrowing cost*). Czynniki te mogą, zdaniem S. Fischera, zachęcać kraje rozwijające się do konkurowania między sobą o jak najwyższy poziom zakumulowanych rezerw.

4. WSPÓŁCZESNE INTERPRETACJE POPYTU NA REZERWY

4.1. Rozszerzenie interpretacji motywu przezornościowego

Jak wspomniano, celem przezornościowego popytu na rezerwy ma być stabilizowanie produkcji na wypadek wystąpienia szoku zewnętrznego *sudden stop*. J. Aizenman i in., badając wzrost popytu na rezerwy krajów azjatyckich w następstwie kryzysu finansowego z II poł. lat 90. XX w., przedstawili dodatkową interpretację przezornościowego popytu na rezerwy, mianowicie motyw stabilizowania wydatków budżetowych. Zmienność produkcji, nieelastyczny popyt na wydatki budżetowe, wysokie koszty poboru podatków oraz *sovereign risk* może skłaniać kraj do akumulowania zarówno rezerw walutowych, jak i długu

zagranicznego. Pozwala on krajowi na wygładzenie konsumpcji przy zmiennej produkcji. Rezerwy, które nie są dostępne dla wierzycieli, umożliwiają krajowi wygładzanie konsumpcji w sytuacji, kiedy negatywny szok doprowadzi do nieobsługiwalności zadłużenia zagranicznego. Kraje cechujące się polityczną niestabilnością lub korupcją polityczną będą miały niższy popyt przezornościowy na rezerwy¹⁰.

Szukając współczesnych motywów przezornościowego popytu na rezerwy, wykracza się poza uwarunkowania danej gospodarki i próbuje się włączyć czynnik systemowy. Popyt ten wynika z systemowych niedoskonałości (*systemic imperfections*) międzynarodowego systemu walutowego, do których należą:

- zmienne przepływy kapitałowe (*volatile capital flows*);
- niepewna dostępność do płynności międzynarodowej w czasie kryzysu finansowego;
- brak automatycznych mechanizmów dostosowawczych w nierównowagach globalnych;
- brak dobrych substytutów dla USD jako aktywu rezerwowego¹¹.

Akcentuje się fakt, że odpływ kapitału (niezależnie od jego źródła) jest destabilizujący, podobnie – zmienność przepływów kapitałowych. Także nadmierne napływy kapitału destabilizuje gospodarkę, bowiem może wywołać bąble na rynkach aktywów, złą alokację zasobów, ryzyko związane z obsługą bilansów podmiotów, jeśli pasywa są denominowane nadmiernie w walucie zagranicznej. Presja wywierana przez aprecjację waluty może komplikować zarządzanie polityką makroekonomiczną, stąd potrzeba sterylizacji nadmiaru napływu dewiz w postaci ich akumulacji.

Współczesny przezornościowy popyt na rezerwy wynika także z niezadowolenia z funkcjonowania mechanizmów alokacji płynności dewizowej na poziomie międzynarodowym, w tym – braku prawdziwego międzynarodowego pożyczkodawcy ostatniej instancji. W tym kontekście ponadoptimalny popyt na rezerwy krajów azjatyckich tłumaczy się chęcią finansowego uniezależnienia się od polityki kredytowej MFW, zwłaszcza od jego polityki *conditionality*¹².

Wreszcie motyw przezornościowy przybiera formę *precautionary saving* (przezornościowego oszczędzania). W ten sposób tłumaczy się coraz większą rolę polityki akumulacji rezerw w krajach będących eksporterami ropy naftowej (m.in. Norwegia). W ich przypadku akumulacja rezerw wynika z chęci tworzenia funduszy zabezpieczających („fundusze przyszłych pokoleń”, tzw. *heritage funds*, fundusze stabilizujące przyszłe wpływy z eksportu surowca).

¹⁰ J. Aizenman, N. Marion, *The high demand for international reserves in the Far East: what's going on?*, “NBER Working Paper” 2002, No. 9266.

¹¹ *Reserve accumulation and international monetary stability*, IMF 2010, s. 5.

¹² R. Medhora, *The uneven build-up of global reserves. Ways forward*, “World Economics” 2007, No. 4.

4.2. Popyt na rezerwy – produkt uboczny strategii rozwojowej kraju (współczesny merkantylizm)

M. Dooley zwrócił uwagę na fakt, że tak dużego popytu na rezerwy, zgłaszanego przez azjatyckie kraje *emerging markets*, nie da się wytłumaczyć wyłącznie popytem przezornościowym. Akumulację rezerw należy tu postrzegać jako produkt uboczny strategii rozwoju gospodarczego, opartej na stymulowaniu eksportu przez utrzymywanie niedoszacowanej waluty. Najważniejszym elementem tej strategii (nazywanej merkantylizmem monetarnym) jest wykorzystanie nadmiernej siły roboczej. Dzięki zatrudnianiu siły roboczej w sektorach eksportowych i jednoczesnym braku polityki stymulowania popytu wewnętrznego, gospodarkom udaje się uniknąć inflacyjnych skutków polityki akumulacyjnej. Dodatkowym celem zgłaszanego popytu na rezerwy jest traktowanie ich jako zabezpieczenia (*collateral*) dla napływu bezpośrednich inwestycji zagranicznych¹³.

4.3. Popyt na rezerwy – efekt *by-pass*

Czynnik słabego rozwoju rynku finansowego także może wyjaśniać popyt krajów *emerging markets* na rezerwy. Słaby rozwój krajowego pośrednictwa finansowego determinuje nie tylko przepływy kapitałowe brutto, lecz także kierunek przepływów kapitałowych netto. Jeśli krajowy sektor finansowy jest nieefektywny, wzrost oszczędności krajowych omija (*bypasses*) krajowy sektor finansowy i powoduje odpływ netto kapitału portfelowego. Ponadto ryzyko *sudden stop* w warunkach coraz większej integracji finansowej może spowodować większą zmienność nominalnych i realnych kursów walutowych, szczególnie w krajach o płytszych i słabiej instytucjonalnie rozwiniętych rynkach finansowych.

4.4. Współczesne zjawisko akumulacji rezerw

W ostatnich latach popyt na rezerwy wzrósł gwałtownie, osiągając 13% PKB w 2009 r., co oznacza trzykrotny wzrost w ciągu 10 lat. Dla większości krajów *emerging markets* wartość zakumulowanych rezerw przekracza miary optymalności, średnio w 2008 r. stanowiąc pokrycie 10-miesięcznego importu oraz 475% krótkoterminowego zadłużenia zagranicznego¹⁴. Zjawisko akumulacji rezerw krajów *emerging markets* jest z jednej strony interpretowane jako wynik krajowych

¹³ Por. M. Dooley, D. Folkerts-Landau, P. Garber, *An essay on the revived Bretton Woods System*, "NBER Working Paper" 2003, No. 9971. Ten aspekt popytu na rezerwy był szeroko analizowany w literaturze, przybierając formę tzw. hipotezy Bretton Woods II jako przyczyny nierównowagi globalnej.

¹⁴ R. M o g h a d a m, *op. cit.*

polityk makroekonomicznych, realizowanych przez te kraje, z drugiej zaś – jako konsekwencja procesów globalizacyjnych¹⁵.

Współczesne zjawisko akumulacji rezerw walutowych charakteryzują:

– dominacja zjawiska w grupie krajów *emerging markets*. Udział rezerw w krajach rozwijających się w ogólnym poziomie rezerw wzrósł z 28% w 1990 do 65% w 2008 r. Zjawisko akumulacji rezerw praktycznie nie występuje w krajach rozwiniętych (spektakularnym wyjątkiem jest tu Japonia i kraje eksportujące ropę naftową, np. Norwegia);

– koncentracja zjawiska – dotyczy to zarówno koncentracji od strony popytowej, jak i podażowej. Koncentracja w pierwszym aspekcie polega na dominacji zjawiska w krajach azjatyckich. Pod koniec 2009 r. sześć azjatyckich krajów *emerging markets* było w pierwszej dziesiątce światowych posiadaczy rezerw (Chiny, Indie, Tajwan, Korea, Singapur, Hongkong). Ponadto do krajów prowadzących politykę akumulacyjną należą: Malezja, Tajlandia, Indonezja, Filipiny, Wietnam i Kazachstan. Jeśli odniesiemy tempo akumulacji do tempa wzrostu gospodarczego, widać, że poziom rezerw w Azji Południowo-Wschodniej jest trzykrotnie wyższy od PKB (13,1% w 1990 r., 40,2% w 2008 r.). Akumulacja rezerw walutowych jest więc zjawiskiem charakterystycznym dla całego regionu Azji Południowo-Wschodniej, jednak najwięcej uwagi przyciągają Chiny, które w okresie 1990–2008 odnotowały ponad 50% udział w przyroście rezerw. Drugi obszar intensywnej polityki akumulacji stanowi Ameryka Łacińska, gdzie poziom zakumulowanych rezerw osiągnął 12% PKB całego regionu. Koncentracja w aspekcie podażowym polega na widocznej dominacji USD jako waluty rezerwowej.

Bardzo szeroko zakrojone badania empiryczne, dotyczące motywów współczesnej akumulacji rezerw walutowych, nie dają jednoznacznej odpowiedzi. Empiryczne rozróżnienie motywów akumulacji jest bardzo trudne, ponadto z różnym nasileniem działały one w odniesieniu do poszczególnych krajów i horyzontu czasu. Obszerna dyskusja w literaturze koncentruje się na konfrontowaniu przezornościowego i merkantylistycznego motywu popytu na rezerwy i znalezieniu odpowiedzi na pytanie, który był dominujący. Dla przykładu, Aizenman i Lee poddali badaniom politykę akumulacji 49 krajów w okresie 1980–2000 i doszli do wniosku, że oba motywy były istotne, ale większą rolę odegrał motyw przezornościowy¹⁶. Z kolei z badań przeprowadzonych przez Jeanne i Ranciere wynika, że akumulacja aktywów zagranicznych po 2000 r. była zbyt duża (szczególnie w krajach azjatyckich), by można było ją tłumaczyć wyłącznie motywem przezornościowym¹⁷. Y. Cheung i X. Qian zbadali rolę efektu *keeping up with the Joneses*

¹⁵ J. Wijnholds, L. Sondergaard, *Reserve accumulation. Objective or by-product?*, “ECB Occasional Papers Series” 2007, No. 73, s. 16.

¹⁶ J. Aizenman, J. Lee, *op. cit.*

¹⁷ O. Jeanne, R. Ranciere, *The optimal level of international reserves from emerging market countries: a new formula and some implications*, www.econ.jhu.edu/People/Jeanne/JeanneRanciere, 2009.

w odniesieniu do 10 azjatyckich krajów *emerging markets*. Wykazali empirycznie, że istnieje współzależność poziomu rezerw akumulowanych przez kraje w regionie, co szczególnie było widoczne zaraz po roku 1997. Czynniki konkurencyjnej akumulacji rezerw odegrał więc istotną rolę.

4.5. Wpływ kryzysu finansowego 2007–2009 na popyt na rezerwy

Kryzys kredytowy, który rozpoczął się w 2007 r. pokazał, że w świecie głęboko powiązanych ze sobą rynków finansowych problem sterowania płynnością walut obcych nie ogranicza się tylko do krajów rozwijających się. Okazało się, że potrzeba buforu przywracającego stabilność finansową poprzez sprawne alokowanie płynności walutowej w systemie bankowym (dotyczy to także krajów rozwiniętych). Obok tradycyjnego popytu na rezerwy, zgłaszanego przez banki centralne w celu dokonania interwencji na rynku walutowym, pojawia się popyt wynikający z potrzeby zapewnienia płynności rynku pieniężnego i konieczności zastąpienia *de facto* przez banki centralne rynku międzybankowego.

Dla przykładu, francuski bank komercyjny, odczuwający niedostatek płynności dolarowej, nie mając dostępu do okienek kredytowych Systemu Rezerwy Federalnej i nie mogąc pozyskać tej płynności z rynków hurtowych, zgłasza popyt na płynność walutową w EBC. Jeśli EBC zasili system bankowy w euro, zmuszając banki do sprzedaży tej waluty i zakupu USD na rynku walutowym, spowoduje to deprecjację kursu euro oraz – w przeciwieństwie do klasycznej funkcji LOLR (pożyczkodawcy ostatniej instancji) w gospodarce zamkniętej – doprowadzi do wzrostu inflacji w UGiW. EBC może oczywiście próbować przeciwdziałać wzrostowi inflacji poprzez sterylizowanie transakcji, jednak potrzebuje w tym celu znacznych rezerw walutowych. Nie zawsze ich struktura walutowa odpowiada strukturze walutowej zgłaszanego popytu na płynność, ponadto nie zawsze ich poziom jest wystarczający, mogą także być ulokowane w niepłynnych aktywach. Powyższe problemy zasilania dewizowego systemu bankowego w czasie kryzysu płynnościowego doprowadziły do wdrażania alternatywnych technik alokacji płynności dewizowej. Kluczową rolę odegrały tu bilateralne linie swapowe, uruchamiane pomiędzy bankami centralnymi.

Problem polega na tym, że kraje rozwinięte mają większe możliwości substytuowania rezerw walutowych za pomocą innych mechanizmów, zwiększających płynność oficjalną (większe możliwości wykorzystywania tzw. płynności warunkowej) w stosunku do krajów *emerging markets*. Po częściowym spadku rezerw utrzymywanych przez kraje *emerging markets* w okresie 2008–2009, co wynikało z ich wykorzystania w procesie stabilizowania rynków walutowych i pieniężnych, od 2010 r. obserwuje się ponowny wzrost popytu na rezerwy. Tłumaczyć to należy dalszą niepewnością tych krajów co do alternatywnych mechanizmów

alokowania płynności dewizowej, wdrażanych na zasadach bilateralnych (jak np. linie swapowe) lub multilateralnych (jak np. pooling rezerw, mechanizmy kredytowe MFW). Wysokość rezerw walutowych może być czynnikiem zwiększającym prawdopodobieństwo uzyskania płynności walutowej od zagranicznego banku centralnego (uruchamianie linii swapowych wykazało ich dużą selektywność – tylko cztery kraje *emerging markets* stały się beneficjentami linii swapowych, w ramach których System Rezerwy Federalnej dystrybuował płynność dolarową do zagranicznych systemów bankowych). W tym sensie rezerwy walutowe należy traktować jako komplementarne, a nie substytucyjne wobec alternatywnych komponentów płynności oficjalnej.

Kryzys finansowy wykazał więc, że w świecie globalnych banków, działających ponad granicami, popyt na płynność walutową może pochodzić z sektora bankowego, przy czym kanałem uruchamiającym go nie muszą być stadne zachowania pomiotów prywatnych (wycofywanie depozytów i masowe zamienianie ich na walutę obcą), tylko brak zaufania w systemie bankowym, prowadzący do gwałtownego spadku transakcji na rynku międzybankowym i kryzysu kredytowego. Pozwala to zrozumieć sens miary optymalnego poziomu rezerw walutowych, zaproponowanej przez Obstfelda, szczególnie eksponującej rozmiary krajowego rynku kredytowego. Wydaje się jednak, że ma to głębsze znaczenie dla krajów *emerging markets*. W przypadku krajów rozwiniętych, charakteryzujących się łatwością pozyskiwania płynności walutowej z innych źródeł, nie ma aż takiego znaczenia. Dopóki więc nie zostaną wypracowane na poziomie ponadnarodowym sprawne mechanizmy alokacji płynności warunkowej, dostępne w pełni dla krajów *emerging markets*, należy się liczyć z dalszym zwiększaniem popytu na rezerwy z ich strony.

LITERATURA

- Aizenman J., Lee J., *Financial versus monetary mercantilism: long-run view of large international reserve hoarding*, "IMF Working Paper" 2006, Vol. 280.
- Aizenman J., Marion N., *The high demand for international reserves in the Far East: what's going on?*, "NBER Working Paper Series" 2002, No. 9266.
- Bilski J., *Międzynarodowy System Walutowy*, PWE, Warszawa 2006.
- Cheung Y., Qian X., *Hoarding of international reserves: Mrs. Machlup's wardrobe and the Joneses*, "Review of International Economics" 2009, No. 17.
- Fischer S., *On the need for an international lender of last resort*, "Essays in International Economics" 2000, No. 220.
- Medhoro R., *The uneven build-up of global reserves. Ways forward*, "World Economics" 2007, No. 4.
- Moghadam R., *Reserve accumulation and international monetary system*, IMF 2010.
- Obstfeld M., Shambaugh J., Taylor A., *Financial stability, the trilemma, and international reserves*, "NBER Working Paper Series", 2008.
- Przesłanki oceny poziomu rezerw walutowych*, „Materiały i Studia NBP” 2003, z. 170.
- Wijnholds J., Sondergaard L., *Reserve accumulation: objective or by-product?*, "ECB Occasional Paper Series" 2007, No 73.

Joanna Bogołębska

**THE DEMAND FOR INTERNATIONAL RESERVES. THE EVOLUTION
OF THEORETICAL CONCEPTS AND THE CURRENT
EXPERIENCES OF THE WORLD ECONOMY**

(Summary)

The article aims at presenting the main aspects of theoretical debate on the determinants of the demand for international reserves. An insight into different sources of this demand may help to understand alternative measures of foreign reserves adequacy. Despite different measures of reserve holding optimality, there is a common agreement that the growing demand for reserves, mainly from emerging market economies, has been excessive and detrimental to the world economy. This is why it has been broadly recommended to implement such global and regional mechanisms of international liquidity allocation, which would stimulate countries to decumulate reserves. The experiences of the global financial crises has revealed that – on one hand – official liquidity is essential in the process of liquidity crisis managements, – on the other hand – until alternative mechanisms of liquidity provision are fully accessible to the emerging market economies, one must realize that the accumulation policy will continue.