

Halina Nakonieczna-Kisiel

Rezerwy walutowe we współczesnej gospodarce światowej

Studia i Prace Wydziału Nauk Ekonomicznych i Zarządzania 33/1, 93-109

2013

Artykuł został opracowany do udostępnienia w internecie przez Muzeum Historii Polski w ramach prac podejmowanych na rzecz zapewnienia otwartego, powszechnego i trwałego dostępu do polskiego dorobku naukowego i kulturalnego. Artykuł jest umieszczony w kolekcji cyfrowej bazhum.muzhp.pl, gromadzącej zawartość polskich czasopism humanistycznych i społecznych.

Tekst jest udostępniony do wykorzystania w ramach dozwolonego użytku.

HALINA NAKONIECZNA-KISIEL*

Uniwersytet Szczeciński

REZERWY WALUTOWE WE WSPÓŁCZESNEJ GOSPODARCE ŚWIATOWEJ

Streszczenie

Celem opracowania było określenie przekształceń oraz uwarunkowań w rozmiarach, strukturze rodzajowej, walutowej i geograficznej rezerw walutowych świata. Badaniami objęto lata 1990–2011, a zastosowane metody badawcze to analiza materiałów statystycznych i literatury przedmiotu. Wyniki analizy przedstawiono w pięciu punktach (stosownie do przyjętego celu), a ich syntetyczną wersję zawarto w podsumowaniu.

Słowa kluczowe: rezerwy walutowe, akumulacja aktywów rezerwowych, funkcje rezerw walutowych, motyw przezornościowy i merkantylistyczny

Wprowadzenie

Celem opracowania jest określenie tendencji w rozmiarach, strukturze rodzajowej, walutowej i geograficznej globalnych rezerw walutowych. Badania dotyczą lat 1990–2011, czyli okresu ponad dwudziestoletniego, co pozwoliło uogólnić prawidłowości zaobserwowane w tej dziedzinie, a także przedstawić ich uwarunkowania za pomocą identyfikacji przesłanek i innych czynników określających konieczność akumulacji rezerw walutowych w poszczególnych krajach i regionach.

* Adres e-mail: hakisiel@wp.pl.

1. Rozmiary i dynamika globalnych rezerw walutowych

Według danych Banku Światowego, wartość światowych rezerw walutowych na koniec 2011 roku wynosiła 11,8 bln USD, czyli w porównaniu z rokiem 1990 wzrosła ponad dziewięciokrotnie, natomiast z rokiem 2000 – ponad pięciokrotnie (tab. 1).

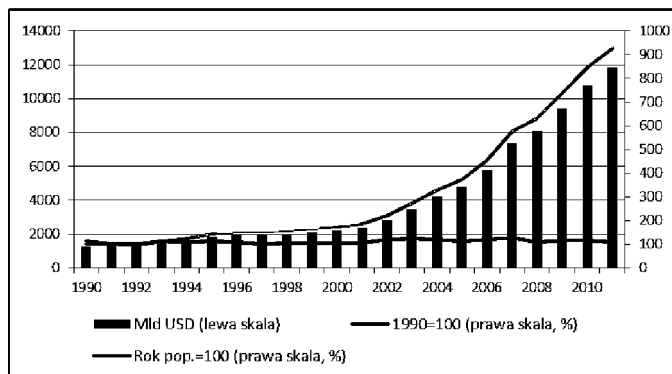
Tabela 1. Poziom i dynamika globalnych rezerw walutowych w latach 1990–2011

Lata	Wartość (mld USD)	1990 = 100 (%)	2000 = 100 (%)	Rok pop. = 100 (%)
1990	1277,0	100,0	57,2	112,4
1991	1308,1	102,4	58,6	102,4
1992	1289,8	101,0	57,8	98,6
1993	1450,2	113,6	65,0	112,4
1994	1599,5	125,3	71,7	110,3
1995	1816,3	142,2	81,4	113,6
1996	1973,2	154,5	88,4	108,6
1997	1957,2	153,3	87,7	99,2
1998	2027,7	158,8	90,9	103,6
1999	2106,4	164,9	94,4	103,9
2000	2231,5	174,7	100,0	105,9
2001	2353,3	184,3	105,5	105,5
2002	2785,8	218,1	124,8	118,4
2003	3477,1	272,3	155,8	124,8
2004	4200,3	328,9	188,2	120,8
2005	4780,1	374,3	214,2	113,8
2006	5793,9	453,7	259,6	121,2
2007	7393,4	578,9	331,3	127,6
2008	8072,0	632,1	361,7	109,2
2009	9410,5	736,9	421,7	116,6
2010	10790,9	845,0	483,6	114,7
2011	11831,6	926,5	530,2	109,6

Źródło: opracowanie własne na podstawie: World DataBank, <http://databank.worldbank.org/Data/Home.aspx> (28.07.2012).

Mimo systematycznego zwiększania się wartości globalnych aktywów rezerwowych, tempo ich przyrostu kształtowało się różnie. Najwyższe było w latach 2002–2011, bowiem od 1990 roku do 2001 roku poziom rezerw wzrósł z około 1,3 bln USD do 2,3 bln USD (a zatem tylko o 76,9%), podczas gdy w latach 2000–2011 – z 2,8 bln USD do wspomnianych 11,8 bln USD (a więc aż ponad czterokrotnie – rys. 1).

Rysunek 1. Poziom i dynamika globalnych rezerw walutowych w latach 1990–2011



Źródło: jak pod tab. 1.

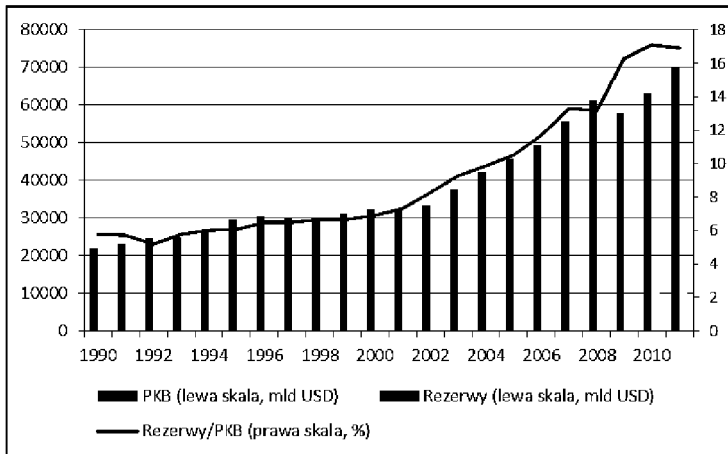
Rezerwy walutowe zakumulowane we współczesnej gospodarce światowej stanowiły coraz większą część produktu globalnego, ponieważ w 2011 roku relacja ta wzrosła prawie trzykrotnie w porównaniu z rokiem 1990 (z 5,8% do 16,9%), jednak jej wyraźny przyrost notowany był dopiero od początku minio-nej dekady (tab. 2 i rys. 2).

Tabela 2. Relacja rezerw do PKB w latach 1990–2011 (%)

Lata	Rezerwy/PKB
1990	5,8
1991	5,7
1992	5,2
1993	5,8
1994	6,0
1995	6,1
1996	6,5
1997	6,5
1998	6,7
1999	6,7
2000	6,9
2001	7,3
2002	8,3
2003	9,3
2004	9,9
2005	10,5
2006	11,7
2007	13,3
2008	13,2
2009	16,3
2010	17,1
2011	16,9

Źródło: jak pod tab. 1.

Rysunek 2. PKB i rezerwy walutowe świata w latach 1990–2011



Źródło: jak pod tab. 1.

Wartość zgromadzonych aktywów rezerwowych kształtowała się na poziomie w coraz większym stopniu gwarantującym bezpieczeństwo obrotu towarowego na świecie, o ile bowiem w latach 90. ubiegłego wieku rezerwami walutowymi można było finansować globalny import średnio przez okres czterech–pięciu miesięcy, o tyle w przedziale czasowym 2001–2005 rezerwy stanowiły już pokrycie dla 5,8–9,5-miesięcznego importu, a w następnym pięcioleciu nawet dla 10- i blisko 15-miesięcznego (tab. 3). Oznacza to, że w całym badanym okresie rezerwy walutowe zgromadzone w gospodarce światowej kształtowały się powyżej wymaganego najniższego poziomu (tzw. pogotowia kasowego), za który przyjmuje się okres trzech miesięcy, zaś dla krajów o walucie wymiennej z tytułu transakcji bieżących – okres sześciu miesięcy, a z tytułu wszystkich transakcji w bilansie płatniczym – 12 miesięcy¹. Drugi wskaźnik został osiągnięty w gospodarce światowej w 2002 roku, natomiast do trzeciego wskaźnika poziom rezerw dewizowych zbliżył się na początku drugiej połowy ubiegłej dekady, by pod koniec tego okresu ukształtować się na średnim poziomie 13,6 miesiąca.

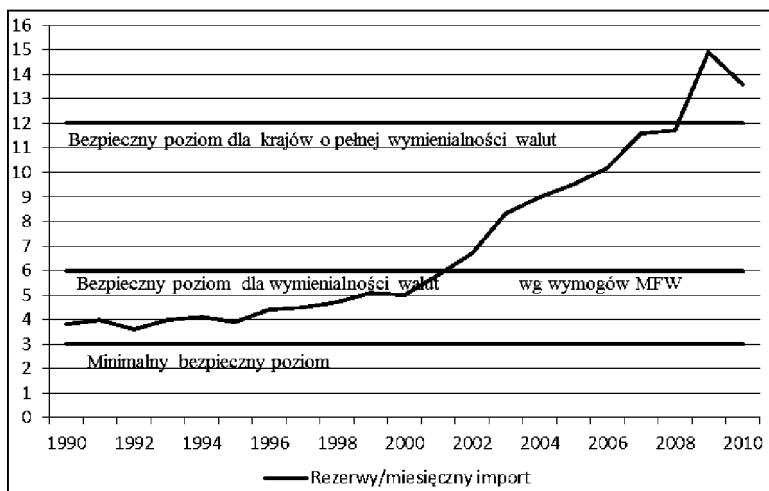
¹ Por. *The Accumulation of Foreign Reserves*, „Occasional Paper Series” nr 43, European Central Bank, Frankfurt nad Menem 2006, s. 31; M. Barwiński i in., *Przesłanki oceny poziomu rezerw dewizowych*, Materiały i Studia nr 170, NBP, Warszawa, grudzień 2003, s. 15.

Tabela 3. Relacja rezerw walutowych do miesięcznego światowego importu w latach 1990–2010 (%)

Lata	Rezerwy/miesięczny import
1990	3,8
1991	4,0
1992	3,6
1993	4,0
1994	4,1
1995	3,9
1996	4,4
1997	4,5
1998	4,7
1999	5,1
2000	5,0
2001	5,8
2002	6,7
2003	8,3
2004	9,0
2005	9,5
2006	10,2
2007	11,6
2008	11,7
2009	14,9
2010	13,6

Źródło: jak pod tab. 1.

Rysunek 3. Relacja rezerw walutowych do miesięcznego światowego importu w latach 1990–2010



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych zawartych w tab. 3.

2. Struktura aktywów rezerwowych

W strukturze rezerw globalnych udział ich czterech głównych elementów składowych był różny. W badanym okresie największą część stanowiły depozyty i należności, których odsetek w 2011 roku wynosił 85,1% i w porównaniu z początkiem lat 90. ubiegłego wieku wzrósł aż o blisko 15 pkt proc. Złoto stanowiło 11,1% całości aktywów rezerwowych świata, lecz mimo rosnących cen na rynku światowym, jego udział w stosunku do 1991 roku wykazywał wyraźną tendencję spadkową (o 14,6 pkt proc.). Udziały SDR (po kolejnej ich kreacji w kryzysowym 2009 roku) i transzy rezerwowej w MFW (po podwyższeniu w 2010 roku kwot członkowskich) kształtowały się na poziomie nieprzekraczającym 3%, co więcej, odsetek SDR był zbliżony do notowanego na początku lat 90. XX wieku, a transzy rezerwowej – trzy razy mniejszy (tab. 4).

Tabela 4. Struktura oficjalnych aktywów rezerwowych w latach 1991–2011 (%)

Wyszczególnienie	1991	1995	2000	2005	2007	2009	2010	2011*
Transza MFW	2,9	3,1	2,7	0,8	0,3	0,6	0,7	1,0
SDR	2,3	1,7	1,1	0,6	0,4	3,3	2,8	2,7
Depozyty i należności	69,2	75,3	84,8	89,2	89,8	86,0	85,2	85,1
Złoto	25,7	19,9	11,4	9,3	9,5	10,0	11,3	11,1
Razem rezerwy	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

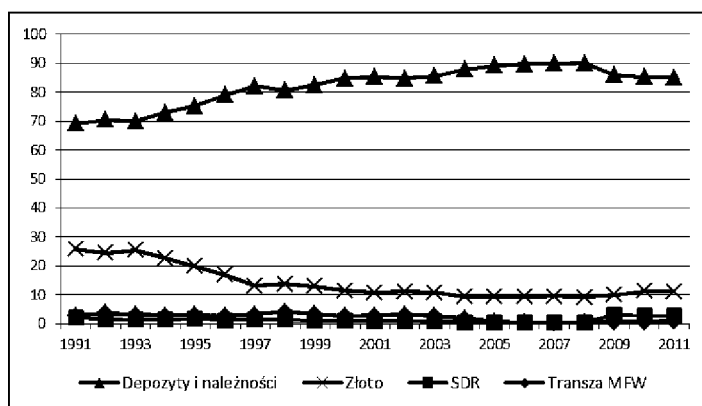
* Marzec.

Źródło: opracowanie własne na podstawie: *IMF Annual Report*, IMF, Waszyngton (różne roczniki).

Struktura walutowa globalnych rezerw została zdominowana przez dolara amerykańskiego i euro. Udział tych walut na koniec 2011 roku wynosił odpowiednio 62,2% i 25%, czyli na te dwie kluczowe waluty łącznie przypadają 87,2% aktywów rezerwowych świata. Ich odsetek zmniejszył się jednak w porównaniu z 2000 rokiem o 2,2 pkt proc., głównie z powodu systematycznego spadku udziału waluty amerykańskiej (tab. 5). Zdecydowanie mniejszą rolę odgrywały takie waluty narodowe, jak funt szterling, jen japoński i frank szwajcarski. Wprawdzie zarówno udział jena, jak i funta w 2011 roku nie przekraczał nawet 4%, jednak od 1995 roku pozycja funta nieco się umocniła, natomiast jena japońskiego spadła. Podobną tendencją, jak ten ostatni, charakteryzował

się frank szwajcarski, ale jego udział w globalnych rezerwach był wręcz symboliczny (nie przekraczał nawet 0,5%).

Rysunek 4. Struktura oficjalnych aktywów rezerwowych w latach 1991–2011 (%)



Źródło: jak pod tab. 4.

Tabela 5. Struktura walutowa światowych rezerw walutowych w latach 1995–2011*

Wyszczególnienie	1995	1998	2000	2002	2004	2006	2008	2010	2011
Rezerwy przydzielone**									
w tym:									
USD	59,0	69,3	71,1	67,1	65,9	65,5	64,1	61,8	62,2
GBP	2,1	2,7	2,8	2,8	3,4	4,4	4,0	3,9	3,8
DEM	15,8	13,8	–	–	–	–	–	–	–
FRF	2,4	1,6	–	–	–	–	–	–	–
JPY	6,8	6,2	6,1	4,4	3,8	3,1	3,1	0,4	3,5
CHF	0,3	0,3	0,3	0,4	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1
NLG	0,3	0,3	–	–	–	–	–	–	–
ECU	8,5	1,3	–	–	–	–	–	–	–
EUR	–	–	18,3	23,8	24,8	25,1	26,4	26,0	25,0
Inne	4,8	4,5	1,5	1,6	1,9	0,2	2,2	4,4	5,3
Rezerwy nieprzydzielone***	25,6	22,0	21,6	25,4	29,2	36,9	42,7	44,3	44,6
Rezerwy ogółem (z wyłączeniem złota)	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

* Wartości w kolumnach nie zawsze sumują się do stu z powodu zaokrągleń.

** Rezerwy, których struktura walutowa została zidentyfikowana.

*** Różnica między rezerwami ogółem (z wyłączeniem złota) a rezerwami przydzielonymi.

Źródło: opracowanie własne na podstawie: *Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves (COFER)*, IMF, <http://www.imf.org/external/np/sta/cofer/eng/cofer.pdf> (30.07.2012).

3. Struktura geograficzna rezerw

W globalnej akumulacji rezerw największe znaczenie mają obecnie kraje rozwijające się, zwłaszcza z Azji Wschodniej i Pacyfiku. W latach 1995–2011 wartość rezerw tego regionu wzrosła dziesięciokrotnie (z około 635 mld USD do 6412 mld USD), przez co ich odsetek zwiększył się o prawie 20 pkt proc. i ukształtował na poziomie ponad 54%. Na drugim miejscu znalazły się kraje Europy i Azji Centralnej. W analizowanym okresie kwota zgromadzonych aktywów zwiększyła się w tej grupie z 707 mld USD do 2368 mld USD, a więc ponad trzykrotnie, jednak ich udział w światowych rezerwach walutowych był coraz mniejszy – w 1995 roku wynosił 38,9% i był nawet o 4 pkt proc. większy niż w przypadku państw Azji Wschodniej i Pacyfiku, ale uległ obniżeniu do 20%. Wymienione dwa regiony geograficzne w dalszym ciągu jednak generują aż blisko 75% globalnych rezerw walutowych (tab. 6).

Tabela 6. Struktura globalnych rezerw walutowych według regionów geograficznych w latach 1995–2011

Region	1995		2000		2005		2011	
	mld USD	%	mld USD	%	mld USD	%	mld USD	%
Azja Wschodnia i Pacyfik	634,7	34,9	1066,7	47,8	2639,8	55,2	6411,6	54,2
Europa i Azja Centralna	707,1	38,9	615,6	27,6	980,8	20,5	2368,2	20,0
Ameryka Płd. i Karaiby	139,9	7,7	161,1	7,2	264,2	5,5	771,6	6,5
Środkowy Wschód i Afryka Płn.	90,7	5,0	143,3	6,4	432,4	9,0	1161,0	9,8
Ameryka Płn.	192,4	10,6	160,8	7,2	221,3	4,6	603,1	5,1
Azja Płd.	30,7	1,7	47,2	2,1	156,7	3,3	337,1	2,8
Afryka Subsaharyjska	20,9	1,1	36,8	1,6	84,9	1,8	179,0	1,5
Świat	1816,3	100,0	2231,5	100,0	4780,1	100,0	11831,6	100,0

Źródło: jak pod tab. 1.

Rola pozostałych regionów była zdecydowanie mniejsza. Kwota rezerw w państwach Środkowego Wschodu i Afryki Północnej wzrosła z około 90 mld USD do 1160 mld USD (czyli aż blisko 13-krotnie), ale nie znalazło to adekwatnego odzwierciedlenia w zmianie ich udziału w rezerwach globalnych. Na koniec 2011 roku zwiększył się on do 9,8%, podczas gdy w połowie lat 90.

ubiegłego wieku był tylko o 4,8 pkt proc. mniejszy. Znaczny wzrost akumulacji rezerw zanotowały również kraje Ameryki Południowej i Karaibów oraz Azji Południowej (w pierwszym przypadku ponad pięciokrotny, a w drugim – blisko 11-krotny), ale udziały obu regionów wykazywały tendencję spadkową (odpowiednio z 7,7% do 6,5% oraz z 10,6% do 5,1%). Dynamicznie rosły rezerwy walutowe krajów Azji Południowej, gdyż w analizowanym okresie ich kwota zwiększyła się około 12-krotnie (z 30,7 mld USD do 337,1 mld USD), jednak rola tego regionu była niewielka (w 1995 roku jego udział w rezerwach walutowych świata wynosił zaledwie 1,7%, a na koniec 2011 roku – 2,8%). Znaczenie Afryki Subsaharyjskiej było jeszcze mniejsze i nie zmieniało się w całym badanym okresie. Mimo ponad ośmiokrotnego wzrostu wartości zgromadzonych rezerw, w 2011 roku na kraje tego regionu przypadało zaledwie 1,5% aktywów rezerwowych, czyli tylko o 36% więcej niż w połowie lat 90. ubiegłego wieku.

Interesujące jest, że w strukturze rezerw walutowych świata według regionów ekonomicznych mała udział krajów o wysokich dochodach – w 1990 roku wynosił on blisko 85%, w końcu analizowanego okresu natomiast był aż o 48 pkt proc. mniejszy, osiągając zaledwie 46,8% (tab. 7).

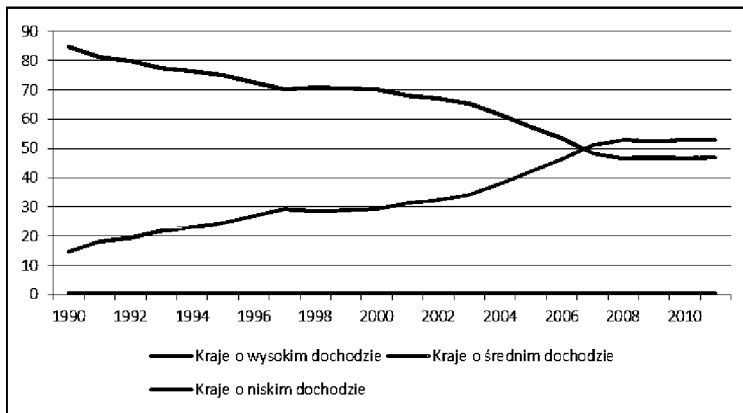
Tabela 7. Globalne rezerwy walutowe według regionów ekonomicznych w latach 1990–2011

Region	1990	1995	2000	2005	2010	2011
Kraje o wysokim dochodzie (mld USD) (%)	1082,9 84,8	1360,7 74,9	1566,6 70,2	2746,1 57,4	5028,2 46,6	5541,9 46,8
Kraje o wyższym średnim dochodzie (mld USD) (%)	147,2 11,5	351,5 19,4	506,3 22,7	1650,4 34,5	4936,3 45,7	5474,3 46,3
Kraje o niższym średnim dochodzie (mld USD) (%)	41,6 3,3	94,3 5,2	147,6 6,6	364,1 7,6	774,6 7,2	770,8 6,5
Kraje o niskim dochodzie (mld USD) (%)	5,4 0,4	9,8 0,5	11,0 0,5	19,4 0,4	51,8 0,5	44,6 0,4
Świat (mld USD) (%)	1277,0 100,0	1816,3 100,0	2231,5 100,0	4780,1 100,0	10790,9 100,0	11831,6 100,0

Źródło: jak pod tab. 1.

Zupełnie inna była pod tym względem sytuacja krajów o średnich dochodach – w analogicznym okresie ich udział w światowych rezerwach wzrósł z około 15% do ponad 46%, a zatem aż trzykrotnie. Nie zmieniło się natomiast znaczenie krajów o niskich dochodach, których odsetek w światowych aktywach rezerwowych w badanym okresie kształtował się na zbliżonym, ale wręcz symbolicznym poziomie (0,4%–0,5% – rys. 7).

Rysunek 7. Globalne rezerwy walutowe według regionów ekonomicznych w latach 1990–2011 (%)



Źródło: dane zawarte w tab. 7.

Ukazane przekształcenia w strukturze globalnych rezerw zarówno według regionów geograficznych, jak i ekonomicznych były skutkiem zmiany roli głównych podmiotów gospodarczych, akumulujących te płynne aktywa. Na początku lat 90. ubiegłego wieku na czele listy największych posiadaczy rezerw walutowych znajdowały się Stany Zjednoczone z udziałem 13,6%, a kolejne miejsca zajmowały głównie kraje europejskie, dysponujące wysokim dochodem (Niemcy, Włochy, Wielka Brytania i Holandia) wraz z Japonią. Wśród średnio bogatych państw w pierwszej dziesiątce znalazły się tylko Chiny (na dziewiątej pozycji – tab. 8). W 1990 roku w drugiej dziesiątce państw także znajdowało się sześć bogatych krajów z Europy oraz Australia, a tylko trzy nowo uprzemysłowione kraje z Azji (Singapur, Hongkong i Korea Płd.). W analizowanym roku w pierwszej i drugiej dziesiątce krajów aż ponad 2/3 rezerw walutowych świata należało do państw bogatych, a do dysponujących średnim dochodem – zaledwie 7,9%.

Po dwudziestu latach sytuacja była dokładnie odwrotna – w 2011 roku na pierwszym miejscu znalazły się Chiny, których odsetek (27,5%) był dwa razy większy niż USA, zajmujących tę pozycję w 1990 roku. Obecnie w pierwszej dziesiątce dominowały kraje z grupy średnio bogatych tzw. azjatyckich *emerging markets*, a z grupy o wysokich dochodach znalazły się w jej obrębie tylko trzy kraje (Japonia, Stany Zjednoczone oraz Szwajcaria). Jedynie udział Japonii, która uplasowała się na drugim miejscu, wzrósł niemal dwukrotnie (do 11%), natomiast udział USA i Szwajcarii, zajmujących odpowiednio czwartą i ósmą pozycję, zmniejszył się aż trzy razy (do 4,5%) oraz o blisko $\frac{3}{4}$.

Tabela 8. Struktura światowych rezerw walutowych
według krajów w latach 1990 i 2011

1990			2011		
kraj	rezerwy (mln USD)	odsetek rezerw globalnych	kraj	rezerwy (mln USD)	odsetek rezerw globalnych
1. USA	173093,6	13,6	1. Chiny	3254674,1	27,5
2. Niemcy	104547,3	8,2	2. Japonia	1295839,8	11,0
3. Włochy	88595,4	6,9	3. Arabia Saudyjska	556571,0	4,7
4. Japonia	87828,4	6,9	4. USA	537267,3	4,5
5. Francja	68290,9	5,3	5. Rosja	497410,2	4,2
6. Szwajcaria	61284,4	4,8	6. Brazylia	352010,2	3,0
7. Hiszpania	57238,1	4,5	7. Szwajcaria	330585,9	2,8
8. Wielka Brytania	43145,8	3,4	8. Korea Płd.	306934,5	2,6
9. Chiny	34475,7	2,7	9. Indie	298739,5	2,5
10. Holandia	34401,2	2,7	10. Hong Kong	285398,5	2,4
11. Singapur	27790,0	2,2	11. Singapur	243933,1	2,1
12. Hongkong	24655,8	1,9	12. Niemcy	234104,2	2,0
13. Belgia	23788,9	1,9	13. Algieria	191369,1	1,6
14. Kanada	23529,5	1,8	14. Tajlandia	174891,0	1,5
15. Portugalia	20578,9	1,6	15. Włochy	169872,4	1,4
16. Szwecja	20324,3	1,6	16. Francja	168490,4	1,4
17. Australia	19318,7	1,5	17. Meksyk	149208,1	1,3
18. Austria	17227,7	1,3	18. Malezja	133571,7	1,1
19. Norwegia	15788,1	1,2	19. Indonezja	110136,6	0,9
20. Korea Płd.	14916,1	1,2	20. Libia	107138,2	0,9
Razem 1–20	960818,8	75,2	Razem 1–20	9398144,8	79,4
Pozostałe	316217,8	24,8	Pozostałe	2433465,3	20,6
Świat*	1277036,6	100,0	Świat*	11831610,1	100,0

* Suma rezerw walutowych krajów o udziale w rezerwach globalnych $\geq 0,1\%$.

Źródło: jak pod tab. 1.

W drugiej dziesiątce kraje o średnich dochodach także zdominowały kraje bogate. Tych pierwszych było siedem (głównie z grupy nowo uprzemysłowionych krajów Azji i Ameryki Płd. lub naftowych), natomiast drugich – tylko trzy: Niemcy, których udział zmniejszył się dwukrotnie (do zaledwie 2%), Włochy z odsetkiem prawie pięć razy mniejszym (1,4%) oraz Francja z udziałem blisko cztery razy mniejszym (1,4%). Oznacza to, że od początku obecnego wieku rezerwy walutowe akumulują głównie kraje szybko rozwijające się o średnim dochodzie oraz kraje naftowe. W 2011 roku ich udział w pierwszej i drugiej dziesiątce wynosił 56,3%, a zatem był ponad siedem razy większy niż na początku lat 90. ubiegłego wieku. Akumulacja rezerw w krajach bogatych z kolei spadła do 23,1%, czyli do poziomu prawie trzy razy mniejszego.

4. Uwarunkowania akumulacji rezerw

Do tradycyjnych przesłanek gromadzenia i utrzymywania rezerw walutowych zalicza się przede wszystkim konieczność²:

- finansowania deficytu na rachunku obrotów bieżących w bilansie płatniczym, aby uniknąć spadku produkcji, konsumpcji i inwestycji w gospodarce – ta przesłanka jest realizowana za pomocą funkcji bilansowej rezerw,
- dokonywania interwencji na rynku walutowym, aby zapewnić stabilność rynku finansowego (w tym zwłaszcza utrzymanie pożądanego poziomu kursu waluty krajowej) oraz zagwarantować płynność w sytuacjach kryzysowych; realizację tej przesłanki umożliwia funkcja stabilizacyjna rezerw.

Obie przesłanki były i są głównymi przyczynami akumulacji rezerw zarówno w krajach wysoko rozwiniętych, jak i rozwijających się. Należy zauważyć jednak, że wraz z rozwojem globalizacji oraz wzrostem przepływów na rynku kapitałowym, które nasiliły się z początkiem lat 90. ubiegłego wieku, w literaturze przedmiotu coraz powszechniejsze stało się poszukiwanie czynni-

² Szerzej J.H.A. de Beaufort Wijnholds, *The Need for International Reserves and Credit Facilities*, Leiden 1977; J. Nugee, *Foreign Exchange Reserves Management*, Handbooks in Central Banking nr 19, www.bankofengland.co.uk/ccbshand.htm (15.04. 2012); D. Wyżnikiewicz, *Wpływ członkostwa w Unii Europejskiej na relacje gospodarcze i finansowe z zagranicą – wniośki dla Polski*, Materiały i Studia nr, 218, NBP, Warszawa 2007; R. Knap, *Rezerwy walutowe a wzrost zrównoważony*, „Handel Wewnętrzny” 2012, nr 7/8.

ków, które w tych warunkach uruchamiają procesy prowadzące do deprecjacji walut, a zatem i zmniejszania aktywów rezerwowych, co skutkuje obniżeniem wiarygodności finansowej kraju³.

Czynnikiem, który uruchamia drenaż rezerw walutowych, są przede wszystkim zachowania nierezydentów, a w mniejszej skali również rezydentów. Przy pogorszeniu się sytuacji w bilansie płatniczym nierezydenci nagle wstrzymują napływ kapitału do danego kraju, natomiast rezydenci rozpoczynają „run na dolara”, co powoduje odpływ walut ze źródeł krajowych. W celu uniknięcia w takich warunkach zmiany kursu walutowego (deprecjacji), ochrony krajowego systemu finansowego (zwłaszcza rynków kredytowych) oraz utrzymania przyjętego zakresu zewnętrznej wymienialności pieniądza, kraje zmuszone są dynamicznie zwiększać akumulacje rezerw walutowych. Wyrazem uznania roli tego czynnika w generowaniu rezerw i uniknięcia przez to negatywnych konsekwencji towarzyszących ich zmniejszaniu się było rozpowszechnienie się w literaturze przedmiotu tzw. przezornościowego popytu na rezerwy walutowe⁴.

Z oddziaływania tego czynnika (czyli negatywnych ruchów kapitału pochodzących zarówno od nierezydentów, jak i rezydentów) wyciągnęły wnioski przede wszystkim kraje rozwijające się: w pierwszej połowie lat 90. XX wieku – Argentyna, a w drugiej – głównie rozwijające się kraje Azji. W obecnej dekadzie kraje te odnotowały szybki wzrost rezerw walutowych, aby zabezpieczyć się przed ewentualnym wybuchem kryzysu walutowego.

Kolejnym czynnikiem, który stymulował przezornościowy popyt na rezerwy, był psychologiczny mechanizm konkurencyjnego ich gromadzenia. Jego działanie także wykorzystywały przede wszystkim rozwijające się państwa Azji po wybuchu kryzysu walutowego w tym regionie w końcu ostatniej dekady XX wieku⁵. W postępowaniu takim utwierdzał je głównie przykład Hongkongu i Singapuru, które dysponowały wówczas relatywnie większymi rezerwami i przez to uniknęły gwałtownych zmian swoich kursów walutowych i niestabilności w krajowym systemie finansowym.

³ Por. J. Bogolebska, *Popyt na rezerwy walutowe – ewolucja koncepcji teoretycznych a współczesne doświadczenia gospodarki światowej*, Acta Universitatis Lodziensis, „Folia Oeconomica” 2011, nr 260.

⁴ Ibidem, s. 52; szerzej J. Aizenman, J. Lee, *Financial Versus Monetary Mercantilism: Long-term View of Large International Reserve Hoarding*, „IMF Working Paper” 2006, Vol. 280.

⁵ S. Fischer, *On the Need for an International Lender of Last Resort*, „Esseys in International Economics” 2000, nr 220.

Dodatkowym czynnikiem w mechanizmie psychologicznego gromadzenia rezerw była rywalizacja między krajami rozwijającymi się, które nie posiadały odpowiednich zasobów kapitału własnego. Zwiększone rezerwy walutowe gwarantowały bowiem stabilność ich systemów finansowych, a przez to – przyciągnięcie większego kapitału zagranicznego, zwłaszcza w formie inwestycji bezpośrednich. W minionej dekadzie skutkowało to wyraźnym przyspieszeniem wzrostu gospodarczego w tych krajach oraz obniżeniem kosztów obsługi oszczędności zagranicznych (dzięki niższej premii za ryzyko)⁶.

Innym czynnikiem zwiększającym akumulację rezerw walutowych ze względów przezornościowych (głównie w krajach naftowych) była chęć tworzenia funduszy zabezpieczających dla przyszłych pokoleń, które kompensowałyby ewentualne spadki w dochodach uzyskiwanych z eksportu ropy naftowej⁷.

Do przezornościowego gromadzenia rezerw w krajach rozwijających się przyczyniał się też stały rozwój własnych rynków finansowych przy jednoczesnym braku korzystnego dostępu do innych międzynarodowych źródeł zwiększających ich płynność dewizową. Dotychczasowa pomoc finansowa ze strony MFW nie odpowiadała tym podmiotom, ponieważ jej warunkowy charakter hamował ich wzrost gospodarczy. Nieporównywalnie większy dostęp do krajowego i zagranicznego rynku finansowego mają kraje wysoko rozwinięte. Jak wskazuje doświadczenie obecnego kryzysu, pozyskiwane tam środki zwiększają ich płynność, co pozwala im wydatnie ograniczać dynamikę i rozmiary akumulacji aktywów rezerwowych. Świadczy o tym systematyczny spadek udziału tej grupy państw w rezerwach walutowych świata.

Dużej akumulacji rezerw, zwłaszcza w azjatyckich krajach szybko rozwijających się, nie można jednak tłumaczyć tylko czynnikami, które zwiększają popyt na rezerwy ze względów przezornościowych. Gromadzenie rezerw było raczej produktem ubocznym strategii rozwoju gospodarczego tej grupy państw, w której kluczową rolę odgrywał eksport. Aby był on konkurencyjny, kurs walut musiał być utrzymywany na nadwartościowym poziomie. Było to możliwe dzięki interwencji władzy monetarnej, która skupowała dewizy z szybko rosnącego eksportu i lokowała je w formie aktywów zagranicznych. Ten czynnik

⁶ Ibidem; K.M.E Dominguez, Y. Hashimoto, T. Ito, *International Reserves and the Global Financial Crisis*, „NBER Working Paper” nr 17362, Cambridge 2011.

⁷ Por. J. Bogolebska, *Popyt na rezerwy walutowe...*, s. 55.

przyspieszający tempo gromadzenia rezerw w rozwijających się krajach Azji w literaturze przedmiotu określany jest motywem merkantylistycznym⁸.

Podsumowanie

Z przeprowadzonych badań wynikają następujące wnioski:

- 1) W analizowanym dwudziestolecu gwałtowny przyrost rezerw walutowych w gospodarce światowej notowano od początku obecnego wieku.
- 2) W tym okresie ich udział w PKB podwoił się.
- 3) Globalne rezerwy gwarantowały bezpieczeństwo realizacji obrotu towarowego w warunkach wprowadzenia zarówno pełnej, jak i zewnętrznej wymienialności pieniądza.
- 4) Głównym składnikiem rezerw były depozyty i należności banków centralnych.
- 5) Akumulacji rezerw dokonywano głównie w dolarach i euro (udział dolara USA wykazywał jednak tendencję malejącą, zaś euro – rosnącą).
- 6) Akumulację aktywów rezerwowych według regionów geograficznych zdominowały kraje Azji Wschodniej, natomiast według regionów ekonomicznych – kraje o średnim poziomie dochodów.
- 7) Obecnie w pierwszej dziesiątce największych posiadaczy rezerw znajdują się Chiny, a ponadto aż sześć krajów z grupy *emerging markets* i naftowych.
- 8) Ukazane przekształcenia w rozmiarach i strukturze rezerw we współczesnej gospodarce światowej w większym stopniu determinowały dodatkowe czynniki niż tradycyjne przesłanki wynikające z bilansowej i stabilizacyjnej funkcji rezerw.
- 9) Czynniki te łączyły się z motywami przezornościowymi i merkantylistycznymi. Ze względów przezornościowych akumulację rezerw wymuszały:

⁸ Por. D. Park, G. Estrada, *Are Developing Asia's Foreign Exchange Reserves Excessive? An Empirical Examination*, „ADB Economics Working Paper Series” 2009, nr 170, s. 6.

- zachowania nierezydentów i rezydentów, którzy w warunkach pogorszenia sytuacji w bilansie płatniczym wstrzymywali napływ kapitału zagranicznego lub powodowali jego odpływ za granicę,
- psychologiczna rywalizacja między krajami i regionami,
- słaby rozwój krajowych rynków finansowych,
- tworzenie funduszy zabezpieczających przed nagłymi spadkami dochodów eksportowych.

Ze względów merkantylistycznych wzrost rezerw był skutkiem głównie proeksportowej strategii rozwoju.

Literatura

- Aizenman J., Lee J., *Financial Versus Monetary Mercantilism: Long-term View of Large International Reserve Hoarding*, „IMF Working Paper” 2006, Vol. 280.
- Barwiński M. i in., *Przesłanki oceny poziomu rezerw dewizowych*, Materiały i Studia nr 170, NBP, Warszawa, grudzień 2003.
- Bogółębska J., *Popyt na rezerwy walutowe – ewolucja koncepcji teoretycznych a współczesne doświadczenia gospodarki światowej*, Acta Universitatis Lodziensis, „Folia Oeconomica” 2011, nr 260.
- Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves (COFER)*, IMF, <http://www.imf.org/external/np/sta/cofer/eng/cofer.pdf> (30.07.2012).
- De Beaufort Wijnholds J.H.A., *The Need for International Reserves and Credit Facilities*, Leiden 1977.
- Dominguez K.M.E., Hashimoto Y., Ito T., *International Reserves and the Global Financial Crisis*, „NBER Working Paper” nr 17362, Cambridge 2011.
- Fischer S., *On the Need for an International Lender of Last Resort*, „Esseys in International Economics” 2000, nr 220.
- IMF Annual Report*, IMF, Waszyngton (różne roczniki).
- Knap R., *Rezerwy walutowe a wzrost zrównoważony*, „Handel Wewnętrzny” 2012, nr 7/8.
- Nugee J., *Foreign Exchange Reserves Management*, Handbooks in Central Banking nr 19, www.bankofengland.co.uk/ccbshand.htm (15.04. 2012).
- Park D., Estrada G., *Are Developing Asia's Foreign Exchange Reserves Excessive? An Empirical Examinations*, „ADB Economics Working Paper Series” 2009, nr 170.

The Accumulation of Foreign Reserves, „Occasional Paper Series” nr 43, European Central Bank, Frankfurt nad Menem 2006.

World DataBank, <http://databank.worldbank.org/Data/Home.aspx> (28.07.2012).

Wyżnikiewicz D., *Wpływ członkostwa w Unii Europejskiej na relacje gospodarcze i finansowe z zagranicą – wnioski dla Polski*, Materiały i Studia nr 218, NBP, Warszawa 2007.

CURRENCY RESERVES IN THE CONTEMPORARY WORLD ECONOMY

Summary

The purpose of the paper was to determine the transformations and determinants of the world currency reserves volume and their structures by type, currency and geography. The research has been conducted for period 1990–2011. Statistical data and literature analyses were the research methods. The results have been presented and divided into five sections (accordingly to the purpose), and their generalized version is included as the conclusions.

Keywords: currency reserves, reserve assets accumulation, currency reserve functions, foresight and mercantilistic reasons

Translated by Marcin Gryczka