

Joanna Bogołębska
Uniwersytet Łódzki

Akumulacja rezerw walutowych jako determinanta nierównowagi na rachunku obrotów bieżących

W celu pełniejszego zrozumienia złożonych związków między dynamiczną akumulacją rezerw walutowych a narastaniem nadwyżek na rachunkach obrotów bieżących (CA) formułuje się nowe określenie na politykę intencjonalnego wpływania na wielkość odpływów kapitału oficjalnego netto. Tzw. zewnętrzna polityka finansowa (*external financial policy*), której głównym instrumentem jest akumulacja rezerw walutowych, stanowi istotny czynnik warunkujący krajowe salda płatnicze, ale także tzw. nierównowagi globalne (*global imbalances*). Efektywność tej polityki zależy od zakresu liberalizacji przepływów kapitałowych. W opracowaniu przedstawiono podstawowe wątki dyskusji teoretycznej i przegląd badań empirycznych dotyczące tej zależności. Analiza koncentruje się na doświadczeniach nadwyżkowych krajów azjatyckich ze względu na ich największy udział w globalnym przyroście rezerw i istotną rolę w nierównowagach globalnych.

Accumulation of foreign reserves as a determinant of the current account

In order to understand the complicated interlinkages between dynamic accumulation of foreign reserves and growing surpluses on the current accounts, a new sort of policy is being formulated, namely external financial policy. This is a policy of intentional influencing official capital outflows, mainly in the form of accumulation of reserves. Among many factors influencing the effectiveness of this policy is capital account liberalization, on which the article focuses. The article aims at presenting the main theoretical and empirical insights into this complex relation. It concentrates on the experiences of the Asian surplus countries due to their role in the global growth of reserves and global imbalances.

Keywords: reserve accumulation, surplus countries, current account, global imbalances, external financial policy

Klasyfikacja JEL: F30, F32

Wprowadzenie

Celem artykułu jest analiza wpływu akumulacji rezerw walutowych na kształtowanie się sald na rachunku obrotów bieżących (CA) zarówno na poziomie gospodarek narodowych, jak i w ujęciu globalnym, czyli jako determinanty tzw.

nierównowag globalnych. Ujęcie takie jest stosunkowo nowym podejściem w badaniach empirycznych, koncentrujących się dotychczas na wpływie salda CA na poziom akumulacji rezerw. Polityka kursu walutowego i preferencje kraju odnośnie akumulacji rezerw walutowych – ze względu na to, że są jednocześnie determinowane saldem CA oraz na to, że trudno empirycznie znaleźć miarę tych polityk – były pomijane w dotychczasowych badaniach nad determinantami salda CA.

Nowe spojrzenie na akcentowany w pracy związek przyczynowo-skutkowy opiera się na spostrzeżeniu, że duża skala akumulacji rezerw walutowych widoczna w ostatniej dekadzie, wynikająca z intencjonalnego działania władz monetarnych, w istotnym stopniu przyczyniła się do narastania nadwyżek CA, a w perspektywie globalnej do tzw. zjawiska nierównowag globalnych (*global imbalances*).

1. Akumulacja rezerw walutowych a kształtowanie się salda na rachunku obrotów bieżących – kierunki przyczynowości

Wyraźna korelacja przepływów kapitału oficjalnego netto i salda CA w większości regionów świata sugeruje występowanie istotnego mechanizmu przyczynowego. Korelacja ta jest bardzo silna w krajach regionu Azji-Pacyfiku, Bliskiego Wschodu i Afryki Północnej, umiarkowana zaś w Europie Środkowo-Wschodniej, krajach byłego Związku Radzieckiego i Ameryce Łacińskiej. We wszystkich tych regionach odnotowano charakterystyczny wzrost obu wielkości przed globalnym kryzysem finansowym w latach 2008–2009, a cechą charakterystyczną był wyższy – w stosunku do salda CA – wzrost przepływów kapitałowych netto. Spowodowało to Johna Gagnona do postawienia tezy o dominującym kierunku wpływu akumulacji rezerw na saldo CA w stosunku do relacji odwrotnej [Gagnon, 2012].

Należy jednak pamiętać, że teoretycznie kierunek tej przyczynowości nie jest oczywisty. Przy założeniu pozostałych warunków niezmiennych oficjalny zakup aktywów zagranicznych prowadzi do deprecjacji kursu walutowego, wzrostu eksportu i nadwyżki na rachunku CA. Z drugiej strony, wzrost zagranicznego popytu na eksport powoduje wzrost salda CA i tendencję do aprecjacji kursu. Władza monetarna może próbować przeciwstawiać się aprecjacji kursu poprzez akumulację aktywów zagranicznych, zwiększając przepływy kapitału oficjalnego netto. Przepływy kapitału netto mogą zatem wpływać na saldo CA, tak jak rachunek CA może determinować przepływy kapitałowe netto. Jak jednak podkreśla Gagnon, rachunek CA nie może samoistnie uruchomić przepływów kapitałowych netto bez decyzji władzy monetarnej odnośnie przeciwstawienia się dostosowaniom kursowym. Zakres, w jakim władza monetarna jest w stanie skutecznie przeciwstawić się dostosowaniom kursowym, rzutuje więc na trwałość (*persistence*) nierównowagi na rachunku CA. Można zatem powiedzieć, że na kierunek przy-

czynowości wpływa polityka władzy monetarnej – aktywna polityka powoduje, że to przepływy kapitału oficjalnego netto determinują saldo CA.

Gagnon nazywa taką politykę zewnętrzną polityką finansową (*external financial policy*). Jest to „oficjalna polityka (rządu, władzy monetarnej) ukierunkowana na kształtowanie się kursu walutowego i aktywów zagranicznych”. Kanałem oddziaływania tej polityki są przepływy kapitału oficjalnego netto. Przepływy te, związane z zakupami aktywów zagranicznych, są często słusznie utożsamiane z polityką akumulacji rezerw walutowych.

Analizując odpływy kapitału oficjalnego, należy jeszcze zwrócić uwagę na inną kategorię aktywów – tzw. SWF (Sovereign Wealth Funds – państwowe fundusze majątkowe). Jak sugerują Enrique Alberola i José Maria Serena, SWF powinno się traktować łącznie z rezerwami walutowymi dla oceny ich wpływu na *global imbalances*, stąd nazywają je łącznie Sovereign External Assets (zagraniczne aktywa państwowe). Wynika to z faktu, że:

- zarówno SWF, jak i rezerwy walutowe wyrażają odpływ kapitału z krajów rozwijających się do rozwiniętych,
- zarówno SWF, jak i rezerwy walutowe utrudniają procesy dostosowawcze w krajach nadwyżkowych, przyczyniając się do podtrzymania nierównowag globalnych [Alberola, Serena, 2008].

Brak transparentności SWF i brak ujednoliconego traktowania SWF jako elementu zewnętrznej polityki finansowej kraju (niektóre kraje włączają SWF do statystyk rezerw walutowych, inne nie) utrudnia rzeczywistą ocenę skali odpływów kapitału oficjalnego netto z krajów rozwijających się, a jednocześnie osłabia czytelność danych i wniosków z badań empirycznych.

Gagnon wyodrębnia trzy rodzaje działań stosowanych w ramach zewnętrznej polityki finansowej:

- oficjalne pożyczanie w walucie zagranicznej (*official borrowing*), np. w celu realizacji długookresowych projektów,
- zakup aktywów zagranicznych (w tym rezerw walutowych) w celach przeczornościowych (ubezpieczeniowych) lub jako oszczędności krajowe (np. w ramach SWF),
- akumulację rezerw walutowych jako instrument przeciwdziałający aprecjacji waluty krajowej.

Dokonuje on tym samym podziału eksportu kapitału oficjalnego w nawiązaniu do podstawowych, wyodrębnianych w literaturze, motywów akumulacji rezerw, odpływ kapitału netto traktuje zaś w szerszym ujęciu, uwzględniając obie formy zagranicznych aktywów państwowych.

Wszystkie opisane powyżej działania stosowane w ramach zewnętrznej polityki finansowej mają istotny wpływ na salda CA, zarówno w ujęciu krajowym, jak i globalnym. Wyrazem powszechnej akceptacji dla postrzegania takiego właśnie

kierunku przyczynowości jest postulowanie na forach współpracy międzynarodowej – zarówno o charakterze nieformalnym (G20), jak i międzynarodowych instytucji finansowych (MFW) – konieczności uelastyczniania reżimów kursowych przez azjatyckie kraje nadwyżkowe. Pojawia się tam często propozycja stosowania „bardziej rynkowo ukierunkowanych kursów walutowych” (czyli zredukowania odpływu kapitału oficjalnego) przez azjatyckie kraje *emerging markets*. Działanie takie, mające stanowić kluczowy element procesu dostosowawczego ze strony krajów nadwyżkowych, ma przełożyć się – poprzez redukcję nadwyżek na rachunkach CA – na zredukowanie skali nierównowag globalnych.

Problematyczne staje się jednak znalezienie odpowiedzi na pytanie o to, co jest indykatorem zewnętrznej polityki finansowej. Okazuje się, że dla większości krajów realny kurs walutowy nie stanowi użytecznej miary zewnętrznej polityki finansowej – jest raczej endogeniczny w stosunku do czynników wpływających na saldo CA, takich jak bariery w handlu czy technologie. Punktem wyjścia analizy Gagnona jest zatem potraktowanie oficjalnych zakupów aktywów zagranicznych netto jako użytecznej miary zewnętrznej polityki finansowej, wpływającej na saldo CA [Gagnon, 2011, 2012]. Zagraniczna polityka finansowa stanowi istotną determinantę salda CA w krajach rozwijających się, ale już nie w przypadku krajów rozwiniętych.

Jak wspomniano, literatura przedmiotu dotycząca determinant salda CA nie uwzględnia w wystarczającym stopniu przepływu rezerw walutowych, koncentrując się głównie na czynnikach strukturalnych, określających średniookresowe zmiany w saldach CA. Czynniki te stanowią egzogeniczne determinanty salda CA.

Na przykład, Menzie Chinn i Eswar Prasad [2003] wyodrębniają takie średniookresowe determinanty CA, jak: polityka fiskalna, czynnik demograficzny, wyjściowa pozycja inwestycyjna netto oraz relatywny dochód *per capita*. W badaniach tych wykazują jedynie ograniczony wpływ zakresu kontroli przepływów kapitału na saldo CA, co najprawdopodobniej wynika z problemów pomiaru takiej zależności. Z kolei w innych badaniach zostaje podkreślona rola rozwoju finansowego, kryzysów finansowych i czynników instytucjonalnych [Chinn, Ito, 2007; Gruber, Kamin, 2007].

Problem z determinantami salda CA polega na tym, że mimo iż literatura dysponuje obszernym ich zestawem, niekoniecznie weryfikują się one empirycznie. W rzeczywistości, jak zauważają Michele Ca'Zorzi, Alexander Chudik i Aislaire Dieppe [2012], istnieją „tysiące modeli determinant kształtowania się salda CA”.

Akumulacja rezerw walutowych może wpływać na saldo CA na dwa sposoby:

- pośrednio, poprzez wpływ na politykę pieniężną, stopy procentowe, a zatem na krajowy popyt,
- bezpośrednio, poprzez wpływ na kurs walutowy.

Podstawowym kanałem, poprzez który zewnętrzna polityka finansowa oddziałuje na saldo CA, jest niedoskonała substytucyjność aktywów krajowych i zagranicznych (kanał portfolio).

Polityka akumulacji rezerw utrudnia prowadzenie polityki pieniężnej, wpływając na inflację nie tylko w odniesieniu do sektora dóbr i usług, lecz także generując ryzyko bąbli na rynkach aktywów i prowadząc do segmentacji rynku długu publicznego. Wpływ polityki akumulacji na inflację zależy niewątpliwie od zakresu operacji sterylizacyjnych, jednakże nawet w warunkach całkowitej sterylizacji może nastąpić wzrost inflacji. Długookresowa polityka sterylizacji prowadzi nieuchronnie do wzrostu stóp procentowych. Efekt ten, nazywany w literaturze „efektem kuli śnieżnej” (*snowball effect*), wynika z tego, że wyższe stopy procentowe wynikające ze sterylizacji, w połączeniu z oczekiwaniami aprecjacji kursu, wywołują masowe napływy kapitału, zmuszając bank centralny do dalszej interwencji/sterylizacji. Zakres, w jakim operacje sterylizacyjne przyczyniają się do wzrostu stóp procentowych, może zatem wpływać na dalszy wzrost napływu kapitału. W warunkach coraz większej mobilności przepływu kapitału coraz trudniejsze staje się pogodzenie celu kursowego z autonomiczną polityką pieniężną. W długim okresie zarządzanie kursem walutowym poprzez politykę akumulacji rezerw musi oznaczać utratę kontroli nad celami krajowej polityki pieniężnej.

Zakres wpływu sterylizowanej interwencji na kurs walutowy zależy od stopnia, w jakim uruchamia ona inne przepływy finansowe, co z kolei zależy od otwartości rachunku kapitałowego. Jeśli rachunek kapitałowy jest całkowicie otwarty, a rezerwy są doskonałymi substytutami dla innych aktywów, początkowa zmiana w saldzie CA i alokacji portfela wynikająca ze sterylizowanej interwencji będzie zrównoważona przez odpowiednie przepływy z pozostałych pozycji rachunku kapitałowego, a zatem wpływ na saldo CA będzie zerowy. Jeśli jednak kraj utrzymuje kontrolę w napływie i odpływie kapitału, interwencja będzie jedynie częściowo zrównoważona z rachunku kapitałowego.

Warto jeszcze wymienić za Ettore Dorrucim i Julie McKay średniookresowe zniekształcenia, ryzyka i koszty, jakie może generować na poziomie krajowym polityka akumulacyjna. W szczególności może ona [Dorrucim, McKay, 2011]:

- utrudniać politykę monetarną ukierunkowaną na stabilność cen (*stability-oriented monetary policy*), jeśli polityka ta w kraju odniesienia (w stosunku do waluty którego został ustanowiony stały kurs walutowy) jest bardziej ekspansywna niż wymaga tego polityka krajowa,
- krępować rynkowe impulsy transmisji polityki monetarnej i rozwój krajowych rynków finansowych,
- zniekształcać alokację zasobów, hamować rozwój sektora usług i ograniczać konsumpcję i zatrudnienie, poprzez faworyzowanie sektora *tradables*, ze szkodą dla sektora *nontradables*,

- wpływać na dystrybucję dochodów i wzrost konsumpcji poprzez niekorzystny wpływ na sektor gospodarstw domowych, w wyniku sztucznie zaniżonego oprocentowania depozytów w gospodarce słabo rozwiniętej finansowo.

2. Współczesne motywy polityki akumulacji rezerw walutowych

Jak wspomniano, gospodarkę światową cechuje spektakularny przyrost rezerw walutowych. W ostatniej dekadzie, w ujęciu nominalnym, globalny zasób rezerw zwiększył się czterokrotnie. Zjawisko to jest szczególnie widoczne w grupie azjatyckich krajów *emerging markets*, w przypadku których zasób rezerw zwiększył się czterokrotnie od zakończenia kryzysu finansowego końca lat dziewięćdziesiątych. Na koniec 2007 r. rezerwy walutowe azjatyckich krajów *emerging markets* stanowiły 5% globalnego PKB w ujęciu nominalnym. Jeśli odniesie się tempo akumulacji do tempa wzrostu gospodarczego, widać, że poziom rezerw w regionie Azji Południowo-Wschodniej w stosunku do PKB wzrósł z 13,1% w 1990 r. do 40,2% w 2008 r. Akumulacja rezerw jest zjawiskiem całego tego regionu, najwięcej uwagi przyciągają jednak Chiny, które w latach 1990–2008 odnotowały ponad 50-procentowy udział w przyroście rezerw.

Badania dotyczące korelacji akumulacji rezerw i nadwyżek CA krajów azjatyckich dowodzą, że nadwyżki CA w tych krajach wykazywały tendencję do narastania, gdyż nominalne kursy walut tych krajów były stabilizowane poprzez akumulację rezerw, realne zaś poprzez kombinację stabilizacji nominalnych kursów i operacji sterylizacyjnych. Mimo uznania takiego związku przyczynowego, badania te nie zawierają analizy statystycznej zależności [por. Cova i in., 2009].

Tempo akumulacji rezerw w Chinach narastało stopniowo od 1998 r., proces wyraźnie jednak przyspieszył w 2001 r., wraz z przystąpieniem kraju do WTO, a następnie w 2003 r., kiedy pojawiły się pierwsze sygnały przegrzania gospodarki. Czynniki tworzący/wzmacniający potrzebę stabilizowania kursów walutowych stanowiła niewątpliwie skala napływu kapitału prywatnego netto do azjatyckich krajów *emerging markets*. Zjawisko to szczególnie wyraźnie widać było w odniesieniu do Chin po 2002 r., gdzie czynnikiem generującym napływ kapitału prywatnego w dużym stopniu była spekulacja odnośnie rewaluacji waluty. Ponadto, utrzymujące się restrykcje na rachunku obrotów kapitałowych, zapobiegające odpływowi kapitału, powodowały, że nadwyżki dewiz, za pośrednictwem systemu bankowego, trafiały do banku centralnego. Gdyby władze monetarne nie równoważyły napływających strumieni kapitału zagranicznego odpływem kapitału oficjalnego w postaci zakupu aktywów rezerwowych, waluty azjatyckie znacznie by się wzmocniły, pogarszając konkurencyjność przedsiębiorstw krajowych.

Jak zatem wskazują szacunki dokonane przez Nouriel Roubiniego, około 75% akumulacji rezerw w Chinach w latach 2003–2004 było finansowanych napływem kapitału, a nie nadwyżką na rachunku CA [Roubini, Setser, 2005]. Dowodzi to, że wzrost rezerw walutowych nie stanowi czynnika równoważącego oszczędności krajowe netto. Wzrost rezerw może też wynikać z napływu kapitału, a więc być rezultatem oszczędności zagranicznych – w tym kontekście można je nazwać „rezerwami zapożyczonymi” (*borrowed reserves*).

Bardzo szeroko prowadzone badania empiryczne dotyczące motywów współczesnej akumulacji rezerw walutowych koncentrują się głównie na konfrontowaniu przezornościowego i interwencyjnego (merkantylistycznego) motywu i znalezieniu odpowiedzi na pytanie, który motyw dominował/dominuje. Celem przezornościowej akumulacji rezerw jest stabilizowanie produkcji i PKB kraju wobec zmienności przepływów kapitałowych i kursów walutowych w gospodarce światowej. Zakumulowane rezerwy mają służyć jako: ubezpieczenie w sytuacji odpływu kapitału lub wstrzymania finansowania zewnętrznego, mechanizm prewencyjny przed kryzysami bilansu płatniczego oraz czynnik obniżający ryzyko niewypłacalności kraju (*default risk*). Elementem budującym przezornościowy popyt na rezerwy jest także niepewność co do dostępu do płynności międzynarodowej (*liquidity assistance*) i jej zakresu w okresie niestabilności finansowej, w tym braku spełniania przez MFW funkcji międzynarodowego pożyczkodawcy ostatniej instancji. Należy przy tym pamiętać, że destabilizujący dla gospodarki jest nie tylko odpływ kapitału, lecz także jego nadmierny napływ, który może wywołać bąble spekulacyjne na rynkach aktywów, złą alokację zasobów oraz powodować ryzyko związane z obsługą bilansów podmiotów, jeśli pasywa są nadmiernie denominowane w walucie zagranicznej. Napływy kapitału netto do krajów *emerging markets* są w dużej mierze determinowane czynnikami zewnętrznymi, jak np. obniżka światowych stóp procentowych. Krajowej polityce gospodarczej brakuje adekwatnych instrumentów radzenia sobie z nagłymi ruchami kapitału, a presja na aprecjację waluty może komplikować zarządzanie polityką makroekonomiczną, stąd potrzeba sterylizacji nadmiaru napływu dewiz w postaci ich akumulacji. Potrzeba „przezornościowego oszczędzania” tłumaczy z kolei rolę akumulacji rezerw w krajach eksportujących ropę naftową. W ich przypadku akumulacja rezerw wynika z chęci tworzenia funduszy zabezpieczających wobec faktu wyczerpalności zasobów i zmienności cen surowca.

Motyw interwencyjny akumulacji rezerw wynika z potrzeby stabilizowania kursu, co może mieć wiele przyczyn. Jedną z nich to realizowanie tzw. proeksportowej strategii rozwoju gospodarczego (tzw. motyw merkantylistyczny, wyodrębniany zasadniczo jako subkategoria motywu interwencyjnego). Motyw merkantylistyczny polega zatem na utrzymywaniu niedoszacowanego kursu walutowego w celu wspierania konkurencyjności eksportu. W tym przypadku akumulacja re-

zerw nie jest celem samym w sobie, ale produktem ubocznym przyjętej strategii rozwoju gospodarczego. Stabilizowanie kursu walutowego (zapobieganie realnej aprecjacji kursu) może też wynikać z chęci uniknięcia negatywnych szoków sektorowych (tzw. zarazy holenderskiej) lub też efektu przestrzelenia kursu (*overshooting*) spowodowanego niekiedy krótkoterminowymi, zmiennymi przepływami kapitałowymi lub szokami przejściowymi. Inną „subkategorią” motywu interwencyjnego jest przeciwdziałanie aprecjacji nominalnego kursu poprzez akumulowanie rezerw w przypadku krajów eksportujących ropę naftową w okresie wzrostu cen surowca, a więc wygładzanie przejściowego pozytywnego szoku *terms of trade*. Akumulowanie rezerw pozwala uniknąć wpływu szoków *terms of trade* na realny kurs walutowy, co jest szczególnie istotne w przypadku krajów rozwijających się, będących eksporterami surowców naturalnych. Badania empiryczne potwierdzają, że unikanie zmienności realnego kursu walutowego zwiększa wzrost gospodarczy [Griffith-Jones, Ocampo, 2008]. Wreszcie, indywidualną subkategorią motywu interwencyjnego stanowić może potrzeba obniżenia ryzyka kraju i zredukowania kosztu pożyczania zagranicznego. Wychodząc z założenia, że wysoki poziom zakumulowanych rezerw stanowi bufor chroniący kraj przed destabilizującymi przepływami kapitału, politykę tę można postrzegać jako czynnik zwiększający wiarygodność makroekonomiczną i finansową kraju, co określa się jako efekt demonstracji (*demonstration effect*). W przypadku krajów *emerging markets* jest to o tyle istotne, że może spełnić funkcję sygnałną dla agencji ratingowych odnośnie wejścia kraju na ścieżkę stabilizacyjną i spowodować poprawę ratingu kredytowego kraju oraz obniżyć koszty zadłużenia zagranicznego.

Wyniki badań empirycznych dotyczących współczesnych motywów akumulacji rezerw nie dają jednoznacznej odpowiedzi co do wiodącej roli któregoś z motywów. Okazuje się, że empiryczne rozróżnienie obu motywów akumulacji jest bardzo trudne, a ponadto z różnym nasileniem oddziaływały one w różnych krajach i w różnym czasie.

Dominuje pogląd, że o ile w przypadku gospodarek chińskiej i japońskiej istotną rolę odgrywa motyw interwencyjny, o tyle w przypadku pozostałych krajów azjatyckich (i pozostałych krajów aktywnych w polityce akumulacyjnej) motyw przezornościowy, będący symptomem niezadowolenia z obecnego multilateralnego systemu finansowego, w tym z roli MFW w systemie, wynikający także z doświadczeń tych krajów z kryzysami finansowymi, można uznać za czynnik wiodący.

Na przykład, Joshua Aizenman i Jaewoo Lee zbadali politykę akumulacji 49 krajów w latach 1980–2000 i doszli do wniosku, że oba motywy były istotne, ale większą rolę odegrał motyw przezornościowy [Aizenman, Lee, 2008]. Z kolei z badań przeprowadzonych przez Oliviera Jeanne i Romaina Rancièrę wynika, że nie można wyjaśnić dużej skali akumulacji, zwłaszcza po roku 2000, wyłącznie moty-

wem przezornościowym, przede wszystkim dlatego, że kraje akumulujące cechował wysoki stopień ochrony przed przepływami kapitałowymi w formie restrykcji na rachunku kapitałowym. Dodatkowo, zdaniem autorów, dominacji przezornościowego akumulowania rezerw przeczy tendencja do inwestowania aktywów w aktywa mniej płynne, za to o wyższej stopie zwrotu [Jeanne, 2007; Jeanne, Rancière, 2008].

W dyskusji nad prymatem motywu akumulacji najbardziej oczywista wydaje się interpretacja zjawiska akumulacji rezerw w przypadku gospodarki japońskiej. Motyw interwencyjny, polegający na przeciwdziałaniu aprecjacji jena, doprowadził do imponującej skali zakumulowanych rezerw. Dzięki akumulacji rezerw Japonia realizowała strategię walki z deflacją i słabym wzrostem gospodarczym poprzez kanał silnego wzrostu eksportu.

Ze względu na wyraźne regionalny zasięg polityki akumulacji rezerw racjonalnym wytłumaczeniem strategii krajów azjatyckich (i krajów Ameryki Łacińskiej) wydają się motywy behawioralne. Jeden z nich to tzw. garderobiana teoria popytu na rezerwy (*Mrs's Machlup's wardrobe theory of demand for reserves*), zgodnie z którą popyt władzy monetarnej na rezerwy jest nieograniczony, analogicznie jak „nieograniczony jest popyt pani Machlup na sukienki”. Jedynym czynnikiem ograniczającym ten popyt jest „zachowanie sąsiadów”. Bliźniaczą koncepcję stanowi tzw. motyw „*keeping up with the Joneses*”. Czynnikiem rywalizacji między sąsiadami/gospodarkami uruchamia zatem mechanizm konkurencyjnego gromadzenia rezerw. Szukając podstaw takich zachowań władzy monetarnej, wskazuje się na doświadczenia kryzysu azjatyckiego końca lat dziewięćdziesiątych. Jak wykazuje Stanley Fisher, gospodarki o wyższym poziomie rezerw lepiej poradziły sobie z kryzysem niż kraje o niskim poziomie rezerw. Wyższy poziom rezerw w stosunku do sąsiadów może obniżyć ciśnienie spekulacyjne na własną walutę i skierować je na gospodarki sąsiednie, a zatem zredukować ryzyko poniesienia całkowitego kosztu ataku spekulacyjnego. Innymi słowy, spośród dwóch krajów o podobnych fundamentach ekonomicznych kryzys finansowy rozprzestrzeniający się w regionie większego spustoszenia dokona prawdopodobnie w kraju o niższym poziomie rezerw [Fisher, 2000]. Innym czynnikiem przemawiającym za motywem „*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 stanowią barometr stabilności finansowej kraju, gospodarka ma bodziec do zwiększania rezerw ponad poziom sąsiednich gospodarek, traktując akumulację rezerw jako szansę na przyspieszenie tempa wzrostu kraju poprzez przyciągnięcie międzynarodowych zasobów kapitałowych. Jak już bowiem wspomniano, w krajach rozwijających się wpływ rezerw na potencjalny wzrost gospodarczy wynika także z możliwości obniżenia kosztów pożyczania na międzynarodowych rynkach ka-

pitałowych. Czynniki te mogą, zdaniem Fishera, zachęcać kraje rozwijające się do konkurowania między sobą o jak najwyższy poziom zakumulowanych rezerw. Empiryczne badania nad behawioralnymi motywami akumulacji podkreślają ich istotną rolę. Można tu przytoczyć badania Yin-Wong Cheunga i Rajeswari Sengupty w odniesieniu do 10 azjatyckich krajów *emerging markets*. Z badań tych wynika, że istnieje współzależność w poziomie akumulowanych rezerw przez kraje w regionie, co było szczególnie widoczne po 1997 r. Potwierdza to tezę o rywalizacji między gospodarkami w regionie, prowadzącej do konkurencyjnej, często ponadoptymalnej skali akumulacji [Cheung, Sengupta, 2010].

3. Globalne uwarunkowania polityki stabilizowania kursu

Wśród motywów stabilizowania kursu przez kraje rozwijające się należy uwzględnić czynniki globalne. Ciekawe badania dotyczące wpływu przepływów kapitału netto i integracji finansowej na poziom akumulowanych rezerw przeprowadzili Woon Choi i współpracownicy. Estymacja modeli, w których brali pod uwagę takie czynniki, jak: rozmiar gospodarki, udział importu, zmienność kursu walutowego, reżimy kursowe, światowa stopa procentowa i uwarunkowania fiskalne, doprowadziła autorów do wniosku, że wrażliwość zasobu rezerw na przepływy kapitałowe zmieniła się istotnie na przestrzeni ostatnich lat w przypadku krajów *emerging markets*, przez co dynamika zasobu ich rezerw różniła się znacznie od krajów rozwiniętych. W latach osiemdziesiątych zasoby rezerw były negatywnie skorelowane z przepływami kapitału w krajach *emerging markets*, podczas gdy taki negatywny związek w przypadku krajów rozwiniętych był mniej wyraźny. Sugeruje to, że w krajach *emerging markets* przepływy kapitału wykorzystywano do finansowania deficytów CA. Z kolei w ostatnich latach przepływy kapitału miały silny pozytywny wpływ na zasoby rezerw w przypadku krajów *emerging markets*, a negatywny w krajach rozwiniętych. Sugeruje to, że w ostatnich latach przepływy kapitału służyły do budowania zasobów rezerw w krajach *emerging markets*. Badania te potwierdzają tezę, że wraz ze wzrostem integracji finansowej i częstotliwości występowania kryzysów finansowych akumulację rezerw należy postrzegać jako wyraz obaw przed wystąpieniem „*sudden stop*” (nagłego wstrzymania w napływie kapitału) i utratą dostępu do międzynarodowych rynków kapitałowych [Choi, Sharma, Stromqvist, 2007].

Czynnikiem nasilającym politykę akumulacji rezerw walutowych była niewątpliwie polityka pieniężna „centrum”, czyli USA. Ponieważ USA utrzymywały niskie stopy procentowe, kraje Azji Wschodniej przyciągały napływ kapitału prywatnego, który uruchamiał proces akumulacji rezerw walutowych, np. w celu utrzymania konkurencyjności eksportu czy też podtrzymania wewnątrz-

nej wartości aktywów rezerwowych. Ponieważ akumulacja rezerw w krajach peryferyjnych wiąże się z zakupem amerykańskich obligacji skarbowych i niższymi cenami w imporcie USA, stopy procentowe w USA są utrzymywane na niskim poziomie. Potwierdza to, że nierównowagi globalne należy traktować jako wynik wzajemnie wzmacniających się procesów, takich jak stopy procentowe w centrum i akumulacja rezerw na peryferiach. Z ekonometrycznego punktu widzenia kierunek przyczynowości powyższych determinant pozostaje jednak niejasny, nie jest zatem oczywiste, czy spiralę obniżek stóp procentowych – akumulacji rezerw uruchomił kraj centrum, czy kraje peryferyjne [Schnabl, Freitag, 2010].

W kontekście związku wskazanego w tytule opracowania istotne są doświadczenia innego „obszaru” nierównowag globalnych. Jeśli spojrzymy na drugi istotny kraj stanowiący „centrum” – Niemcy i kraje peryferyjne (kraje Europy Środkowo-Wschodniej), zauważymy, że kraj centrum odnotowuje nadwyżkę, kraje peryferyjne zaś – deficyty płatnicze. Badania empiryczne nie wyjaśniają jednoznacznie, dlaczego tak się dzieje. Jedną z interpretacji jest taka, że w przeciwieństwie do krajów peryferyjnych strefy USD (m.in. kraje Azji Południowo-Wschodniej) operacje sterylizacyjne miały tu mniejszy zakres i kursy walutowe mogły aprecjonować w ujęciu realnym. Główną determinantą bilansu CA była zatem raczej realna, a nie nominalna stabilizacja kursu.

4. Wpływ akumulacji rezerw na kształtowanie się sald CA w ujęciu krajowym i globalnym w świetle badań empirycznych

Wśród nielicznych studiów empirycznych uwzględniających akumulację rezerw jako determinantę salda CA należy przywołać prace Gagnona [2011, 2012]. Jego badania opierają się na regresji, która traktuje saldo CA jako liniową funkcję szeregu determinant strukturalnych, także zmiennych odzwierciedlających akumulację rezerw. Zmienną objaśnianą we wszystkich regresjach jest saldo CA. Wśród podstawowych makroekonomicznych zmiennych objaśniających wyróżnia on saldo fiskalne, pozycję inwestycyjną netto, eksport energii netto, wzrost gospodarczy i zmiany w populacji. Rezerwy walutowe, jako zmienna objaśniana, obejmują nie tylko przepływy w aktywach rezerwowych (miara netto), ale również zmiany netto w innych aktywach zagranicznych rządu i władz monetarnych.

Z badań tych wynika, że sprzedaż każdego 1 USD przeznaczonego na wsparcie krajowej waluty przenosi się na poprawę salda CA kraju średnio o około 40 centów. Gagnon szacuje, że w przypadku Chin odpływ kapitału oficjalnego wyjaśnia trzy czwarte nadwyżki CA [Gagnon, 2011].

Również z badań Dennisa Reinharta i współpracowników wynika, że akumulacja rezerw może być dodatnio skorelowana z saldem CA, szczególnie w odnie-

sieniu do krajów posiadających zamknięte rachunki kapitałowe [Reinhart, Ricci, Tressel, 2010]. Badania te stanowią pierwszą empiryczną próbę wykazania znaczenia polityki restrykcji przepływów kapitałowych dla wpływania na globalne przepływy kapitałowe między krajami rozwiniętymi i rozwijającymi się.

Opierając się na regresji zaproponowanej przez Gagnona i innych, Tamim Bayoumi i Christian Saborowski uwzględniają dodatkowo interakcje między akumulacją rezerw a miarami otwartości na rachunku obrotów kapitałowych w celu weryfikacji hipotezy o wpływie akumulacji rezerw na saldo CA [Bayoumi, Saborowski, 2012]. Z badań tych wynika, że dla kraju o zamkniętym rachunku kapitałowym każde 100 USD dodatkowej akumulacji rezerw przekłada się na poprawę salda CA w kraju przeprowadzającym interwencję o 50 USD – innymi słowy, połowa efektu interwencji (odpływu kapitału) zostaje zniesiona (powraca) w wyniku napływu kapitału prywatnego. W przypadku kraju o otwartym rachunku kapitałowym nie ma żadnego trwałego przełożenia interwencji na saldo CA – akumulacja rezerw jest nieefektywnym instrumentem wpływania na nie. Autorzy dochodzą także do wniosku, że średni efekt wpływu interwencji na saldo CA w przekroju krajów spadł w ostatnich latach, co należy przypisać większej liberalizacji rachunku kapitałowego.

Stanowi to istotny argument przemawiający za tym, że wpływ akumulacji rezerw na nierównowagi globalne będzie malał wraz z nasilaniem się globalnej tendencji do liberalizacji przepływów kapitałowych. W rzeczywistości, jak potwierdzają kalkulacje Bayoumiego i Saborowskiego, wpływ akumulacji rezerw na globalną konstelację sald CA rósł w latach 2000–2007 wolniej niż dynamika przyrostu samych rezerw, w konsekwencji spadając w ujęciu jako procent PKB, mimo ustabilizowania się akumulacji rezerw w ujęciu jako procent PKB [Bayoumi, Saborowski, 2012]. Uwzględniając dokonującą się internacjonalizację RMB, erozja wpływu akumulacji rezerw na saldo CA i nierównowagi płatnicze może się nasilić.

Autorzy zadali także pytanie, czy efekt interwencji zagranicznej znajduje swoje odzwierciedlenie w przypadku USA – emitenta głównej waluty rezerwowej. Wzrost zakupów rezerw walutowych ze strony zagranicy o 100 USD prowadzi do pogorszenia o 10 USD na rachunku CA w USA. Ograniczony zakres wpływu napływającego kapitału oficjalnego na saldo CA tłumaczy się większą rolą kapitału prywatnego w strukturze napływającego kapitału do USA. Zgodnie z danymi US Treasury, udział amerykańskich aktywów finansowych pozostających w posiadaniu zagranicznego sektora oficjalnego w całkowitych zagranicznych inwestycjach w USA był całkiem wysoki w latach 1974–1984, kiedy wynosił około 40%, w porównaniu z 24% osiągniętymi w 2005 r. Jak zatem podkreśla Edward Truman, głównym źródłem finansowania wzrastającego deficytu USA są prywatne inwestycje zagraniczne transferowane międzynarodowymi rynkami kapitałowymi [Truman, 2005].

W mniejszym stopniu skutek interwencji znajduje odzwierciedlenie w deficytowych saldach CA otwartych gospodarek *emerging markets*. Sugeruje to, że polityka akumulacji rezerw zawiera w sobie element efektu zubożenia sąsiada (*beggar-the-neighbour policy*).

Podsumowanie

Przepływy kapitału oficjalnego z krajów rozwijających się do rozwiniętych stanowią istotny czynnik kreujący ich salda CA, lecz także globalne salda CA. Przepływy kapitału oficjalnego w mniejszym stopniu determinują salda CA w przypadku krajów rozwiniętych, głównie z uwagi na większą mobilność kapitału prywatnego w porównaniu z krajami rozwijającymi się. Przepływy netto kapitału oficjalnego z krajów rozwijających się do rozwiniętych, ze względu na swoją skalę, istotnie osłabiają jednak tempo ożywienia gospodarczego w głównych gospodarkach uprzemysłowionych – USA, UE [Gagnon, 2012].

Z badań empirycznych wynika akcentowany wielokrotnie wniosek, że czynnikiem wpływającym na efektywność interwencji walutowych jest zakres kontroli przepływów kapitału. W przypadku gospodarek o otwartym rachunku kapitałowym (np. Japonia) jakkolwiek sterylizowany wzrost rezerw będzie równoważony odpowiednim odpływem kapitału prywatnego.

Z globalnego punktu widzenia spadek efektywności operacji sterylizacyjnych (na skutek znoszenia efektów operacji banku centralnego przez przepływy kapitału prywatnego w finansowo zglobalizowanej gospodarce) może spowodować wzrost nacisków inflacyjnych, politykę akumulacyjną należy zatem traktować jako zagrożenie dla stabilności monetarnej [Steiner, 2010]. Wpływ ten, razem z wpływem akumulacji rezerw walutowych na dochodowość aktywów (w USA, Japonii, krajach strefy euro, innych krajach o podobnym poziomie rozwoju gospodarczego i niektórych krajach *emerging markets*), świadczy o istnieniu globalnego monetarnego kanału oddziaływania polityki interwencyjnej. Zagadnienie polityki akumulacyjnej jako monetarnego kanału transmitowania nierównowag globalnych stanowi przedmiot kolejnych interesujących badań.

Bibliografia

- Aizenman J., Lee J., 2008, *Financial versus monetary mercantilism. Long-run view of large international reserve hoarding*, IMF Working Paper/06/280.
- Alberola E., Serena J., 2008, *Sovereign Wealth Funds and the resilience of global imbalances*, Economic Notes by Banca dei Paschi di Siena, vol. 37, no. 3.
- Bayoumi T., Saborowski C., 2012, *Accounting for reserves*, IMF Working Paper, WP/12/302.

- Ca'Zorzi M., Chudik A., Dieppe A., 2012, *Thousands of models, one story. Current account imbalances in the global economy*, ECB Working Paper Series, no. 1441.
- Cheung Y.-W., Sengupta R., 2010, *Accumulation of reserves and keeping up with the Joneses. The case of LATAM economies*, HKIMR, Working Paper, no. 21.
- Chinn M., Ito H., 2008, *A new measure of financial openness*, Journal of Comparative Policy Analysis, no. 10 (3).
- Chinn M., Prasad E., 2003, *Medium-term determinants of current accounts in industrial and developing countries. An empirical exploration*, Journal of International Economics, no. 59.
- Choi W., Sharma S., Stromqvist M., 2007, *Capital flows, financial integration, and international reserve holdings. The recent experience of emerging markets and advanced economies*, IMF Working Paper, WP/07/151.
- Cova P., Pisani M., Rebucci A., 2009, *Global imbalances. The role of emerging Asia*, Review of International Economics, vol. 4.
- Dorrucci E., McKay J., 2011, *The international monetary system after the financial crisis*, ECB Occasional Paper Series, no. 123.
- Fisher S., 2000, *On the need for an international lender of last resort*, Essays in International Economics, no. 220.
- Gagnon J., 2011, *Current account imbalances coming back*, Working Paper 11-1, Peterson Institute for International Economics.
- Gagnon J., 2012, *Global imbalances and foreign asset expansion by developing economy central banks*, BIS Papers no. 66.
- Griffith-Jones S., Ocampo J., 2008, *Sovereign Wealth Funds. A developing perspective*, Paper prepared for the workshop on Sovereign Wealth Fund organized by Andean Development Corporation, London, 18 February 2008.
- Jeanne O., 2007, *International reserves in emerging markets countries. Too much of a good thing?*, Brookings Papers on Economic Activity, no. 1.
- Jeanne O., Rancière R., 2008, *The optimal level of international reserves for emerging market countries. A new formula and some implications*, CEPR Discussion Papers 6723.
- Reinhart D., Ricci L., Tressel T., 2010, *International capital flows and development. Financial openness matters*, IMF Working Paper, no. 235.
- Roubini N., Setser B., 2005, *Will the Bretton Wood 2 regime unravel soon?*, Symposium on the „Revived Bretton Woods System. A new paradigm for Asian development?“, Federal Reserve Bank of San Francisco and UC Berkeley, San Francisco.
- Schnabl G., Freitag S., 2010, *Reserve causality in global current accounts*, ECB Working Paper Series, no. 1208.
- Steiner A., 2010, *Central banks' dilemma. Reserve accumulation, inflation and financial instability*, University of Mannheim, CDSE, Discussion Paper, no. 102.
- Truman E., 2005, *Postponing global adjustment: an analysis of the pending adjustment of global imbalances*, Institute of International Economics, Working Paper Series no. 5/6.