

Integracja monetarna i zarządzanie rezerwami walutowymi

Wstęp

Zarządzanie rezerwami walutowymi jest zagadnieniem, które pomimo swojej wagi nie było dotychczas przedmiotem szczegółowych badań. Wynikało to z natury międzynarodowego systemu finansowego. Zarządzanie rezerwami walutowymi realizowało główny cel, jakim było utrzymanie międzynarodowej płynności. Merkantyizm postrzegał rezerwy walutowe jako wartość autoteliczną, głosząc zasadę, iż im wyższy poziom aktywów rezerwowych (ówcześnie złota) – tym lepiej. Aż do drugiej połowy lat 90. XX wieku badania nad czynnikami popytu na rezerwy walutowe były sporadyczne. Wymienić tu można prace Bryanta [1980], Edwardsa [1983], czy Ben-Bassata i Gottlieba [1992] lub Scotta [1993]. Sytuacja ta uległa zmianie w związku z integracją monetarną w Europie.

Na przełomie XX i XXI wieku obserwować można wyraźny wzrost zainteresowania ekonomistów i polityków gospodarczych problematyką rezerw walutowych. Wśród przyczyn najczęściej podaje się stworzenie nowej waluty o statusie międzynarodowym [Chinn i Frankel, 2005, s. 3]. Pozostałe powody zainteresowania tą tematyką, to odchodzenie pod koniec XX wieku od utrzymywania rezerw w złocie, ze względu na wysokie koszty. Tendencja ta uległa odwróceniu w kolejnych latach po zamachach z 11 września 2001 i utrzymuje się nadal przez coraz bardziej niestabilną sytuację polityczną na świecie. Do pozostałych istotnych przyczyn wzrostu zainteresowania tą tematyką zaliczyć należy zmiany relacji w wymianie handlowej, liberalizację rachunków kapitałowego i finansowego oraz stosowane reżimy kursowe. Przegląd literatury przedmiotu z lat 1997-1999 znaleźć można w pracy Eichengreena i Mathiesona [2000]. O dalszym dynamicznym wzroście zainteresowania problematyką rezerw walutowych świadczą spisy źródeł bibliograficznych w pracach Aizenmana i Lee [2005], czy Chinna i Frankela [2005].

Wszyscy wspomniani autorzy koncentrowali się wyłącznie na zagadnieniach zarządzania rezerwami walutowymi z punktu widzenia pojedynczego kraju. Problematyka aktywów rezerwowych w unii walutowej nie była podnoszona. Wynikało to prawdopodobnie z braku formalnej wielonarodowej unii walutowej w krajach wysoko rozwiniętych. Przed 1999 rokiem istniały cztery formalne

* Autor jest pracownikiem Department of Economics, SOKA University, Tokyo, Japonia. Artykuł wpłynął do redakcji w maju 2008 r.

międzynarodowe porozumienia monetarne obejmujące centralizację rezerw walutowych wszystkich krajów członkowskich. Jednak łączyły one terytoria o niewielkim znaczeniu dla gospodarki światowej. Od momentu utworzenia UGW nastąpiła centralizacja rezerw krajów członkowskich. Ze względu na ich całkowitą wartość nominalną, zasady zarządzania oraz strukturę, posiadają one potencjalny wpływ na stabilność światowego systemu finansowego. Kompozycja rezerw walutowych poszczególnych banków centralnych nie może być jednak przedmiotem badań empirycznych, gdyż stanowi ona tajemnicę władz monetarnych (zarówno unijnych, jak i narodowych). Informacje na ten temat są dostępne jedynie w wielkościach zagregowanych, upublicznianych przez banki centralne oraz zbiorczo przez Międzynarodowy Fundusz Walutowy w bazie danych COFER¹. Jedyny obszar badawczy dostępny na potrzeby analiz porównawczych o zasięgu międzyunijnym, to rozwiązania organizacyjne dotyczące utrzymywania i zarządzania rezerwami walutowymi. Niniejszy artykuł prezentuje zasady centralizacji rezerw walutowych w czterech pozaeuropejskich uniach walutowych, a także rolę aktywów rezerwowych przy realizacji celów wspólnej polityki pieniężnej. Przedstawienie rozwiązań przyjętych przez Europejski Bank Centralny ma pozwolić na ich porównanie z nowatorskim podejściem w innych uniach monetarnych.

Integracja monetarna i rezerwy walutowe

Jednym z warunków, które muszą być spełnione, aby utworzyć unię walutową, jest centralizacja aktywów rezerwowych terytoriów członkowskich [Corden, 1972]. Fakt istnienia wspólnej puli rezerw więcej niż jednego kraju posiada istotne implikacje dla zasad zarządzania nimi. Jedną z nich jest ograniczenie wielkości całkowitego zapotrzebowania na waluty bez względu na stosowany reżim kursowy. Poziom utrzymywanych rezerw tradycyjnie uzależniony był od wielkości handlu zagranicznego². Z punktu widzenia teorii, optymalny obszar walutowy powinny tworzyć terytoria o intensywnej wymianie gospodarczej. Oznacza to, że od momentu utworzenia unii znaczna część transakcji przestaje być „zewnątrzna”, gdyż zachodzi między rezydentami posługującymi się tą samą walutą. Płatności we wspólnym pieniądzu automatycznie zmniejszają ryzyko utraty płynności międzynarodowej, gdyż ograniczone jest całkowite zapotrzebowanie na rezerwy walutowe.

Innym powodem utrzymywania niższego poziomu aktywów rezerwowych, płynącym wprost z teorii Optymalnych Obszarów Walutowych (OCA), jest zróżnicowanie gospodarek krajów członkowskich. Im bardziej zdywersyfikowana struktura produkcyjna, tym korzyści z integracji monetarnej są większe [Kenen,

¹ Baza danych COFER jest dostępna w formacie arkusza MsExcel na stronie internetowej Międzynarodowego Funduszu Walutowego: <http://www.imf.org/external/np/sta/cofer/eng/index.htm>

² Powszechnie akceptowany bezpieczny poziom wskaźnika poziomu rezerw walutowych opierał się na ich relacji do wartości 3-miesięcznego importu ≥ 1 .

1969]. Zróżnicowanie gospodarek oznacza odmienną strukturę wymiany handlowej (z partnerami poza unią) każdego z terytoriów członkowskich. Prowadzi to do zmniejszenia rozbieżności między kwotami i terminami płatności importowych i wpływów z eksportu. W konsekwencji wymagany jest relatywnie niższy poziom rezerw walutowych niż w sytuacji przed integracją. Zapotrzebowanie zgłaszane przez jedną gospodarkę może być zaspokojone dzięki bieżącym wpływom z eksportu innego kraju członkowskiego. Agregacja struktur wpływów z eksportu i płatności za import, które charakteryzują się niską (lub ujemną) korelacją prowadzi do ich „wygładzenia” i zmniejszenia ewentualnych rozbieżności między wpływem i odpływem walut.

Nawet w warunkach sztywnego zewnętrznego kursu waluty unijnej rezerwy mogą być niższe, niż suma rezerw utrzymywanych uprzednio przez kraje członkowskie. Pomimo istnienia teoretycznie ryzyka ataku spekulacyjnego, kwoty transakcji destabilizujących system kursowy stają się w unii tak duże, że skutecznie zniechęcają przed testowaniem wiarygodności unijnego banku centralnego. Zakładając jednak wystąpienie presji na kurs waluty unijnej – wspólna instytucja emisyjna, będąc relatywnie większą od narodowych banków centralnych, działa sprawniej i skuteczniej. Dzięki temu ewentualna obrona przed atakiem spekulacyjnym wymaga relatywnie niższego poziomu rezerw walutowych.

Przedstawione mechanizmy oddziaływania procesu integracji monetarnej na poziom rezerw walutowych utrzymywanych we wspólnej puli oraz stabilność zewnętrzną przynoszą wymierne korzyści rezydentom unii monetarnej. Wynikają one z oszczędności, gdyż mniejszy portfel aktywów rezerwowych zapewnia płynność międzynarodową i niweluje ryzyko kryzysu walutowego. Ograniczenie ryzyka specyficznego dla gospodarek członkowskich powoduje, iż napotykać one mogą łagodne warunki finansowania oferowane przez pożyczkodawców spoza unii. Niższe ryzyko specyficzne, to także niższa premia z tego tytułu, a zatem i niższe realne stopy procentowe w unii monetarnej.

Postulowane tutaj mechanizmy i zjawiska można bardzo łatwo zweryfikować w oparciu o przykład UGW. Po pierwsze, EBC utrzymuje zdecydowanie mniejszy portfel aktywów rezerwowych niż wynosi prosta suma wartości rezerw walutowych krajów członkowskich przed 1999 rokiem. Po drugie, postulat teoretyczny wskazujący na zmniejszenie premii za ryzyko specyficzne i obniżenie tym sposobem realnych stóp procentowych w unii wymaga tylko kilku prostych obliczeń. Należy bowiem porównać poziom tej zmiennej przed i po integracji. Wspomniane zmienne i wyniki obliczeń znajdują się w tablicy 1.

Obserwowana tendencja obniżania się średniej stopy oprocentowania w ujęciu realnym sugeruje interpretację zgodną z postulowanym wpływem integracji walutowej na premię za ryzyko specyficzne. Jednak efektowi temu nie należy przypisywać całości zmian. Konwergencja ta wymuszona została bowiem dążeniem do spełnienia nominalnych kryteriów zawartych w Traktacie z Maastricht dotyczących zarówno długookresowych stóp procentowych, jak i tempa inflacji.

Pobieżna analiza międzynarodowej pozycji inwestycyjnej krajów UGW w latach 1990-2005 pozwala na stwierdzenie, iż procesy integracji walutowej prowadzące do obniżania realnych stóp procentowych nie wynikały wyłącznie

z konieczności spełnienia nominalnych kryteriów konwergencji, lecz wiązały się z istotnym ograniczeniem premii za ryzyko.

Tablica 1

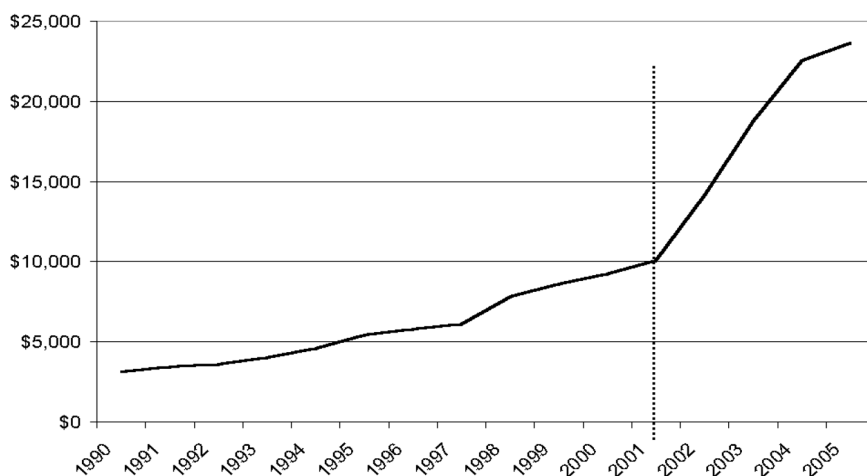
Realne stopy procentowe pożyczek bankowych przed i po utworzeniu UGW

Kraj UGW	1993	1994	1995	1996	1997	1998		
Belgia	9,06	7,04	6,95	5,11	5,44	6,30		
Finlandia	7,82	6,83	6,76	5,54	4,10	3,95		
Francja	6,79	6,23	6,34	4,76	5,14	5,88		
Niemcy	8,41	8,73	9,22	8,574	7,24	8,07		
Irlandia	8,51	3,77	4,04	4,11	5,17	3,79		
Włochy	10,15	7,96	7,99	8,84	8,47	6,68		
Holandia	7,81	5,49	5,11	3,88	3,97	4,52		
Portugalia	9,97	9,79	9,68	8,61	6,99	4,52		
Hiszpania	8,21	4,23	5,37	4,94	4,11	3,18		
średnia	8,53	6,67	6,83	6,04	5,62	5,21		
	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
UGW	3,43	3,75	4,08	3,83	2,10	3,15	2,14	3,88

Źródło: obliczenia własne na podstawie danych z International Financial Statistics, IMF, Washington D.C. July 2007

Od 2001 roku (por. rys. 1) wystąpił wyraźny wzrost całkowitej wartości zobowiązań zagranicznych krajów unijnych, gdy wymiana walut narodowych na euro rozwiła wątpliwości dotyczące trwałości tego ugrupowania.

Rysunek 1. Międzynarodowa pozycja inwestycyjna – zobowiązania krajów UGW w latach 1990-2005 (w mld USD)



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z International Financial Statistics, IMF, Washington D.C. July 2007

Powstaje zatem pytanie, co było przyczyną, a co skutkiem obserwowanych zjawisk. Czy procesy integracji monetarnej, poprzez obniżanie ryzyka specyficznego dla inwestycji w ramach UGW, przyciągały zasoby reszty świata i w rezultacie napływ inwestycji zagranicznych obniżał realny koszt kapitału? Z punktu widzenia teorii finansów, obniżenie stopy zwrotu przy tym samym poziomie ryzyka zmniejsza atrakcyjność projektu. Jeśli zatem obserwować można w latach 1995-2005 wyraźny spadek realnych stóp procentowych w krajach członkowskich UGW przy jednoczesnym bardzo dynamicznym wzroście napływu kapitału zagranicznego, to sugeruje, iż drugi czynnik – ryzyko specyficzne dla całego regionu – został wyraźnie zmniejszony. Trudno zatem mówić o „przekleństwie niskich stóp procentowych”, gdyż w przypadku UGW nie towarzyszy im odpływ inwestycji, lecz wprost przeciwnie – zwiększenie finansowania gospodarki unijnej przez zagranicę.

Wspólna pula aktywów rezerwowych w uniach walutowych stosujących system kursu sztywnego

Na świecie istnieją trzy formalne unie walutowe, w których wartość wspólnego pieniądza związana jest sztywnym parytetem z walutą innego kraju. Są to dwie unie w Afryce tworzące strefę franka CFA: Zachodnioafrykańska Unia Gospodarcza i Monetarna (*West African Economic and Monetary Union* – WAEMU) i Środkowoafrykańska Wspólnota Ekonomiczna i Monetarna (*Central African Economic and Monetary Community* – CAEMC) oraz jedna na Karaibach: Wschodniokaraibska Unia Monetarna (*Eastern Caribbean Currency Union* – ECCU). Ze względu na przyjęcie kursu sztywnego, rezerwy walutowe unijnych banków centralnych stanowią bardzo istotny element w prowadzonej polityce monetarnej i kursowej. Na początku omówiona zostanie strefa franka CFA, ze względu na wysokie podobieństwo zasad zarządzania rezerwami walutowymi w obu afrykańskich uniach.

Swoboda przepływu kapitału między strefą franka CFA i UGW, powoduje, że te dwa obszary tworzą pseudo unię monetarną. Oznacza to, że działania Europejskiego Banku Centralnego determinują politykę monetarną krajów członkowskich WAEMU i CAEMC. Mobilność kapitału między oboma obszarami nie jest jednak doskonała. Wynika to z istotnego kosztu transferu funduszy. Jeśli istnieją wątpliwości co do utrzymania sztywnego parytetu (wystąpiły one w momencie wprowadzenia euro), to stopa procentowa w Afryce może zawierać premię za ryzyko kursowe, a także za inne specyficzne ryzyka. Z tego powodu stopy procentowe w strefie franka CFA nie zawsze zmieniają się w stosunku 1:1 przy zmianach w UGW.

Zgodnie z art. 1 Statutów banków centralnych obu unii strefy franka CFA, pierwszym i najważniejszym celem polityki pieniężnej jest zapewnienie stabilności pieniężnej. Bez szkody dla realizacji tego celu wspierana jest polityka ekonomiczna opracowywana i wprowadzana przez kraje członkowskie na poziomie lokalnym. Dla banku centralnego, którego waluta jest związana

sztynym parytetem z euro, cel stabilności pieniężnej oznacza konieczność utrzymywania niskiej stopy inflacji oraz wysokiej stopy pokrycia emisji pieniądza rezerwami walutowymi. Niski i stabilny poziom stopy zmian ogólnego poziomu cen zapewnia zachowanie parytetu siły nabywczej, a zatem nie kreuje przesłanek dla dewaluacji. Wysokie pokrycie emisji pieniądza rezerwami walutowymi likwiduje natomiast ewentualne wątpliwości co do wiarygodności przyjętego parytetu.

Systemy kursowe krajów członkowskich strefy franka CFA administrowane są przez banki centralne: Bank Centralny Krajów Afryki Zachodniej (*Banque Centrale des Etats de l'Afrique de l'Ouest* – BCEAO) i Bank Krajów Afryki Centralnej (*Banque des Etats de l'Afrique Centrale* – BEAC). Opierają się on na dwóch głównych zasadach. Są nimi:

- stały parytet, początkowo między frankiem CFA i frankiem francuskim, a od 1 stycznia 1999 względem euro,
- wymienialność franka CFA gwarantowana przez Francję i połączona ze swobodą dokonywania transakcji dewizowych między krajami należącymi do strefy franka CFA.

Konsekwencjami tych dwóch głównych założeń są:

- wspólne uregulowanie kursu waluty obu unii wobec krajów spoza strefy franka CFA,
- centralizacja rezerw walutowych w księgach francuskiego skarbu państwa na koncie nazwanym „Konto operacyjne”, które może zostać obciążone bez wcześniej ustalonego limitu; oznacza to oferowanie przez rząd francuski praktycznie nieograniczonego kredytu w walutach obcych.

W warunkach swobody przepływu kapitału osiągnięcie pożądanego poziomu aktywów zagranicznych netto różni się istotnie od sytuacji, gdy istnieją restrykcje kursowe. Decyzje banku centralnego dotyczące stóp procentowych prowadzą bowiem bezpośrednio do przepływów kapitału netto. Przyczyną ich wystąpienia są różnice rentowności aktywów finansowych w kraju i za granicą. Przepływy kapitału oddziałują jedynie na popyt na pieniądz krajowy. Poziom kredytu krajowego jest poza ich wpływem. W konsekwencji, wraz ze wzrostem wielkości przepływów kapitału, w krótkim okresie zapotrzebowanie na pieniądz krajowy będzie cechowała rosnąca niestabilność i podwyższona zmienność. Pełna liberalizacja rachunku finansowego w bilansie płatniczym powoduje, że te krótkookresowe fluktuacje mogą stać się stałą cechą popytu na pieniądz.

Przed 1990 rokiem w WAEMU i CAEMC stosowano bezpośrednio instrumenty oddziaływania. Były to: administracyjnie określone stopy procentowe dla transakcji zawieranych przez banki komercyjne z klientami spoza sektora bankowego, limity udzielanego kredytu przyznawane dla każdego z banków oraz wymóg uzyskania wcześniejszej zgody na refinansowanie w banku centralnym. System ten pozwalał sprawnie i skutecznie osiągać pożądaną poziom aktywów zagranicznych. Jednak instrumenty oddziaływania bezpośredniego stanowiły przeszkodę dla wzrostu gospodarczego. Wynikało to z utrzymywania stóp procentowych dalekich od poziomów równowagi. Występowała nieefektywna alokacja zasobów, co wpływało negatywnie na wzrost i rozwój.

Przejęcie do systemu opartego na instrumentach oddziaływania pośredniego od 1990 roku, wprowadziło większą niepewność zarówno w odniesieniu do popytu na pieniądź, jak i wielkości kredytu. Prognozowanie zapotrzebowania na pieniądź stało się o wiele trudniejsze. W wyniku ogólnej liberalizacji zaczęły pojawiać się nowe instrumenty. Mieszkańcy WAEMU i CAEMC mogli od tego momentu dywersyfikować portfele aktywów finansowych. Istniejąca do 1990 roku silna i prosta zależność między dochodem i popytem na pieniądź zastąpiona została o wiele bardziej złożoną relacją. Osiąganie celów dotyczących poziomu rezerw walutowych zostało zatem znacznie utrudnione.

Ze względu na specyficzne rozwiązania instytucjonalne funkcjonujące w strefie franka CFA, zasady zarządzania rezerwami walutowymi nie posiadają faktycznie konsekwencji dla stabilności gospodarki unijnej. Niezależnie od tego, jakie decyzje w tym zakresie będą podejmowały banki centralne (BEAC oraz BCEAO) – Skarb Francji gwarantuje płynność międzynarodową wszystkim krajom WAEMU i CAEMC. Ewentualne wnioski mogą dotyczyć scenariusza, w którym Afryka Środkowa stanie się ważnym dostawcą węglowodorów i jej udział w globalnym PKB wzrośnie. Wtedy, zobowiązanie Francji do nieograniczonego kredytu w walutach obcych może wpłynąć negatywnie na stabilność strefy euro i politykę monetarną Europejskiego Banku Centralnego. Jednak scenariusz ten należy do odległej przyszłości, gdyż obecnie kraje Afryki Centralnej posiadają nadal znikomy udział w PKB Czarnego Łądu.

Trzecia unia walutowa stosująca system kursu sztywnego funkcjonuje na Karaibach. Współpraca monetarna krajów tego regionu sięga czasów kolonialnych.

W koloniach zamorskich krajów europejskich bardzo częstym rozwiązaniem była organizacja systemu pieniężnego w formie rady walutowej. Na Karaibach funkcjonowała Rada Walutowa Karaibów Brytyjskich (*British Caribbean Currency Board* – BCCB), ze względu na dominację imperium brytyjskiego w tym regionie. Emitowała ona wspólny pieniądź – dolara zachodnioindyjskiego (\$WI) – oraz zarządzała wspólną pulą rezerw walutowych. Zgodnie z zasadami właściwymi dla pełnej rady walutowej, aktywa rezerwowe pokrywały całkowicie emisję pieniądza lokalnego. Miało to na celu zapewnienie pełnej wymienialności dolara zachodnioindyjskiego przy stałym kursie 1 funt szterling = 4,8\$WI. Fala uzyskiwania niepodległości przez terytoria kolonialne powodowała, że opuszczały one ten system i powoływały własne władze monetarne. Dezintegracja dotychczasowego systemu była jedynie stadium przejściowym. Małe, otwarte gospodarki osiągały bowiem istotne korzyści z tytułu posługiwania się wspólnym pieniądzem o sztywnym kursie względem waluty głównego partnera handlowego. Świadomość ta doprowadziła w 1965 roku do utworzenia Wschodniokaraibskiej Unii Walutowej, w której politykę pieniężną prowadziła Wschodniokaraibska Władza Walutowa (*Eastern Caribbean Currency Authority* – ECCA). Dolar zachodnioindyjski został zastąpiony przez dolara wschodniokaraibskiego, jednak parytet względem funta szterlinga nie uległ zmianie. Zmniejszono natomiast ustawowy wymóg pokrycia dla emisji pieniądza lokalnego rezerwami walutowymi do 70%. W ten sposób otwarto możliwość

dla ekspansji kredytu krajowego banku centralnego. Oznaczało to przejście do systemu nazywanego *quasi* (niepełną) radą walutową. Burzliwe wydarzenia w międzynarodowym systemie walutowym w latach 70. XX wieku doprowadziły w 1976 roku do kolejnych modyfikacji zasad prowadzenia polityki pieniężnej na Karaibach. Po pierwsze, parytet dolara wschodniokaraibskiego ustalono względem dolara amerykańskiego, ze względu na silne powiązania handlowe krajów karaibskich z USA. Po drugie, w celu uzyskania możliwości aktywnej reakcji na kryzysy wewnętrzne zdecydowano obniżyć stopień pokrycia emisji rezerwami walutowymi do 60%. Nadano w ten sposób jeszcze większą autonomię instytucji odpowiedzialnej za politykę pieniężną. W 1983 roku powstał Wschodniokaraibski Bank Centralny (*Eastern Caribbean Central Bank – ECCB*), który zastąpił ECCA. Była to zmiana „kosmetyczna”, gdyż Wschodniokaraibska Władza Walutowa pełniła *de facto* rolę unijnego banku centralnego.

Ukształtowanie się rezerw walutowych na poziomie poniżej przyjętej wielkości minimalnego zabezpieczenia (60%) powoduje, że bank centralny przygotowuje specjalny raport na temat zaistniałej sytuacji, jej przyczyn i środków zaradczych. Jest on przedstawiany Radzie Pieniężnej, która jest ciałem kolegiatnym odpowiedzialnym za projektowanie polityki pieniężnej w ECCU. Jeśli ilość pieniądza przekroczy maksymalny dopuszczalny, z punktu widzenia pokrycia rezerwami walutowymi, poziom, to kwota nadwyżki staje się zobowiązaniem rządów terytoriów członkowskich względem ECCB. Rządy terytoriów członkowskich nie są jednak skłonne do finansowania działalności w oparciu o środki pożyczkowe z banku centralnego. Z tego powodu, w normalnych warunkach, utrzymuje się rezerwy walutowe stanowiące pokrycie dla emisji dolara wschodniokaraibskiego na poziomie przekraczającym 100%. Dzięki temu bank centralny może bez ograniczeń pełnić funkcję pożyczkodawcy ostatniej instancji oraz służyć pomocą w przypadku wystąpienia klęsk żywiołowych, które często nawiedzają i niszczą całe Karaiby.

W odróżnieniu od rozwiązań spotykanych w UGW, gdzie występuje homogeniczność banknotów, emisje przeprowadzane przez bank centralny na Karaibach są specjalnie znakowane w zależności od tego, dla którego z krajów unii są przeznaczone. Krążą one swobodnie między państwami członkowskimi, gdyż jest to jeden z warunków pełnej integracji w zakresie pieniądza. Występuje zatem rozbieżność między ilością pieniądza wyemitowanego i znajdującego się faktycznie w obiegu w obrębie poszczególnych terytoriów. Dzięki znakowaniu pieniędzy³, możliwe staje się wyliczenie kategorii imputowanych rezerw walutowych (*imputed foreign reserves*)⁴. Odpowiadają one ilości pieniądza w obiegu i należności netto ECCB od banków komercyjnych w każdym z krajów unii. Kategoria ta służy do szacowania bilansów płatniczych poszczególnych państw członkowskich. Nie ma ona nic wspólnego z kwotami rezerw walutowych

³ Kodowanie znaków pieniężnych wprowadzono w 1986.

⁴ Wyliczenie imputowanych rezerw walutowych opiera się na poniższej formule:

$NFA_i = M_i - NDA_i$, gdzie: *NFA* – aktywa zagraniczne netto, *M* – „broad money”, *NDA* – aktywa krajowe netto, *i* – indeks oznaczający kraj członkowski.

dostępnych faktycznie każdemu krajowi unii. Bank centralny nie przypisuje rezerw walutowych żadnemu konkretnemu krajowi, a bilans płatniczy unii monetarnej ma znaczenie wyłącznie na najwyższym poziomie zagregowania – dla całego regionu. Utworzenie wspólnej puli rezerw walutowych przyniosło liczne korzyści płynące z przyjętych rozwiązań. Wymienić tu można rozłożenie i zmniejszenie ryzyka dzięki niwelowaniu różnic w strukturze czasowej zapotrzebowania na rezerwy, bowiem struktura importu i eksportu terytoriów członkowskich jest różna.

Zapotrzebowanie na aktywa rezerwowe zgłaszane przez rządy wynika najczęściej z konieczności spłaty zadłużenia zagranicznego. Fundamentalnym ograniczeniem są zatem kwestie fiskalne. Każdy podmiot, z któregokolwiek kraju członkowskiego ma pełny dostęp do puli rezerw walutowych, jeśli tylko posiada zasoby pieniądza unijnego. Możliwa do otrzymania kwota rezerw walutowych zależy zatem od nadwyżki budżetowej. W tym sensie żaden kraj należący do ECCU nie może mieć trudności w bilansie płatniczym, a jedynie problem fiskalny. Zatem wszelkie zaległości w spłatach zadłużenia nie są interpretowane, w rozumieniu artykułu VIII (dział 2a) Międzynarodowego Funduszu Walutowego, jako restrykcje kursowe.

Zarządzaniem rezerwami walutowymi w ECCU zajmuje się tradycyjnie bank centralny (ECCB). Przechowuje on aktywa rezerwowe rządów terytoriów członkowskich⁵. Podążając jednak za najnowszymi trendami w tym zakresie, ECCB deleguje pewne działania dotyczące utrzymywania i zarządzania rezerwami. art. 28 Statutu ECCB nakłada na bank centralny obowiązek określania i upubliczniania kursów, po których kupuje, sprzedaje lub zawiera transakcje złotem i walutami obcymi. Bank centralny może także określać i upubliczniać kursy kupna i sprzedaży, przy których zawierane są transakcje przez banki komercyjne lub autoryzowane osoby do prowadzenia skupu i sprzedaży złota i walut obcych na terenie ECCU. W całej historii współpracy monetarnej na Karaibach brak było okresów, w których występowały restrykcje kursowe. Pomimo istnienia autoryzowanych podmiotów do prowadzenia transakcji walutowych, nadzór banku centralnego nad tą działalnością nie wynikał z konieczności ograniczania dostępu rezydentów do wspólnej puli rezerw walutowych.

Za względu na przyjęty system kursowy i relatywnie nieduży rynek walutowy dolara wschodniokaraibskiego, bank centralny posiada prawo zamknięcia go na terytorium ECCU w sytuacjach zagrożenia kryzysem walutowym. Okres wstrzymania transakcji nie może być dłuższy niż 2 dni (art. 28, pkt 3 Statutu ECCB)⁶. Wstrzymanie działalności rynku walutowego przez Radę Pieniężną służy wsparciu działań podejmowanych w celu usunięcia przyczyn niepożądanego zjawiska.

⁵ Zgodnie ze Statutem ECCB może przechowywać także aktywa zagraniczne rządów, agencji, funduszy zabezpieczenia socjalnego i innych statutowych podmiotów podlegających rządowi krajów członkowskich.

⁶ Okres dwóch dni zawieszenia działalności rynku walutowego może zostać przedłużony przez Radę Pieniężną na wniosek banku centralnego. Decyzja taka nie jest ograniczona już żadnym warunkiem.

Przedstawione rozwiązania w zakresie zarządzania rezerwami walutowymi we Wschodniokaraibskiej Unii Walutowej są wyjątkowe pod wieloma względami. ECCU to unia monetarna, w której stosowany jest system kursu sztywnego. Jednak w odróżnieniu od dwóch unii strefy franka CFA, brak jest mechanizmu zewnętrznego gwarantowania przyjętego parytetu. Oznacza to, że unijny bank centralny na Karaibach musi samodzielnie stawiać czoło ewentualnym problemom płatniczym lub atakom spekulacyjnym. Sposób zarządzania portfelem aktywów rezerwowych posiada tu o wiele większe znaczenie, gdyż konsekwencje braku przezorności banku centralnego poniosą rezydenci ECCU. Kolejne studium przypadku dotyczy także nietypowej unii walutowej w Afryce Południowej.

Charakterystyka współpracy walutowej we Wspólnym Obszarze Monetarnym

Wspólny Obszar Monetarny (*Common Monetary Area* – CMA) jest przykładem unii walutowej stosującej obecnie system kursu płynnego oraz politykę bezpośredniego celu inflacyjnego. W jej skład wchodzi: Republika Południowej Afryki, Lesotho, Namibia i Suazi. Historia tego porozumienia monetarnego obejmuje okresy systemu kursu sztywnego i systemu dwukursowego. Bankiem centralnym CMA jest Południowoafrykański Bank Rezerwy (*South African Reserve Bank* – SARB). Najwyższym unijnym organem decyzyjnym jest Komisja CMA (*Common Monetary Area Commission*). Wiele ze stosowanych obecnie rozwiązań organizacyjnych czyni z tego ugrupowania bardzo interesujący przykład międzynarodowej współpracy walutowej.

Prawnym środkiem płatniczym we wszystkich krajach członkowskich CMA jest rand południowoafrykański. Systemy monetarne w Lesotho, Namibii i Suazi (kraje L-N-S) są administrowane przez narodowe banki centralne, które emitują równolegle także własne pieniądze związane sztywnym kursem z randem w relacji 1:1. Ze względu na fakt istnienia „niemożliwej trójcy”, SARB odgrywa dominującą rolę w polityce pieniężnej pozostałych krajów CMA. Jedną z korzyści tego rozwiązania, istotną dla wzrostu gospodarczego, jest to, iż mieszkańcy L-N-S posiadają wolny dostęp do rynków finansowych w Republice Południowej Afryki. Innymi ważnymi aspektami tej unii monetarnej są wspólna pula rezerw walutowych zarządzanych przez SARB oraz stosowanie w przeszłości wspólnej polityki kontroli walutowej.

Pomimo dominującej pozycji randa, kraje członkowskie nie zobowiązały się do nieodwołalnego utrzymania parytetu. Oznacza to, że w rozumieniu definicji zaproponowanej przez M. Cordena nie jest to pełna unia monetarna [Corden, 1972]. Jest to *quasi* rada walutowa. Emisja pieniądza jest bowiem zabezpieczona rezerwami walutowymi, a monetyzacja deficytów fiskalnych jest zabroniona. Jednak w odróżnieniu od klasycznej koncepcji rady walutowej, systemy pieniężne krajów członkowskich administrowane są przez narodowe banki centralne.

Kraje członkowskie CMA posiadają wspólną pulę rezerw walutowych, które są zarządzane przez SARB. Lesotho, Namibia i Suazi w oparciu o zapisy dwustronnych umów o współpracy monetarnej z RPA mają prawo do utrzymywania części rezerw walutowych na wypadek zdarzeń nadzwyczajnych. Kraje L-N-S⁷ mogą utrzymywać aktywa rezerwowe najwyżej w 35% w walutach innych niż rand. Jest to uzasadnione strukturą ich wymiany handlowej. Powyższe rozwiązanie zaprojektowane jest z myślą o sytuacjach kryzysowych, gdy popyt na aktywa rezerwowe jest o nieprzewidzianej i nagłej naturze. W normalnych warunkach korzystają one z walut zgromadzonych we wspólnej puli.

W celu umożliwienia bankowi centralnemu RPA sprawnego zarządzania aktywami rezerwowymi, co miesiąc banki centralne L-N-S dostarczają informacji na temat aktualnych sald i przeprowadzonych transakcji złotem i walutami obcymi wraz z zastosowanymi formami kontroli walutowej⁸.

Zasady współpracy monetarnej narzucają na banki centralne Lesotho i Namibii obowiązek utrzymywania rezerw walutowych stanowiących ekwiwalent kwot pieniądza krajowego, który został przez nie wyemitowany. Pokrycie to może być denominowane nie tylko w randach, ale i w innych walutach obcych, które mogą służyć jako zabezpieczenie emisji. Proporcja między aktywami denominowanymi w randzie i w innych walutach jest ustalona samodzielnie przez krajowe banki centralne. Aktywa denominowane w randach i utrzymywane w celu pokrycia emisji muszą składać się z:

- gotówki utrzymywanej przez bank centralny,
- depozytów randa utrzymywanych przez krajowe banki centralne na specjalnych rachunkach depozytowych i bieżących w SARB, a także depozytów (na żądanie) w Korporacji Depozytów Publicznych⁹,
- skarbowych papierów wartościowych rządu RPA utrzymywanych przez banki centralne.

Dla mniejszych członków CMA, uczestnictwo w tym międzynarodowym porozumieniu posiada wiele zalet. Związanie waluty krajowej z walutą najważniejszego partnera handlowego (RPA) oznacza eliminację ryzyka kursowego. To z kolei przyczynia się do wzrostu wymiany międzynarodowej [Frankel, Rose, 1998]. Oprócz likwidacji ryzyka kursowego na efekt ten składają się: brak ograniczeń dotyczących płatności, brak niedogodności czy dodatkowych kosztów transakcyjnych. Nie powstają także żadne problemy przy spłacie zadłużenia zagranicznego, gdyż każdy kraj członkowski ma nieograniczony dostęp do wspólnej puli rezerw walutowych. Dzięki relatywnej stabilności kursu randa

⁷ Lesotho, Namibia i Suazi posiadają silne powiązania handlowe z RPA. Ponad 80% importu LNS pochodzi z tego kraju. Natomiast tylko połowa eksportu LNS skierowana jest na rynki inne niż RPA.

⁸ Obecnie ograniczenia dla transakcji walutowych istnieją wyłącznie dla rezydentów CMA. Jednak od 1986 do 2001 roku dotyczyły one także nierezydentów.

⁹ Korporacji Depozytów Publicznych (ang. Corporation of Public Deposits – CPD) została stworzona w 1984 roku w celu racjonalizacji zarządzania krótkoterminowymi nadwyżkami funduszy w sektorze publicznym. Miało to pozwolić także na lepszą kontrolę władz monetarnych nad inwestycjami tych funduszy.

ułatwiony jest dostęp do pożyczek na cele prorozwojowe od kredytodawców spoza CMA. Bliskie związki z RPA przyczyniają się do stabilności makroekonomicznej pozostałych krajów członkowskich. Doświadczają one relatywnej stabilności kursu walutowego, co byłoby trudne do osiągnięcia przy samodzielnie prowadzonej polityce kursowej. Ciągła współpraca i konsultowanie decyzji zapewniają, że kontrola nad randem i rezerwami walutowymi nie jest ani autokratyczna, ani scentralizowana.

Znaczna część eksportu CMA trafia do krajów uprzemysłowionych poza Afryką. Natomiast import Lesotho, Namibii i Suazi pochodzi prawie w 90% z RPA. Zaletą funkcjonowania w ramach unii walutowej jest rozliczanie nierównowagi płatności wewnątrz CMA w tym samym pieniądzu. Nierównowaga bilansu płatniczego między L-N-S i RPA nie wymaga od tych krajów utrzymywania dużej części rezerw walutowych w wysoce płynnych aktywach o niskiej stopie zwrotu. Korzyść ta, pomimo że nie wymieniona nigdzie w literaturze optymalnych obszarów walutowych, posiada o wiele dalej idące konsekwencje niż się przypuszcza. Brak rezerw walutowych, który wywiera paraliżujący wpływ na wiele gospodarek w Afryce, praktycznie nie występuje w CMA. Korzyść w tym względzie wynika z możliwości posiadania niskiego poziomu rezerw walutowych. Kraje członkowskie doświadczają bowiem deficytu w bilansie płatniczym niejednocześnie. Zatem, wymagany jest niższy poziom rezerw walutowych, gdyż deficyt jednego kraju może być pokrywany walutami z nadwyżki osiąganey w tym samym czasie przez inny kraj członkowski. Stanowi to niekwestionowaną korzyść, gdyż zapewnia stabilizację zewnętrzną.

Transakcje bilansu płatniczego RPA cechują jednak ostre fluktuacje poziomu rezerw złota i walut obcych. W latach 1976-2000 świadczyło to o niezdolności kontroli walutowej do skutecznego stabilizowania transakcji walutowych RPA z resztą świata. Wysoce zmienna pozycja bilansu płatniczego jest jednak powszechną cechą charakterystyczną małej otwartej gospodarki i nie musi zawsze dowodzić nieefektywności kontroli walutowej. Jest ona ekonomicznie nieefektywnym sposobem racjonowania dostępnych rezerw walutowych między użytkownikami krajowych. Wynika to z tego, że zarówno rozmiar zagregowanego popytu na rezerwy walutowe, jak i struktura tego popytu zależą w warunkach kontroli walutowej od decyzji administracyjnej. Szansa na to, że podział rezerw dokonany przez urzędnika będzie odpowiadał bardziej interesom ekonomicznym gospodarki krajowej niż podział dokonany przez rynek jest nikła.

Ze względu na okresy niestabilności politycznej i izolacji RPA na arenie międzynarodowej, władze monetarne CMA były zmuszone do odejścia od standardu w zakresie poziomu rezerw walutowych wyznaczonego przez wartość trzymiesięcznego importu. Ponadto ostatnie dwie dekady XX wieku to czas niekorzystnych dla krajów rozwijających się, zmian terms-of-trade oraz destabilizujących przepływów kapitału. Długotrwałe pogorszenie się salda bilansu płatniczego RPA doprowadziło do spadku poziomu rezerw walutowych poniżej standardu 3 miesięcy importu. Powodowało to skoncentrowanie wysiłków banku centralnego jedynie na zapewnieniu płynności międzynarodowej. Sytuacja ta uległa zmianie w drugiej połowie lat 90. Można było wtedy obserwować trwałą

wzrost poziomu oficjalnych rezerw walutowych. Osiągnęły one taką wartość, że do dotychczasowych celów zapewnienia płynności i bezpieczeństwa doszło maksymalizowanie stopy zwrotu z portfela aktywów rezerwowych. Pozwoliło to na bardziej aktywne zarządzanie częścią rezerw walutowych. Prawie całość rezerw CMA jest denominowana w dolarach amerykańskich. Wynika to z następujących czynników [Młodkowski, 2007, s. 204-205]:

- USD jest walutą, dla której istnieją głębokie i szerokie rynki, a dokonywanie nawet dużych transakcji odbywa się bez wpływania na cenę,
- znaczna część importu i eksportu CMA rozliczana jest w USD,
- dług zagraniczny krajów CMA jest denominowany głównie w USD,
- w transakcjach spotowych i terminowych, między SARB i autoryzowanymi dealerami walutowymi rozliczenia dokonywane są prawie wyłącznie w USD,
- SARB posiada pewne zobowiązania warunkowe denominowane głównie w USD.

Pomimo obserwowanego od 2001 roku trendu deprecjacyjnego amerykańskiej waluty nie wydaje się możliwe odejście od dotychczasowej struktury walutowej aktywów rezerwowych w CMA. Handel zagraniczny krajów członkowskich odbywa się w przeważającej części z partnerami posługującymi się USD. Jest to zatem nadal najważniejszy czynnik uwzględniany przy decyzjach dotyczących kształtowania struktury walutowej aktywów zagranicznych banku centralnego.

Zarządzanie rezerwami w CMA jest zgodne ze wskazówkami sformułowanymi przez Międzynarodowy Fundusz Walutowy [IMF, 2001] wspierając jednocześnie realizację wielu celów:

- utrzymywanie zaufania do krajowej polityki monetarnej i kursowej,
- pomoc rządowi w regulowaniu zobowiązań zagranicznych,
- utrzymywanie płynności kraju w walutach obcych podczas okresów szoków zewnętrznych,
- utrzymywanie zaufania społeczności międzynarodowej do kraju i przekonania, że RPA jest w stanie terminowo regulować zobowiązania zagraniczne.

W coraz bardziej zintegrowanej gospodarce światowej podejmując decyzje o poziomie rezerw walutowych należy opierać się na większej liczbie czynników, a nie wyłącznie na przepływach w rachunku bieżącym. Jednym z nich, przemawiającym za zmianą podejścia do określenia właściwego i pożądanego poziomu rezerw walutowych, były rosnące w olbrzymim tempie przepływy kapitału. Wskazywano tu na konieczność utrzymywania o wiele większej ilości aktywów rezerwowych w warunkach liberalizacji wszystkich rachunków bilansu płatniczego. Swoboda przepływu funduszy między krajami powoduje, że to właśnie rachunek finansowy powinien stanowić podstawę dla określenia ich bezpiecznego poziomu. Od końca lat 90. XX-wieku przyjęta została w CMA nowa reguła w tym zakresie. W celu pomiaru adekwatności poziomu rezerw walutowych wykorzystuje się informacje o poziomie zagranicznego długu krótkoterminowego (o okresie zapadalności poniżej jednego roku). Postępowanie to

wynika z dążenia do zdobycia i utrzymania zaufania u zagranicznych kredytodawców. SARB stosuje następującą formułę na potrzeby wyznaczania właściwej ich wielkości:

Rezerwy walutowe

Spłaty długu zagranicznego w okresie poniżej 12 miesięcy

Mianownik obejmuje sumę spłat zagranicznego długu publicznego i prywatnego. Relacja rezerw walutowych do tak zdefiniowanych zobowiązań zewnętrznych przypadających do spłaty w okresie do 12 miesięcy powinna być większa od jedności. Dopiero taki poziom rezerw walutowych jest uważany przez władze monetarne CMA za odpowiedni.

Sytuacja CMA jest specyficzna ze względu na fakt, iż RPA jest jednym z największych producentów złota na świecie. Przed grudniem 1997 roku producenci tego kruszcu byli zobligowani do sprzedaży całości wydobycia bankowi centralnemu. Zapłata była dokonywana w USD. Rozwiązanie to wynikało z faktu stosowania restrykcji kursowych mających na celu ochronę bilansu płatniczego CMA. Od 1998 roku nastąpiła liberalizacja kontroli walutowej, która dotyczyła producentów złota¹⁰ dając im możliwość sprzedaży kruszcu na rynku światowym za pośrednictwem Rand Refinery¹¹. Bank centralny nadal nabywa część złota wydobywanego w RPA, aby kształtować strukturę aktywów rezerwowych. Wykorzystując aktualną sytuację na rynku SARB może dokonywać depozytów do wysokości 320 000 uncji. Limit statutowy ogranicza kwotę depozytu do mniej niż 10% bieżących zasobów, które kształtują się na poziomie 4 mln uncji.

Przezorne zarządzanie rezerwami walut obcych polega na odpowiednim doborze instrumentów, w jakich lokowane są pozostałe aktywa zagraniczne. SARB bierze pod uwagę w szczególności prawdopodobną przyszłą ich wartość oraz ryzyka, których nie da się uniknąć, a które wynikają z decyzji inwestycyjnych. Celami przyjętymi przez SARB w odniesieniu do portfela aktywów rezerwowych są w kolejności ich ważności: ochrona wartości, zachowanie płynności i osiągnięcie maksymalnej stopy zwrotu przy akceptowalnym poziomie ryzyka. Zachowanie wartości jest realizowane poprzez zarządzanie i kontrolę ryzyk. Ma to na celu zapewnienie bezpieczeństwa aktywów.

Zgodnie z nowoczesnym podejściem w tym zakresie [Młodkowski, 2002, s. 292], SARB dąży do osiągnięcia stopy zwrotu z portfela aktywów rezerwowych zbliżonej do stopy rynkowej. Odbywa się to jednak przy zachowaniu wymogów w zakresie bezpieczeństwa. Aktywne zarządzanie wymaga określenia pewnego portfela benchmarkowego. Dzięki temu możliwy staje się pomiar oraz ocena wyników i struktury aktywów rezerwowych. Dążąc do osiągnię-

¹⁰ *Exchange Control Regulations*, 1961 (as promulgated by Government Notice R1111 of 1 December 1961 and amended up to Government Notice No. R.1022 in Government Gazette No. 18170 of 1 August 1997).

¹¹ Rand Refinery jest firmą prywatną, założoną przez producentów złota w RPA w 1920 roku w celu oczyszczania kruszców. Świadczy ona także usługi pośrednictwa na zagranicznych giełdach towarowych.

cia jeszcze lepszych rezultatów władze monetarne CMA zdecydowały w 2001 roku o podzieleniu portfela rezerw na dwie transze: transzę inwestycyjną i transzę płynności. Pierwsza z nich pozwala na częściowe obniżenie kosztu utrzymywania rezerw walutowych. Jest to wynikiem inwestowania w aktywa o wyższej stopie zwrotu. Transza płynności służy natomiast spełnieniu przez SARB wymogów w zakresie płynności międzynarodowej, wynikających, między innymi, z zagranicznych umów kredytowych. Nowatorskim rozwiązaniem jest podział obu transzy na portfele, z których kilka powierzonych jest w zarządzanie zewnętrznym menedżerom. Wartość każdego portfela wynosi 100 mln USD. Utrzymanie płynności stanowi nadal cel nadrzędny¹². Konieczne było zapewnienie bezpieczeństwa portfeli oddanych w zarządzanie poza SARB. Dokonano tego przez szczegółowe wytyczne dotyczące dopuszczalnego ryzyka i pożądanej stopy zwrotu. Pomiar wyników każdego portfela dokonywany jest na koniec miesiąca. Komitet Gubernatorów określa akceptowalny poziom ryzyka oraz zatwierdza benchmarki i wskazówki dla każdego portfela.

Podział aktywów rezerwowych na dwie transze i przeznaczenie jednej z nich na inwestycje o wyższej stopie zwrotu stało się możliwe dzięki odbudowaniu poziomu rezerw po okresie permanentnych problemów w zakresie płynności międzynarodowej. Rozwiązania stosowane obecnie w CMA są nowatorskie i pomimo pewnych zastrzeżeń, które można sformułować w związku z przekazaniem zarządzania części portfeli firmom prywatnym, wydają się służyć celom banku centralnego i rezydentom Wspólnego Obszaru Monetarnego zapewniając stabilizację zewnętrzną. Dążenie do maksymalizacji stopy zwrotu z portfela aktywów rezerwowych jest także celem zarządzania w Europejskim Systemie Banków Centralnych.

Rezerwy walutowe w Unii Gospodarczej i Walutowej. Rozwiązania instytucjonalne

Podjmując opis zasad centralizacji i zarządzania rezerwami walutowymi w UGW należy wyjść od regulacji dotyczących systemu kursowego. Traktat Europejski przekazuje określenie reżimu kursowego wspólnej waluty w kompetencje Rady UE [Traktat Europejski art. 111, pkt 1]. W przypadku braku określenia takiego reżimu, Rada UE (kwalifikowaną większością głosów) może sformułować ogólne kierunki polityki kursowej [Traktat Europejski, art. 111, pkt 2]. Kwestią nadrzędną w obu formalnych sposobach zdefiniowania polityki kursu walutowego jest zachowanie stabilności cen. Z tego powodu wszelkie decyzje w tych kwestiach wymagają rekomendacji Europejskiego Banku

¹² Portfele zarządzane przez menedżerów zewnętrznych są oceniane w oparciu o wskaźnik stworzony przez Merrill-Lynch dla papierów skarbowych o okresie zapadalności od roku do trzech lat, który pomija papiery wartościowe emitowane przez rząd Japonii (Merill Lynch 1-3 year government bond benchmark – excluding Japan). Oprócz tych portfeli dodatkowy portfel aktywów rezerwowych o wartości 500 mln USD jest zarządzany przez pracowników departamentu. Wynik jest oceniany w oparciu o trzymiesięczną stawkę LIBOR.

Centralnego – EBC lub Komisji Europejskiej po skonsultowaniu ich z EBC. Dotychczas żadna z powyższych procedur nie została uruchomiona. Podczas spotkania Rady Europy 13 grudnia 1997 roku w Luksemburgu podkreślono, że kurs euro powinien być wynikiem działania czynników ekonomicznych oraz polityk gospodarczych i nie powinien on stanowić niezależnego celu. Stwierdzono również, że ogólne wskazówki dla polityki kursowej będą sformułowane wyłącznie w wyjątkowych okolicznościach. Wszystkie tego rodzaju zalecenia muszą jednak uwzględniać niezależność Europejskiego Systemu Banków Centralnych – ESBC i cel nadrzędny, jakim jest stabilność cen.

Brak instytucjonalnych rozwiązań kursowych i brak celu kursowego EBC powodują, że w ciągu pierwszych pięciu lat istnienia unii monetarnej bank centralny interweniował na rynku walutowym tylko dwukrotnie [Scheller, 2004, s. 92]. Było to we wrześniu i listopadzie 2000 roku. Interwencje przeprowadzone były przy współpracy banków centralnych USA, Japonii, Wielkiej Brytanii i Kanady. Przyczyną był stabilny trend deprecjacyjny euro, który stał w sprzeczności z sytuacją makroekonomiczną UGW. Przeprowadzanie takich interwencji wymaga posiadania rezerw walutowych. Europejski Bank Centralny dysponuje koniecznymi zasobami, gdyż jest powiernikiem wspólnej puli aktywów rezerwowych krajów członkowskich UGW. Statut banku centralnego, precyzując podstawowe zadania EBC, wymienia prowadzenie transakcji walutowych i utrzymywanie rezerw walutowych krajów członkowskich [Statut EBC, art. 3.1]. Rezerwy walutowe są utrzymywane i zarządzane głównie w związku z potrzebami w zakresie interwencji na rynku walutowym. EBC może zawierać transakcje natychmiastowe i terminowe oraz depozytowe i kredytowe¹³.

Narodowe banki centralne muszą dokonywać transferu rezerw walutowych do EBC. Początkowo kwota rezerw walutowych EBC ustalona została na poziomie 50 mld ECU [Statut EBC, art. 30.1]. Wstąpienie każdego kolejnego kraju do UGW skutkuje zwiększeniem kapitału własnego EBC oraz wzrostem wspólnej puli rezerw. Od 1 maja 2004 jej limit wzrósł do 55,6 mld euro. Oznacza to, że transferu aktywów rezerwowych mogą dokonywać także potencjalni członkowie strefy euro. EBC nie jest zobligowany do zwrotu części aktywów rezerwowych do banków centralnych dotychczasowych członków, w związku ze zmniejszeniem ich procentowego udziału w kapitale własnym.

W styczniu 1999 roku narodowe banki centralne przekazały do EBC rezerwy walutowe o wartości 39,46 mld euro. Była to maksymalna kwota, na którą zezwalał Statut banku centralnego UGW, pomniejszona o udziały w kapitale EBC tych krajów Wspólnoty, które nie przyjęły euro. Wstąpienie Grecji 1 stycznia 2001 roku spowodowało przekazanie rezerw z Banku Grecji o wartości 1,28 mld euro. Całkowita kwota rezerw walutowych wniesionych dotychczas do wspólnej puli stanowi równowartość 40,74 mld euro. Struktura transferu była następująca: 15% stanowiło złoto, a pozostałe 85% to łącznie USD i JPY.

¹³ Dopuszczalne rodzaje transakcji przy zarządzaniu aktywami rezerwowymi precyzuje art. 23 Statutu EBC.

Wartość rezerw walutowych doświadczała dużych zmian, które wynikały z fluktuacji kursów i wykorzystania rezerw w związku z interwencjami na rynku walutowym. W styczniu 2008 roku ich wartość wyniosła 43,2 mld euro [ECB 2008, str. 18]. Statut EBC umożliwia wezwanie narodowych banków centralnych do transferu rezerw walutowych przekraczających początkowo ustalony limit. Powodem takiego działania jest potrzeba uzupełnienia wyczerpujących się rezerw, a niezwiększanie ich całkowitej wielkości.

Cel zarządzania rezerwami walutowymi w Europejskim Banku Centralnym

Celem zarządzania rezerwami walutowymi przez Europejski Bank Centralny jest posiadanie w każdym momencie wystarczającego poziomu płynnych środków na dowolną interwencję na rynku walutowym. Oznacza to prymat dwóch zasad: płynności i bezpieczeństwa przy wyborze aktywów, w których utrzymywane są rezerwy. Przy ich zachowaniu dąży się również, zgodnie z nowoczesnymi trendami, do maksymalizacji wartości całego portfela.

Rezerwy walutowe UGW są zarządzane przez narodowe banki centralne zgodnie ze strategią inwestycyjną określaną przez organy decyzyjne EBC. Oznacza to, że ogólnie narzucone są: struktura walutowa, relacja akceptowanego ryzyka i oczekiwanej stopy zwrotu, ryzyko kredytowe i wymogi dotyczące płynności instrumentów. Struktura walutowa aktywów rezerwowych jest określana przez Radę Zarządzającą. Bierze ona pod uwagę oczekiwane potrzeby w zakresie interwencji i jest zmieniana wedle potrzeby. EBC nie stosuje aktywnego zarządzania strukturą walutową aktywów rezerwowych, aby uniknąć pośredniej ingerencji we wspólną politykę pieniężną. Jest to zatem różnica względem rozwiązań obecnych w CMA.

Decyzje EBC dotyczące zarządzania rezerwami walutowymi przez narodowe banki centralne są przekazywane w formie wzorców inwestycyjnych i limitów, których należy przestrzegać. Ogłaszają one publicznie działania podejmowane w wyniku centralnych zaleceń, aby partnerzy na międzynarodowych rynkach finansowych byli w stanie rozpoznać transakcje prowadzone przez narodowe banki centralne we własnym imieniu i w imieniu Europejskiego Banku Centralnego. EBC zdefiniował cztery kluczowe parametry dla inwestowania swoich rezerw walutowych [Scheller, 2004, s. 95]:

- I. dwupoziomowe benchmarki inwestycyjne dla każdej waluty (strategiczny i taktyczny),
- II. dopuszczalne odchylenia od tych benchmarków,
- III. listę dopuszczalnych instrumentów i operacji,
- IV. limity dla ekspozycji na ryzyko kredytowe.

Szczegóły tych parametrów są tajne, aby uniknąć niepożądanego wpływu na rynki finansowe. Benchmarki dotyczą dwóch poziomów zarządzania: strategicznego i taktycznego. Benchmark strategiczny dla każdej z walut, określany przez Radę Zarządzającą, odzwierciedla długookresowe wymagania polityki

oraz preferencje EBC dotyczące ryzyka i stopy zwrotu. Benchmark taktyczny jest określony przez Zarząd EBC. Musi on być utrzymany we wcześniej określonych przedziałach odchyień od benchmarku strategicznego. Odzwierciedla on krótko i średnioterminowe preferencje EBC dotyczące stopy zwrotu i ryzyka, uwzględniające panujące warunki rynkowe. Prowadząc codzienne operacje zarządzania rezerwami walutowymi narodowe banki centralne posiadają zatem pewną autonomię polegającą na możliwości odejścia od określonych limitów. Celem jest osiągnięcie jak największej wydajności.

Europejski Bank Centralny posiada rezerwy złota w wysokości 750 ton. Nie są one jednak przedmiotem aktywnego zarządzania, tak jak ma to miejsce w CMA. Wynika to z faktu, iż EBC jest stroną Złotego Porozumienia Banków Centralnych podpisanego w 1999 roku przez 15 banków centralnych należących do Eurosystemu. W 2004 roku przedłużono tę umowę na kolejnych 5 lat.

Rezerwy walutowe, które nie zostały przekazane do wspólnej puli są nadal utrzymywane i zarządzane przez narodowe banki centralne. W styczniu 2008 roku ich wartość wynosiła 374,6 mld euro [ECB 2008, str. 18]. Możliwość wezwania do transferu dodatkowych aktywów rezerwowych oznacza, że EBC posiada olbrzymie możliwości interwencji na rynkach walutowych i jest w stanie kształtować kurs euro nawet w bardzo długim okresie. Aktywa rezerwowe w posiadaniu władz narodowych stanowią prawie dziewięciokrotność utrzymywanych obecnie we wspólnej puli.

Korzyści ze zmniejszenia poziomu rezerw walutowych krajów UGW

Przed utworzeniem UGW prowadzona była dyskusja na temat poziomu rezerw walutowych i ich nadmiaru, który miał powstać po utworzeniu wspólnej puli w wysokości 50 mld ECU. Korzyści z tego tytułu wynikałyby z obniżenia kosztów i podniesienia stopy zwrotu z posiadanych portfeli. Nadwyżkę rezerw walutowych każdy kraj członkowski mógłby przestać utrzymywać w złocie i zamienić je na instrumenty o wyższym ryzyku i niższej płynności. Dotychczas bowiem sposoby dywersyfikacji portfela aktywów rezerwowych były bardzo ograniczone. Niższa wymagana płynność, jak i wyższe akceptowalne ryzyko prowadzą do osiągnięcia wyższej stopy zwrotu.

Zarówno Międzynarodowy Fundusz Walutowy, jak i niezależni ekonomiści niedoszacowali wielkości nadwyżki rezerw walutowych w UGW. MFW wskazywał nadwyżkę w zakresie od 50 do 230 mld USD [IMF, 1998, s. 143]. Natomiast Masson i Turtelboom [1997, s. 17] oszacowali wartość nadwyżki na zaledwie 105 mld USD. Wśród wielu szacunków dotyczących wielkości nadwyżki rezerw walutowych w UGW, za najlepsze uznać należy te dokonane przez Komisję Europejską. Według jej oceny nadwyżka wynosić miała 300 mld USD ponad statutowy poziom 50 mld ECU.

Obecnie w UGW występuje nadwyżka rezerw walutowych na poziomie ponad 374 mld EUR [ECB, 2008, s. 18]. Możliwa do uzyskania roczna stopa zwrotu w wysokości 5-10% oznacza potencjalnie duże korzyści z tego tytułu.

W pierwszych latach trzeciej fazy UGW nie oczekiwano jednak żadnego efektu wprowadzenia unii walutowej, gdyż Europejski Bank Centralny nakazał władzom narodowym, aby nie pozbywały się rezerw. W przypadku szybkiego ich upłynięcia nastąpiłaby aprecjacja euro w stosunku do dolara. Miałyby to negatywne skutki dla konkurencyjności eksportu europejskiego¹⁴. Obserwowana od kilku lat stabilna tendencja aprecjacyjna euro względem dolara może być zatem przypisana nie tylko zaangażowaniu się USA w wojnę z terroryzmem, ale i pozbywaniem się nadwyżek rezerw walutowych przez narodowe banki centralne.

Podsumowanie

Porównując rozwiązania instytucjonalne w zakresie kształtowania rezerw walutowych w przedstawionych uniach walutowych można zauważyć kilka cech wspólnych oraz wskazać na konsekwencje nowoczesnego podejścia do zarządzania portfelami aktywów zagranicznych.

Najmniej zaawansowane zarządzanie rezerwami walutowymi istnieje w obu uniach walutowych strefy franka CFA. Wynika to z posiadania gwarancji Skarbu Francji, jeśli chodzi o wymienialność walut CAEMC i WAEMU. Stąd też istnieje relatywnie niski minimalny poziom pokrycia emisji pieniądza unijnego rezerwami –20%. Bez zewnętrznego podmiotu gwarantującego wymienialność – wymóg w wysokości 1/5 prawdopodobnie nie wystarczałby do utrzymania wiarygodności przyjętego parytetu i kreowałyby przesłanki do testowania wiarygodności obu banków centralnych (BEAC i BCEAO). Praktyka w tym zakresie dowodzi, że faktyczne pokrycie emisji pieniądza w strefie franka CFA oscyluje na granicy statutowo wymaganych 20%. Natomiast brak zewnętrznego gwaranta we Wschodniokaraibskiej Unii Walutowej powoduje, że unijny bank centralny w celu zagwarantowania wiarygodności przyjętego parytetu posiada z jednej strony statutowy minimalny wymóg na poziomie 60%, a w praktyce posiada rezerwy przekraczające nominalną wartość emisji pieniądza. W uniach walutowych stosujących system kursu płynnego (CMA, UGW) nie narzucono podobnych rozwiązań, gdyż nie były one konieczne dla wiarygodności wspólnej polityki pieniężnej. Kolejna cecha odróżniająca obie unie strefy franka CFA od pozostałych unii, to mniejszy nacisk na przezorność w zarządzaniu portfelami aktywów zagranicznych. Ponownie za przyczynę tej odmienności należy wskazać istnienie zewnętrznego gwaranta wymienialności franka CFA.

¹⁴ Międzynarodowy Fundusz Walutowy ocenia jednak, że skala tej deprecjacji byłaby bardzo mała, ponieważ rezerwy te tworzą bardzo małą część zobowiązań międzynarodowych Stanów Zjednoczonych [IMF, 1998, s. 143].

Tablica 2

Charakterystyka rozwiązań dotyczących zarządzania wspólną pulą rezerw walutowych

Cecha	CAEMC&WAEMU	ECCU	CMA	UGW
System kursowy	Sztywny (EUR)	Sztywny (USD)	Płynny	Płynny
Restrykcje kursowe	Brak	Brak	Tylko względem rezydentów	Brak
Polityka pieniężna	Dyskrecjonalna	Dyskrecjonalna	BCI*	BCI*
minimalne pokrycie emisji rezerwami	20%	60%	Brak	Brak
Zewnętrzny gwarant wymiennalności	Tak	Nie	Nie	Nie
Cel priorytetowy	Płynność	Płynność, bezpieczeństwo	Płynność, bezpieczeństwo	Płynność, bezpieczeństwo
Cele drugorzędne	Brak	Brak	MSZ	MSZ
Dodatkowe rozwiązania	Brak	Brak	Podział na transe i portfele	Wyznaczenie bench marków taktycznych i operacyjnych
Podmiot zarządzający	Bank centralny	Bank centralny	Bank centralny i zewnętrzni managerowie	Bank centralny
Rezerwy złota	Zarządzane aktywnie	Zarządzane aktywnie	Zarządzane aktywnie	Zarządzane pasywnie
Waluta dominująca w rezerwach	EUR	USD	USD	USD
minimalny pożądaný poziom rezerw	3-miesięczny import	3-miesięczny import	Splaty zadłużenia zagranicznego <12M	Statutowy, zależny od kapitału własnego EBC

* BCI – Bezpośredni Cel Inflacyjny, ** MSZ – maksymalizacja stopy zwrotu z portfela aktywów rezerwowych

Źródło: opracowanie własne

Obecnie merkantylistyczne podejście do zarządzania rezerwami walutowymi należy do rzadkości. Jedynie Chiny utrzymują relatywnie wysoki poziom aktywów zagranicznych. Większość krajów wysoko rozwiniętych dąży do ograniczenia kosztów posiadania rezerw oraz podniesienia stopy zwrotu z instrumentów wchodzących w skład portfeli. Banki centralne formalnych unii monetarnych nie są w tym względzie wyjątkiem. Wśród przedstawionych pięciu przypadków, za najbardziej nowoczesne podejście uznać należy rozwiązania stosowane we Wspólnym Obszarze Monetarnym w Afryce Południowej. Jednak przekazanie części rezerw w zarządzanie niezależnym prywatnym menedżerom może budzić obawy co do ewentualnych defraudacji portfeli o wartości 100 milionów USD. Rozwiązanie to działa zaledwie kilka lat, lecz jak na razie mechanizmy kontroli i zalecenia dotyczące zasad inwestowania tych środków wydają się być wystarczające, aby uniknąć nadużyć.

Dążenie do osiągnięcia wysokiej stopy zwrotu, pomimo iż obecne wśród celów zarządzania rezerwami walutowymi w Europejskim Systemie Banków

Centralnych, jest wyraźnie ograniczone przez obawy ingerencji we wspólną politykę monetarną. Ze względu na rozmiar wspólnej puli oraz portfeli aktywów zagranicznych pozostających nadal w posiadaniu narodowych banków centralnych UGW decyzje o sposobie ich inwestowania posiadają nie tylko potencjalny, ale i faktyczny wpływ na stabilność światowego systemu finansowego. Nadwyżka rezerw walutowych po utworzeniu strefy euro świadczy dobitnie o prawdziwości postulowanego przez teorię mechanizmu ograniczenia całkowitego zapotrzebowania na aktywa zagraniczne w krajach członkowskich. Zbiór czynników odpowiedzialnych za ten efekt jest liczny. Jednak jako dwie najważniejsze przyczyny wymienić można:

- silne powiązania gospodarcze krajów członkowskich, które powodują, że po utworzeniu unii walutowej znaczna część wymiany rozliczana jest we wspólnym pieniądzu,
- efekt przesunięcia handlu, który dodatkowo ogranicza zapotrzebowanie na waluty obce, gdyż wymiana wewnątrz unii napotyka na mniejsze bariery i niższe koszty transakcyjne (w rozumieniu podejścia neoinstytucjonalnego).

Unijny bank centralny może utrzymywać niższy poziom aktywów rezerwowych nie tylko ze względu na powyższe przesłanki, ale także z powodu lepszego dopasowania struktury czasowej i kwotowej popytu i podaży walut obcych. Klasyczna teoria OCA postulowała pozytywny związek między stopniem dywersyfikacji gospodarki a korzyściami płynącymi z integracji monetarnej. Jednak dotyczyły one innego zagadnienia niż uniknięcie problemów płatniczych. Wskazywano bowiem na o wiele mniejsze ryzyko wystąpienia asymetrycznego szoku gospodarczego wymagającego reakcji w formie zmiany nominalnego kursu walutowego. Dodatkowo wysoce zdywersyfikowane struktury produkcyjne w grupie krajów tworzących unię monetarną prowadzą do niwelowania rozbieżności między kwotami, jak również terminami wpływów z eksportu i płatności za import. Popyt na waluty obce zaspokajany może być na bieżąco, bez konieczności sięgania do zasobów zgromadzonych przez bank centralny. W porównaniu z sytuacją przed integracją, tylko część aktywów musi być utrzymywana w wysoce płynnych instrumentach. Otwiera to nowe możliwości inwestowania pozostałej kwoty posiadanych dotychczas rezerw. Dążenie do podniesienia stopy zwrotu z portfela aktywów zagranicznych banku centralnego oznacza zamianę instrumentów krótkoterminowych na średnio- i długoterminowe. Wzrost podaży wysoce płynnych aktywów finansowych doprowadzi do obniżenia ich cen. Oznaczać to będzie wzrost krótkoterminowych stóp procentowych. Zmiana ta będzie trwała, gdyż banki centralne unii monetarnej będą zgłaszały o wiele mniejszy popyt na instrumenty krótkoterminowe w porównaniu z okresem wcześniejszym. Reorganizacja portfeli aktywów rezerwowych spowoduje wzrost zapotrzebowania na inwestycje w papiery średnio- i długoterminowe. Przy niezmięnionej podaży doprowadzi to do wzrostu ich cen i obniżenia średnio- i długoterminowych stóp procentowych w gospodarce światowej. Utrzymywanie zwiększonego popytu na tego rodzaju instrumenty zapewnione będzie przez potrzebę reinwestowania zapadających kwot i otrzymywanych

odsetek oraz procesy integracji monetarnej w kolejnych regionach. Zagadnienie to wymaga jednak dalszych pogłębionych badań empirycznych.

Bibliografia

- Aizenman J., Lee J., [2005], *International Reserves: Precautionary vs. Mercantilist Views. Theory and Evidence*, IMF Working Paper, WP/05/198.
- Ben-Bassat A., Gottlieb D., [1992], *Optimal International Reserves and Sovereign Risk*, „Journal of International Economics”, Vol. 33, s. 345-362.
- Bryant R., [1980], *A Model of Reserves, Bank Runs and Deposit Insurance*, „Journal of Banking and Finance”, Vol. 4, s. 335-344.
- Chinn M., Frankel J., [2005], *Will the Euro Eventually Surpass the Dollar as Leading International Reserve Currency?*, NBER Working Paper 11510.
- Corden M., [1972], *Monetary Integration*, „Essays in International Finance”, No. 93, Princeton.
- ECB, [March 2008], *Statistics Pocket Book*, Frankfurt.
- Edwards S., [1983], *The Demand for International Reserves and Exchange Rate Adjustments: The Case of LDC's 1964-1972*, „Economics”, Vol. 50, s. 269-280.
- Eichengreen B., Mathieson D.J., [2000], *The Currency Composition of Foreign Exchange Reserves: Retrospect and Prospect*, IMF Working Paper, WP/00/131.
- Frankel J.A., Rose A.K., [1998], *The Endogeneity of the Optimum Currency Area Criteria*, „Economic Journal” 108(449), s. 1009-1025.
- IMF, [September 2001], *Guidelines for Foreign Exchange Reserve Management*, International Monetary Fund, Washington D.C.
- IMF, [1996], *Aftermath of the CFA Franc Devaluation*, IMF Occasional Paper Nr 138, International Monetary Fund, Washington D.C.
- IMF, [1998], *World Economic Outlook, Chapter V: Economic Policy Challenges Facing the Euro Area and the External Implications of EMU*, International Monetary Fund, Washington D.C., s. 143.
- Kenen P., [1969], *The theory of Optimum Currency Areas: An Eclectic View*, [w:] (red.) Mundell R., Swoboda A., *Monetary Problems of International Economy*, Chicago, s. 41-60, przedruk w: Kenen P., *Exchange Rates and the Monetary System*, Edward Elgar, Baden-Baden, 1994, s. 4-23.
- Masson P., Turtelboom B., [1997], *Characteristics of the Euro, the Demand for Reserves, and International Policy Coordination Under EMU*, [w:] (red.) P. Masson, T. Krueger, B. Turtelboom, *EMU and the International Monetary System*, Washington D.C., International Monetary Fund, s. 194-224.
- Młodkowski P., [October 2002], *Foreign Exchange Reserves Management. A new approach*, [w:] *Future of the Banking*, Karvina, Czech Republic, s. 291-296.
- Młodkowski P., [2006], *Konwergencja fiskalna w uniach walutowych w Afryce*, „Gospodarka Narodowa”, nr 1-2, s. 19-36.
- Młodkowski P., [2007], *Pozaeuropejskie unie monetarne. Historia i funkcjonowanie*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa, s. 204-205.
- Rother P.C., [1998], *Money Demand and Regional Monetary Policy in the West African Economic and Monetary Union*, IMF Working Paper, IMF WP/98/57, Washington D.C.
- Scheller H.K., [2004], *European Central Bank. History, role and functions*, EBC, Frankfurt.
- Scott R., [July 1993], *The Management of Foreign Exchange Reserves*, BIS „Economic Paper” No. 38, Bazyleja, BIS.
- Statut EBC, Protocol on the Statute of the European System of Central Banks and of the European Central Bank.
- Traktat Europejski*, „Official Journal of the European Communities”, No. C 191/4, 27.7.92.

MONETARY INTEGRATION AND FOREIGN EXCHANGE RESERVES MANAGEMENT

Summary

The paper examines the management of foreign exchange reserves in countries under monetary integration. Central banks in European Union countries exert a major influence on global financial markets because they manage a common pool of foreign exchange, Młodkowski notes. Reserve assets are a crucial resource for common monetary and exchange rate policies.

The paper aims to show the reasons for changes in the demand for and supply of foreign exchange reserves in a currency union and the experience in this area of four non-European currency unions, in comparison with the European Monetary Union (EMU).

The author draws some interesting conclusions about the influence of monetary integration on both short- and long-term global interest rates. Because of different exchange rate regimes, the role of foreign exchange reserves differs in the analyzed currency unions.

The paper offers a detailed description of institutional solutions for common monetary policy under a hard peg arrangement. Foreign reserves are of vital importance in such an arrangement. Młodkowski describes the potential benefits of reducing the total amount of retained reserve assets – which were previously held by national central banks in the euro area. He also examines some potential channels of global interest rate changes.

“Increased demand for longer maturities, together with a drop in demand for the most liquid instruments, should have an impact on the term structure of global interest rates,” Młodkowski concludes.

Keywords: monetary integration, foreign exchange reserves management, currency unions, European Monetary Union (EMU)