

*Dominik A. Skopiec**

ADEKWATNOŚĆ POZIOMU I STRUKTURY REZERW DEWIZOWYCH CHIN

(Artykuł nadesłany: 09.10.2015; Zaakceptowany: 30.05.2016)

STRESZCZENIE

Celem artykułu jest analiza strategicznych aspektów zarządzania rezerwami dewizowymi Chin w kontekście dynamicznej akumulacji rezerw prowadzonej przez ten kraj. Hipoteza artykułu zakłada, że skutek dynamicznej akumulacji poziom rezerw dewizowych Chin utrzymuje się na ponadoptymalnym poziomie, co stwarza problemy w zarządzaniu nimi oraz jest źródłem kosztów i ryzyka dla gospodarki Chin. Zastosowane metody badawcze obejmują analizę danych statystycznych dotyczących rezerw dewizowych i wybranych zmiennych makroekonomicznych dla gospodarki Chin oraz analizę porównawczą i studium literatury przedmiotu.

Przeprowadzona w artykule analiza rezerw dewizowych Chin pod kątem tradycyjnie stosowanych miar adekwatności pokazuje, że zasób rezerw Państwa Środka przekracza poziom określony jako optymalny. Prowadzi to do wzrostu kosztów związanych z utrzymywaniem nadwyżkowej części rezerw, która nie jest już niezbędna do prawidłowego wypełniania funkcji rezerw dewizowych. W związku z tym można uznać, że strategia zarządzania rezerwami dewizowymi w Chinach nie zapewnia efektywnej realizacji jednego ze swoich podstawowych celów, a mianowicie zapewnienia ich adekwatnego w stosunku do potrzeb danej gospodarki poziomu. Ponadto z analizy struktury walutowej, geograficznej i inwestycyjnej chińskich rezerw dewizowych wynika, że strategia zarządzania nimi

* Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Instytut Międzynarodowych Stosunków Gospodarczych;
e-mail: dskopiec@sgh.waw.pl

pozostaje konserwatywna, a przeważającą część aktywów rezerwowych stanowią nominowane w dolarach rządowe papiery dłużne Stanów Zjednoczonych. Strategia taka rodzi zatem dodatkowe koszty i staje się źródłem wielu rodzajów ryzyka. Należy jednak podkreślić, że widoczna jest zmiana strategii inwestycyjnej w kierunku zwiększenia dochodowości rezerw, czego przejawem jest przede wszystkim wzrost udziału akcji w rezerwach walutowych Państwa Środka.

Słowa kluczowe: rezerwy dewizowe, waluta międzynarodowa, zarządzanie, adekwatność rezerw.

JEL Classification: F02, F31, F41, G15, G18

WPROWADZENIE

Gospodarkę światową od końca lat 90. XX w. cechuje bezprecedensowy wzrost światowych rezerw dewizowych w wyniku ich akumulacji, prowadzonej w szczególności przez kraje wschodzące i rozwijające się. Największą rolę w kreacji tego zjawiska odgrywają Chiny. Państwo Środka pozostaje w związku z tym krajem posiadającym największy na świecie zasób rezerw, stanowiący aż 30% ogółu światowych rezerw dewizowych. Skala zjawiska decyduje w tym przypadku o olbrzymim znaczeniu akumulacji rezerw nie tylko dla gospodarki chińskiej, ale także dla gospodarki światowej. Znaczny zasób rezerw stanowi bez wątpienia element protekcyjny zmniejszający ryzyko wystąpienia w Państwie Środka kryzysu walutowego, jednakże stwarza również wyzwanie dla efektywnego zarządzania zgromadzonymi rezerwami, które tworzą znaczącą część majątku narodowego Chin. Utrzymywanie ogromnych rezerw pozostaje ponadto źródłem kosztów i zagrożeń dla gospodarki chińskiej, w szczególności wynikających z konieczności prowadzenia sterylizacji oraz niskiej dochodowości aktywów rezerwowych.

Akumulacja rezerw dewizowych przez Chiny ma również duże znaczenie dla stabilności gospodarki światowej. Wynika to z tego, że rezerwy są inwestowane w przeważającej mierze w dłużne papiery rządowe, głównie w obligacje skarbowe emitowane przez rząd Stanów Zjednoczonych. Prowadzona przez Chiny strategia uważana jest za jeden z czynników globalnej nierównowagi płatniczej, gdyż akumulacji rezerw dewizowych przez ten kraj towarzyszy utrzymywanie się deficytu bilansu obrotów bieżących Stanów Zjednoczonych (Eichengreen, 2008, s. 189). Zagrożenie dla stabilności gospodarki światowej wynika również z tego, że podmioty zarządzające rezerwami inwestują je w wielu krajach, kierując się nie tylko motywem maksymalizacji zysku, lecz także motywem strategicznym, który wynika z dążenia do uzyskania wpływu na strategiczne sektory gospodarki, takie jak sektor energetyczny czy wydobywczy.

Literatura na temat akumulacji rezerw dewizowych w Chinach jest stosunkowo uboga. Ponadto większość studiów dotyczy okresu sprzed globalnego kryzysu gospodarczego lat 2008–2010. Y. Hu (2010) przeanalizował dynamikę wielkości i struktury chińskich rezerw do 2009 r., jednak nie skupiał się na zagadnie-

niu adekwatności rezerw. Uczynił to S. Zeng (2012), jednakże w tym przypadku szeregi czasowe kończą się na 2005 r. i badanie nie obejmowało znaczenia adekwatności dla procesu zarządzania rezerwami. D. Freeman i W. Yongzhong (2013), w których pracy szeregi czasowe kończą się na 2011 r., skupili się natomiast na kosztach sterylizacji oraz dochodowości chińskich rezerw.

Celem artykułu jest analiza strategicznych aspektów zarządzania rezerwami dewizowymi Chin w kontekście dynamicznej akumulacji rezerw prowadzonej przez ten kraj. Zgodnie z hipotezą przyjętą w artykule, skutek dynamicznej akumulacji poziom rezerw dewizowych Chin utrzymuje się na ponadoptymalnym poziomie, co stwarza problemy w zarządzaniu tymi rezerwami oraz jest źródłem kosztów i ryzyka dla gospodarki Chin¹. Zastosowane metody badawcze obejmują analizę danych statystycznych dotyczących rezerw dewizowych oraz wybranych zmiennych makroekonomicznych dla gospodarki Chin, a także analizę porównawczą i studium literatury przedmiotu.

Artykuł składa się z siedmiu części. W pierwszych dwóch punktach przedstawiono istotę i strukturę rezerw dewizowych oraz najważniejsze zasady zarządzania nimi. Następnie scharakteryzowano proces gromadzenia rezerw przez Chiny na tle akumulacji rezerw dewizowych charakteryzującej współczesną gospodarkę światową. Po przedstawieniu instytucjonalnych ram zarządzania rezerwami w Państwie Środka przeprowadzono analizę wielkości chińskich rezerw dewizowych pod kątem wybranych miar adekwatności. W następnym punkcie poddano analizie strukturę walutową, geograficzną i inwestycyjną zgromadzonych przez Chiny rezerw dewizowych. Na podstawie uzyskanych wyników przedstawiono charakterystykę kosztów utrzymywania przez Państwo Środka ponadoptymalnego poziomu rezerw. Artykuł kończy podsumowanie zawierające najważniejsze wnioski.

1. ISTOTA, FUNKCJE I STRUKTURA REZERW DEWIZOWYCH

Zgodnie z definicją Międzynarodowego Funduszu Walutowego, zawartą w *Balance of Payments Manual*, oficjalne aktywa rezerwowe są to zagraniczne aktywa rezerwowe, które są łatwo dostępne i kontrolowane przez władze monetarne danego kraju, wykorzystywane w celu finansowania deficytów bilansu płatniczego, w interwencjach na rynku walutowym mających na celu oddziaływanie na kurs waluty krajowej oraz w innych powiązanych celach, takich jak: utrzymywanie wiarygodności i zaufania do waluty i gospodarki krajowej oraz jako instrument zagranicznego kredytowania. Aktywa te muszą być nominowane w walutach obcych (IMF, 2009, s. 111). W wytycznych MFW wprowadzono klasyfikację oficjalnych aktywów rezerwowych, wyróżniając pięć zasadniczych kategorii aktywów: aktywa w walutach wymiennalnych, transza rezerwowa w MFW, SDR, złoto oraz inne aktywa rezerwowe (IMF, 2013, s. 47–48).

¹ W artykule za optymalny poziom rezerw dewizowych uznaje się poziom wyznaczony za pomocą wskaźników adekwatności. Optymalny poziom rezerw odnosi się w tym przypadku do poziomu adekwatnego, określanego również jako odpowiedni oraz bezpieczny.

W literaturze przedmiotu poszczególne pojęcia odnoszące się do aktywów rezerwowych są stosowane w sposób dość elastyczny, co prowadzi do nieścisłości. M.A. Dąbrowski (2015a) przeprowadził szczegółową analizę stosowanej terminologii i dokonał jej odpowiedniego usystematyzowania. Autor ten wskazuje, że pojęcie „oficjalne aktywa rezerwowe” jest tożsame z terminem „rezerwy dewizowe”, natomiast rezerwy walutowe są agregatem węższym i stanowią ich część. Podobnie pojęcie „rezerwy dewizowe” określają M. Barwiński i in. (2003). W strukturze rezerw walutowych MFW wyróżnia dwie zasadnicze grupy: papiery wartościowe oraz gotówkę i depozyty bankowe. Jednocześnie rezerwy walutowe stanowią najobszerniejszą kategorię w strukturze oficjalnych aktywów rezerwowych. W 2014 r. stanowiły one 87,9% oficjalnych aktywów rezerwowych krajów członkowskich MFW. Drugą pod względem wielkości pozycją pozostaje złoto (8,8%), natomiast udział transzy rezerwowej (1,1%) i SDR (2,2%) pozostaje marginalny (IMF, 2014a).

Należy podkreślić, że złoto, SDR i transza rezerwowa w MFW stanowią – ze względu na swą niewielką elastyczność oraz specyficzny charakter – relatywnie stałe komponenty oficjalnych aktywów rezerwowych i w związku z tym nie są przedmiotem aktywnego zarządzania. Aktywna polityka inwestycyjna prowadzona jest więc przede wszystkim w odniesieniu do rezerw walutowych, a więc największej i najbardziej zróżnicowanej kategorii oficjalnych aktywów rezerwowych.

Rezerwy dewizowe pełnią wiele funkcji, które decydują o popycie danego kraju na rezerwy, a także o ich strukturze. W systemie stałego kursu walutowego rezerwy pełnią funkcję interwencyjną, gdyż bank centralny zobowiązany jest do utrzymywania kursu waluty krajowej w określonym paśmie wahań, a czyni to przez interwencje na rynku walutowym. W systemie kursu płynnego, gdzie bank centralny nie ma obowiązku obrony kursu waluty krajowej, rezerwy pełnią funkcję stabilizacyjną, gdyż władze monetarne interweniują sporadycznie w celu przeciwdziałania nadmiernym i niepożądanym wahaniom kursu waluty krajowej. W systemach izby walutowej (*currency board*) rezerwy stanowią podstawę emisji waluty krajowej, jednakże obecnie jest to funkcja rzadko spotykana. Istotne znaczenie ma również funkcja protekcyjna, w przypadku której gromadzenie rezerw stanowi formę zabezpieczenia się przed kryzysami finansowymi (Dąbrowski, 2015b). W szczególności adekwatne rezerwy pozwalają na powstrzymanie gwałtownej deprecjacji waluty krajowej w przypadku nagłego odpływu kapitału krótkoterminowego, a w związku z tym zmniejszają prawdopodobieństwo wystąpienia ataków spekulacyjnych. Funkcją rezerw jest też budowanie wiarygodności kredytowej kraju, gdyż stanowią one o jego zewnętrznej wypłacalności. Odpowiednio duże rezerwy prowadzą więc do zmniejszania ryzyka kraju i lepszych ocen agencji ratingowych, a – co za tym idzie – także do redukcji kosztu pozyskania kapitału na rynkach międzynarodowych. Rezerwy stanowią też zabezpieczenie kapitału zagranicznego ulokowanego w kraju i w związku z tym warunkują jego napływ (Bogołębska, 2013).

2. ZASADY ZARZĄDZANIA REZERWAMI DEWIZOWYMI

Zarządzanie rezerwami dewizowymi określane jest jako proces zapewnienia adekwatnego poziomu rezerw oraz ich odpowiedniej dostępności dla władz monetarnych w celu realizacji przyjętych celów. W ramach zarządzania rezerwami dewizowymi podejmowane są więc kluczowe decyzje dotyczące wielkości utrzymywanych rezerw oraz sposobu ich finansowania, a także struktury walutowej, inwestycyjnej oraz geograficznej. Przedmiotem aktywnej polityki inwestycyjnej są głównie rezerwy walutowe, stanowiące część rezerw dewizowych.

Szczególne znaczenie ma precyzyjne określenie podmiotu, który pozostaje właścicielem rezerw. W większości krajów jest nim bank centralny, który jednocześnie zarządza rezerwami. Dużo rzadziej występuje model, w którym właścicielem rezerw pozostaje rząd, podejmujący też strategiczne decyzje w zakresie zarządzania nimi, natomiast podmiotem wykonującym określoną przezeń strategię i administrującym rezerwami jest bank centralny (casus Wielkiej Brytanii) (Nugée, 2005, s. 11–12).

Szczególnością istotną, a przy tym w dalszym ciągu sporną kwestią pozostaje określenie optymalnego dla danej gospodarki poziomu rezerw dewizowych. Ustalenie tego poziomu jest kluczowym etapem w procesie zarządzania rezerwami, gdyż utrzymywanie zbyt niskich rezerw czyni kraje bardziej podatnymi na szoki zewnętrzne, natomiast ich ponadoptymalny poziom generuje znaczne koszty. Celem zarządzania rezerwami dewizowymi jest więc zapewnienie ich adekwatnego poziomu, a nie tylko efektywne zarządzanie portfelem już zgromadzonych rezerw.

Istnieje wiele miar adekwatności rezerw dewizowych, które stosowane są zarówno przez banki centralne, jak i przez badaczy przy określaniu optymalnego poziomu rezerw. Najczęściej stosowane są tradycyjne miary odnoszące wielkość rezerw do wybranych zmiennych makroekonomicznych. Jednym z podstawowych wskaźników jest relacja poziomu rezerw dewizowych do wartości miesięcznego importu. Wskaźnik ten pokazuje, jak długo gospodarka pozbawiona zewnętrznych źródeł finansowania będzie w stanie importować na dotychczasowym poziomie. Za odpowiednią wielkość rezerw uważa się poziom odpowiadający wartości trzech miesięcy importu (Barwiński i in., 2003, s. 8). Równie popularną miarą jest relacja poziomu rezerw dewizowych do wartości zadłużenia krótkoterminowego. Zgodnie z tzw. regułą Greenspana-Guidottiego optymalny poziom rezerw dewizowych odpowiada wartości 100% zadłużenia krótkoterminowego (IMF, 2011, s. 13). Nieco rzadziej stosowanym kryterium adekwatności jest relacja wielkości rezerw do wartości całkowitego zadłużenia zagranicznego. Poziom rezerw uważa się za optymalny, gdy ich wartość kształtuje się w przedziale od 30% do 50% wartości całkowitego zadłużenia zagranicznego (najbardziej odpowiednia wartość to środek przedziału, czyli 40%) (Zeng, 2012, s. 42–46). Optymalna wielkość rezerw jest także wyznaczana za pomocą odniesienia do podaży pieniądza. W tym przypadku wskaźnik adekwatności rezerw przyjmuje postać relacji wielkości

rezerw do agregatu pieniądza M2, a za optymalną wartość uznaje się 20% (IMF, 2011, s. 13).

Wspomniane miary adekwatności rezerw mają jednak istotne wady. Przede wszystkim optymalny poziom rezerw walutowych jest wyznaczany w sposób arbitralny. Ponadto wskaźniki te nie uwzględniają różnicowania gospodarek i ich charakterystyki, przede wszystkim różnego poziomu otwartości realnej i finansowej. Odzwierciedleniem tych różnic jest zróżnicowane zapotrzebowanie poszczególnych krajów na rezerwy walutowe. Odpowiedzią na te problemy było powstanie bardziej złożonych miar adekwatności rezerw, w tym modelowania optymalnego poziomu oraz wykorzystania analizy scenariuszy (Knap, 2013). Jednakże tradycyjne miary w dalszym ciągu pozostają podstawowym punktem odniesienia dla podmiotów zarządzających rezerwami (IMF, 2011, s. 17).

J. Nugée (2005) wskazuje na istnienie tzw. klasycznej trójcy celów (*classic trilogy of objectives*) zarządzania rezerwami dewizowymi, na którą składają się: zapewnienie bezpieczeństwa rezerw, odpowiedniej ich płynności oraz możliwie dużego zysku. Cele te tworzą przy tym układ hierarchiczny, w którym priorytetowy charakter ma bezpieczeństwo, gdyż rezerwy są aktywami publicznymi i stanowią część majątku narodowego. Drugim pod względem istotności celem jest płynność, która oznacza, że aktywa można sprzedać szybko i bez generowania strat wskutek wywołanego spadku ich ceny. Jest to istotna cecha aktywów rezerwowych, które muszą być dostępne dla władz monetarnych w celu ich wykorzystania w ramach funkcji interwencyjnej. Tradycyjnie najmniej istotnym celem pozostaje dochodowość, jednakże wobec dynamicznej akumulacji rezerw dewizowych w gospodarce światowej, w szczególności wśród krajów wschodzących i rozwijających się, znaczenie tego celu systematycznie wzrasta. W dalszym ciągu jednak motywem utrzymywania rezerw nie jest maksymalizacja zysku. Można natomiast stwierdzić, że celem zarządzania rezerwami jest maksymalizacja ich dochodowości przy jednoczesnym zachowaniu wysokiego poziomu bezpieczeństwa i płynności (Nugée, 2015, s. 13–14).

W ramach zarządzania rezerwami walutowymi dokonywana jest więc nie tylko optymalizacja poziomu rezerw, lecz także optymalizacja ich struktury walutowej, geograficznej i inwestycyjnej. Konieczne jest przy tym określenie akceptowanego poziomu ryzyka oraz sformułowanie strategii inwestycyjnej. W strukturze walutowej rezerw priorytetowo jest traktowana zazwyczaj waluta międzynarodowa, w której rozliczana jest większość obrotów handlu zagranicznego, a także waluta, w której nominowana jest zasadnicza część zadłużenia zagranicznego. Wpływa to w znaczącym stopniu na geograficzną strukturę rezerw (rezerwy grupowane według krajów emitujących aktywa rezerwowe), przy czym istotna jest tu także wiarygodność kredytowa i ryzyko kraju emitenta. Struktura inwestycyjna (rodzaj instrumentów finansowych, w których utrzymywane są rezerwy) determinowana jest z kolei przez konieczność zapewnienia bezpieczeństwa i płynności rezerw. W związku z tym są one inwestowane w przeważającej mierze w rządowe instrumenty dłużne krajów emitujących waluty międzynarodowe. Papiery te cechują się wysokim bezpieczeństwem i dużą płynnością, jednak charakteryzują się także

niską dochodowością. Większa swoboda polityki inwestycyjnej istnieje natomiast w odniesieniu do tej części zgromadzonych rezerw dewizowych, która została uznana za ponadoptymalną (nadwyżkową). W tym kontekście należy podkreślić, że w związku ze znacznym przyrostem rezerw od połowy lat 90., głównie w krajach wschodzących i rozwijających się, pojawiła się tendencja do bardziej aktywnego zarządzania rezerwami, w szczególności ich częścią uznaną za ponadoptymalną (Borio, Galati, Heath, 2008).

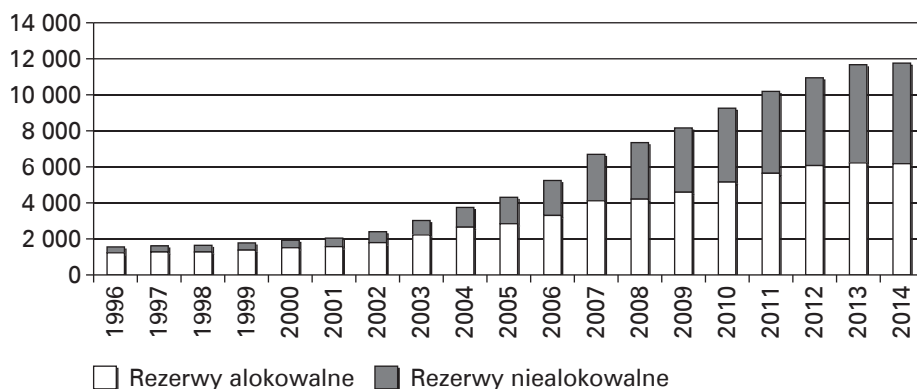
Zasady zarządzania rezerwami dewizowymi zostały również opracowane przez Międzynarodowy Fundusz Walutowy w postaci mających niewiążący charakter wytycznych (*Guidelines for Foreign Exchange Reserves Management*). W wytycznych tych za trzy podstawowe cele zarządzania rezerwami uznano: zapewnienie ich adekwatnego poziomu, kontrolę różnych rodzajów ryzyka (m.in. ryzyka kredytowego, płynności, kursowego czy rynkowego) oraz generowanie możliwie wysokiej dochodowości przy zachowaniu odpowiedniego poziomu bezpieczeństwa i płynności. Podmiot zarządzający powinien w szczególności dążyć do zachowania wartości utrzymywanych rezerw, a przy wyznaczaniu ich optymalnego poziomu powinien uwzględniać zarówno korzyści, jak i koszty ich utrzymywania. W wytycznych wskazano również na szczególną rolę dywersyfikacji rezerw w odniesieniu do walut, instrumentów i krajów w zapewnieniu odpowiedniej ich dochodowości przy danym poziomie ryzyka. Podkreślono także konieczność zagwarantowania odpowiedniej transparentności zarządzania rezerwami dewizowymi, gdyż stanowią one część majątku narodowego i finansowane są z pieniędzy publicznych. Przejawem tego powinno być przede wszystkim opracowywanie i podawanie do publicznej wiadomości strategii zarządzania rezerwami, a także upublicznianie informacji dotyczących ich wielkości i struktury w postaci okresowych raportów. W wytycznych zaznaczono jednak, że informacje te mogą być ograniczone ze względu na prawidłowe wypełnianie przez rezerwy przypisanych im funkcji. Transparentność zarządzania rezerwami zapewnić ma również precyzyjne wyznaczenie podmiotu będącego właścicielem rezerw oraz jego kompetencji w zakresie zarządzania aktywami rezerwowymi (IMF, 2014b).

3. AKUMULACJA REZERW DEWIZOWYCH W CHINACH

Akumulacja rezerw dewizowych stanowi jedną z cech charakteryzujących współczesną gospodarkę światową. Wspomniany proces zaczął się po serii kryzysów walutowych w II połowie lat 90. XX w., w szczególności w reakcji na kryzys azjatycki lat 1997–1998. W rezultacie światowe rezerwy wzrosły z 1,6 bln USD w 1996 r. do 11,8 bln USD w 2014 r., natomiast w relacji do światowego PKB wzrosły z poziomu 5,1% w 1996 r. do 15,2% w 2014 roku. Akumulacja rezerw walutowych jest przy tym procesem zachodzącym w przeważającej mierze w krajach wschodzących i rozwijających się, co doprowadziło do odwrócenia udziałów krajów rozwiniętych i rozwijających się w rezerwach światowych. Według danych publikowanych przez MFW w bazie COFER (*Currency Composition of Official*

Foreign Exchange Reserves) w 1996 r. 64,9% rezerw przypadło na kraje rozwinięte, a 35,1% na kraje rozwijające się i wschodzące, natomiast w 2014 r. kraje rozwinięte utrzymywały zaledwie 32,6%, a kraje rozwijające się i wschodzące posiadały 67,4% światowych rezerw dewizowych (COFER, 2015).

Rysunek 1. Rezerwy dewizowe w gospodarce światowej (w mld USD)*



* Rezerwy alokowane dotyczą tej części światowych rezerw, których struktura walutowa jest ujawniana MFW przez kraje członkowskie i publikowana przez Fundusz w postaci zagregowanych danych w bazie COFER. Natomiast struktura walutowa rezerw niealokowanych nie jest ujawniana przez kraje członkowskie Funduszu.

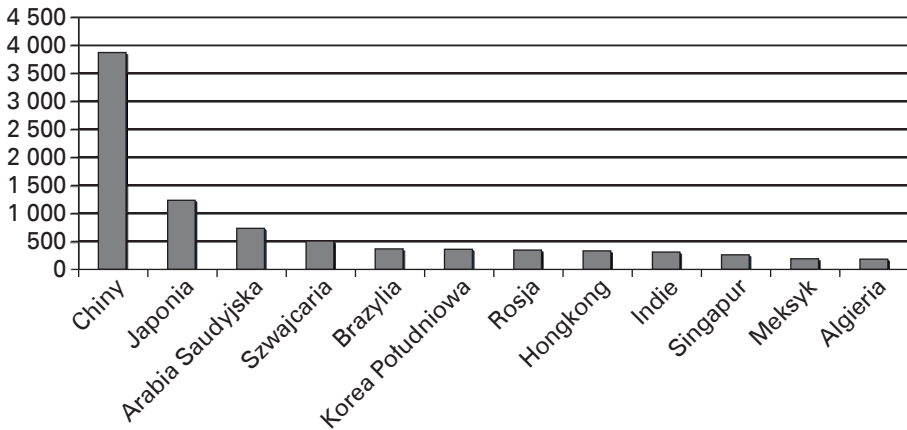
Źródło: opracowanie własne na podstawie (COFER, 2015).

Akumulacja rezerw dewizowych w gospodarce światowej jest spowodowana z jednej strony polityką makroekonomiczną realizowaną przez kraje gromadzące rezerwy, z drugiej natomiast jest następstwem dysfunkcjonalności współczesnego międzynarodowego systemu walutowego. Pierwsza grupa czynników zostanie przedstawiona na przykładzie Chin, natomiast za najważniejsze czynniki związane z funkcjonowaniem międzynarodowego systemu walutowego uznawane są: zwiększona częstotliwość występowania kryzysów finansowych, duża skala i zmienność przepływów kapitału, znaczne wahania kursów walutowych, swoboda wyboru systemu kursu walutowego, brak efektywnego pożyczkodawcy ostatniej instancji na poziomie międzynarodowym, ograniczona podaż aktywów rezerwowych, niedostateczna koordynacja polityki makroekonomicznej oraz funkcjonowanie dominującej waluty międzynarodowej (Mohan, Patra, Kapur, 2013, s. 4–11).

Proces akumulacji rezerw dewizowych jest charakterystyczny przede wszystkim dla krajów wschodzących i rozwijających się. Wśród tych krajów widoczna jest dominacja dwóch grup, a mianowicie państw Azji Wschodniej oraz krajów eksportujących surowce, w szczególności ropę naftową. Wiodącą rolę w akumulacji rezerw w gospodarce światowej odgrywają Chiny, pozostające od lat krajem utrzymującym największy zasób rezerw.

Tempo akumulacji rezerw dewizowych w Chinach nabrało dynamiki po akcesji Chin do Światowej Organizacji Handlu w 2001 roku. O ile w okresie od 1996 r.

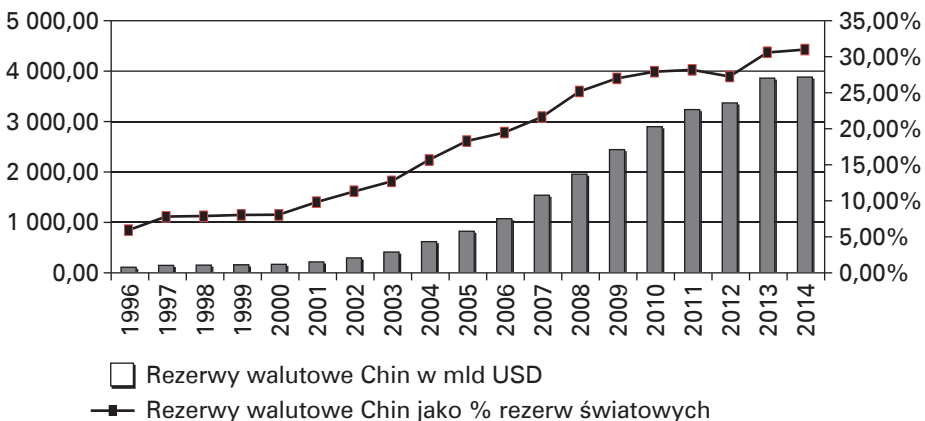
Rysunek 2. Kraje posiadające największe zasoby rezerw dewizowych w 2014 r. (w mld USD)



Źródło: opracowanie własne na podstawie The World Bank (2015).

do 2000 r. rezerwy Państwa Środka zwiększały się powoli z 107 mld USD do 168,3 mld USD, to po 2001 r. nastąpił ich bezprecedensowy wzrost, wskutek którego osiągnęły wartość 3,88 bln USD w 2014 roku. Ogromnemu przyrostowi rezerw dewizowych Chin odpowiadał także wzrost ich udziału w rezerwach światowych z 5,9% w 1996 r. do 30,1% w 2014 r. (The World Bank, 2015).

Rysunek 3. Rezerwy dewizowe Chin w mld USD i jako odsetek światowych rezerw dewizowych



Źródło: opracowanie własne na podstawie: The World Bank (2015).

Podobnie jak w przypadku wielu krajów azjatyckich dominującymi motywami akumulacji rezerw dewizowych przez Chiny są motywy: ostrożnościowy, interwencyjny, merkantylistyczny oraz zaufania. Motyw ostrożnościowy, który wiąże się z dążeniem do zabezpieczenia się przed ryzykiem wystąpienia kryzysu walutowego, wynika z doświadczeń kryzysu azjatyckiego lat 1997–1998, kiedy dotknięte kryzysem państwa Azji Wschodniej nie posiadały dostatecznie dużych rezerw, aby bronić kursów swoich walut przez gwałtowną deprecjacją. Popyt Chin na rezerwy dewizowe wzmogła ponadto negatywna ocena działań podjętych przez MFW podczas kryzysu azjatyckiego i wynikające z tego dążenie do uniezależnienia się od tej instytucji (ECB, 2006, s. 12–13).

Motyw interwencyjny wynika bezpośrednio z faktu funkcjonowania w Chinach systemu stałego kursu walutowego, w którym istnieje konieczność utrzymania poziomu kursu w granicach przyjętego pasma wahań wokół parytetu. Wąskie pasmo wahań renminbi wokół parytetu ($\pm 2\%$) stwarza potrzebę utrzymywania znacznych rezerw, będących instrumentem oddziaływania na poziom kursu przez interwencje na rynku walutowym (IMF, 2014c, s. 20).

Motyw merkantylistyczny wiąże się z interwencjami na rynku walutowym, które podyktowane są dążeniem do powstrzymania aprecjacji renminbi w celu wspierania międzynarodowej konkurencyjności cenowej chińskiego eksportu i realizacji proeksportowej strategii wzrostu gospodarczego. Interwencje walutowe mają w tym przypadku charakter jednokierunkowy i sprowadzają się do zakupu przez Ludowy Bank Chin walut obcych za walutę krajową. Akumulacja rezerw nie stanowi tu jednak celu samego w sobie, lecz jest efektem ubocznym prowadzonych interwencji. Warto zaznaczyć, że w okresie utrzymującego się niedowartościowania renminbi przeważająca część interwencji Ludowego Banku Chin była dokonywana ze względu na motyw merkantylistyczny (Subramanian, 2011, s. 125–129). Czynnikiem akumulacji rezerw dewizowych przez Chiny jest również motyw zaufania, który wynika z faktu, że rezerwy walutowe są elementem składającym się na wiarygodność kredytową kraju. Adekwatny poziom utrzymywanych rezerw zwiększa zaufanie inwestorów zagranicznych, prowadzi do zmniejszenia ryzyka kraju, wyższych ocen agencji ratingowych oraz niższego kosztu pozyskania kapitału na międzynarodowym rynku finansowym. Znaczenie tego motywu w przypadku Chin jest istotne również dlatego, że Państwo Środka pozostaje największym wśród krajów wschodzących odbiorcą zagranicznych inwestycji bezpośrednich.

4. INSTYTUCJONALNE RAMY ZARZĄDZANIA REZERWAMI DEWIZOWYMI CHIN

Model zarządzania rezerwami dewizowymi w Chinach opiera się na podziale zadań pomiędzy kilka instytucji. W kontekście przedstawionych na początku artykułu typowych rozwiązań instytucjonalnych model chiński jest modelem mieszanym, w którym występują zarówno podmioty publiczne, jak i prywatne. Zgodnie z art. 4 ust. 7 Prawa o Ludowym Banku Chin (*Law of the People's Republic of*

China on the People's Bank of China) z 1995 r. (po zmianach w 2003 r.) bank ten odpowiada za utrzymywanie oraz zarządzanie rezerwami dewizowymi. Funkcja zarządzania rezerwami została jednak delegowana i sprawuje ją powstała w 1995 r. agencja rządowa State Administration of Foreign Exchange (SAFE), która podlega Ludowemu Bankowi Chin (*government agency directly under the PBC*), a jej szef jest zastępcą prezesa banku centralnego i członkiem Komitetu Polityki Pieniężnej (PBC, 2015).

Strukturę organizacyjną SAFE tworzą zlokalizowana w Pekinie centrala oraz 36 oddziałów znajdujących się w różnych prowincjach i regionach autonomicznych. Ponadto agencji podlegają cztery instytucje, wśród których najważniejszą jest Centrum Inwestycyjne SAFE (*SAFE Investment Center*) (SAFE, 2015, s. 2–12). SAFE pozostaje w dalszym ciągu jedną z najbardziej enigmatycznych i najmniej transparentnych władz zarządzających rezerwami dewizowymi na świecie. Wiąże się to przede wszystkim z tym, że agencja ta nie udostępnia praktycznie żadnych informacji dotyczących strategii inwestycyjnej oraz struktury walutowej, geograficznej i inwestycyjnej rezerw. SAFE podaje do publicznej wiadomości jedynie dane dotyczące ich ogólnej wartości.

Znacząca zmiana w modelu zarządzania rezerwami dewizowymi Chin nastąpiła wraz z utworzeniem w 2007 r. China Investment Corporation (CIC), która stanowi obecnie największy z czterech chińskich państwowych funduszy majątkowych. Powstanie CIC wiązało się ze wzrostem kosztu alternatywnego utrzymywania szybko rosnących rezerw w niskooprocentowanych papierach dłużnych emitowanych przez rząd Stanów Zjednoczonych. Wzrost tego kosztu wynikał przede wszystkim z przyspieszenia tempa akumulacji rezerw po 2001 roku. W związku z tym najważniejszymi zadaniami CIC stały się inwestowanie powierzonej jej części rezerw w aktywa przynoszące wyższą stopę zwrotu oraz dywersyfikacja rezerw celem zmniejszenia ryzyka spadku ich wartości w przypadku deprecjacji dolara. Jednocześnie nie utworzono żadnego mechanizmu stałego przekazywania określonej części rezerw z SAFE do CIC. Dotychczas dokapitalizowano CIC jedynie dwa razy. W momencie utworzenia CIC powierzono rezerwy o wartości 200 mld USD, a następnie 2011 r. przekazano jej kolejną transzę rezerw o wartości 30 mld USD (Scheda, 2011).

Po utworzeniu CIC podmiotem zarządzającym przeważającą częścią rezerw pozostaje w dalszym ciągu SAFE, która zachowuje prymat inwestowania w aktywa bezpieczne, czyli głównie obligacje skarbowe. Natomiast CIC z zasady ma zarządzać jedynie nadwyżkową częścią rezerw (*excess reserves*) i inwestować ją w aktywa cechujące się wyższym ryzykiem i stopą zwrotu (Koch-Weser, Haacke, 2013, s. 14–15).

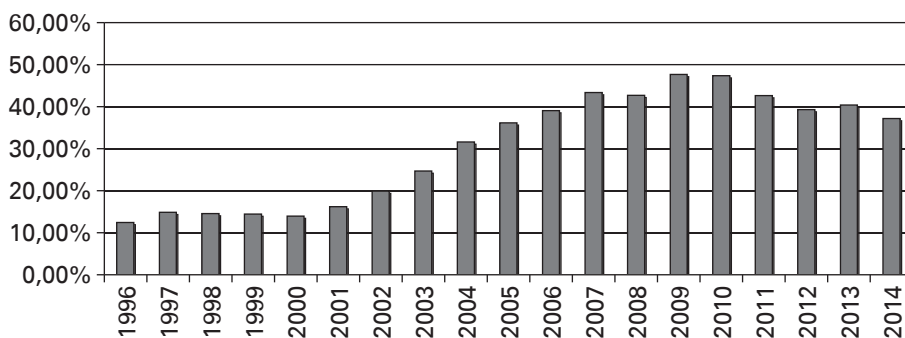
5. PROBLEM ADEKWATNOŚCI POZIOMU REZERW DEWIZOWYCH CHIN

Jednym z podstawowych celów zarządzania rezerwami dewizowymi jest zapewnienie ich adekwatnego poziomu (IMF, 2014b). Ocena zarządzania rezerwami dewi-

zowymi Chin musi zatem uwzględniać analizę ich wielkości przez pryzmat określonych miar adekwatności. Ponieważ najczęściej stosowanymi miarami zarówno przez banki centralne, jak i badaczy są tradycyjne wskaźniki przedstawione na początku artykułu, analiza w tym punkcie również opiera się na ich wykorzystaniu.

Relacja rezerw dewizowych do PKB danego kraju nie jest, co prawda, traktowana jako miara ich adekwatności, jednakże ukazuje relatywną wielkość utrzymywanych rezerw. Na początku badanego okresu, w 1996 r., rezerwy dewizowe stanowiły 12,4% PKB Chin, jednak wskutek prowadzonej akumulacji rosły dynamicznie i osiągnęły najwyższy notowany dotąd poziom 47,8% PKB w 2009 roku. Następnie relatywna wielkość rezerw spadała wskutek zmniejszenia tempa akumulacji, spowodowanego globalnym kryzysem gospodarczym i spadkiem popytu na chiński eksport. W 2014 r. rezerwy dewizowe stanowiły 37,3% PKB Chin. Poziom ten znacząco przekracza wartość charakterystyczną dla krajów rozwiniętych, w których relacja rezerw do PKB wynosi średnio kilka procent (wyjątkami są w szczególności Szwajcaria i Japonia), jednakże nie jest też tak wysoki jak w niektórych krajach rozwijających się (np. w Libii relacja ta przekracza 190%, w Hongkongu 120%, a w Singapurze 95%) (The World Bank, 2015).

Rysunek 4. Rezerwy dewizowe jako odsetek PKB Chin

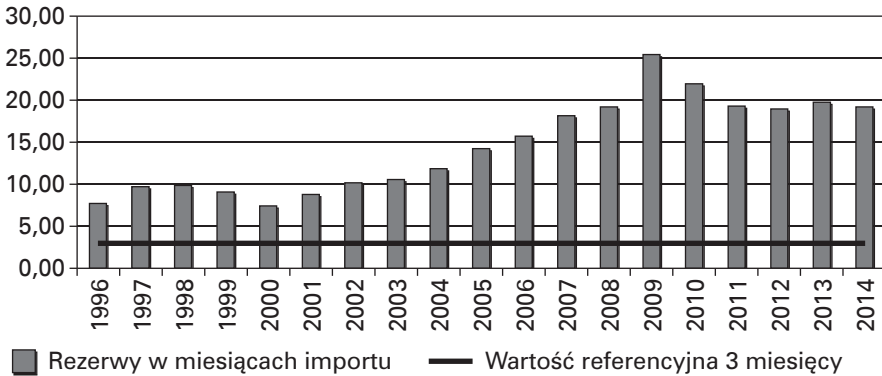


Źródło: opracowanie własne na podstawie: The World Bank (2015).

Relacja rezerw dewizowych Chin do wartości miesięcznego importu tego kraju przekraczała adekwatny poziom odpowiadający wartości trzymiesięcznego importu w całym badanym okresie. Najwyższą wartość 25,4 miesiący wskaźnik ten osiągnął w 2009 r., a następnie umiarkowanie spadał i w 2014 r. wyniósł 19,2 miesiący. Wartość rezerw była wówczas ponad sześciokrotnie wyższa od poziomu uznawanego za adekwatny (The World Bank, 2015).

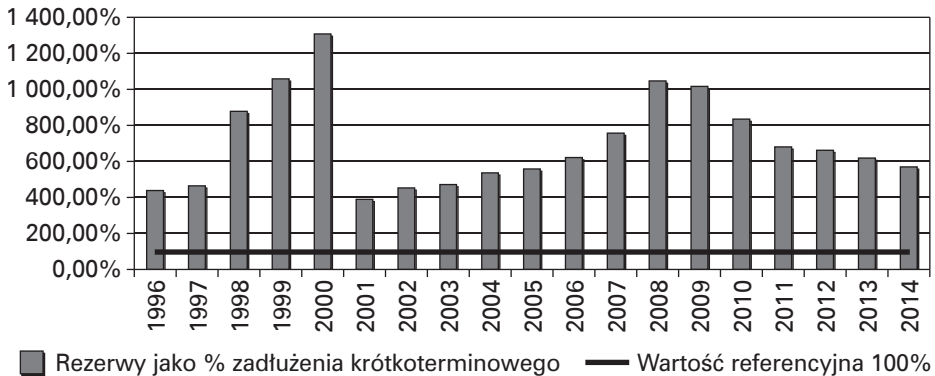
Również wartość rezerw dewizowych w odniesieniu do zadłużenia krótkoterminowego Chin stale kształtuje się znacząco powyżej poziomu adekwatnego, za który uznaje się wartość odpowiadającą 100% tego zadłużenia. W Chinach relacja ta osiągnęła najwyższy poziom 1013% w 2000 r., po czym nastąpił skokowy spadek i następnie ponownie systematyczny wzrost, w wyniku którego rezerwy stanowiły 1050% zadłużenia krótkoterminowego w 2008 roku. Od tego czasu wskaźnik ten zaczął ponownie spadać i w 2014 r. wyniósł 570,8%, czyli wartość rezerw stanowiła prawie sześciokrotność poziomu adekwatnego (The World Bank, 2015).

Rysunek 5. Relacja rezerw dewizowych do wartości miesięcznego importu Chin



Źródło: opracowanie własne na podstawie: The World Bank (2015).

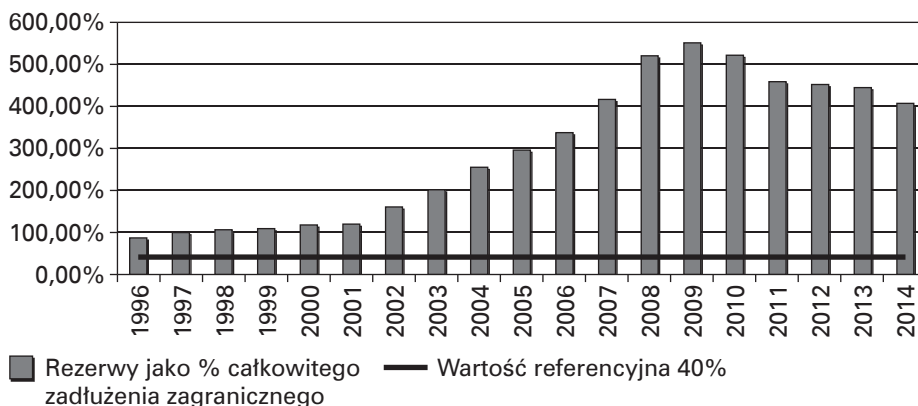
Rysunek 6. Rezerwy dewizowe jako odsetek zadłużenia krótkoterminowego Chin



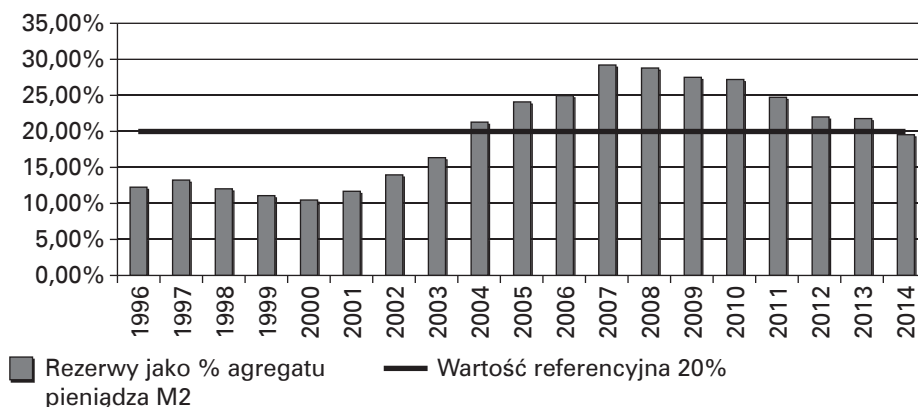
Źródło: opracowanie własne na podstawie: The World Bank (2015).

Relacja wartości rezerw dewizowych do całkowitego zadłużenia zagranicznego Chin także znacząco przekraczała uznawany za adekwatny poziom 40% w całym badanym okresie. Wskaźnik ten osiągnął najwyższą wartość w 2009 r. i wyniósł wówczas 550%, a następnie nieco spadał i w 2014 r. stanowił 406,5%. Poziom rezerw przekroczył wówczas wartość optymalną ponad dziesięciokrotnie (The World Bank, 2015).

W odniesieniu do agregatu pieniądza M2 wielkość rezerw dewizowych Chin pozostawała na ponadoptymalnym poziomie przez znaczną część badanego okresu. Najwyższy poziom relacja rezerw do podaży pieniądza M2 osiągnęła w 2007 r. i wyniosła 29,2%. Następnie jednak odsetek ten spadał i w 2014 r. wyniósł 19,5%, co sprawia, że obecnie rezerwy dewizowe Chin pozostają na adekwatnym poziomie w odniesieniu do tego wskaźnika (The World Bank, 2015).

Rysunek 7. Rezerwy dewizowe jako odsetek całkowitego zadłużenia zagranicznego Chin

Źródło: opracowanie własne na podstawie: The World Bank (2015).

Rysunek 8. Rezerwy dewizowe jako odsetek agregatu pieniądza M2 w Chinach

Źródło: opracowanie własne na podstawie: The World Bank (2015).

Analiza wielkości chińskich rezerw dewizowych pod kątem wspomnianych kryteriów adekwatności pokazuje, że w przypadku większości z nich rezerwy znacznie przewyższają wartość określoną jako optymalną. Można zatem uznać, że zarządzanie rezerwami walutowymi w Chinach nie wypełnia w sposób odpowiedni swego podstawowego celu, jakim jest zapewnienie adekwatnego poziomu rezerw. Efektem tego jest utrzymujący się ponadoptymalny poziom rezerw walutowych, co zwiększa koszty ich utrzymywania (o czym będzie mowa w dalszej części artykułu).

6. INWESTOWANIE REZERW DEWIZOWYCH CHIN

Analiza strategii i praktyki inwestycyjnej w odniesieniu do rezerw dewizowych Chin jest bardzo utrudniona ze względu na to, że instytucje zarządzające rezerwami nie podają do publicznej wiadomości strategii inwestycyjnych, a zakres publikowanych danych dotyczących struktury walutowej, geograficznej i inwestycyjnej rezerw jest bardzo ograniczony. W związku z tym wykorzystane dane pochodzą w znacznej części z baz instytucji międzynarodowych, publikacji Departamentu Stanu USA, a także ze źródeł wtórnych.

Szczątkowe i ogólne informacje o strategii inwestycyjnej SAFE znajdują się w raportach rocznych tej instytucji. Przykładowo w 2015 r. ogólne zasady (*general ideas*) zarządzania rezerwami przez SAFE obejmowały dywersyfikację rezerw dewizowych i zwiększenie ich dochodowości poprzez efektywniejsze inwestowanie, a także wzrost wykorzystania rezerw we wspieraniu realnej sfery gospodarki i realizacji strategii państwowych. W odniesieniu do ostatniej kwestii w szczególności wskazano na wsparcie Funduszu Jedwabnego Szlaku, funduszu rezerwowego krajów BRICS oraz Afrykańskiego Banku Rozwoju (SAFE, 2015, s. 70). Raporty roczne SAFE nie zawierają niestety danych statystycznych dotyczących struktury utrzymywanych rezerw, co znacząco komplikuje analizę, gdyż instytucja ta administruje przeważającą większością chińskich rezerw.

Również w raportach rocznych CIC znajdują się bardzo ogólne informacje na temat strategii inwestycyjnej. Podstawowe cztery zasady polityki inwestycyjnej CIC to inwestowanie rezerw na zasadach rynkowych, tj. w celu maksymalizacji zysku przy określonym akceptowalnym poziomie ryzyka, brak dążenia do uzyskania kontroli w przedsiębiorstwach, w których aktywa inwestowane są rezerwy, poszanowanie dla prawa krajów odbiorców inwestycji oraz prowadzenie polityki inwestycyjnej opartej na wynikach prac analitycznych w celu zachowania należytego poziomu ostrożności (CIC, 2015, s. 29). Więcej o strategii inwestycyjnej CIC mówią natomiast zawarte w raportach rocznych zagregowane dane na temat struktury inwestycyjnej aktywów tej instytucji. Charakterystyczny jest tu przede wszystkim niski udział aktywów o stałym dochodzie, które w 2014 r. stanowiły jedynie 14,6% portfela CIC. Wśród tych aktywów aż 57,4% utrzymywano w obligacjach skarbowych krajów rozwiniętych, jedynie 17,7% w obligacjach krajów wschodzących, natomiast 24,9% w obligacjach przedsiębiorstw. Zdecydowaną największą kategorię aktywów CIC stanowiły w 2014 r. akcje, których udział wyniósł 44,1%, przy czym 45,6% stanowiły akcje przedsiębiorstw ze Stanów Zjednoczonych, 33,5% przedsiębiorstw z innych krajów rozwiniętych, a jedynie 20,9% akcje z krajów wschodzących. Szczególną pozycję w portfelu CIC zajmują inwestycje długoterminowe, stanowiące 26,2% aktywów tej instytucji. Są to w znacznej mierze inwestycje bezpośrednie, zwłaszcza w sektorze wydobywania surowców oraz nieruchomości (CIC, 2015, s. 33–35). Znaczący udział inwestycji bezpośrednich i portfelowych dokonywanych w sektorze wydobywczym i energetycznym świadczy niewątpliwie o tym, że CIC realizuje nie

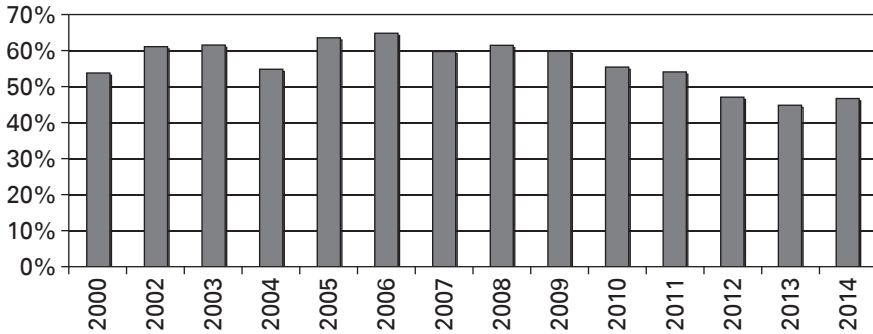
tylko cel maksymalizacji zysku, lecz także cele strategiczne, które wynikają z dążenia do uzyskania wpływu na strategiczne sektory gospodarki.

Na podstawie przytoczonych danych można wnioskować, że strategia inwestowania rezerw przez CIC jest dość ryzykowna i jej nadrzędnym celem pozostaje maksymalizacja dochodowości rezerw, a nie ich bezpieczeństwo i płynność. Potwierdza to tezę o swoistej dwutorowości modelu zarządzania rezerwami walutowymi Chin. W modelu tym podstawową częścią rezerw zarządza SAFE charakteryzująca się dążeniem przede wszystkim do zapewnienia ich bezpieczeństwa i płynności, natomiast nadwyżkową częścią rezerw, tj. ich częścią uznaną za ponadoptymalną, zarządza CIC, dążąc przy tym do maksymalizacji zysku, gdyż w przypadku powierzonej jej części rezerw nie ma już konieczności realizowania typowych, tradycyjnych celów zarządzania rezerwami dewizowymi. Należy jednak pamiętać, że CIC zarządza jedynie niewielką częścią rezerw dewizowych Chin, natomiast większość jest inwestowana przez SAFE i to strategia inwestycyjna tej instytucji ma decydujący wpływ na strukturę inwestycyjną i dochodowość chińskich rezerw.

Chiny nie tylko nie podają do publicznej wiadomości strategii inwestycyjnej, lecz także ograniczają zakres ujawnianych danych na temat struktury walutowej, geograficznej i inwestycyjnej utrzymywanych rezerw. Pomimo braku oficjalnych danych na temat struktury walutowej chińskich rezerw Y. Hu (2010, s. 8–9) szacuje, że 60–70% ich jest inwestowane w aktywa denominowane w dolarach, 20–30% w euro i 10% w funtach brytyjskich, jenach japońskich i innych walutach. Widoczna w strukturze geograficznej chińskich rezerw przewaga aktywów Stanów Zjednoczonych wynika z kilku powodów. Przede wszystkim ich nagromadzenie jest rezultatem interwencji Ludowego Banku Chin polegających na zakupie dolarów w celu powstrzymania aprecjacji renminbi, którego kurs walutowy jest powiązany głównie z dolarem. Ponadto Chiny nie mają zbyt wielkich możliwości alternatywnego i bezpiecznego inwestowania ogromnych rezerw, a amerykański rynek obligacji skarbowych jest postrzegany jako jedyny rynek na świecie mogący zaabsorbować tak znaczący napływ środków z Chin. Stany Zjednoczone posiadają również najbardziej rozwinięty rynek finansowy na świecie, podczas gdy chiński rynek finansowy jest słabo rozwinięty. Obligacje skarbowe emitowane przez rząd federalny są przy tym nie tylko bardzo płynnymi aktywami, a w takich właśnie muszą być utrzymywane rezerwy, lecz są także uważane za aktywa tradycyjnie bezpieczne (*safe haven assets*). (Morrison, Labonte, 2011, s. 4–5).

Ze względu na wspomniane czynniki aktywa amerykańskie stanowią od lat dominującą pozycję w rezerwach dewizowych Chin. Najwyższy w badanym okresie udział aktywa te osiągnęły w 2006 r. – stanowiły wówczas 64,7% rezerw Państwa Środka. Następnie odsetek ten spadał w związku z powolną dywersyfikacją rezerw dokonywaną przez Chiny w obawie przed stratami w wyniku deprecjacji dolara, niemniej jednak w 2014 r. aktywa amerykańskie stanowiły nadal największy składnik chińskich rezerw z udziałem 46,6% (Department of the Treasury, 2015a).

Rysunek 9. Udział aktywów Stanów Zjednoczonych w rezerwach dewizowych Chin (w %)



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Department of the Treasury (2015a).

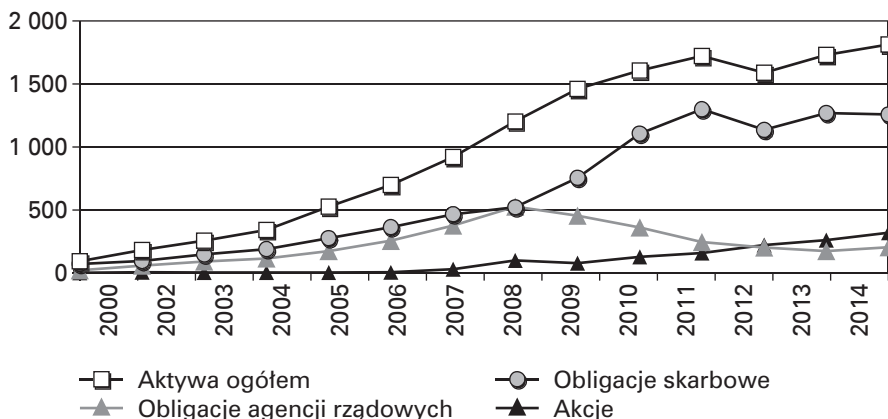
Brak również oficjalnych danych dotyczących struktury inwestycyjnej chińskich rezerw, czyli typów aktywów, w które są one inwestowane. W przypadku rezerw utrzymywanych w aktywach amerykańskich, a więc *de facto* w odniesieniu do większości chińskich rezerw, dostępne są jednak dane publikowane przez Departament Skarbu Stanów Zjednoczonych. Uzyskaną za pomocą tych danych strukturę inwestycyjną rezerw dolarowych Państwa Środka można więc interpretować rozszerzająco i ekstrapolować ją na całość chińskich rezerw, gdyż uważa się, że SAFE stosuje podobną strategię inwestycyjną niezależnie od walut, w których utrzymuje rezerwy (Zeng, 2012).

Chiny inwestują głównie w dwa rodzaje aktywów dolarowych, a mianowicie w obligacje skarbowe oraz w obligacje agencji rządowych. Obligacje skarbowe USA stanowią największą grupę wśród aktywów rezerwowych Chin i dominującą część rezerw dolarowych tego kraju. Chiny pozostają również największym na świecie posiadaczem amerykańskich obligacji skarbowych. W badanym okresie ich wielkość będąca w posiadaniu Chin systematycznie rosła z poziomu 71 mld USD w 2000 r. do 1,26 bln USD w 2014 roku. Udział obligacji skarbowych w całkowitej wartości chińskich rezerw utrzymywanych w aktywach dolarowych wahał się w tym okresie w przedziale od 45% do 77%. Charakterystyczny jest przy tym wzrost tego udziału w czasie globalnego kryzysu gospodarczego, kiedy wbrew powszechnym oczekiwaniom nie nastąpiła deprecjacja dolara, lecz jego aprecjacja na skutek napływu kapitału do Stanów Zjednoczonych, co było spowodowane ucieczką do aktywów tradycyjnie uważanych za bezpieczne. Chiny zwiększyły wówczas udział obligacji skarbowych USA w swoich aktywach dolarowych z poziomu 50,6% w 2007 r. do 75,4% w 2011 roku. Wraz ze stopniowym przezwyciężeniem kryzysu udział obligacji skarbowych USA w chińskich rezerwach dolarowych zaczął jednak spadać, co wiązało się z dywersyfikacją rosnących szybko rezerw w celu zwiększenia ich dochodowości. W rezultacie udział obligacji skarbowych w aktywach dolarowych Państwa Środka powoli spadł i w 2014 r. wyniósł 69,4% (Department of the Treasury, 2015a).

Obligacje amerykańskich agencji rządowych stanowią drugą co do wielkości grupę dłużnych papierów dolarowych utrzymywanych przez Chiny. Ewolucja ich udziału w rezerwach dolarowych Chin rzuca jednak światło na zmiany strategii inwestowania rezerw stosowanej przez Państwo Środka. W okresie dynamicznego wzrostu rezerw dewizowych po akcesji Chin do WTO udział tych aktywów w całości aktywów dolarowych szybko wzrastał z 21,3% w 2000 r. do 43,7% w 2008 roku. Pod wpływem globalnego kryzysu gospodarczego nastąpiło jednak odwrócenie tej tendencji i nie zmieniło tego stopniowe przewyższanie skutków kryzysu w następnych latach. W efekcie udział obligacji agencji rządowych USA w aktywach dolarowych Chin spadał i w 2014 r. wynosił zaledwie 11,2%. Zmiany te wynikają przede wszystkim z faktu, że obligacje agencji rządowych są mniej bezpiecznymi papierami niż obligacje skarbowe, a ich dochodowość jest tylko nieznacznie wyższa (Department of the Treasury, 2015a).

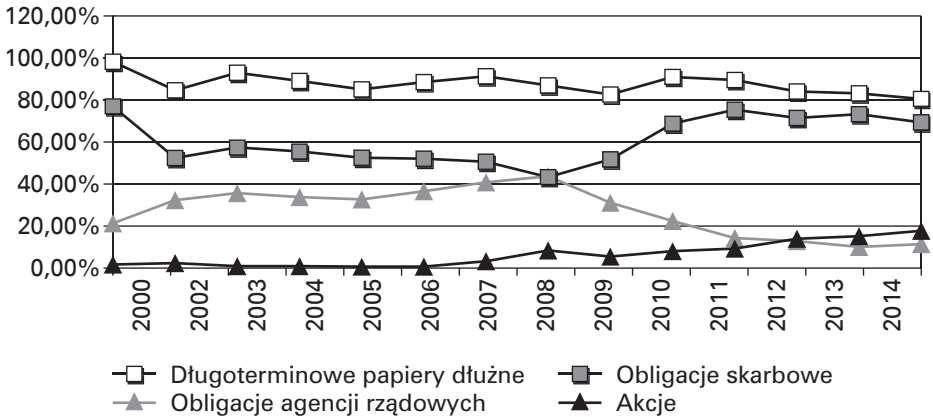
Znacznemu zmniejszeniu udziału obligacji agencji rządowych towarzyszył również znaczący wzrost poziomu rezerw dolarowych Chin utrzymywanych w amerykańskich akcjach. O ile w 2000 r. udział akcji w rezerwach dolarowych Chin wynosił zaledwie 1,52%, to w 2014 r. osiągnął poziom 17,6%. Wzrost ten jest niewątpliwie symptomem zmian w strategii zarządzania rezerwami dewizowymi Chin i można interpretować go jako zwiększenie znaczenia jednego z trzech podstawowych celów zarządzania rezerwami, a mianowicie zapewnienia ich dochodowości. Strategia ta pozostaje jednak w dalszym ciągu konserwatywna, o czym świadczy dominujący udział długoterminowych dłużnych papierów wartościowych w całości aktywów dolarowych Chin; udział ten co prawda spadł w badanym okresie z poziomu 98,3% w 2000 r. do 80,6% w 2014 r., jednak w dalszym ciągu instrumenty dłużne pozostają największym komponentem chińskich rezerw dolarowych (Department of the Treasury, 2015a).

Rysunek 10. Ewolucja wartości rezerw dewizowych Chin utrzymywanych w aktywach Stanów Zjednoczonych (w mld USD)



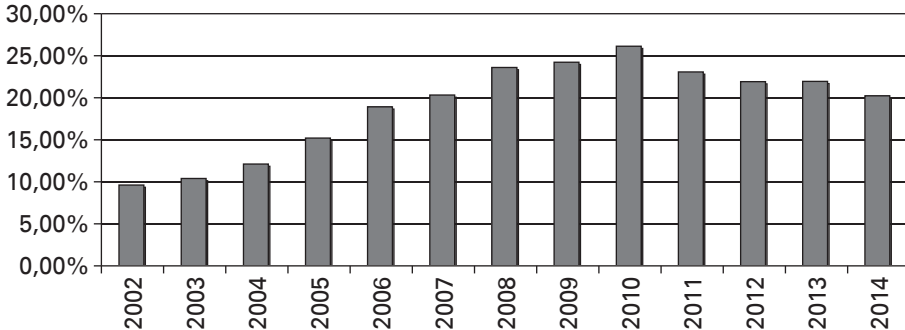
Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Department of the Treasury (2015a).

Rysunek 11. Struktura inwestycyjna rezerw dewizowych Chin utrzymywanych w aktywach Stanów Zjednoczonych (w %)



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Department of the Treasury (2015a).

Rysunek 12. Rezerwy dewizowe Chin utrzymywane w obligacjach skarbowych Stanów Zjednoczonych jako % całkowitej wielkości obligacji skarbowych utrzymywanych przez obce państwa



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Department of the Treasury (2015b).

Chiny pozostają również od 2008 r. największym zagranicznym posiadaczem obligacji skarbowych emitowanych przez rząd Stanów Zjednoczonych. Z danych publikowanych przez Departament Skarbu USA wynika, że udział utrzymywanych przez Chiny obligacji skarbowych w całkowitej wielkości tych obligacji znajdujących się w posiadaniu państw obcych wzrastał systematycznie wraz ze wzrostem rezerw walutowych Państwa Środka. W 2002 r. wspomniany udział wynosił 9,6%, a najwyższy notowany dotąd poziom osiągnął w 2010 r. i wynosił wówczas 26,1%, jednak w związku ze stopniową dywersyfikacją rezerw walutowych Chin zaczął od tego momentu powoli maleć i w 2014 r. stanowił 20,2% (Department of the Treasury, 2015b).

Analiza struktury rezerw dewizowych Chin dowodzi, że strategia zarządzania nimi ma charakter dość konserwatywny. Priorytet przyznawany jest inwestycjom w aktywa cechujące się przede wszystkim bezpieczeństwem i znaczną płynnością. Efektem tej strategii inwestycyjnej jest koncentracja walutowa, geograficzna i inwestycyjna rezerw, przy czym koncentracja walutowa dotyczy inwestowania przeważającej części rezerw w aktywa dolarowe, koncentracja geograficzna przejawia się dominacją w rezerwach Chin aktywów Stanów Zjednoczonych, natomiast koncentracja inwestycyjna polega na utrzymywaniu przeważającej części rezerw w rządowych papierach dłużnych. Taka strategia zarządzania rezerwami dewizowymi rodzi jednak szereg kosztów i zagrożeń.

7. KOSZTY STRATEGII ZARZĄDZANIA REZERWAMI DEWIZOWYMI CHIN

Realizowana dotychczas przez Chiny strategia zarządzania rezerwami dewizowymi pozostaje źródłem znacznych kosztów oraz ryzyk dla gospodarki Państwa Środka. Wspomniane koszty wynikają przede wszystkim z dwóch źródeł, a mianowicie utrzymywania rezerw na poziomie ponadoptymalnym, przekraczającym wartości progowe wyznaczone za pomocą tradycyjnych miar adekwatności rezerw dewizowych, a także realizowania konserwatywnej strategii inwestycyjnej w odniesieniu do przeważającej części zgromadzonych rezerw. Źródłem potencjalnych kosztów pozostają również ryzyka związane z przedstawioną koncentracją walutową, geograficzną i inwestycyjną chińskich rezerw.

Wśród wspomnianych kosztów akumulacji rezerw dewizowych przez Chiny szczególne znaczenie ma koszt alternatywny, który wiąże się z rezygnacją z części konsumpcji i inwestycji oraz mniejszym stopniem zaspokojenia potrzeb społecznych, gdyż znacząca część majątku narodowego inwestowana jest w aktywa zagraniczne, a nie w rozwój własnego kraju (Winters, Yusuf, 2007, s. 122). Ponadto konserwatywna strategia inwestycyjna typowa dla zarządzania rezerwami dewizowymi przynosi relatywnie niską stopę zwrotu w porównaniu z wieloma innymi rodzajami inwestycji. Ludowy Bank Chin nie publikuje, niestety, danych dotyczących stopy zwrotu z inwestowanych rezerw, jednakże dostępne są ich szacunki. Przykładowo Y. Hu (2010, s. 12) obliczył, że w okresie od 2000 r. do 2008 r. nominalna stopa zwrotu z chińskich inwestycji w aktywa amerykańskie wyniosła 5,5%, natomiast realna stopa zwrotu 2,1%.

Utrzymywanie rezerw dewizowych na ponadoptymalnym poziomie jest także źródłem kosztu inflacyjnego, gdyż zakupy aktywów zagranicznych prowadzą do wzrostu podaży pieniądza krajowego. W przypadku Chin interwencje na rynku walutowym są co prawda sterylizowane, jednak operacje sterylizacyjne nie eliminują w całości problemu przyrostu podaży pieniądza, co wywiera presję inflacyjną. Utrudnia to realizację polityki pieniężnej, a ponadto wzrost podaży pieniądza może prowadzić do zwiększonej akcji kredytowej sektora bankowego oraz powstawania bąbli spekulacyjnych na rynkach akcji i nieruchomości, co w efekcie doprowadzić może do kryzysu finansowego. Operacje sterylizacyjne, polegające

na emitowaniu przez Ludowy Bank Chin bonów w celu przeciwdziałania wzrostowi podaży pieniądza krajowego, wywołanemu zakupem aktywów zagranicznych, są źródłem kosztu fiskalnego, który zależy od różnic stóp procentowych. Oprocentowanie aktywów rezerwowych Chin, w znacznej mierze utrzymywanych w amerykańskich obligacjach skarbowych, jest niższe od oprocentowania wspomnianych bonów, co prowadzi do strat w postaci kosztu fiskalnego (Greenwood, 2008).

Realizowana przez Chiny strategia zarządzania rezerwami dewizowymi jest ponadto źródłem potencjalnych kosztów, które wynikają z wielu ryzyk z nią związanych. Przede wszystkim dotyczy to ryzyka walutowego, w przypadku którego deprecjacja waluty rezerwowej lub aprecjacja waluty krajowej doprowadzą do spadku wartości utrzymywanych rezerw i utraty części majątku narodowego. Należy przy tym wspomnieć, że waluta Chin od lat wykazuje tendencję do aprecjacji, a w przypadku dominującej waluty rezerwowej, czyli dolara amerykańskiego, często pojawiają się obawy o jej deprecjację, spowodowane kondycją gospodarki amerykańskiej oraz ogromnym deficytem bilansu obrotów bieżących i deficytem budżetowym tego kraju. Możliwość utraty wartości rezerw dewizowych Chin wiąże się także z istnieniem ryzyka inflacyjnego finansowania (monetyzacji) długu przez emitenta waluty rezerwowej, głównie Stanów Zjednoczonych, w obliczu rosnących deficytów i zadłużenia. W przypadku Państwa Środka istotne jest także ryzyko koncentracji powstałe w związku z dotychczasową strategią zarządzania rezerwami dewizowymi, która doprowadziła do nagromadzenia rezerw w jednej walucie, aktywach jednego kraju oraz głównie w postaci rządowych instrumentów dłużnych. Należy również pamiętać o potencjalnych kosztach dywersyfikacji rezerw, gdyż Ludowy Bank Chin, chcąc zmniejszyć wielkość rezerw walutowych i zbliżyć je do poziomu optymalnego, musiałby sprzedać utrzymywane papiery na rynku, co pociągnęłoby za sobą spadek ich notowań, a w związku z tym także utratę wartości rezerw dewizowych Państwa Środka.

PODSUMOWANIE

Akumulacja rezerw dewizowych przez Chiny jest zjawiskiem utrzymującym się pomimo spadku tempa wzrostu gospodarczego tego kraju. Systematyczny wzrost wielkości rezerw dewizowych oraz wynikający z tego wzrost kosztów ich utrzymywania stawia Państwo Środka przed wyzwaniem efektywnego zarządzania rezerwami, a ponadto stanowi zagrożenie dla stabilności gospodarki światowej, pośrednio przyczyniając się do utrzymywania się globalnej nierównowagi płatniczej.

Przeprowadzona w artykule analiza rezerw dewizowych Chin pod kątem tradycyjnie stosowanych miar adekwatności pokazuje, że zasób rezerw Państwa Środka przekracza poziom określony jako optymalny. Prowadzi to do wzrostu kosztów związanych z utrzymywaniem nadwyżkowej części rezerw, która nie jest już niezbędna do prawidłowego wypełniania funkcji rezerw dewizowych. W związku z tym można uznać, że strategia zarządzania rezerwami dewizowymi

w Chinach nie zapewnia efektywnej realizacji jednego ze swoich podstawowych celów, a mianowicie zapewnienia ich adekwatnego – w stosunku do potrzeb danej gospodarki – poziomu.

Ponadto analiza struktury walutowej, geograficznej i inwestycyjnej chińskich rezerw dewizowych dowodzi, że strategia zarządzania nimi pozostaje konserwatywna, a przeważającą część aktywów rezerwowych stanowią nominowane w dolarach rządowe papiery dłużne Stanów Zjednoczonych. Strategia taka rodzi zatem dodatkowe koszty i staje się źródłem wielu rodzajów ryzyka. Podkreślić jednak należy, że widoczna jest zmiana strategii inwestycyjnej w kierunku zwiększenia dochodowości rezerw, czego przejawem jest przede wszystkim wzrost udziału akcji w rezerwach walutowych Państwa Środka.

Od kilku lat widoczny jest także spadek ponadoptimalności poziomu rezerw walutowych Chin, co wiąże się przede wszystkim z następstwami globalnego kryzysu gospodarczego, utrzymującym się spowolnieniem gospodarczym w Chinach, a także dążeniem do zmiany modelu gospodarczego w kierunku zmniejszenia udziału eksportu i inwestycji w tworzeniu PKB oraz zwiększenia roli rynku wewnętrznego i sektora usług. Kontynuowanie tego trendu stanowić będzie niewątpliwie czynnik spadku tempa akumulacji rezerw dewizowych w Chinach. Niemniej jednak przeprowadzona w lipcu 2015 r. dewaluacja renminbi i powrót do polityki stosowania kursu walutowego jako instrumentu wspierania eksportu może ponownie stać się czynnikiem prowadzącym do wzrostu rezerw.

BIBLIOGRAFIA

- Barwiński M., Bratkowski A., Rzeszutek E., Szpunar P., Szwaja R., Wyżnikiewicz D. (2003), *Przestanki oceny poziomu rezerw dewizowych*, Narodowy Bank Polski, Warszawa.
- Bogołębska J. (2013), *Nierównowagi globalne a stabilność międzynarodowego systemu walutowego*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź.
- Borio C., Galati G., Heath A. (2008), *FX Reserve Management: Trends and Challenges*, Bank for International Settlements, Basel.
- CIC (2015), *Annual Report 2014*, China Investment Corporation.
- COFER (2015), *Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves*, International Monetary Fund.
- Dąbrowski M.A. (2015a), *Jakość danych o rezerwach dewizowych a kryzysy finansowe w gospodarkach wschodzących*, „Gospodarka Narodowa”, nr 3.
- Dąbrowski M.A. (2015b), *Czy kryzysy finansowe zmieniają optymalny poziom rezerw dewizowych w gospodarkach wschodzących?*, „Studia Ekonomiczne”, nr 1.
- Department of the Treasury (2015a), *Annual Holdings of U.S. Securities*, Washington.
- Department of the Treasury (2015b), *Major Foreign Holders of Treasury Securities*, Washington.
- ECB (2006), *The Accumulation of Foreign Reserves*, Occasional Paper No. 43, European Central Bank, Frankfurt am Main.
- Eichengreen B. (2008), *Globalizing Capital. The History of the International Monetary System*, Princeton University Press, Princeton.

- Freeman D., Yongzhong W. (2013), *The international financial crisis and China's foreign exchange reserve management*, „Asia Paper”, Vol. 7, Issue 2, Brussels Institute of Contemporary China Studies, Brussels.
- Greenwood J. (2008), *The Costs and implications of PBC sterilization*, „Cato Journal”, Vol. 28, No. 2.
- Hu Y. (2010), *Management of China's foreign exchange reserves: A case study on the State Administration of Foreign Exchange*, “European Commission Economic Paper”, No. 421, Brussels.
- IMF (2009), *Balance of Payments and International Investment Position Manual*, 6th Edition, International Monetary Fund, Washington.
- IMF (2011), *Assessing Reserve Adequacy*, International Monetary Fund, Washington.
- IMF (2013), *International Reserves and Foreign Currency Liquidity. Guidelines for a Data Template*, International Monetary Fund, Washington.
- IMF (2014a), *Annual Report 2014*, International Monetary Fund, Washington.
- IMF (2014b), *Revised Guidelines for Foreign Exchange Reserve Management*, International Monetary Fund, Washington.
- IMF (2014c), *Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions*, Washington.
- Knap R. (2013), *W kwestii oceny optymalnego poziomu rezerw dewizowych*, “Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego: Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia”, nr 57.
- Koch-Weser I., Haacke O. (2013), *China Investment Corporation: Recent Developments in Performance, Strategy and Governance*, US-China Economic and Security Review Commission.
- Mohan R., Patra M., Kapur M. (2013), *The international monetary system: Where are we and where do we need to go?*, „International Monetary Fund Working Paper”, No. WP/13/224, Washington.
- Morrison W., Labonte M. (2011), *China's Holdings of U.S. Securities: Implications for the U.S. Economy*, Report No. RL34314, Congressional Research Service, Washington.
- Nugée J. (2005), *Foreign exchange reserves management*, „Handbook in Central Banking”, No. 19, Bank of England, London.
- PBC (2015), *Annual Report 2014*, The People's Bank of China, Beijing.
- SAFE (2015), *Annual Report 2014*, State Administration of Foreign Exchange, Beijing.
- Schena P. (2012), *The China Investment Corporation at 4 Years: An Evolving Legacy of Capitalization and Control*, Tufts University, Medford.
- Subramanian A. (2011), *Eclipse: Living in the Shadow of China's Economic Dominance*, Peterson Institute for International Economics, Washington.
- The World Bank (2015), *World Development Indicators Database*, The World Bank, Washington.
- Winters A., Yusuf A. (2007), *Dancing with Giants. China, India, and the Global Economy*, The World Bank, Washington.
- Zeng S. (2012), *Study on Chinese foreign exchange reserves*, „Journal of Applied Finance and Banking”, Vol. 2, No. 1.

ADEQUACY OF SIZE AND STRUCTURE OF CHINA'S FOREIGN EXCHANGE RESERVES

ABSTRACT

The aim of the article is to analyze the strategic aspects of the management of Chinese foreign exchange reserves in the context of dynamic reserve accumulation in this country. It is hypothesized that due to the rapid accumulation of foreign exchange reserves their level in China remains at the suboptimal level and this makes the effective management challenging and creates costs and risks for the Chinese economy. The methods applied include the analysis of statistical data concerning foreign exchange reserves and macroeconomic variables that characterize the Chinese economy as well as comparative analysis and literature study.

It is found that the level of Chinese foreign exchange reserves has exceeded the traditional adequacy metrics and remains suboptimal. Bearing this in mind, the author points out that the management of Chinese foreign exchange reserves does not meet one of its primary objectives, namely ensuring adequate level of reserves. It leads to the increased costs of holding reserves since the fraction of reserves deemed as excessive is not necessary to ensure the proper fulfillment of their functions. Moreover, the analysis of geographical, currency and investment structure of Chinese foreign exchange reserves indicates that the investment strategy remains conservative since the vast majority of reserves is invested in dollar assets, especially in US treasury securities. The aforementioned concentration leads to various costs and risks. However, the analysis suggests an ongoing change in the investment strategy with the aim of increasing reserves profitability. The main symptoms of such a change is a rising share of equities in the Chinese foreign exchange reserves.

Keywords: foreign exchange reserves, international currency, management, reserve adequacy.

JEL Classification: F02, F31, F41, G15, G18