

Zeszyty Naukowe  
Wyższej Szkoły Bankowej we Wrocławiu  
Nr 5(37)/2013

---

## Funkcjonowanie przedsiębiorstw w turbulentnym otoczeniu

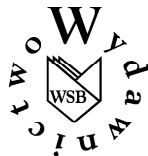
The Wrocław School of Banking  
Research Journal  
No. 5(37)/2013

---

# Business activity in the turbulent environment

volume editors

Andrzej Bujak and Marian Noga



The Poznan School of Banking Press

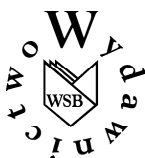
Wrocław 2013

Zeszyty Naukowe  
Wyższej Szkoły Bankowej we Wrocławiu  
Nr 5(37)/2013

---

# Funkcjonowanie przedsiębiorstw w turbulentnym otoczeniu

redaktorzy naukowci  
Andrzej Bujak i Marian Noga



Wydawnictwo  
Wyższej Szkoły Bankowej w Poznaniu  
Wrocław 2013

Rada naukowa / Research Council

Przewodnicząca / Chairwoman: *prof. dr hab. Maria Cieślak (Polska)*

Członkowie / Members: *dr hab. Barbara A. Despiney-Żochowska (Francja),  
prof. nadzw. dr hab. Andrzej Bujak (Polska), prof. dr hab. Jens Laage-Hellman (Szwecja),  
prof. dr hab. Piotr Migoń (Polska), prof. dr hab. Walentyna Pidlisnyuk (Słowacja),  
prof. dr hab. Aniela Styś (Polska), prof. dr hab. Wasilij Szewc (Ukraina),  
prof. dr hab. Jan Vachal (Czechy), prof. dr hab. Jutta Weber (Niemcy)*

Komitet Redakcyjny / Editorial Board

Przewodniczący / Chairman: *prof. dr hab. Stefan Forlicz*

Członkowie / Members: *prof. nadzw. dr hab. Maciej Jasiński, prof. nadzw. dr hab. Krzysztof Lobos,  
prof. dr hab. Stanisław Styś, prof. nadzw. dr hab. Jacek Unold*

Czasopismo recenzowane według standardów Ministerstwa Nauki i Szkolnictwa Wzwyższego.

Lista recenzentów na stronie [www.wsb.pl/wroclaw/lista-recenzentow](http://www.wsb.pl/wroclaw/lista-recenzentow)  
oraz w ostatnim numerze czasopisma z danego roku.

Procedura recenzowania / Reviewing Procedure: [www.wsb.pl/wroclaw/procedura-recenzowania](http://www.wsb.pl/wroclaw/procedura-recenzowania)

The journal reviewed in compliance with the Ministry of Science and Higher Education.

The list of peer-reviewers is available at [www.wsb.pl/wroclaw/lista-recenzentow](http://www.wsb.pl/wroclaw/lista-recenzentow)  
and the most recent issue of the journal in the given year

„Zeszyty Naukowe WSB we Wrocławiu” są umieszczone na liście czasopism punktowanych  
Ministerstwa Nauki i Szkolnictwa Wzwyższego z dnia 21.12.2012 r. (wykaz „B”, pozycja 1815, liczba punktów: 6).  
Czasopismo jest również zarejestrowane w bazie IC Journal Master List (ICV 2012: 5.58).

Redaktor naczelny czasopisma / Editor-in-chief

*prof. nadzw. dr hab. Kazimiera Wilk, Wyższa Szkoła Bankowa we Wrocławiu*

Redaktorzy tematyczni tomu / Theme editors of volume

*prof. nadzw. dr hab. Andrzej Bujak, Wyższa Szkoła Bankowa we Wrocławiu  
prof. zw. dr hab. Marian Noga, Wyższa Szkoła Bankowa we Wrocławiu*

Redaktor statystyczny / Statistical editor

*dr Anna Błaczowska*

Sekretarz naukowy – osoba do kontaktu / Scientific editor – contact person

*dr Adam Hetmańczyk, mobile: +48 600 290 792, e-mail: [redakcja@wsb.wroclaw.pl](mailto:redakcja@wsb.wroclaw.pl)*

Weryfikacja streszczeń w języku angielskim / Summary reviews in English by

*dr Tomasz Górski*

Redaktor prowadzący / Text editor

*Elżbieta Turzyńska*

Redakcja, korekta, skład i łamanie / Editing, proofreading and typesetting

*Adriana Staniszevska*

Projekt okładki / Cover design

*Jan Ślusarski*

Wersja pierwotna – publikacja drukowana / Source version – printed publication

Nakład: 150 egz. / Circulation: 150 copies

Institucja finansująca / Financing Authority: Wyższa Szkoła Bankowa we Wrocławiu

© Copyright by Wyższa Szkoła Bankowa w Poznaniu, 2013

ISSN 1643-7772

WYDAWNICTWO WYŻSZEJ SZKOŁY BANKOWEJ

al. Niepodległości 2, 61-874 Poznań, tel. 61 655 33 99, 61 655 32 48

e-mail: [wydawnictwo@wsb.poznan.pl](mailto:wydawnictwo@wsb.poznan.pl), [dzialhandlowy@wsb.poznan.pl](mailto:dzialhandlowy@wsb.poznan.pl)

[www.wydawnictwo.wsb.poznan.pl](http://www.wydawnictwo.wsb.poznan.pl)

Druk i oprawa / Printing and binding: ESUS Druk cyfrowy, Poznań

**Magdalena Redo**

Uniwersytet Mikołaja Kopernika

## **Istota i znaczenie oficjalnych aktywów rezerwowych w gospodarkach rozwijających się**

**Streszczenie.** Oficjalne aktywa rezerwowe to waluty międzynarodowe będące w gestii władzy monetarnej kraju, a ich posiadanie i/lub swobodny dostęp do nich warunkują funkcjonowanie i rozwój gospodarczy w dzisiejszym świecie. Rezerwy walutowe odgrywają więc szczególną rolę w gospodarkach rozwijających się, uzależnionych od zagranicznego kapitału inwestycyjnego, od importu, a często na dodatek mocno zadłużonych za granicą. Akumulacja rezerw dewizowych tworzy w ich przypadku swego rodzaju tarczę ochronną przed zjawiskami kryzysowymi i stanowi o ich wypłacalności w skali międzynarodowej, a więc o stabilności zewnętrznej całej gospodarki.

**Słowa kluczowe:** oficjalne aktywa rezerwowe, wypłacalność zewnętrzna, stabilność i wiarygodność gospodarcza, gospodarki rozwijające się, kryzys walutowy, waluty międzynarodowe, złoto, SDR

### **Wstęp**

Znaczenie rezerw dewizowych zyskało nowy wymiar w obliczu kryzysu finansowego lat 2008-2009. I choć powszechnie wiadomo, że stanowią one o wiarygodności, a więc i stabilności gospodarek rozwijających się, to w ostatnich latach przywiązywano do nich mniejszą wagę. Był to efekt postępującej globalizacji i dynamicznego rozwoju międzynarodowego rynku finansowego, co sprzyjało namnażaniu się kapitału finansowego. To właśnie on, coraz agresywniej konkurując o możliwości inwestycyjne, windował akceptowalny poziom ryzyka inwestycyjnego, zwalniając tym samym gospodarki z konieczności intensywnego zabiegania

o napływ kapitału zagranicznego, co ograniczyło działania stabilizujące i uspiło czujność zarówno państw, jak i samych inwestorów.

Zewnętrzne bankructwo Islandii jesienią 2008 r. obnażyło lekkomyślność świata międzynarodowych finansów w ocenie zewnętrznej wypłacalności jednej z gospodarek o najwyższym poziomie dochodów na mieszkańca na świecie. Tym samym okazało się, że kontrola bezpiecznego poziomu rezerw dewizowych jest dziś konieczna w każdym kraju, także bogatym i stabilnym.

Celem opracowania jest zgłębienie roli oficjalnych aktywów rezerwowych w krajach rozwijających się, dokonane na podstawie obserwacji zjawisk gospodarczych i przeprowadzonej na ich bazie analizy przyczynowo-skutkowej.

## 1. Istota aktywów rezerwowych

Napływ walut obcych do kraju, pochodzących w głównej mierze z wpływów z eksportu oraz z zagranicznych inwestycji, powoduje wzrost ilości walut obcych w krajowym systemie bankowym. Banki wymieniają nadmiar walut obcych w banku centralnym na złotówki (na walutę krajową) – bank centralny pełni bowiem rolę banku wszystkich banków, gromadząc w ten sposób zasoby walut obcych, które stanowią jednocześnie ekwiwalent wprowadzonych do obiegu złotych. Z czysto praktycznego i ekonomicznego powodu nie są one jednak przechowywane na rachunkach czy w kasach banku centralnego, ale bezpiecznie inwestowane. Z tego względu określa się je szerszym pojęciem aktywów rezerwowych kraju.

Zgodnie z obowiązującą także w Polsce (z racji członkostwa) definicją Międzynarodowego Funduszu Walutowego aktywa rezerwowe to łatwo rozporządzalne, płynne aktywa zagraniczne, znajdujące się w posiadaniu banku centralnego i kontrolowane przez niego<sup>1</sup>. MFW zalicza do nich:

- a) rezerwy dewizowe (walutowe):
  - papiery wartościowe,
  - lokaty,
  - gotówkę,
- b) SDR,
- c) pozycję rezerwową w MFW,
- d) złoto,
- e) inne aktywa rezerwowe (np. finansowe instrumenty pochodne i inne instrumenty o wysokim stopniu płynności)<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> *Balance of Payments and International Investment Position Manual*, Sixth Edition (BPM6), International Monetary Fund, Washington 2009, § 6.64.

<sup>2</sup> *Plan działalności Narodowego Banku Polskiego na lata 2013-2015*, Narodowy Bank Polski, Warszawa 2012, s. 7.

## 2. Znaczenie aktywów rezerwowych kraju

Oficjalne aktywa rezerwowe kraju stanowią niezwykle ważny element bezpieczeństwa finansowego gospodarek, ponieważ:

- warunkują zapewnienie ciągłości importu (np. surowców, bez których nie da się dziś funkcjonować),
- dają siłę nabywczą na zagranicznych rynkach, umożliwiając ekspansję gospodarczą na zagraniczne rynki,
- pozwalają na spłatę i obsługę zagranicznych zobowiązań,
- wpływają na zdolność kredytową krajowych podmiotów gospodarczych w oczach zagranicznych inwestorów, czyli na poziom kosztu kapitału i łatwość zaciągania zagranicznych zobowiązań,
- stanowią zabezpieczenie kapitału zagranicznego ulokowanego w kraju, zwłaszcza bardziej ruchliwego kapitału portfelowego,
- warunkują dalszy napływ kapitału zagranicznego, a więc determinują możliwości rozwojowe gospodarki krajowej w kolejnych okresach,
- zmniejszają ryzyko ataków spekulacyjnych na walutę danego kraju, przez co wpływają na stabilność jego waluty, a tym samym całej gospodarki,
- umożliwiają prowadzenie interwencji kursowych – pozwalają doraźnie osłabić lub umocnić własną walutę bądź w dłuższym okresie czasu ją stabilizować,
- mogą być wykorzystane w celu wsparcia stabilności rynku finansowego czy krajowego sektora bankowego<sup>3</sup>,
- stanowią zabezpieczenie wyemitowanych pod nie złotówek – jako ich ekwiwalent.

Aktywa rezerwowe stanowią więc zabezpieczenie finansowe kraju przed zjawiskami kryzysowymi, decydują o jego wypłacalności w skali międzynarodowej, a więc o stabilności zewnętrznej całej gospodarki.

## 3. Zmiany poziomu rezerw dewizowych

Przyrost rezerw dewizowych powoduje poprawę wiarygodności gospodarki poprzez wzrost jej wypłacalności zewnętrznej i większe zabezpieczenie przed zjawiskami kryzysowymi. Należy jednak pamiętać, że dodatnie saldo w przepływach dewizowych, gdy więcej walut obcych napływa do kraju, niż z niego wypływa, powodując wzrost ilości dewiz w kraju, oznacza wzrost ilości pieniądza w gospodarce, z konsekwencjami w postaci większej presji inflacyjnej i konieczności prowadzenia bardziej restrykcyjnej polityki pieniężnej, co musi skutkować

<sup>3</sup> Ibidem.

wolniejszym tempem rozwoju gospodarczego, a przez to wyższym poziomem bezrobocia i niższym poziomem zamożności.

Spadek ilości rezerw walutowych oznacza z kolei obniżenie wiarygodności gospodarki, co działa odstrasżająco przynajmniej na część potencjalnych nowych inwestorów oraz tych już obecnych, w skrajnym przypadku prowadząc do ucieczki kapitału portfelowego z kraju. Brak dopływu kolejnych kapitałów do gospodarki i/lub ucieczka kapitału już zainwestowanego będzie skutkować wzrostem kosztu kapitału w kraju, a w konsekwencji zmniejszeniem inwestycji i wzrostu gospodarczego. Masowe wyrzucanie pieniądza krajowego na rynek i uszczuplanie zasobów walut obcych w gospodarce musi też powodować skokową deprecjację waluty krajowej i silną presję inflacyjną. W sytuacji zagrożenia wypłacalnością, przy jednoczesnym wysokim poziomie ulokowanego ruchliwego kapitału w kraju, panika może doprowadzić do obniżenia poziomu dewiz w kraju do zera, czyli do jego zewnętrznej niewypłacalności – bankructwa gospodarki (a wcześniej do załamania się kursu walutowego). I nie jest to tylko teoria – fala kryzysów walutowych przetoczyła się np. w 1997 r. przez dalekowschodnią Azję (Tajlandia, Malezja, Filipiny, Indonezja, Korea Płd.), rok później bankructwo ogłosiła Rosja, w 2001 r. Argentyna, a jesienią 2008 r. niewypłacalna zewnętrznie okazała się Islandia – kraj, który wcześniej należał do państw o najwyższym poziomie dochodów na mieszkańca. A to zaledwie kilka świeższych i głośniejszych przykładów. Polska zewnętrzną niewypłacalność ogłosiła pod koniec lat 80. XX w.

#### **4. Zagrożenia związane z wysokim poziomem aktywów rezerwowych**

W gospodarce zawsze jest druga strona medalu. Zbyt niskie rezerwy dewizowe oznaczają złą sytuację, ale zbyt wysokie też powodują problemy. Do zagrożeń związanych z wysokim (lub dodatkowo rosnącym) poziomem aktywów rezerwowych należy zaliczyć:

- koszt utraconych korzyści – niską dochodowość wielomiliardowych aktywów jako efekt wysokiego stopnia bezpieczeństwa i płynnego charakteru inwestycji rezerw,
- presję inflacyjną w sytuacji dalszego wzrostu poziomu rezerw, co wymusza albo utrzymywanie wyższych niż można stóp procentowych w gospodarce (ograniczając jej możliwości rozwojowe), albo przeprowadzenie kosztownych operacji sterylizacji rynku,
- ograniczenie efektywności mechanizmu transmisyjnego, a więc skuteczności polityki pieniężnej,
- ryzyko kursowe – ryzyko spadku wartości aktywów rezerwowych w sytuacji niekorzystnych dla kraju zmian relacji kursowych pomiędzy walutami rezer-



wowymi (lub radykalnego spadku cen złota w przypadku krajów o ich wysokim poziomie),

- ryzyko uzależnienia gospodarczego od polityki i koniunktury w krajach posiadających waluty międzynarodowe,

- inercję przyzwyczajęń – ryzyko utraty wiarygodności gospodarki (z wieloma konsekwencjami) w sytuacji podjęcia decyzji o świadomym obniżeniu wysokości aktywów rezerwowych w kraju lub o istotnym ograniczeniu tempa akumulacji dalszych rezerw – w wyniku przyzwyczajania się rynków międzynarodowych do *status quo*,

- pokusę polityczną – ryzyko wykorzystania części rezerw walutowych do ekspansji fiskalnej w kraju, co spowodowałoby spadek wiarygodności gospodarki i presję inflacyjną,

- w skali globalnej rosnącą nierównowagę w zakresie alokacji aktywów rezerwowych, która może doprowadzić do kolejnego kryzysu finansowego.

## 5. Aktywa rezerwowe a rezerwy dewizowe

Rezerwy dewizowe obejmują głównie papiery wartościowe, a także lokaty i gotówkę. Jest to ta część oficjalnych aktywów rezerwowych, która stanowi przedmiot aktywnej polityki inwestycyjnej. W Polsce polityka ta jest obecnie realizowana przez NBP na podstawie przyjętej w październiku 2007 r. przez zarząd NBP Długoterminowej strategii zarządzania rezerwami dewizowymi<sup>4</sup>, która jeszcze w 2013 r. ma być zoptymalizowana w wyniku działań zaplanowanych na najbliższe lata, zdefiniowanych w Planie działalności Narodowego Banku Polskiego na lata 2013-2015<sup>5</sup>. To właśnie w odniesieniu do rezerw dewizowych podejmuje się m.in. decyzje co do ich struktury walutowej, typów instrumentów, terminowości czy kontrahentów, przy założonym akceptowalnym poziomie ryzyka.

Pozostałe składowe oficjalnych aktywów rezerwowych, czyli złoto, SDR i tranza rezerwowa w MFW, stanowią raczej ich trwałe elementy.

### Złoto

Historyczne uwarunkowania tłumaczą przywiązanie do złota, które w swych aktywach rezerwowych posiada większość krajów na świecie (tabela 1). Ograniczona ilość tego kruszcu nadaje mu wysoką wartość, a jednocześnie uniemożliwia bardziej aktywne operacje złotem.

---

<sup>4</sup> Długoterminowa strategia zarządzania rezerwami dewizowymi, Narodowy Bank Polski, Warszawa, październik 2007.

<sup>5</sup> Plan działalności..., s. 21-24.

Tabela 1. Najwięksi publiczni posiadacze zasobów złota  
(stan na koniec grudnia lub listopada 2012 r.)

Kraj	Ilość (w tonach)	Procent
USA	8 133,5	25,7
Niemcy	3 391,3	10,7
MFW	2 814,0	8,9
Włochy	2 451,8	7,8
Francja	2 435,4	7,7
Chiny	1 054,1	3,3
Szwajcaria	1 040,1	3,3
Rosja	957,8	3,0
Japonia	765,2	2,4
Holandia	612,5	1,9
Indie	557,7	1,8
EBC	502,1	1,6
Tajwan	423,6	1,3
Portugalia	382,5	1,2
Wenezuela	365,8	1,2
Turcja	359,6	1,1
Arabia Saudyjska	322,9	1,0
Wielka Brytania	310,3	1,0
Liban	286,8	0,9
Hiszpania	281,6	0,9
Austria	280,0	0,9
Belgia	227,5	0,7
Filipiny	192,7	0,6
Algieria	173,6	0,5
Tajlandia	152,4	0,5
Singapur	127,4	0,4
Szwecja	125,7	0,4
RPA	125,1	0,4
Meksyk	124,5	0,4
Libia	116,6	0,4
BIS	116,0	0,4
Kazachstan	115,3	0,4
Grecja	111,9	0,4
Rumunia	103,7	0,3
Polska	102,9	0,3
Suma	31 597,6	100,0

Źródło: *World Official Gold Holdings. International Financial Statistics*, World Gold Council, luty 2013, [https://www.gold.org/government\\_affairs/gold\\_reserves/](https://www.gold.org/government_affairs/gold_reserves/) [11.03.2013].

Największe na świecie zasoby złota mają USA. System Rezerwy Federalnej posiada 8,1 tys. ton złota, które przy obecnych bardzo wysokich cenach tego kruszcu (wykres 1) są warte ok. 400 mld USD. Duże ilości złota posiadają też banki centralne Niemiec (3,4 tys. ton) oraz Włoch i Francji (ok 2,4 tys. ton). W gronie największych posiadaczy złota są także banki centralne Chin, Szwajcarii, Rosji, Japonii czy Holandii (tabela 1). Narodowy Bank Polski posiada w swych aktywach rezerwowych 102,9 tony złota (warte obecnie prawie 5,3 mld USD).

Wykres 1. Cena złota na rynku spot w ciągu minionych 20 lat (w USD za uncję)



Źródło: *Spot Gold Price, 20 Year Gold Price in USD/oz*, GoldPrice.org, 12.03.2013, <http://www.goldprice.org/spot-gold.html> [12.03.2013].

Trzecim co do wielkości posiadaczem złota na świecie jest Międzynarodowy Fundusz Walutowy. Mimo sprzedaży ok. 400 ton złota w ciągu minionych 3 lat<sup>6</sup>, w jego zasobach znajduje się wciąż ponad 2,8 tys. ton tego kruszcu. Wśród największych publicznych posiadaczy złota znajduje się także Europejski Bank Centralny, czyli bank strefy euro, obejmującej obecnie 17 krajów UE. Jego zasoby to jednak „tylko” 502,1 tony.

Obecnie cena złota jest bardzo wysoka, ponieważ została wywindowana przez kryzys i zapewne nie utrzyma się na takim poziomie przez dłuższy czas. Dlatego już wcześniej najwięksi posiadacze zasobów złota zaczęli zabiegać o podtrzyma-

<sup>6</sup> *Gold in the IMF*, Factsheet, International Monetary Fund, Washington, sierpień 2012, s. 3.

nie wartości tego kruszcu i stabilizację jego cen. Od 1999 r. największe banki centralne na świecie (głównie strefy euro) zawierają raz na 5 lat nieformalne porozumienie o ograniczeniu rocznej ilości sprzedaży złota, by zapobiec spadkowi jego wartości (Central Bank Gold Agreement). Pierwsze porozumienie obowiązujące w latach 2000-2004 oraz obecne na lata 2010-2014 nałożyły roczny limit sprzedaży na poziomie 400 ton rocznie, w drugim porozumieniu w latach 2005-2009 obowiązywał wyższy limit wynoszący 500 ton rocznie<sup>7</sup>.

Specjalne Prawa Ciągnięcia (*Special Drawing Rights* – SDR) i pozycja rezerwowa w MFW to wymierne korzyści z członkostwa w Międzynarodowym Funduszu Walutowym. Są to bezwarunkowe instrumenty, dające natychmiastowy dostęp do walut międzynarodowych w kwotach równych odpowiednio ilości posiadanych SDR i wysokości posiadanej transzy rezerwowej. Dlatego są one traktowane jako aktywa rezerwowe o wysokim stopniu zbywalności i z taką myślą zostały stworzone – by poprawić zewnętrzną płynność gospodarek. Oba instrumenty przydzielane są przez MFW adekwatnie do opłaconego udziału w kapitale zakładowym.

### Special Drawing Rights – SDR

SDR można trzymać i wliczać do aktywów rezerwowych, sprzedać innemu krajowi bądź wymienić na inne waluty. Wymiana ta jest nazywana ciągnięciem SDR, czyli czasową zamianą SDR na waluty międzynarodowe, niejako pod ich zastaw. Krajowi, który użyczył walut obcych w zamian za SDR, dopisuje się dodatkową porcję SDR w jego aktywach rezerwowych, podczas gdy pożyczkobiorcy – pomniejsza się. Po umówionym czasie, gdy nastąpi zwrot walut obcych, ich ekwiwalent w SDR znów zostanie dopisany do aktywów rezerwowych pożyczkobiorcy (a odjęty pożyczkodawcy). Ciągnięcie SDR jest więc formą pożyczki, od której naliczane są odsetki (*the SDR interest rate*). Oprocentowanie to jest wyznaczane raz w tygodniu jako średnia ważona trzymiesięcznych stóp procentowych pożyczek rynku pieniężnego w czterech walutach tworzących koszyk SDR: USD, JPY, EUR i GBP<sup>8</sup>. Odsetki płacone są przez kraj-pożyczkobiorcę od niedoboru SDR w stosunku do pierwotnej kwoty alokacji SDR. Kraj-pożyczkodawca otrzymuje z kolei odsetki za użyczenie walut obcych – od nadwyżki posiadanych

<sup>7</sup> *The first Central Bank Gold Agreement (CBGA1)*, przyjęty 26.09.1999, obowiązujący od 27.09.1999; *The second Central Bank Gold Agreement (CBGA2)*, przyjęty 8.03.2004, obowiązujący od 27.09.2004; *The third Central Bank Gold Agreement (CBGA3)*, przyjęty 7.08.2009, obowiązujący od 27.09.2009.

<sup>8</sup> *SDR Interest Rate Calculation*, International Monetary Fund, 11.03.2013, [http://www.imf.org/external/np/fin/data/sdr\\_ir.aspx](http://www.imf.org/external/np/fin/data/sdr_ir.aspx) [11.03.2013].



## Transza rezerwowa w MFW

Każdy kraj członkowski wnosi do MFW swój wkład. Jego wysokość jest uzależniona m.in. od wielkości PKB kraju, wysokości aktywów rezerwowych i sytuacji w bilansie płatniczym (poziomu przepływów międzynarodowych). Wielkość kwoty udziałowej determinuje dalej wysokość potencjalnego wsparcia ze strony MFW. Kwota udziałowa wpłacana jest obecnie w 25% w walutach międzynarodowych i/lub SDR, a pozostała część w walucie narodowej. Całość kwoty jest wyrażona w SDR. Ekwiwalentem wpłaconych do MFW dewiz jest należność ze strony MFW, odpowiadająca ilości wpłaconych do MFW walut obcych. Należność ta ma charakter bezwarunkowy i jest wymagalna na żądanie w razie problemów w bilansie płatniczym kraju, dlatego cechuje się wysokim stopniem płynności i jest powszechnie wliczana do aktywów rezerwowych krajów. Jest to tzw. transza rezerwowa w MFW (pozycja rezerwowa). Jej wartość w przypadku Polski wynosiła na koniec lutego 2013 r. prawie 1,4 mld USD (tabela 2).

Tabela 2. Struktura aktywów rezerwowych w Polsce  
(stan na koniec lutego 2013 r.)

Aktywa rezerwowe	Wysokość (w mln USD)
Złoto monetarne	5 264,5
SDR	1 593,7
Transza rezerwowa w MFW	1 357,1
Foreign exchange	95 157,1
Inne należności w walutach wymiennalnych	3 718,8
Suma	107 091,2

Źródło: *Statystyka bilansu płatniczego. Oficjalne aktywa rezerwowe. Stan oficjalnych aktywów rezerwowych*, Narodowy Bank Polski, [http://nbp.pl/home.aspx?f=/statystyka/aktywa\\_rezerwowe.html](http://nbp.pl/home.aspx?f=/statystyka/aktywa_rezerwowe.html) [11.03.2013].

Do 1 kwietnia 1978 r. 1/4 kwoty, zamiast w SDR i/lub w walutach międzynarodowych, wpłacano w złocie (stąd też określenie „złota transza”)<sup>11</sup>. Obecna wielkość transzy rezerwowej nie stanowi już pierwotnych 25% kwoty udziałowej wskutek rozliczeń w ramach MFW. Transza rezerwowa kraju wzrasta bowiem, gdy MFW pożycza jego walutę innemu państwu, i analogicznie maleje, gdy inne państwo spłaca zobowiązanie w tej walucie. Ponadto transza rezerwowa (poza niewielką jej częścią) jest oprocentowana (według stopy – *remuneration rate*). Jej wysokość jest obecnie równa stopie oprocentowania nadwyżki i niedoborów SDR i wynosi 0,09% (por. jej poziom w latach 2012-2013 na wykresie 1). MFW wypłaca odsetki z tego tytułu raz na kwartał. Zgodnie z II poprawką do Statutu

<sup>11</sup> *Second Amendment of Articles of Agreement*, International Monetary Fund, przyjęty 31.05.1968; obowiązujący od 1.04.1978.

MFW wartość odpowiadająca 1/4 kwoty udziałowej z dnia 1 kwietnia 1978 r. pozostaje nieoprocenowana. Jest to pozostałość po złotej transzy, która nigdy nie była oprocentowana. Nieoprocenowana część transzy rezerwowej to stała nominalna kwota, której udział w całościowej kwocie udziałowej wraz ze znacznym ich wzrostem od lat 70. XX w. jest dziś znacznie mniejszy niż pierwotne 25% i sukcesywnie się obniża<sup>12</sup>. Na koniec kwietnia 2008 r. nieoprocenowana część transzy rezerwowej wynosiła średnio jedynie 3,7% kwoty udziałowej<sup>13</sup>.

W razie konieczności kraj może być zmuszony do zwiększenia transzy rezerwowej (nawet do 100% kwoty udziałowej), czyli do wpłaty większej ilości walut międzynarodowych.

## Zakończenie

Rezerwy walutowe odgrywają ważną rolę w dzisiejszym zglobalizowanym świecie o ogromnych powiązaniach finansowych, liczonych w setkach bilionów wirtualnych dolarów – wirtualnych, gdyż będących w głównej mierze wytworem transakcji pochodnych. Nie dziwi więc to, że nawet najbogatsze gospodarki świata starają się zabezpieczać na wypadek kryzysów, utrzymując ogromne zasoby złota. Niejednokrotnie bowiem w swej historii okres znacznego spadku zaufania (słabości) przeżywał dolar amerykański, młoda strefa euro przechodzi swój wprawdzie pierwszy, ale na pewno nie ostatni kryzys (o ile przetrwa obecny), a Japonia i Wielka Brytania dla ratowania swych gospodarek nadrukowały ostatnio setki miliardów dolarów pieniędzy bez pokrycia (równowartość tych kwot w swoich walutach). Nie udało się to nawet Szwajcarii, uchodzącej dotąd za wzór wiarygodnej polityki pieniężnej – ogromny wzrost zainteresowania frankiem przy okazji obecnego kryzysu spowodował wprawdzie problem wyjątkowo silnej presji aprecjacyjnej i dynamicznego wzrostu rezerw dewizowych Szwajcarii, w efekcie jednak przełożył się także na drukowanie setek miliardów pieniędzy bez pokrycia. Zatem nawet najsilniejsze gospodarki starają się zabezpieczyć w dzisiejszym świecie skazanym na coraz częstsze bańki spekulacyjne

Mimo to gospodarki rozwijające się postrzegają problem aktywów rezerwowych znacznie poważniej – jako być albo nie być w walce o dostęp do zagranicznych rynków, a przede wszystkim do zagranicznego kapitału, bez którego nie ma dziś szans na nadgonienie zaległości, finansowanie rosnących długów (także zagranicznych), ekspansję gospodarczą czy walkę z bezrobociem. Nie dziwi więc, że wszystkie kraje starają się coraz aktywniej i efektywniej zarządzać swoimi ak-

<sup>12</sup> *Financial Organization and Operations of the IMF*, Pamphlet Series No. 45, Sixth Edition, International Monetary Fund, Washington 2001, s. 64-65, 19.

<sup>13</sup> *Annual Report of the Executive Board for the Financial Year Ended April 30, 2008, Appendix VI: Financial Statements*, International Monetary Fund, Washington 2008, s. 9.

tywami rezerwowymi, by spełniały one swą zabezpieczającą i stabilizującą funkcję, oczekując jednocześnie, by przynosiły odpowiednie zyski – na miarę rosnących potrzeb finansowych wszystkich gospodarek na świecie. Wraz z rozwojem rynków finansowych i ewolucji świata gospodarczego podniósł się dziś poziom akceptowalnego ryzyka, co przy niezwykle bogatym zakresie przede wszystkim pochodnych instrumentów finansowych daje ogromne możliwości osiągnięcia wyższej dochodowości z inwestowania rezerw przy nadal relatywnie wysokim poziomie ich bezpieczeństwa. A jest o co walczyć – aktywa rezerwowe na świecie na koniec 2011 r. wynosiły prawie 11,9 bln USD<sup>14</sup>. Zatem dodatkowy punkt procentowy dochodowości to aż 120 mld USD rocznie więcej w publicznych kasach.

## Literatura

- Annual Report of the Executive Board for the Financial Year Ended April 30, 2008, Appendix VI: Financial Statements*, International Monetary Fund, Washington 2008.
- Articles of Agreement of the International Monetary Fund*, art. XXIV, przyjęty przez United Nations Monetary and Financial Conference, International Monetary Fund, Bretton Woods, New Hampshire, 22.07.1944, obowiązujący od 27.12.1945.
- Balance of Payments and International Investment Position Manual*, Sixth Edition (BPM6), International Monetary Fund, Washington 2009.
- Długoterminowa strategia zarządzania rezerwami dewizowymi*, Narodowy Bank Polski, Warszawa, październik 2007.
- Financial Organization and Operations of the IMF*, Pamphlet Series nr 45, Sixth Edition, International Monetary Fund, Washington 2001.
- Gold in the IMF*, Factsheet, International Monetary Fund, Washington, sierpień 2012.
- Questions and Answers, Special Drawing Right (SDR) Allocations*, International Monetary Fund, 11.02.2010.
- Plan działalności Narodowego Banku Polskiego na lata 2013-2015*, Narodowy Bank Polski, Warszawa 2012.
- SDR Interest Rate Calculation*, International Monetary Fund, 11.03.2013, [http://www.imf.org/external/np/fin/data/sdr\\_ir.aspx](http://www.imf.org/external/np/fin/data/sdr_ir.aspx) [11.03.2013].
- SDR Interest Rate Calculation. SDR interest rate history*, International Monetary Fund, 11.03.2013, [http://www.imf.org/external/np/fin/data/sdr\\_ir.aspx](http://www.imf.org/external/np/fin/data/sdr_ir.aspx) [11.03.2013].
- Second Amendment of Articles of Agreement*, International Monetary Fund, przyjęty 31.05.1968, obowiązujący od 1.04.1978.
- Spot Gold Price, 20 Year Gold Price in USD/oz*, GoldPrice.org, 12.03.2013, <http://www.goldprice.org/spot-gold.html> [12.03.2013].
- Statystyka bilansu płatniczego. Oficjalne aktywa rezerwowe. Stan oficjalnych aktywów rezerwowych*, Narodowy Bank Polski, [http://nbp.pl/home.aspx?f=/statystyka/aktywa\\_rezerwowe.html](http://nbp.pl/home.aspx?f=/statystyka/aktywa_rezerwowe.html) [11.03.2013].
- The first Central Bank Gold Agreement (CBGA1)*, przyjęty 26.09.1999, obowiązujący od 27.09.1999.
- The second Central Bank Gold Agreement (CBGA2)*, przyjęty 8.03.2004, obowiązujący od 27.09.2004.
- The third Central Bank Gold Agreement (CBGA3)*, przyjęty 7.08.2009, obowiązujący od 27.09.2009.

<sup>14</sup> *World Development Indicators*, World Bank, World Databank, <http://databank.worldbank.org/ddp/home.do?Step=3&id=4> [11.03.2013].



---

*World Development Indicators*, World Bank, World Databank, <http://databank.worldbank.org/ddp/home.do?Step=3&id=4> [11.03.2013].

*World Official Gold Holdings. International Financial Statistics*, World Gold Council, luty 2013, [https://www.gold.org/government\\_affairs/gold\\_reserves/](https://www.gold.org/government_affairs/gold_reserves/) [11.03.2013].

## **The role of official international reserve assets in developing economies**

**Summary.** The official reserve assets are international currencies held by monetary authorities. Having them or having an easy access to them is a condition of economic growth nowadays. International reserves play a particular role in developing countries, which are highly dependent on international capital flows, on imported goods and have frequently a large amount of foreign debt. The accumulation of foreign exchange reserves may generate a self-insurance mechanism in case of crisis; it also establishes external solvency of the economy and its external stability.

**Key words:** official reserve assets, external solvency of the economy, stability and credibility, developing countries, currency crisis, international currencies, gold, SDR

