

Zeszyty Naukowe  
Wyższej Szkoły Bankowej we Wrocławiu  
Nr 6(44)/2014

---

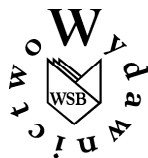
**Rozwój gospodarczy  
w świetle ekonomii behawioralnej**

The Wrocław School of Banking  
Research Journal  
No. 6(44)/2014

---

# Economic Development in the Light of Behavioral Economics

volume editor  
Marian Noga



The Poznań School of Banking Press

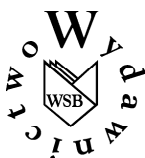
Wrocław 2014

Zeszyty Naukowe  
Wyższej Szkoły Bankowej we Wrocławiu  
Nr 6(44)/2014

---

# Rozwój gospodarczy w świetle ekonomii behawioralnej

redaktor naukowy  
Marian Noga



Wydawnictwo  
Wyższej Szkoły Bankowej w Poznaniu  
Wrocław 2014

Rada naukowa / Research Council

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

Członkowie / Members: *dr hab. Barbara A. Despiny-Zochowska (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 Łobos,  
prof. dr hab. Stanisław Styś, prof. nadzw. dr hab. Jacek Unold*

Czasopismo recenzowane według standardów Ministerstwa Nauki i Szkolnictwa Wyższego.

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 Wyższego z dnia 17.12.2013 r. (wykaz „B”, pozycja 2588, liczba punktów: 6).  
Czasopismo jest również zarejestrowane w bazie IC Journal Master List (ICV 2012: 5.58).

Czasopismo jest indeksowane przez / This Journal is indexed by:

The Central European Journal of Social Sciences and Humanities, <http://cejsh.icm.edu.pl>; BazEkon <http://bazekon.icm.edu.pl>

Dostęp on-line do „Zeszytów Naukowych Wyższej Szkoły Bankowej we Wrocławiu” / Online access to “The Wrocław  
School of Banking Research Journal” at: <http://wsb.pl/bibliotekacyfrowa>

Redaktor naczelny czasopisma / Editor-in-chief

*prof. nadzw. dr hab. Johannes Platje, Wyższa Szkoła Bankowa we Wrocławiu*

Redaktor tematyczny tomu / Theme editor of volume

*prof. 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 Tomasz Rólczyński, phone: +48 71 376 23 43, mobile: +48 600 290 792, e-mail: [redakcja@wsb.wroclaw.pl](mailto:redakcja@wsb.wroclaw.pl)*

Weryfikacja streszczeń w języku angielskim / Summaries reviews in English by

*Tomasz Górski*

Redaktor prowadzący / Text editor

*Elżbieta Turzyńska*

Redakcja i korekta / Editing and proofreading

*Wojciech Nowakowski*

Skład i łamanie / Typesetting

*Maciej Torz, [www.munda.pl](http://www.munda.pl)*

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, 2014

ISSN 1643-7772

WYDAWNICTWO WYŻSZEJ SZKOŁY BANKOWEJ W POZNANIU

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 / Printed and bound by: Zakład Poligraficzny Moś i Luczak, Poznań

**Magdalena Redo**

Uniwersytet Mikołaja Kopernika

## **Rezerwy dewizowe na świecie – analiza i ocena poziomu, dynamiki i struktury w latach 1995-2012**

**Streszczenie.** Celem opracowania jest analiza i ocena poziomu oraz struktury geograficznej i walutowej rezerw dewizowych na świecie oraz zmian, jakie zaszły w tym obszarze w latach 1995-2012. Dynamiczny przyrost rezerw walutowych w ciągu minionej dekady dalece skoncentrowany w wąskiej grupie gospodarek, aktywów i walut stworzył potencjalną kolejną bańkę spekulacyjną oraz wyjątkowo silną broń finansowo-gospodarczą i polityczną. Ewentualne zmiany zasad strategii zarządzania rezerwami dewizowymi przez ich największych posiadaczy stanowią poważne zagrożenie dla stabilności międzynarodowego systemu walutowego, rynków finansowych, wypłacalności gospodarek, a więc funkcjonowania całej gospodarki światowej.

**Słowa kluczowe:** rezerwy dewizowe, globalne nierównowagi, strategia zarządzania rezerwami dewizowymi, państwowe fundusze majątkowe

### **Wstęp**

Wraz z rozwojem rynków finansowych i wzrostem przepływów kapitałowych na świecie rosną też rezerwy dewizowe akumulowane przez beneficjentów tych przepływów. Według statystyk zgromadzonych przez Międzynarodowy Fundusz Walutowy na koniec września 2013 r. wynosiły one 11,4 bln USD. Szczególnie dynamiczny przyrost rezerw rozpoczął się z początkiem minionej dekady. O ile w latach 90. XX w. rezerwy dewizowe na świecie wzrosły dwuipółkrotnie

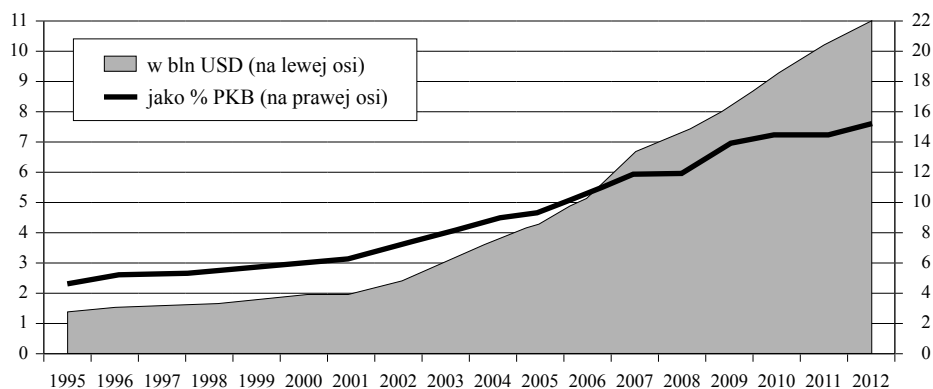
(o 151% z poziomu 593,8 mld SDR<sup>1</sup> na koniec 1990 r. do 1491 mld SDR na koniec 2000 r.), to w następnej dekadzie wzrost ten był już czterokrotny (o 303% z poziomu 1491 mld SDR do 6015,9 mld SDR). Tak więc od końca 1990 r. do pierwszego kwartału 2013 r. rezerwy dewizowe na świecie powiększyły się dwunastoipółkrotnie – z poziomu niespełna 0,6 bln SDR do 7,4 bln SDR (tabela 1).

Tabela 1. Rezerwy dewizowe na świecie (stan na koniec okresu w mld SDR lub zmiana procentowa w danym okresie)

1990 w mld SDR	2000 w mld SDR	2010 w mld SDR	I kw. 2013 w mld SDR	Zmiana 2000/1990	Zmiana 2010/2000	Zmiana 2010/1990	Zmiana I kw. 2013/1990
593,8	1491,0	6015,9	7393,1	151%	303%	913%	1145%

Źródło: obliczenia własne na podstawie: International Monetary Fund, *Annual Report 2013: Promoting a More Secure and Stable Global Economy*, October 2013, International Monetary Fund, *Annual Report 2006: Making the Global Economy Work for All*, September 14, 2006, International Monetary Fund, *Annual Report of the Executive Board for the Financial Year Ended April 30, 1996*, Washington 1996.

Znajduje to odzwierciedlenie także w relatywnym wzroście poziomu rezerw dewizowych w odniesieniu do PKB gospodarek. O ile jeszcze w 1995 r. rezerwy dewizowe stanowiły 4,6% PKB krajów, to na koniec 2012 r. było to już 15,1% PKB – czyli ponad trzykrotnie więcej (rysunek 1).



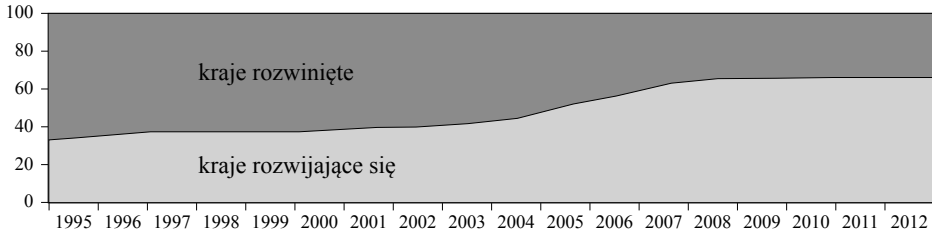
Rysunek 1. Poziom rezerw dewizowych na świecie w latach 1995-2012 (w bln USD oraz jako procent PKB)

Źródło: opracowanie własne na podstawie: The World Bank, *World Development Indicators. World DataBank* [20.02.2014].

To efekt **rosnących wpływów z eksportu**, wskutek m.in. globalizacji i liberalizacji światowego handlu, coraz bardziej konsumpcyjnego stylu życia i łatwiejszej

<sup>1</sup> Kurs SDR oscyluje od lat na poziomie ok. 1,5 USD (np. 21 lutego 2014 r. 1 SDR = 1,54 USD).

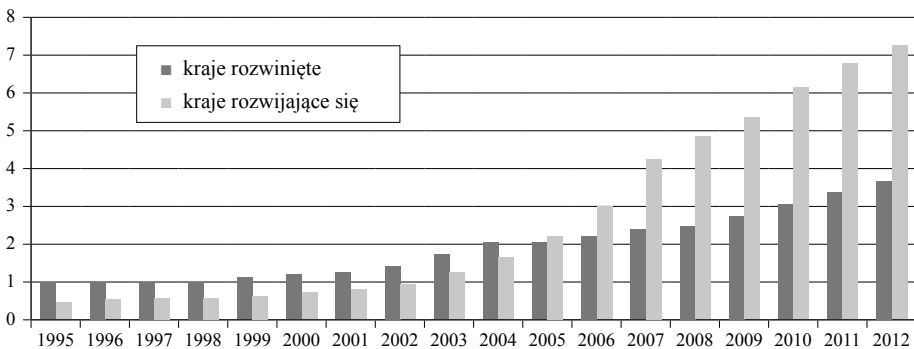
dostępności kredytów oraz **rosnącego napływu zagranicznego kapitału inwestycyjnego**, zwłaszcza do części dynamicznie rozwijających się gospodarek, namnożonego wirtualnie do niewyobrażalnych rozmiarów wskutek eksplozji rozwoju rynków finansowych w ciągu minionego ćwierćwiecza, zmuszonego do ostrzejszej konkurencji, bardziej aktywnego poszukiwania wyższych stóp zwrotu i akceptowania wyższego poziomu ryzyka inwestycyjnego. To właśnie gospodarki rozwijające się są posiadaczami głównej części rezerw dewizowych na świecie – od kilku już lat przypada na nie 2/3 globalnych zasobów rezerw dewizowych (rysunek 2).



Rysunek 2. Udział rezerw dewizowych krajów rozwijających się oraz rozwiniętych w globalnych rezerwach dewizowych w latach 1995-2012 (w %)

Źródło: opracowanie własne na podstawie: International Monetary Fund, *Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves (COFER)*, December 30, 2013 [20.02.2014].

Jednak jeszcze w połowie lat 90. XX w. struktura ta była dokładnie odwrotna. Kraje rozwijające się posiadały wtedy 457 mld USD rezerw dewizowych, co stanowiło 32,9% globalnych zasobów. Dziś kraje rozwijające się dysponują prawie 16-krotnie większą ilością rezerw dewizowych (na koniec 2012 r. było to 7261 mld USD) (rysunek 3).



Rysunek 3. Poziom rezerw dewizowych w krajach rozwijających się oraz rozwiniętych w latach 1995-2012 (w bln USD)

Źródło: opracowanie własne na podstawie: International Monetary Fund, *Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves...* [20.02.2014].

Zasoby rezerw krajów rozwiniętych również powiększały się w minionych latach, jednak ich przyrost nie był aż tak spektakularny. Wzrosły one w analizowanym okresie czterokrotnie – z 932 mld USD w 1995 r. do 3691 mld USD na koniec 2012 r. (por. rysunek 3). Nie jest to absolutnie efektem ich niższej zdolności do akumulacji walut międzynarodowych, a konsekwencją znacznie wyższego poziomu zamożności podmiotów gospodarczych (w szczególności finansowych) i lepiej rozwiniętego rynku finansowego, a więc możliwości absorpcji dużo większej ilości napływającego zagranicznego kapitału przez samą gospodarkę, bez konieczności rozliczania się poprzez bank centralny. Do tego dochodzi jeszcze bez porównania wyższa wiarygodność i stabilność, dająca swobodny dostęp do zagranicznych źródeł finansowania, oraz fakt posiadania przez większość gospodarek rozwiniętych własnej waluty międzynarodowej (którą w ostateczności można zawsze dodrukować, co pokazują działania głównych banków centralnych na świecie w reakcji na kryzys z 2008 r.). Nie muszą więc one gromadzić rezerw dewizowych, by zabezpieczać w ten sposób swoją zewnętrzną wypłacalność.

## 1. Najwięksi posiadacze rezerw dewizowych na świecie

Z uwagi na brak dostępnych długich szeregów czasowych dla wielkości rezerw dewizowych poszczególnych krajów w tej części analizy oparto się na statystykach **szerszej kategorii aktywów rezerwowych**.

Aktywa rezerwowe to ogół aktywów zagranicznych banków centralnych<sup>2</sup>, składający się w głównej mierze z rezerw walutowych (w postaci papierów wartościowych, lokat i gotówki), ale obejmujący także złoto, SDR, pozycję rezerwową w MFW i inne aktywa rezerwowe<sup>3</sup>. Rezerwy dewizowe stanowią dominującą część aktywów rezerwowych w większości krajów na świecie. Na koniec 2012 r. stanowiły one aż 84,8% globalnych aktywów rezerwowych (tabela 2).

W Polsce, z racji niedużych zasobów złota, małej kwoty przyznanych SDR i niskiej transzy rezerwowej w MFW, rezerwy walutowe stanowią jeszcze większą część aktywów rezerwowych NBP – na koniec lutego 2014 r. było to 88,6%<sup>4</sup>. Tak więc jedynie w największych i/lub najbogatszych krajach (posiadających

<sup>2</sup> International Monetary Fund, *Balance of Payments and International Investment Position Manual, Sixth Edition (BPM6)*, Washington 2009, § 6.64.

<sup>3</sup> Narodowy Bank Polski, *Plan działalności Narodowego Banku Polskiego na lata 2013-2015*, Warszawa 2012, s. 7. Por. szerzej M. Redo, *Istota i znaczenie oficjalnych aktywów rezerwowych w gospodarkach rozwijających się*, „Zeszyty Naukowe Wyższej Szkoły Bankowej we Wrocławiu” 2013, nr 37, s. 194, 197.

<sup>4</sup> Obliczenia własne na podstawie: Narodowy Bank Polski, *Statystyka bilansu płatniczego. Oficjalne aktywa rezerwowe. Stan oficjalnych aktywów rezerwowych*, [http://nbp.pl/home.aspx?f=statystyka/aktywa\\_rezerwowe.html](http://nbp.pl/home.aspx?f=statystyka/aktywa_rezerwowe.html) [6.03.2014).



Tabela 2. Struktura aktywów rezerwowych na świecie – stan na koniec grudnia 2012 r. (w mld USD, w mld SDR oraz w %)

	w mld SDR	w mld USD*	w %
Aktywa rezerwowe	8406,6	12 920,3	100,0
w tym: – rezerwy dewizowe	7124,8	10 950,2	84,8
– złoto	986,8	1 516,6	11,7
– SDR i pozycja rezerwowa w MFW	294,7	452,9	3,5

\* obliczenia własne z zastosowaniem kursu konwersji Międzynarodowego Funduszu Walutowego z dnia 28 grudnia 2012 r. 1 SDR = 1,53692 USD (International Monetary Fund, *Exchange Rate Archives by Month. Currency units per SDR* [27.02.2014]).

Źródło: opracowanie własne na podstawie: International Monetary Fund, *Annual Report 2013. Promoting a More Secure and Stable Global Economy. Appendix I International Reserves*, October 2013.

z racji tego duże zasoby SDR<sup>5</sup> i transzę rezerwową), o wysokich jednocześnie zasobach złota, proporcje te wypadają odmiennie. Dla przykładu rezerwy walutowe USA wynosiły na koniec 2012 r. tylko 49,9 mld USD<sup>6</sup>, co stanowiło raptem 8,7% całkowitych aktywów rezerwowych USA (wynoszących 574,3 mld USD). To jednak szczególny wyjątek. Do krajów o mniejszościowym udziale rezerw walutowych w aktywach rezerwowych należą jeszcze tylko Francja, Włochy, Niemcy i Holandia. We wszystkich pozostałych krajach dominacja rezerw dewizowych w strukturze ich aktywów rezerwowych jest bardzo wyraźna<sup>7</sup>.

Do największych posiadaczy rezerw dewizowych na świecie należą wschodzące **gospodarki dalekowschodniej Azji**. Przyspieszenie rozwoju gospodarczego pierwszych azjatyckich tygrysów nastąpiło jeszcze w latach 60. ubiegłego wieku. Do grona szybko rozwijających się gospodarek dołączały w kolejnych dekadach następne kraje – m.in. Chiny, Tajlandia, Malezja, Filipiny, Indonezja, Korea Południowa, Indie. Dynamicznemu rozwojowi gospodarczemu towarzyszył przyrost rezerw walutowych – najsilniejszy, z uwagi na skalę zjawiska, nastąpił w latach 90. XX w. i trwa po dziś dzień. Eksplozja zysków na światowych rynkach finansowych w latach 90. XX w., skutkująca większą konkurencją w poszukiwaniu intratnych możliwości ich ulokowania i wzrostem zainteresowania bardziej ryzykownymi inwestycjami, spowodowała w połączeniu z ogromnymi

<sup>5</sup> Na koniec drugiego kwartału 2013 r. osiem gospodarek – USA, Japonia, Niemcy, Wielka Brytania, Francja, Chiny, Arabia Saudyjska i Włochy – posiadało 52,1% wszystkich SDR, z tego USA prawie 19%. Polskie zasoby SDR stanowią 0,6% łącznych zasobów i plasują Polskę na 35. miejscu wśród ich posiadaczy na świecie (obliczenia własne na podstawie statystyk Joint BIS-IMF-OECD-WB Statistics on External Debt, *SDR holdings*, Joint External Debt Hub [6.03.2014]).

<sup>6</sup> The Federal Reserve, *International Summary Statistics. U.S. Reserve Assets*, December 2013 [www.federalreserve.gov/econresdata/releases/intlsumm/usresvassets20131231.htm](http://www.federalreserve.gov/econresdata/releases/intlsumm/usresvassets20131231.htm) [6.03.2014].

<sup>7</sup> Obliczenia własne na podstawie statystyk The World Bank, *World Development Indicators. World DataBank...* [19.02.2014] oraz Joint BIS-IMF-OECD-WB Statistics on External Debt, *SDR holdings...* [6.03.2014].

Tabela 3. Wielkość aktywów rezerwowych w krajach o ich najwyższym poziomie\*  
(w mld USD oraz jako procent PKB, stan na koniec 2012 r.\*\*)

Kraj		mld USD	% PKB	mld USD bez złota	Kraj		mld USD	% PKB	mld USD bez złota
1.	Chiny	3387,5	41,2	3331,1	23.	W. Brytania	105,2	4,3	88,6
2.	Japonia	1268,1	21,3	1227,1	24.	Dania	89,7	28,5	86,1
3.	Arabia Saud.	673,7	94,8	656,5	25.	Filipiny	83,8	33,5	73,5
4.	USA	574,3	3,5	139,1	26.	Izrael	75,9	29,4	75,9
5.	Rosja	537,8	26,7	486,6	27.	Irak	70,3	33,4	68,7
6.	Szwajcaria	531,3	84,2	475,7	28.	Kanada	68,5	3,8	68,4
7.	Brazylia	373,2	16,6	369,6	29.	Peru	64,2	31,5	62,3
8.	Korea Pd.	327,7	29,0	323,2	30.	Holandia	54,8	7,1	22,1
9.	Hongkong	317,4	120,6	317,3	31.	Liban	52,5	122,3	37,2
10.	Indie	300,4	16,3	270,6	32.	Szwecja	52,2	10,0	45,5
11.	Singapur	265,9	96,8	259,1	33.	Norwegia	51,9	10,4	51,9
12.	Niemcy	248,9	7,3	67,4	34.	RPA	50,7	13,2	44,0
13.	Algieria	200,6	97,5	191,3	35.	Hiszpania	50,6	3,8	35,5
14.	Francja	184,5	7,1	54,2	36.	Australia	49,1	3,2	44,9
15.	Włochy	181,7	9,0	50,5	37.	Nigeria	47,5	18,1	46,4
16.	Tajlandia	181,5	49,6	173,3	38.	ZEA	47,0	13,5	47,0
17.	Meksyk	167,1	14,2	160,4	39.	Rumunia	46,7	24,2	41,2
18.	Malezja	139,7	45,8	137,8	40.	Czechy	44,9	22,8	44,3
19.	Libia	124,6	199,8	118,4	41.	Węgry	44,7	35,9	44,5
20.	Turcja	119,2	15,1	99,9	42.	Argentyna	43,2	9,1	39,9
21.	Indonezja	112,8	12,8	108,8	43.	Chile	41,6	15,4	41,6
22.	Polska	108,9	22,2	103,4	44.	Kolumbia	37,0	10,0	36,4

\* w tabeli uwzględniono kraje o poziomie aktywów rezerwowych powyżej 35 mld USD.

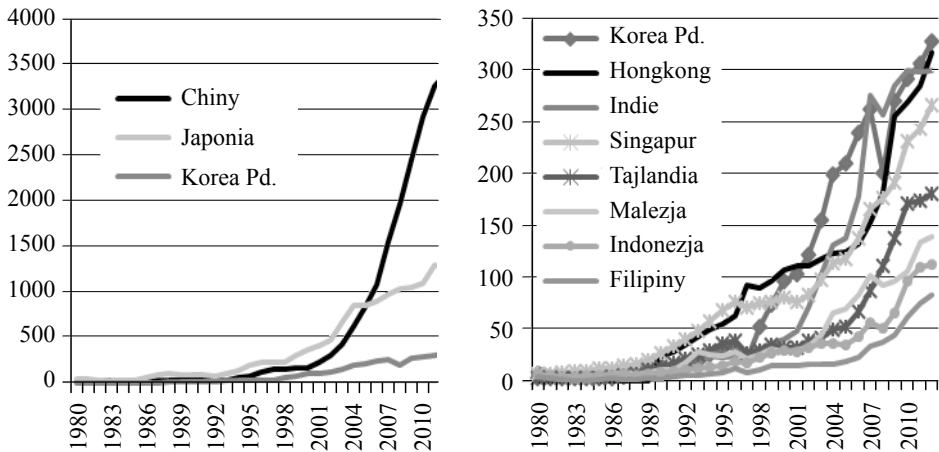
\*\* z uwagi na brak danych dla Izraela i ZEA uwzględniono wielkość PKB z 2011 r., a dla Libii z 2009 r.

Źródło: opracowanie własne na podstawie: The World Bank, *World Development Indicators...* [19.02.2014].

potrzebami finansowymi tych gospodarek i wyjątkowo tanią siłą roboczą przesunięcia wielomiliardowych inwestycji kapitałowych w regiony gospodarek wschodzących i akumulację przez nie wysokich rezerw walutowych (tabela 3).

Bezdiskusyjnie najwyższe aktywa rezerwowe posiadają **Chiny**. Według danych Banku Światowego wynosiły ona na koniec 2012 r. prawie 3,4 bln USD, a więc stanowiły ponad 1/4 globalnych zasobów (26,2% – por. tabela 3 i 2). Drugą

gospodarką z najwyższymi rezerwami jest **Japonia**. Posiada ona 9,8% światowych aktywów rezerwowych (prawie 1,3 bln USD). I choć znaczący przyrost rezerw widać już było w krajach dalekowschodniej Azji w latach 90. XX w., to ich eksplozja nastąpiła w większości z nich dopiero w następnej dekadzie – w Chinach np. dopiero ok. 2004 r., ale w Korei Południowej jeszcze pod koniec lat 90. XX w. (rysunek 4).



Rysunek 4. Poziom aktywów rezerwowych w wybranych krajach dalekowschodniej Azji w latach 1980-2012 (stan na koniec roku w mld USD)

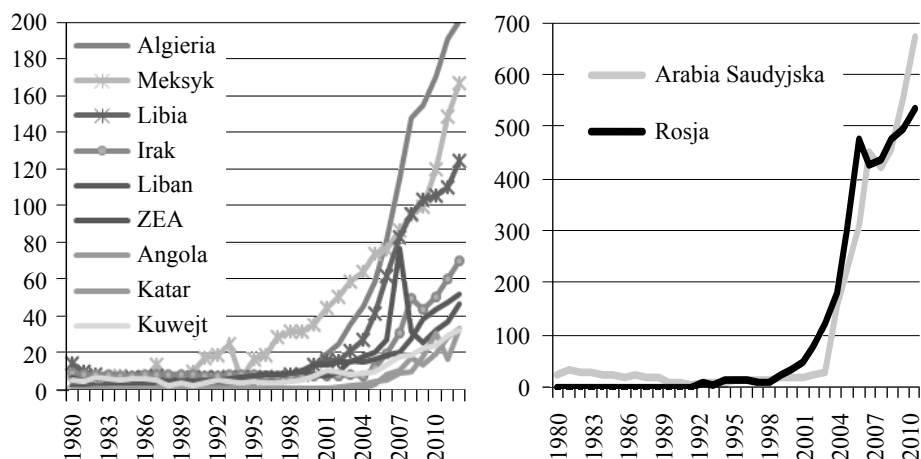
Źródło: opracowanie własne na podstawie: The World Bank, *World Development Indicators...* [27.02.2014].

Dynamika rezerw walutowych w tym regionie na przestrzeni lat 90. XX w. i pierwszej dekady XXI w. była imponująca. Są one tam dziś kilkudziesięciokrotnie wyższe niż w 1990 r. (w Chinach nawet 98-krotnie wyższe, w Indiach 53-krotnie, a na Filipinach 41-krotnie) i osiągnęły zawrotny poziom setek miliardów dolarów, a w wypadku Japonii i Chin – bilionów dolarów<sup>8</sup>.

Na trzecim miejscu wśród największych posiadaczy aktywów rezerwowych na świecie jest **Arabia Saudyjska** z zasobami na poziomie prawie 0,7 bln USD, co stanowi 5,2% globalnych aktywów rezerwowych. Kolejne Stany Zjednoczone, Rosja i Szwajcaria dysponują po ok. 4% globalnych zasobów rezerw, a następne Brazylia, Korea Pd., Hongkong, Indie, Singapur i Niemcy po ok. 3-2%. Polska z aktywami rezerwowymi na poziomie 109 mld USD na koniec 2012 r. uplasowała się na 22. pozycji wśród ich największych nominalnych posiadaczy na świecie (por. tabela 3).

<sup>8</sup> Obliczenia własne na podstawie: The World Bank, *World Development Indicators...* [27.02.2014].

Wśród krajów o najwyższym poziomie rezerw silną grupę stanowią również **kraje naftowe** (por. tabela 3). Rosnące uzależnienie gospodarki światowej od tego surowca i znaczące podniesienie cen ropy w latach 70. XX w. (dwa kryzysy naftowe) przełożyły się na akumulację z dekady na dekadę coraz to większych zasobów petrodolarów. Jednak ich eksplozja nastąpiła dopiero w minionej dekadzie (rysunek 5).

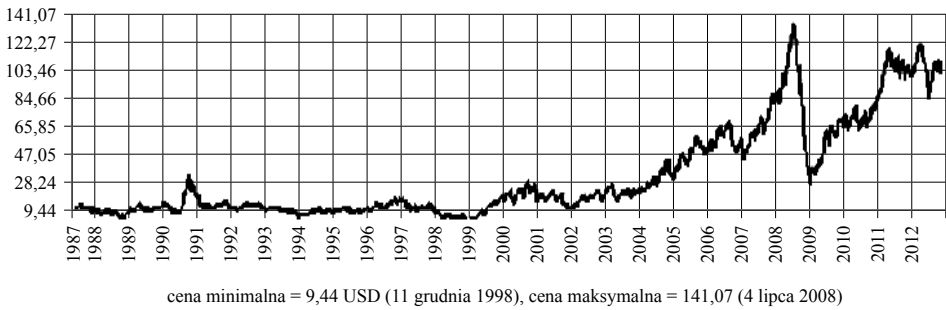


Rysunek 5. Poziom aktywów rezerwowych w wybranych krajach naftowych w latach 1980-2012 (stan na koniec roku w mld USD)

Źródło: opracowanie własne na podstawie: The World Bank, *World Development Indicators...* [27.02.2014].

To efekt bardzo wysokich od kilkunastu lat cen ropy naftowej (rysunek 6). Latem 2008 r., tuż przed wybuchem kryzysu, baryłka ropy kosztowała ponad 140 USD, czyli 15-krotnie więcej niż niespełna dekadę wcześniej. W drugiej połowie 2008 r. nastąpiła wprawdzie mocna korekta cen surowców energetycznych, jednak już od 2009 r. cena ropy systematycznie rosła i od 2011 r. utrzymuje się na dość wysokim poziomie ok. 110 USD za baryłkę. Nic więc dziwnego, że rezerwy walutowe krajów eksporterów ropy naftowej (w ogóle surowców energetycznych) wzrosły od końca lat 90. XX w. kilkunasto-, a nawet kilkudziesięciokrotnie. Aktywa rezerwowe Arabii Saudyjskiej były dla przykładu na koniec 2012 r. 43-krotnie wyższe niż na koniec 1998 r., Rosji 45-krotnie wyższe, Kataru 31-krotnie, Algierii 24-krotnie, Libii 14-krotnie, Iraku 9-krotnie, Kuwejtu 7-krotnie, Libanu 6-krotnie, Zjednoczonych Emiratów Arabskich i Meksyku 5-krotnie wyższe<sup>9</sup>.

<sup>9</sup> Obliczenia własne na podstawie: The World Bank, *World Development Indicators...* [27.02.2014].



Rysunek 6. Cena baryłki ropy Brent w latach 1987-2013 (w USD, na rynku londyńskim)

Źródło: *The Titi Tudorancea Bulletin. Global Edition*, [www.titudorancea.com](http://www.titudorancea.com) [27.02.2014]

Coraz szybszy rozwój gospodarki światowej z biegiem kolejnych lat, a więc jednocześnie coraz większe zapotrzebowanie na surowce energetyczne, potęgowały zyski krajów eksporterów surowców i ich zasoby rezerw walutowych. Jednak nie wszystkie z nich są wykazywane w postaci akumulowanych rezerw walutowych kraju. To zależy od zastosowanych rozwiązań instytucjonalno-prawnych w tym zakresie. Prawie wszystkie kraje z najwyższymi i dynamicznie przyrastającymi zasobami rezerw walutowych utworzyły w minionych latach **państwowe fundusze majątkowe** (Sovereign Wealth Funds – SWFs), którym przekazywana jest w zarządzanie część rezerw walutowych (nadwyżka ponad normalne zapotrzebowanie gospodarki na waluty międzynarodowe), albo które w ogóle gromadzą krajowe wpływy z eksportu surowców. Według szacunków Sovereign Wealth Fund Institute wartość aktywów zarządzanych przez 71 państwowych funduszy majątkowych z całego świata wynosiła na koniec grudnia 2013 r. 6,3 bln USD<sup>10</sup>, czyli stanowiła praktycznie połowę oficjalnych aktywów rezerwowych wszystkich krajów na świecie (48,8%). Co więcej – aż 59% tych środków (3,7 bln USD) to aktywa funduszy z krajów eksporterów surowców energetycznych, a 35% funduszy z krajów dalekowschodniej Azji (2,2 bln USD).

Należałoby więc zastanowić się nad **uwzględnieniem wielkości aktywów tych funduszy w statystykach aktywów rezerwowych krajów** – a przynajmniej ich części denominowanej w walutach obcych. Istotnie różnią się one wprawdzie płynnością inwestycji, ale stanowią mimo wszystko silne zabezpieczenie finansowe – jedenaście największych państwowych funduszy majątkowych zarządza aktywami w setkach miliardów dolarów, a kolejnych dwadzieścia – w dziesiątkach miliardów dolarów. Stopień skomplikowania świata gospodarczego jest dziś bardzo wysoki, a inżynierii finansowej jeszcze wyższy, więc inwestorzy i podmioty gospodarcze poradziłyby sobie bez żadnego problemu z identyfikacją tych mniej płynnych i obciążonych wyższym ryzykiem aktywów w statystykach

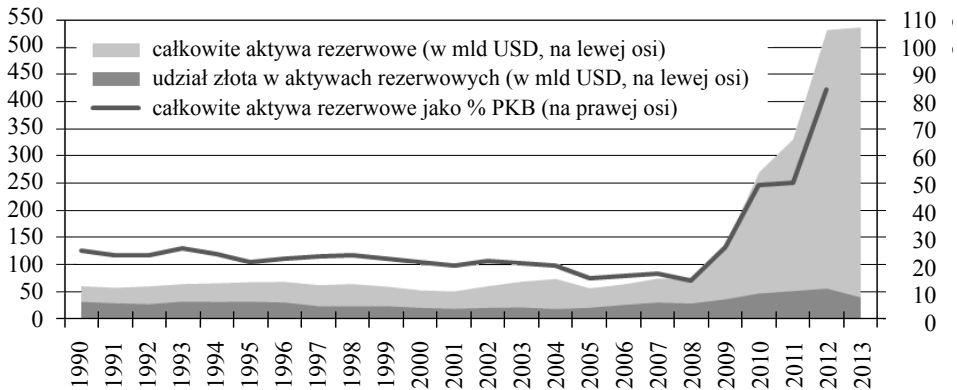
<sup>10</sup> Sovereign Wealth Fund Institute, *Sovereign Wealth Fund Rankings*, February 2014 [28.02.2014].

aktywów rezerwowych poszczególnych gospodarek. Dlatego wydaje się, że powinny one być wykazywane w statystykach aktywów rezerwowych – oczywiście w zupełnie osobnej pozycji, ze stosownymi adnotacjami. Takie ujęcie statystyk aktywów rezerwowych (z racji obowiązku sprawozdawczego na rzecz MFW wynikającego z członkostwa) dałoby pełniejszy obraz faktycznego stanu i struktury posiadania przez poszczególne kraje aktywów zagranicznych, co unaoczniłoby skalę nierównowag i ułatwiłoby bardziej rzetelną kalkulację ryzyk. Zachęcić by to mogło także inne kraje z wysokimi zasobami rezerw walutowych do bardziej aktywnej polityki zarządzania nimi – z korzyścią nie tylko dla swojej gospodarki w postaci wyższej dochodowości inwestycji, ale i dla gospodarki światowej. Pobudziłoby to bowiem rozwój innych segmentów rynku finansowego na świecie, a więc przyczyniłoby się do obniżenia kosztu kapitału i łatwiejszego dostępu do niego. Oczywiście wiązałoby się to zapewne ze wzrostem kosztu finansowania długów publicznych, lecz paradoksalnie wymusiłoby to może wreszcie trudne decyzje polityczne ograniczające ekspansje krajowych polityk gospodarczych, z korzyścią dla przyszłego wzrostu gospodarczego i stabilności gospodarczej.

Takie szersze ujęcie wartości aktywów rezerwowych spowodowałoby **wzrost globalnych aktywów rezerwowych o blisko 50%** z poziomu 12,9 bln USD (na koniec 2012 r.) do 19,2 bln USD – gdyby dodać do nich całość aktywów 71 państwowych funduszy majątkowych, których aktywa szacowane były na koniec 2013 r. na ok. 6,3 bln USD.

Do grona krajów z wyjątkowo wysokimi zasobami rezerw walutowych dołączyła niedawno **Szwajcaria**. Jej aktywa rezerwowe wyniosły na koniec grudnia 2013 r. 536,3 mld USD, czyli ponad 80% jej PKB. Kryzys finansowy z 2008 r. doprowadził do wielomiliardowych przesunięć kapitału pomiędzy regionami świata i walutami. Ucieczka kapitału z amerykańskiego rynku finansowego wiązała się często z ucieczką również od inwestycji denominowanych w USD. Kryzys ten obnażył ponadto i istotnie wzmógł problemy fiskalne krajów, zwłaszcza europejskich, zniechęcając do inwestowania w Europie i w euro. Jednym z największych beneficjentów tych rozładów kapitałowych była ostoja stabilności i wiarygodności, jaką jest szwajcarski frank.

Efektom tego był drastyczny wzrost zapotrzebowania na franka szwajcarskiego na rynkach międzynarodowych w latach 2009-2012, skutkujący wyjątkową presją aprecjacyjną na jego kurs oraz niespotykanym tempem przyrostu rezerw walutowych Szwajcarii (rysunek 7). Aktywa rezerwowe Szwajcarii wzrosły w tym okresie ponad siedmiokrotnie, aż o 461 mld USD – z poziomu 74,9 mld USD na koniec września 2008 r. do 536,4 mld USD na koniec 2012 r., sytuując Szwajcarię wśród sześciu największych posiadaczy aktywów rezerwowych na świecie. A uwzględniając 26% spadek cen złota w 2013 r., Szwajcaria awansuje pod tym



Rysunek 7. Aktywa rezerwowe Szwajcarii w latach 1990-2013 (w mld USD oraz jako % PKB)

Źródło: opracowanie własne na podstawie: The World Bank, *World Development Indicators...* [20.02.2014] oraz Swiss National Bank, *Monthly Statistical Bulletin*, February 2014 [28.02.2014].

względem w statystykach za 2013 r. na **piąte miejsce**, wyprzedzając USA. Stany Zjednoczone posiadają bowiem najwyższe zasoby złota na świecie – warte na koniec 2012 r. 435 mld USD. Z powodu więc tylko niższej wyceny wartości złota aktywa rezerwowe USA będą na koniec 2013 r. niższe o ok. 113 mld USD<sup>11</sup>.

## 2. Relatywna wielkość zasobów rezerw walutowych

Znajdujące się w posiadaniu pojedynczych gospodarek rezerwy dewizowe liczone w setkach miliardów dolarów, czy wręcz nawet w bilionach, stanowią niezwykle silną broń w zglobalizowanym dziś świecie. To swoista tarcza ochronna przed zjawiskami kryzysowymi, atakami spekulacyjnymi, ale także naciskami politycznymi ze strony innych gospodarek. Nominalnie wysokie kwoty rezerw walutowych (aktywów rezerwowych) wzmacniają wiarygodność i stabilność gospodarczą oraz pozycję polityczną posiadającego je państwa, ponieważ wzmacniają jego rolę jako partnera gospodarczego i politycznego, stając się skuteczną kartą przetargową w sytuacjach kryzysów i napięć międzynarodowych, nakazującą innym państwom wybór drogi konsensusu, a nie konfrontacji z uwagi na posiadanie zbyt dużych zasobów głównych walut międzynarodowych, a więc i obligacji skarbowych największych gospodarek. Kraj taki może bowiem zagrozić sytuacji na światowych rynkach walutowych, stabilności i wypłacalności najbogatszych rządów, a tym samym stabilności rynków finansowych, a więc i funkcjonowaniu całej gospodarki światowej.

<sup>11</sup> Obliczenia własne na podstawie statystyk Banku Światowego oraz Goldprice.org (serwis informacyjny w zakresie cen złota i srebra, Gold Price Pty. Ltd., Sydney, Australia) [19.02.2014].

**Z punktu widzenia pojedynczego kraju** bardziej istotna jest natomiast **relatywna wielkość jego aktywów rezerwowych**. Zróżnicowana wielkość poszczególnych gospodarek, o różnym poziomie zapotrzebowania na zagraniczne źródła finansowania i innej też zdolności do ich przyciągania, wpływa na ocenę wiarygodności gospodarki i jej podmiotów jako partnerów gospodarczych i finansowych na arenie międzynarodowej. I choć Chiny dysponują niedosięgniętym zasobem aktywów rezerwowych – o wartości prawie 3,4 bln USD, to stanowią one „raptem” 41,2% ich rocznego PKB, podczas gdy np. aktywa rezerwowe Libii stanowią praktycznie dwukrotność jej rocznego dochodu – aż 199,8% (tabela 4).

Tabela 4. Relatywna wielkość aktywów rezerwowych w poszczególnych krajach\* na koniec 2012 r. (jako procent PKB; dla łatwiejszego porównania ostatnia kolumna zawiera poziom aktywów rezerwowych w mld USD).

Kraj	% PKB	mld USD	Kraj	% PKB	mld USD	Kraj	% PKB	mld USD
1. Libia	199,8	125	20. Rosja	26,7	538	39. Indonezja	12,8	113
2. Liban	122,3	53	21. Rumunia	24,2	47	40. Portugalia	10,7	23
3. Hongkong	120,6	317	22. Czechy	22,8	45	41. N. Zelandia	10,5	18
4. Algieria	97,5	201	23. Polska	22,2	109	42. Norwegia	10,4	52
5. Singapur	96,8	266	24. Japonia	21,3	1268	43. Kolumbia	10,0	37
6. Arabia Saud.	94,8	674	25. Kuwejt	20,6	33	44. Szwecja	10,0	52
7. Szwajcaria	84,2	531	26. Katar	19,3	33	45. Argentyna	9,1	43
8. Tajlandia	49,6	181	27. Maroko	18,3	18	46. Włochy	9,0	182
9. Malezja	45,8	140	28. Nigeria	18,1	48	47. Wenezuela	7,7	29
10. Chiny	41,2	3388	29. Brazylia	16,6	373	48. Niemcy	7,3	249
11. Bułgaria	40,2	21	30. Wietnam	16,4	26	49. Holandia	7,1	55
12. Węgry	35,9	45	31. Indie	16,3	300	50. Francja	7,1	185
13. Filipiny	33,5	84	32. Chile	15,4	42	51. Austria	6,9	27
14. Irak	33,4	70	33. Turcja	15,1	119	52. Belgia	6,4	31
15. Peru	31,5	64	34. Meksyk	14,2	167	53. W. Brytania	4,3	105
16. Izrael	29,4	76	35. Ukraina	13,9	25	54. Hiszpania	3,8	51
17. Angola	29,3	33	36. Kazachstan	13,9	28	55. Kanada	3,8	69
18. Korea Pd.	29,0	328	37. ZEA	13,5	47	56. USA	3,5	574
19. Dania	28,5	90	38. RPA	13,2	51	57. Australia	3,2	49

\* w zestawieniu ujęto tylko kraje o poziomie aktywów rezerwowych przekraczającym 17 mld USD.

Źródło: opracowanie własne na podstawie: The World Bank, *World Development Indicators*... [19.02.2014].

Libia to kraj o najwyższym dziś relatywnym poziomie aktywów rezerwowych – w odniesieniu do swojego PKB. Zasoby rezerw w kolejnych pod tym



względem krajach są wprawdzie sporo niższe – w Libanie i Hongkongu oscylują wokół 120% PKB, w Algierii, Singapurze i Arabii Saudyjskiej ok. 95%, a w Szwajcarii ok. 84% – to i tak wszystkie te gospodarki charakteryzują się na tle innych krajów wyjątkowo wysokim poziomem aktywów rezerwowych, wielokrotnie przekraczającym relatywny poziom rezerw w większości krajów na świecie (por. tabela 4), a także znacznie przewyższającym średnią. Według statystyk Banku Światowego łączna wielkość globalnych rezerw dewizowych (rezerw dewizowych, czyli aktywów rezerwowych pomniejszonych o zasoby złota, SDR i transzę rezerwową) stanowiła na koniec 2012 r. 15,1% globalnego PKB (por. rysunek 1), a więc nieporównywalnie mniej niż w powyższych krajach.

Do gospodarek o względnie wysokim poziomie aktywów rezerwowych (40-50% PKB) należą także Tajlandia, Malezja, Chiny czy Bułgaria. Polska (wśród krajów o aktywach rezerwowych przekraczających 17 mld USD) uplasowała się na koniec 2012 r. na 22. miejscu, z aktywami rezerwowymi na poziomie 22,2% PKB. Jeśli jednak uwzględni się w tych statystykach wszystkie kraje – także te z bardzo niskimi nominalnymi zasobami aktywów rezerwowych, to Polska spada wówczas na 60. lokatę. W wypadku małych, a nawet bardzo małych gospodarek (o kilkumiliardowym rocznym dochodzie) są też takie z kilkumiliardowymi aktywami rezerwowymi, stanowiącymi kilkadziesiąt procent ich PKB. Należą do nich m.in. Boliwia, Botswana (ok. 50% PKB), Trynidad i Tobago, Kongo, Serbia (ok. 40% PKB) czy Afganistan (35% PKB)<sup>12</sup>.

Podsumowując, **wśród gospodarek o najwyższym relatywnym poziomie aktywów rezerwowych** dominują kraje surowcowe i azjatyckie tygrysy. W gronie tym znajdują się też gospodarki o sztywnych lub dalece kontrolowanych kursach walutowych, jak np. (poza krajami naftowymi) Bułgaria i Dania. Odpowiednio wysoki poziom rezerw walutowych umożliwia prowadzenie skutecznej aktywnej polityki kursu walutowego; z drugiej strony – wybór takiego reżimu kursowego wymusza działania zmierzające do akumulacji i stabilizacji poziomu rezerw walutowych. Z powyższej analizy nasuwa się jeszcze jedna zależność. **Kraje rozwijające się mają zazwyczaj istotnie wyższe aktywa rezerwowe w relacji do swojego PKB** – rzędu kilkunastu, a nawet kilkadziesiąt procent PKB – niż wysokorozwinięte gospodarki, w których stanowią one zaledwie kilka procent ich rocznego dochodu – nawet tylko 3-4% PKB (por. tabela 4). I tak, aktywa rezerwowe największej gospodarki, Stanów Zjednoczonych, stanowią 3,5% ich PKB (a bez zasobów złota tylko 0,9% PKB), w wypadku Wielkiej Brytanii 4,3% PKB, a Niemiec i Francji ok. 7% PKB (por. tabela 4). Bardzo niski relatywny poziom aktywów rezerwowych ma też Australia (3,2% PKB) oraz Kanada (3,8% PKB), a także mniejsze gospodarki, jak Belgia, Austria czy Holandia (ok. 6-7% PKB).

<sup>12</sup> Obliczenia własne na podstawie: The World Bank, *World Development Indicators...* [19.02.2014].

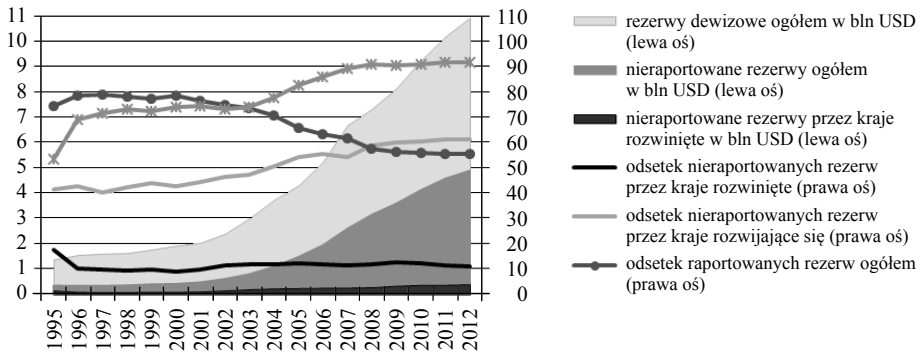
### 3. Struktura walutowa światowych rezerw dewizowych a problem kompletności danych

Z uwagi na wysokie ryzyko sprowokowania spekulacji na danej walucie czy instrumentach finansowych poszczególne **gospodarki nie upubliczniają szczegółowych informacji na temat zasad zarządzania swymi rezerwami dewizowymi**. Brakuje więc systematycznie publikowanych przekrojowych statystyk o strukturze walutowej czy instrumentarium inwestycyjnym w zakresie rezerw walutowych w poszczególnych krajach. Dlatego też Międzynarodowy Fundusz Walutowy publikuje jedynie zbiorcze zestawienia dotyczące struktury walutowej rezerw dewizowych na świecie. I dlatego też raportowanie tych informacji do MFW jest fakultatywne, a MFW zobowiązuje się jednocześnie do zapewnienia im ścisłej poufności i **publikowania jedynie zagregowanych globalnych zestawień**. Dobrowolność w zakresie sprawozdawczości w tym obszarze na rzecz MFW skutkuje tym, że globalne zestawienia w zakresie aktywów rezerwowych nie są kompletne. Na koniec 2013 r. bardziej dokładne dane dotyczące struktury walutowej swych rezerw dewizowych przekazywało do MFW 145 podmiotów zarządzających rezerwami dewizowymi. Również sama lista krajów raportujących nie jest podawana do publicznej wiadomości. Wiadomo jedynie, że wśród nich są wszystkie gospodarki wysokorozwinięte (w rozumieniu definicji MFW)<sup>13</sup>.

W ciągu minionej dekady **istotnie wzrósł odsetek nieraportowanych szczegółowo do MFW rezerw walutowych**. O ile jeszcze w drugiej połowie lat 90. XX w. stanowiły one ok. 22% całości rezerw, to na koniec 2012 r. było to już ponad 44% (4,9 bln USD spośród prawie 11 bln USD światowych rezerw dewizowych). Lwia część brakujących informacji o strukturze rezerw dotyczy krajów rozwijających się. Nie podają one bliższych informacji aż o prawie 2/3 posiadanych zasobów rezerw (61% na koniec 2012 r.), podczas gdy kraje wysokorozwinięte o jedynie 11% swych rezerw (rysunek 8). I o ile odsetek nieraportowanych szczegółowo rezerw przez kraje rozwinięte utrzymuje się na tym dość niskim poziomie od lat, to w wypadku krajów rozwijających się odsetek ten zwiększył się o połowę w ciągu minionych kilkunastu lat – w drugiej połowie lat 90. XX w. wynosił ok. 40%.

Spśród prawie 4,9 bln USD nieraportowanych szczegółowo do MFW rezerw walutowych na kraje wysokorozwinięte przypada raptem 409 mld USD, czyli 8,4%. Pozostałe 91,6% nieraportowanych szczegółowo globalnych rezerw o wartości aż 4,5 bln USD to zasoby gospodarek rozwijających się (por. rysunek 8).

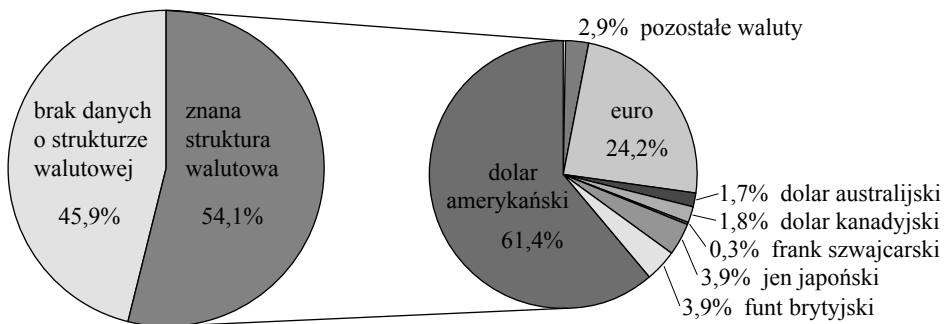
<sup>13</sup> International Monetary Fund, *Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves...*



Rysunek 8. Wielkość i odsetek nieraportowanych szczegółowo do MFW rezerw dewizowych w latach 1995-2012 (w mld USD oraz jako procent całości zasobów rezerw walutowych na świecie – także osobno dla krajów rozwiniętych i rozwijających się)

Źródło: opracowanie własne na podstawie: International Monetary Fund, *Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves...*

Tak więc dane na temat struktury walutowej światowych rezerw dewizowych publikowane przez Międzynarodowy Fundusz Walutowy **dotyczą tak naprawdę tylko połowy globalnych ich zasobów** (na koniec trzeciego kwartału 2013 r. było to 54,1% – por. rysunek 9, podczas gdy na koniec 2012 r. 56%).



Rysunek 9. Struktura walutowa światowych rezerw dewizowych raportowanych szczegółowo do MFW (stan na koniec III kw. 2013 r.)

Źródło: International Monetary Fund, *Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves...*

Gros światowych rezerw dewizowych utrzymywane jest **w dolarach amerykańskich** (na koniec III kwartału 2013 r. było to 61,4%) oraz **w euro** (24,2%). Znaczenie pozostałych walut międzynarodowych jest bez porównania mniejsze –

w funtach brytyjskich i jenach japońskich utrzymywane jest po 3,9% globalnych zasobów rezerw dewizowych, w dolarze kanadyjskim i australijskim odpowiednio 1,8% i 1,7%, a we franku szwajcarskim (z uwagi na niewielkie rozmiary gospodarki, a więc i podaży pieniądza) raptem 0,3%. Na pozostałe waluty przypada 2,9% globalnych rezerw dewizowych (por. rysunek 9).

W ciągu minionych prawie **dwóch dekad struktura walutowa** światowych rezerw dewizowych **nie uległa większym zmianom**. Wciąż dominującą walutą rezerwową jest dolar amerykański – jego udział (ok. 60%) jest dziś zbliżony do tego z połowy lat 90. XX w. (tabela 5).

Tabela 5. Zmiana struktury walutowej światowych rezerw dewizowych w latach 1995-2012 w proc.

Waluta	1995	2000	2005	2010	2012
USD	59,0	71,1	66,5	61,8	61,1
EUR	–	18,3	23,9	26,0	24,3
GBP	2,1	2,8	3,7	3,9	4,0
JPY	6,8	6,1	4,0	3,7	4,1
CHF	0,3	0,3	0,1	0,1	0,3
inne	4,9	1,5	1,7	4,4	6,3*
ECU	8,5	–	–	–	–
DEM	15,8	–	–	–	–
FRF	2,4	–	–	–	–
NLG	0,3	–	–	–	–

\* w tym udział dolara kanadyjskiego i australijskiego po 1,5%.

Źródło: International Monetary Fund, *Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves...*

Przejęciowy wzrost (do nawet ok. 71%) znaczenia dolara jako waluty rezerwowej obserwowany od 1999 r. tłumaczy wprowadzenie euro i związane z nim wycofanie przez kraje strefy euro m.in. marki niemieckiej, franka francuskiego i guldena holenderskiego – ówczesnych walut międzynarodowych. Wymusiło to naturalną konsolidację walutową we wszystkich obszarach. Kolejne lata przyniosły jednak wzrost zaufania do euro (zwłaszcza w momencie wprowadzenia go do obiegu gotówkowego) i stopniowy spadek wartości dolara amerykańskiego (związany m.in. z dynamicznym powiększaniem się amerykańskiego długu publicznego i deficytu na rachunku bieżącym), co przełożyło się na zmniejszenie znaczenia dolara amerykańskiego jako waluty rezerwowej, na korzyść euro i innych walut międzynarodowych. Proces poszukiwania alternatyw inwestycyjnych dla dolara amerykańskiego, a potem także euro, wzmógł w kolejnych latach kryzys finansowy z 2008 r. i w jego efekcie kryzys fiskalny w strefie euro. W wyniku tych przemian **rośnie znaczenie innych walut w gospodarce światowej** – poza

funtem brytyjskim także **dolara kanadyjskiego, australijskiego czy korony norweskiej**. Jeszcze na koniec 2000 r. łączny udział dolara amerykańskiego i euro w strukturze światowych rezerw dewizowych wynosił 89,4%, podczas gdy na koniec 2012 r. było to już tylko 85,3%. Z punktu widzenia wszystkich pozostałych walut jest to wzrost ich udziału jako światowych walut rezerwowych aż o 39% (z poziomu 10,6% do 14,7%). Walutą, która z kolei istotnie straciła na znaczeniu, jest japoński jen – jeszcze w połowie lat 90. XX w. przechowywano w nim prawie 7% światowych rezerw dewizowych, podczas gdy na koniec 2012 r. już zaledwie 4,1% (por. tabela 5).

## Zakończenie

Przyspieszenie procesów globalizacji, internacjonalizacji i liberalizacji światowego handlu od lat 90. XX w., spotęgowane rozwojem technologii informacyjnych i rynków finansowych, przyczyniło się do przesuwania w skali międzynarodowej rosnących zasobów walut wymiennalnych i gromadzenia ich w coraz szybszym tempie przez niektóre gospodarki. Rezerwy dewizowe dynamicznie rosną z dekady na dekadę, **rosną** też jednak coraz bardziej **dysproporcje w ich poziomie** w poszczególnych gospodarkach, powodując wbrew pozorom problemy zarówno w krajach z ich zbyt niskimi (niższa wiarygodność, utrudniony dostęp do kapitału zagranicznego, wyższe jego koszty), jak i wysokimi zasobami (presja aprecjacyjna na kurs walutowy, spadek opłacalności eksportu, ale i presja inflacyjna).

Tempo przyrostu rezerw walutowych na świecie w ciągu minionych dwóch dekad było bezprecedensowe. Powiększyły się one aż jedenastokrotnie – z niespełna 1 bln USD, do ponad 11 bln USD, tworząc tym samym **kolejną bańkę spekulacyjną**, której pęknięcie, nawet tylko częściowe, będzie miało poważne skutki dla funkcjonowania całej gospodarki światowej. Zdecydowana większość rezerw walutowych przechowywana jest w skarbowych papierach wartościowych kilku najbardziej wiarygodnych gospodarek na świecie i jest jednocześnie denominowana w dominującym stopniu w dwóch walutach międzynarodowych. Jakikolwiek więc przesunięcia kapitałowe w obszarze rezerw walutowych największych ich posiadaczy mogą wywołać **znaczące zmiany poziomu kursów walut**, i to nie tylko dolara i euro, co boleśnie pokazuje przykład franka szwajcarskiego. Rykoszetem dostaje się też zawsze sąsiednim gospodarkom z regionu oraz tym z silnymi powiązaniem gospodarczo-finansowymi. Ofiarami jednak padać też będą coraz częściej waluty krajów wschodzących, których to gospodarkami kapitał inwestycyjny interesuje się dziś coraz bardziej z uwagi na niską dochodowość w stabilnych gospodarkach i ich walutach oraz rosnący poziom akceptacji ryzyka inwestycyjnego, nie tylko z uwagi na obecne zmiany zachodzące w gospodarce

światowej w związku z kryzysem z 2008 r., ale i dorobkiem inżynierii finansowej, pozwalającej na pewne zabezpieczanie ryzyk oraz umożliwiającej zarabianie także na spadkach.

Przełożyć się to może generalnie na **pogłębienie problemu niestabilności kursowej** na świecie, co wraz z **podwyższonym ryzykiem większych korekt kursów walutowych** nie pozostanie bez wpływu na międzynarodową wymianę handlową i tempo rozwoju gospodarki światowej.

Bardzo wysokie rezerwy walutowe oznaczają też **wzrost ryzyka większych wahań cen aktywów finansowych** – zwłaszcza obligacji skarbowych, a w konsekwencji większe trudności w dostępie do kapitału na finansowanie rozrastających się długów publicznych. I uderzy to najbardziej wcale nie w najbogatsze kraje, które stać będzie na podniesienie oprocentowania swych papierów dłużnych, by przyciągnąć inwestorów, ale oczywiście w mniej wiarygodne gospodarki, w których wzrost kosztów obsługi zadłużenia istotnie ograniczy zdolność do finansowania zadłużenia i możliwości rozwojowe kraju, czyli szanse na poprawę poziomu życia jej mieszkańców. Pamiętać też trzeba, że wzrost oprocentowania obligacji skarbowych, uznawanych za teoretycznie najbezpieczniejsze inwestycje, przełoży się na generalny **wzrost oprocentowania na rynkach międzynarodowych**, ograniczając tym możliwości rozwojowe gospodarki światowej, w szczególności słabszych krajów uzależnionych od zagranicznego kapitału.

Powiększanie zasobów rezerw walutowych znacznie ponad realne zapotrzebowanie gospodarek zachęcać będzie dodatkowo do poszukiwania bardziej dochodowych inwestycji przynajmniej w zakresie części rezerw walutowych. Przejawem tego są tworzone już od lat przez kolejne kraje państwowe fundusze majątkowe. **Zmiana strategii inwestowania dużych zasobów kapitału na mniej płynną i bardziej dochodową** może doprowadzić do **korekt cen aktywów** w niektórych segmentach rynku finansowego, zwłaszcza w najstabilniejszych gospodarkach, i przyczynić się jednocześnie do **ekspansji inwestycyjnej na rynkach wschodzących**, a więc do **rozwoju tamtejszych rynków finansowych**, z korzyścią dla tych gospodarek i jej mieszkańców. Do rozwoju innych segmentów rynków finansowych powinien przyczynić się dodatkowo sam **proces rozszerzania klas aktywów**, w jakie inwestowane będą coraz chętniej zasoby rezerw walutowych. Oczywiście nie można oczekiwać, że państwowe fundusze majątkowe zamienią się w agresywne fundusze spekulacyjne, to jednak zasobność aktywów i tempo ich przyrostu pozwala oczekiwać istotnego **wzrostu płynności w innych segmentach rynku finansowego oraz generalnie na rynkach gospodarek wschodzących**.

Nie można jednak nie doceniać **zagrożenia**, jakie wiąże się z tak dużymi przesunięciami wysoce płynnego kapitału **dla stabilności zwłaszcza mniejszych i słabszych gospodarek**, które z uwagi na nieduże rozmiary krajowego rynku finansowego i zazwyczaj duże uzależnienie od kapitału zagranicznego (często także od importu) są dziś, w dobie dalece zliberalizowanej gospodarki światowej

i zaawansowania technologii teleinformacyjnych, wyjątkowo wrażliwe na przepływy coraz większych zasobów kapitału znajdujących się w posiadaniu nawet pojedynczych instytucji finansowych. Rodzi to **wzrost ryzyka i częstotliwości wstępowania kryzysów walutowych** na świecie wskutek powstawania swego rodzaju **baniek spekulacyjnych na walucie i w gospodarce** kraju, którą w danym okresie istotnie wzrosło zainteresowanie ze strony zagranicznego kapitału inwestycyjnego.

Pamiętać też wreszcie należy, że w dalece wirtualnym świecie inwestycji finansowych namnażającym kapitał w coraz szybszym tempie wraz z napływem zagranicznego kapitału do kraju pojawia się **presja inflacyjna** – większa w krajach akumulujących wysokie rezerwy walutowe, gdy gospodarka nie jest samodzielnie w stanie wchłonąć takiego napływu zagranicznych walut. Oznacza to bowiem konieczność dodrukowania pieniędzy przez bank centralny, który dla przeciwdziałania inflacji musi przeprowadzać kosztowne operacje sterylizacji gospodarki, co powoduje na dodatek zawyżanie rynkowych stóp procentowych (które paradoksalnie stanowią zachętę do napływu kolejnych zagranicznych inwestycji), podnosi więc koszt kapitału i ogranicza możliwości rozwojowe gospodarki. Wzmóżony napływ kapitału z zagranicy ułatwia finansowanie rozwoju i zadłużenia, powoduje jednak **tworzenie baniek spekulacyjnych = swoistej inflacji** na wybranych rynkach, w segmentach rynku finansowego czy konkretnym typie aktywów, które w szczególności są obiektem zainteresowania zagranicznych inwestorów. Tym bardziej niebezpiecznego zjawiska, bo z góry skazanego na mocną przecenę w bliżej nieokreślonej przyszłości.

## Literatura

- Goldprice.org (serwis informacyjny w zakresie cen złota i srebra, Gold Price Pty. Ltd., Sydney, Australia) [02.2014].
- International Monetary Fund, *Annual Report of the Executive Board for the Financial Year Ended April 30, 1996*, Washington 1996.
- International Monetary Fund, *Annual Report 2006: Making the Global Economy Work for All*, September 14, 2006.
- International Monetary Fund, *Annual Report 2013: Promoting a More Secure and Stable Global Economy*, October 2013.
- International Monetary Fund, *Balance of Payments and International Investment Position Manual, Sixth Edition (BPM6)*, Washington 2009.
- International Monetary Fund, *Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves (COFER)*, December 30, 2013.
- International Monetary Fund, *Exchange Rate Archives by Month. Currency units per SDR* [02.2014].
- Joint BIS-IMF-OECD-WB Statistics on External Debt, *SDR holdings*, Joint External Debt Hub [03.2014].
- Narodowy Bank Polski, *Plan działalności Narodowego Banku Polskiego na lata 2013-2015*, Warszawa 2012.

- Narodowy Bank Polski, *Statystyka bilansu płatniczego. Oficjalne aktywa rezerwowe. Stan oficjalnych aktywów rezerwowych* [03.2014].
- Redo M., *Istota i znaczenie oficjalnych aktywów rezerwowych w gospodarkach rozwijających się*, „Zeszyty Naukowe Wyższej Szkoły Bankowej we Wrocławiu” 2013, nr 37.
- Sovereign Wealth Fund Institute, *Sovereign Wealth Fund Rankings*, February 2014.
- Swiss National Bank, *Monthly Statistical Bulletin*, February 2014.
- The Federal Reserve, *International Summary Statistics. U.S. Reserve Assets*, December 2013.
- The World Bank, *World Development Indicators. World DataBank* [02.2014].
- Titi Tudarancea Bulletin. Global Edition*, www.tititudarancea.com [02.2014].

## **Foreign exchange reserves in the world – the analysis and assessment of their level, dynamics and structure in the years 1995-2012**

**Summary.** The purpose of this paper is to analyse and assess the level and geographical and currency structure of foreign exchange reserves in the world and the changes that have occurred in this area in the years 1995-2012. The dynamic growth of foreign exchange reserves over the last decade concentrated on a small group of economies, assets and currencies and created another potential speculative bubble and a particularly powerful financial, economic and political weapon. Possible changes in the rules of foreign exchange reserves management strategy by their largest holders may constitute a serious threat to the stability of international monetary system, financial markets, solvency of economies, and the functioning of the global economy.

**Key words:** foreign exchange reserves, global imbalances, foreign exchange reserves management strategy, Sovereign Wealth Funds