

Otrzymany: 22.02.2019
Zaakceptowany: 15.04.2020

Małgorzata Zaleska
Szkoła Główna Handlowa

Rezerwy walutowe - „Rzecz Święta”

FOREIGN EXCHANGE RESERVES – “A SACRED THING”

Celem opracowania jest uwypuklenie roli rezerw walutowych i wskazanie możliwości ich rzetelnego oraz prawidłowego gromadzenia i wykorzystania. Celami szczegółowymi są m.in. porównanie rezerw walutowych z innymi rodzajami rezerw bankowych oraz identyfikacja podstawowych rodzajów ryzyka związanych z zarządzaniem rezerwami walutowymi, w tym zmian w odpowiedzi na ostatni globalny kryzys finansowy, a ponadto określenie istoty i charakteru interwencji walutowych oraz identyfikacja ich rodzajów.

W dobie zwiększania wydatków na cele polityczne i społeczne rośnie bowiem pokusa niewłaściwego wykorzystania rezerw walutowych. Do tego dochodzą wysokie globalne ryzyko polityczne oraz duża zmienność na rynkach finansowych, a także nowoczesne kanały (np. media społecznościowe) ataku na kursy walutowe. Czynniki te sprawiają, że zarządzanie rezerwami walutowymi nie należy do łatwych zadań i jest „wiedzą tajemną” banków centralnych.

Słowa kluczowe: bank centralny, rezerwy walutowe, złoto, interwencje walutowe

JEL Codes: E5

Wstęp

Rola banków centralnych wzrasta systematycznie od kilku stuleci (pierwszy bank centralny - Riksbank został utworzony w 1668 r.). W ujęciu tradycyjnym banki centralne zajmują się głównie emisją pieniądza oraz prowadzeniem polityki pieniężnej. Do tradycyjnych zadań banków centralnych zalicza się także zarządzanie rezerwami walutowymi. Wymienione powyżej zadania banków centralnych mają charakter makroekonomiczny i wpływają na całe gospodarki. W odpowiedzi na współczesny, globalny kryzys finansowy (2007+) banki centralne zaczęły ponadto sprawować nadzór makroostrożnościowy, czyli m.in. monitorować i ograniczać ryzyko systemowe. Do nowych zadań nielicznych banków centralnych (np. Holandii) zalicza się zaś prowadzenie systemu nadzoru mikroostrożnościowego, resolution i gwarantowania depozytów, co oznacza możliwość oddziaływania na konkretne banki. Tym samym banki centralne stają się coraz ważniejszymi podmiotami sieci bezpieczeństwa finansowego państwa¹. Ponadto banki centralne starają się coraz bardziej wkraczać w obszar polityki gospodarczej, czego przykładem może być planowany, nowy cel działania Europejskiego Banku Centralnego (EBC), tj. wspieranie przejścia strefy euro na gospodarkę „zeroemisyjną”.

¹ Szerzej na temat sieci bezpieczeństwa finansowego w: M. Zaleska, „Dwustopniowość sektora bankowego” w „Świat bankowości”, M. Zaleska (red.), Difin, Warszawa 2018, s. 15-17.

Istota rezerw walutowych i metody zarządzania nimi są tymczasem „wiedzą tajemną” przede wszystkim bankierów centralnych. Stosunkowo mało jest opracowań naukowych w języku polskim i komentarzy krajowych na temat rezerw walutowych. Z jednej strony to dobrze, gdyż działalność banków centralnych powinna odbywać się w „zaczysu gabinetów” i nie powinna być wystawiana na wpływy polityki i spekulacje medialne. W literaturze przedmiotu spotyka się nawet stwierdzenie, że zbyt duża transparentność banków centralnych nie służy stabilności finansowej². Z drugiej zaś strony szkoda, że wiedza na temat rezerw walutowych jest powszechnie niewielka (np. wśród studentów kierunków ekonomicznych), gdyż tematyka z nimi związana jest bardzo interesująca i ważna z punktu widzenia potrzeby zapewnienia bezpieczeństwa finansowego, w tym walutowego państwa. Rezerwy walutowe, na adekwatnym poziomie, są bowiem do tego konieczne i uznać należy to jako „rzecz świętą”.

Zrozumienie znaczenia rezerw walutowych w procesie zapewnienia bezpieczeństwa finansowego państwa jest kluczowe do ograniczenia pokusy ich niewłaściwego wykorzystania, np. na realizację bieżących celów politycznych lub społecznych. Poniższe rozważania mają zatem na celu uwypuklenie współczesnej roli rezerw walutowych i wskazanie możliwości rzetelnego i prawidłowego ich gromadzenia oraz wykorzystania. Celami szczegółowymi opracowania są zaś:

- zdefiniowanie pojęcia rezerw walutowych, porównanie ich z innymi rodzajami rezerw bankowych oraz identyfikacja podstawowych rodzajów ryzyka i zasad związanych z zarządzaniem rezerwami walutowymi, w tym zmian w odpowiedzi na ostatni współczesny kryzys finansowy,
- określenie istoty i charakteru interwencji walutowych oraz identyfikacja ich rodzajów,
- przeprowadzenie analizy determinant rezerw walutowych i miar ich adekwatności, a także wskazanie roli złota w strukturze omawianych rezerw.

Niniejsze opracowanie prezentuje autorskie przemyślenia płynące ze studiów literatury przedmiotu (głównie obcojęzycznej) oraz wnioski wynikające z praktycznych doświadczeń. Prezentowanie praktyki zarządzania rezerwami walutowymi oraz interwencji walutowych jest utrudnione ze względu na klauzule niejawności danych. Brak publicznego dostępu do szczegółowych danych i dokumentów prezentujących zarządzanie rezerwami walutowymi³ ogranicza tym samym możliwość zastosowania określonych metod badania i determinuje poniższy charakter opracowania.

Istota rezerw walutowych i zarządzania nimi

Rezerwy walutowe, inaczej nazywane rezerwami dewizowymi, są głównie płynnymi, łatwo rozporządzalnymi aktywami zagranicznymi, w tym zasobem zagranicznych papierów wartościowych i wymiernych walut obcych. Aktywa te muszą być w faktycznym posiadaniu władz monetarnych, a nie mogą być im jedynie przyrzeczone. Są one jednym z najistotniejszych elementów bezpieczeństwa finansowego, w tym walutowego państwa. Wpływają one na wiarygodność państwa, jego postrzeganie

² R. Horváth, D. Vaško, „Central bank transparency and financial stability”, *Journal of Financial Stability* 22 (2016), s. 45.

³ M. Redo, „Prawne i finansowe aspekty zarządzania rezerwami dewizowymi w Polsce”, *Atheneum. Polskie Studia Politologiczne*, vol. 42, 2014, s. 208.

i wizerunek, a pośrednio także na koszt finansowania potrzeb państwa na rynkach międzynarodowych. W państwach rozwijających się są one utrzymywane również w celu zapobiegania kryzysom płynnościowym⁴. Służą one ponadto finansowaniu deficytu na rachunku obrotów bieżących w bilansie płatniczym oraz obronie przed atakami na walutę i umożliwiają przeprowadzanie interwencji walutowych, o czym będzie mowa dalej.

Trzeba też podkreślić, że rezerwy walutowe stanowią główną pozycję aktywów banku centralnego. Rezerwami walutowymi zarządza bowiem standardowo krajowy bank centralny, w Polsce - Narodowy Bank Polski (NBP), a precyzując jest to kompetencja Zarządu NBP.

Z zarządzaniem rezerwami walutowymi wiąże się ryzyko walutowe, czyli możliwość poniesienia strat na skutek niekorzystnych, innych niż przewidywane zmian kursów walutowych, w tym krzyżowych. Nie jest to jedyny rodzaj ryzyka związany z zarządzaniem rezerwami walutowymi, gdyż procesowi temu towarzyszy także ryzyko kredytowe, stopy procentowej, płynności i operacyjne (w tym prawne).

Nie istnieje przy tym jeden model zarządzania rezerwami walutowymi w bankach centralnych. Z reguły podstawowymi kryteriami zarządzania rezerwami walutowymi są bezpieczeństwo, płynność⁵ i stopa zwrotu z inwestycji. Zarządzanie rezerwami walutowymi przez banki centralne różni się więc od zarządzania aktywami przez banki komercyjne, które w większym stopniu nastawione są na maksymalizację zysku i wartości rynkowej. Wynik z zarządzania rezerwami walutowymi jest przy tym głównym czynnikiem kształtującym wynik finansowy (zysk lub stratę) banku centralnego. Warto przypomnieć, że w przypadku Narodowego Banku Polskiego 95% zysku zasila budżet państwa. Na marginesie można przy tym dodać, iż polskie przepisy prawne nie przewidują niestety możliwości pokrycia straty banku centralnego jego przyszłymi zyskami.

Rezerwy walutowe nie mają zatem nic wspólnego z innymi rodzajami rezerw bankowych, jak na przykład: obowiązkową (odprowadzaną przez banki do banku centralnego, będącą jednym z nakazowych instrumentów polityki pieniężnej), ogólnymi (dobrowolnymi, tworzonymi przez banki na ryzyko ogólne), celowymi (przymusowymi, tworzonymi przez banki na aktywne ryzyko kredytowe) czy rewaluacyjną (zapisem księgowym po stronie zobowiązań banku centralnego).

Interwencje walutowe

Celem interwencji, przeprowadzanych przez banki centralne, jest oddziaływanie na poziom kursu krajowej waluty. Warto podkreślić, że interwencje walutowe służą przede wszystkim zahamowaniu stosunkowo słabego trendu zmiany kursu walutowego. Przy występowaniu silnego trendu zmiany kursu walutowego jego obrona jest dużo trudniejsza i może skończyć się niepowodzeniem. Przykładem takiej „klęski” była obrona kursu rubla przez bank centralny Rosji w 2014 r. Ponadto dotychczas żadnemu

⁴ S. Hur, I. O. Kondo, „A theory of rollover risk, sudden stops, and foreign reserves”, *Journal of International Economics* 2016, 103, s. 45.

⁵ Szerzej na temat zarządzania płynnością rezerw walutowych w: D. Zhang, Y. Wang, J. Wang, W. Xu, „Liquidity management of foreign exchange reserves in continuous time”, *Economic Modelling* 2013, 31, s. 138-142.

bankowi centralnemu nie udało się obronić konkretnego poziomu kursu walutowego w długim okresie, czego przykładem może być „czarny czwartek”, kiedy to Swiss National Bank (SNB) - bank centralny Szwajcarii zaprzestał obrony kursu franka szwajcarskiego (na poziomie EUR/CHF 1,2). Należy przy tym odnotować, że SNB bronił kursu franka szwajcarskiego przed nadmierną aprecjacją. Warto też przypomnieć, że aby wstąpić do strefy euro trzeba przez dwa lata utrzymywać kurs walutowy własnej waluty w wąskim paśmie wahań (+/-15%) i interweniować kiedy zbliża się do wyznaczonych widełek. Do tego rodzaju interwencji też służą omawiane rezerwy walutowe.

Jednym z najbardziej spektakularnych, dotychczasowych ataków spekulacyjnych były działania podjęte przez George'a Sorosa w 1992 r. i skierowane przeciwko funtowi brytyjskiemu. W tym czasie Wielka Brytania znajdowała się w stanie recesji gospodarczej, utrzymywała wysokie stopy procentowe i wysoki kurs funta. Równocześnie funt brytyjski znajdował się w systemie ERM (Europejskim Systemie Walutowym) z określonym pasmem wahań. G. Soros atakując funta brytyjskiego wygłaszał opinie o potrzebie jego dewaluacji, a wcześniej pożyczył blisko 15 mld funtów, które wymieniał na dolary amerykańskie. Tym samym doprowadził do powszechnej wyprzedaży funta brytyjskiego przez innych inwestorów. Bank Anglii - interweniując - rozpoczął skupowanie funta z rynku przeznaczając na to blisko 50 mld dolarów amerykańskich ze swoich rezerw walutowych. Nie przyniosło to jednak efektów i Bank Anglii zmuszony został do dewaluacji funta i wyjścia z systemu ERM, a G. Soros zarobił na tym ataku ponad miliard dolarów amerykańskich⁶.

Interwencje walutowe mogą mieć różny charakter, w tym rzeczywisty, słowny lub perswazji moralnej (moral suasion) - w drodze „nieformalnych” rozmów przedstawicieli banku centralnego z profesjonalnymi uczestnikami rynku finansowego. Interwencje rzeczywiste polegają na zakupie lub sprzedaży walut obcych za walutę krajową na rynku przez bank centralny. Poprzez sprzedaż walut obcych bank centralny dąży do aprecjacji, a poprzez zakup do deprecjacji waluty krajowej. W drodze interwencji ustnych bank centralny komunikuje zaś rynkowi swoje oczekiwania co do pożądanego poziomu/trendu kursu walutowego. Współczesne kanały komunikacji (np. media społecznościowe) dają możliwość szybkiego dotarcia z informacją do szerokiego grona odbiorców. Niemniej jednak są one „mieczem obusiecznym”, bowiem za pomocą tych mediów można łatwo rozprzestrzeniać także nieprawdziwe informacje (fake news) i starać się wpłynąć na kurs walutowy, a nawet przeprowadzić atak spekulacyjny.

W przypadku interwencji rzeczywistych możemy mieć do czynienia z interwencjami sterylizowanymi, częściowo sterylizowanymi i niesterylizowanymi. W pierwszym przypadku podaż pieniądza nie ulega zmianie (bank centralny neutralizuje wpływ interwencji poprzez operacje otwartego rynku, np. kupno lub sprzedaż bonów pieniężnych⁷). W pozostałych dwóch przypadkach podaż pieniądza ulega zaś zmianie, co ma również wpływ na kształtowanie się stopy inflacji i stóp procentowych.

⁶ P. Ciżkowski, „Rezerwy walutowe”, Narodowy Bank Polski, www.nbpportal.pl (02.07.2018), s. 8.

⁷ Szerzej na temat operacji otwartego rynku w: M. Zaleska, J. Koleśnik, „Bank centralny” w „Świat bankowości”, M. Zaleska (red.), Difin, Warszawa 2018, s. 40-42.

Warto też nadmienić o podziale interwencji walutowych na bezpośrednie (wyżej wskazane) i pośrednie, będące pochodną polityki luzowania ilościowego (quantitative easing - QE)⁸.

Równocześnie interwencje walutowe mogą być oczekiwane (np. gdy państwo należy do mechanizmu ERM II) lub niezapowiedziane (np. w odpowiedzi na atak spekulacyjny czy niekorzystny trend na rynku walutowym).

Ponadto interwencje walutowe mogą być jednostronne (gdy interweniuje pojedynczy bank centralny) lub skoordynowane - tzw. joint interventions (w sytuacji gdy np. kilka banków centralnych broni danej waluty, m.in. obrona dolara amerykańskiego i jena w latach 90-tych XX wieku oraz euro w 2000 r.). Interwencje skoordynowane są przy tym skuteczniejsze niż jednostronne, ale należą do rzadkości⁹. Warto też nadmienić, że interwencjom banków centralnych na rynku walutowym mogą towarzyszyć interwencje rządów, co powinno być ściśle skoordynowane.

Tabela 1. Rodzaje interwencji walutowych według przyjętych kryteriów

Kryterium	Rodzaj
sposób przeprowadzenia	rzeczywiste, w tym: sterylizowane, częściowo sterylizowane, niesterylizowane
	słowne
	perswazji
tryb przeprowadzenia	bezpośrednie
	pośrednie
stopień zaskoczenia	oczekiwane
	niezapowiedziane
liczba uczestników	jednostronne
	skoordynowane

Źródło: Opracowanie własne na podstawie P. Kowalewski, „Nowa odsłona interwencjonizmu walutowego”, www.obserwatorfinansowy.pl (23.09.2011).

Niezależnie od rodzaju interwencji walutowych opierają się one na mechanizmie rynkowym i są jednocześnie czymś nadzwyczajnym, incydentalnym, niecodziennym oraz stosowanym stosunkowo rzadko (choć np. liczbę interwencji Banku Japonii można liczyć w setkach). Rzadko też banki centralne prezentują skalę i skuteczność przeprowadzanych interwencji walutowych, choć np. można znaleźć publikacje na temat skali interwencji Banku Japonii. W większości przypadków dane na temat interwencji walutowych objęte są jednak klauzulami niejawności. Brak kompleksowych danych na temat interwencji walutowych utrudnia przy tym ich analizę i ocenę.

Adekwatność rezerw walutowych

Rezerwy walutowe państwa powinny być utrzymywane na adekwatnym poziomie, bowiem zbyt niski poziom tych rezerw zagraża stabilności finansowej państwa i naraża walutę na ataki spekulacyjne, a utrzymywanie wysokich rezerw walutowych kosztuje. W literaturze przedmiotu wskazuje się także na koszty utraconych możliwości przy

⁸ Szerzej na temat pośrednich interwencji walutowych w: P. Kowalewski, „Nowa odsłona interwencjonizmu walutowego”, www.obserwatorfinansowy.pl (23.09.2011).

⁹ P. Kowalewski, „Nowa odsłona interwencjonizmu walutowego”, www.obserwatorfinansowy.pl (23.09.2011).

utrzymywaniu rezerw walutowych na wysokim poziomie¹⁰. Ponadto utrzymywanie rezerw walutowych na wysokim poziomie rodzi pokusę ich użycia do innych celów¹¹, np. na realizację projektów politycznych lub społecznych. W odpowiedzi na ostatni, globalny kryzys finansowy rozważane są też coraz częściej możliwości użycia rezerw walutowych do pobudzania wzrostu gospodarczego. Równocześnie pojęcie „ponadoptymalnego” poziomu rezerw nie poddaje się jednoznaczemu sformułowaniu¹².

Z reguły bank centralny kupuje waluty obce na rynku lub od rządu. Na przykład Narodowy Bank Polski kupuje głównie od rządu euro pozyskane z funduszy unijnych. W przyszłości, w przypadku ograniczenia napływu środków unijnych do Polski, NBP będzie więc musiał zastanowić się nad innym sposobem pozyskiwania walut.

W celu pozyskania walut bank centralny emituje walutę krajową, którą musi później sściągnąć z rynku, na przykład w ramach operacji otwartego rynku. Przeprowadzając operacje otwartego rynku bank centralny emituje oprocentowane papiery wartościowe (np. bony pieniężne), co stanowi koszt dla NBP. Środowisko niskich stóp procentowych powoduje, że ten koszt jest na stosunkowo niskim poziomie, ale z drugiej strony w środowisku niskich stóp procentowych trudniej jest też osiągnąć wysoką stopę zwrotu z zarządzania rezerwami walutowymi, co również ma istotny wpływ na wynik finansowy banku centralnego. Można więc stwierdzić, że stopa zwrotu z zarządzania rezerwami walutowymi powinna być na poziomie co najmniej stopy referencyjnej banku centralnego. Tym samym widać też ścisły związek między zarządzaniem rezerwami walutowymi i prowadzeniem polityki pieniężnej banku centralnego.

Na przestrzeni ostatnich kilkudziesięciu lat wartość światowych rezerw walutowych istotnie wzrosła, z 6,2% PKB w 1970 r. do 22,6% PKB w 2010 r. (badaniem objęto 180 państw). Wzrost ten wiązany jest z liberalizacją międzynarodowych rynków kapitałowych¹³ oraz potrzebą zabezpieczenia przed kryzysami finansowymi¹⁴. Ponadto tempo akumulacji rezerw przyspieszyło wyraźnie od 2000 r., kiedy to średni roczny przyrost globalnego zasobu rezerw przekraczał 20%¹⁵. W globalny trend wpisały się także działania NBP, gdyż wartość rezerw walutowych Polski wzrosła ponad 4-krotnie w ciągu ostatnich 20 lat i ponad 2-krotnie w okresie 10 ostatnich lat¹⁶.

Najwyższe rezerwy walutowe na świecie posiadają Chiny, a w drugiej kolejności Japonia (dane za 2017 r.). Warto przy tym zauważyć, że znacząca część rezerw walutowych skupiona jest w niewielkiej liczbie państw. Nie można jednak oceniać

¹⁰ L. Goldberg, C. Hull, S. Stein, „Do industrialized countries hold the right foreign exchange reserves?”, *Current Issues in Economics and Finance* 19(1), 2013, s. 1.

¹¹ Szerzej na temat alternatywnych sposobów wykorzystania rezerw walutowych w: J. Bogołębska, „Wykorzystanie rezerw walutowych zakumulowanych na ponadoptymalnym poziomie - doświadczenia współczesnych banków centralnych”, www.sbc.org.pl (12.02.2020), s. 29-33.

¹² J. Bogołębska, „Wykorzystanie rezerw walutowych zakumulowanych na ponadoptymalnym poziomie - doświadczenia współczesnych banków centralnych”, www.sbc.org.pl (12.02.2020), s. 23.

¹³ A. Steiner, „The accumulation of foreign exchange by central banks: Fear of capital mobility?”, *Journal of Macroeconomics*, 2013, 38, s. 409.

¹⁴ I. Pszczółka, „Zmiany wysokości i struktury rezerw walutowych NBP na tle zmian zachodzących w rezerwach walutowych na świecie”, *Studia Ekonomiczne. Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach* nr 352/2018, s. 179.

¹⁵ J. Bogołębska, „Wykorzystanie rezerw walutowych zakumulowanych na ponadoptymalnym poziomie - doświadczenia współczesnych banków centralnych”, www.sbc.org.pl (12.02.2020), s. 23.

¹⁶ www.nbp.pl (17.02.2020).

poziomu rezerw walutowych w ujęciu wartościowym, a należy odnosić je m.in. do skali gospodarki kraju, ze szczególnym uwzględnieniem jej udziału w rynku międzynarodowym. Warto też odnotować, iż poziom rezerw walutowych wyrażony jako procent PKB jest wyższy w państwach rozwijających się niż państwach rozwiniętych¹⁷.

Do jednych z najczęściej stosowanych miar adekwatności rezerw walutowych należą¹⁸:

- relacja rezerw walutowych do wartości miesięcznego importu (wyrażana w miesiącach importu) - informuje jak długo państwo będzie mogło importować towary z zagranicy na dotychczasowym poziomie, gdyby zostało odcięte od środków zewnętrznych (jako bezpieczną wielkość przyjmuje się 6-12 miesięcy),
- pokrycie zadłużenia zagranicznego rezerwami walutowymi, w tym rezerwy walutowe powinny wystarczyć na pokrycie całości zadłużenia krótkoterminowego.

Podkreślić należy ponadto, że w literaturze przedmiotu występuje także bardziej ogólne niż powyższe podejście do omawianego tematu. Na przykład za optymalny poziom rezerw walutowych uznaje się taki, który zapewnia realizację celów, dla których utrzymywane są rezerwy, przy spełnieniu dodatkowych warunków dotyczących minimalizacji kosztu utrzymywania rezerw, ich bezpieczeństwa i płynności¹⁹.

Struktura rezerw walutowych

W literaturze przedmiotu wyodrębnia się wiele determinant kompozycji rezerw walutowych. Do najczęściej wymienianych należą²⁰:

- rozmiar gospodarki emitującej walutę rezerwową, w tym udział w światowym PKB i handlu,
- rozmiar rynku finansowego, w tym jego płynność (ze szczególnym uwzględnieniem rynku walutowego),
- stabilność makroekonomiczna, w tym cenowa,

¹⁷ S. Hur, I. O. Kondo, „A theory of rollover risk, sudden stops, and foreign reserves”, *Journal of International Economics* 2016, 103, s. 46-47.

¹⁸ P. Ciżkowski, „Rezerwy walutowe”, *Narodowy Bank Polski*, www.nbportal.pl (02.07.2018), s. 10.

¹⁹ H. Kołodziejczyk, „Kurs walutowy w polityce pieniężnej” w „Współczesna polityka pieniężna. Perspektywa XXI wieku”, W. Przybylska-Kapuścińska, M. Szyszko (red.), Difin, Warszawa 2017, s. 226.

²⁰ Opracowanie własne na podstawie: J. Bogołębska, „Determinanty kompozycji rezerw walutowych - euro w światowej strukturze rezerw”, *Acta Universitatis Lodzianis Folia Oeconomica* 209, 2007, www.cejsh.icm.edu.pl (02.07.2018), s. 48-49; M. Chinn, J. Frankel, „Will the Euro Eventually Surpass the Dollar as Leading International Reserve Currency?”, NBER Working Paper 11510, 2005; M. Dooley, J. Lizondo, D. Mathieson, „The Currency Composition of Foreign Exchange Reserves”, *IMF Staff Papers* 1989, no. 36, s. 385-434; B. Eichengreen, D. Mathieson, „The Currency Composition of Foreign Exchange Reserves: Retrospect and Prospect”, *IMF Working Paper*, 2000, WP/00/131; G. Galati, P. Wooldridge, „The Euro as a Reserve Currency: A Challenge to the Preeminence of the US Dollar?”, *BIS Working Paper*, no. 218/2006; V. Gaspar, „Financial Integration and the International Role of Euro”, w „Euro at Five: Ready for a Global Role”, *Institute for International Economics*, Washington 2004; E. Papaioannou, R. Portes, G. Siourounis, „Optimal Currency Shares in International Reserves. The Impact of the Euro and the Prospects for the Dollar”, *ECB Working Paper*, 2006, no. 694; „The Accumulation of Foreign Reserves”, *ECB Occasional Paper Series* 2006, no. 43; P. Wooldridge, „The Changing Composition of Official Reserves”, *BIS Quarterly Review*, September 2006.

- niezależność banku centralnego,
- polityka kursu walutowego,
- zmienność kursu walutowego,
- struktura zadłużenia zagranicznego, w tym terminowa,
- stopień liberalizacji przepływów kapitałowych,
- waluta dominującego partnera handlowego,
- czynniki geopolityczne.

Podkreśla się także, że na strukturę rezerw walutowych ma wpływ położenie geograficzne oraz cel utrzymywania rezerw. Państwa, które utrzymują rezerwy dla motywu długoterminowego i inwestycyjnego, rozpatrują ich kompozycję od strony ryzyka i zwrotu oraz mają największą skłonność do dywersyfikacji rezerw²¹.

Pierwotnie rezerwy walutowe były utrzymywane w złocie. Po ustaleniach z Bretton Woods w 1944 r. dolar amerykański (USD) stał się jedną z głównych walut rezerwowych świata. Współcześnie banki centralne utrzymują swoje rezerwy walutowe w niewielkim stopniu w złocie, a dominują w nich instrumenty finansowe wyrażone w walutach obcych kilku państw (przede wszystkim, jak wyżej wspomniano, w dolarze amerykańskim, a na drugim miejscu w euro). W odpowiedzi na współczesny, globalny kryzys finansowy wywiązała się przy tym dyskusja na temat przyszłości amerykańskiej waluty jako głównej waluty rezerwowej²² - niektóre badania przewidują zmniejszenie udziału dolara amerykańskiego w strukturze rezerw²³. Dotychczasowe obserwacje wskazują jednak, iż ani euro, ani inna waluta nie zdezonizowały dolara amerykańskiego w światowej strukturze rezerw walutowych.

Pomimo, że złoto nie posiada współcześnie dominującego udziału w rezerwach walutowych, to nadal wzbudza duże zainteresowanie, a nawet emocje, np. w zakresie miejsca jego przechowywania (w kraju czy zagranicą) oraz ewentualnej sprzedaży narodowego złota.

Z danych Międzynarodowego Funduszu Walutowego wynika, że banki centralne posiadały na koniec pierwszego półrocza 2018 r. 33,7 tys. ton złota, wartego blisko 1,4 bln USD, co stanowiło około 10% ich rezerw walutowych. Największe rezerwy w złocie posiadają Stany Zjednoczone Ameryki²⁴. W ostatnim czasie głównie Rosja i Chiny zwiększały udział złota w swoich rezerwach. Wśród państw zwiększających swoje zasoby złota w 2018 r. znalazły się także m.in.: Węgry, Turcja i Kazachstan. Motywami do zakupu złota były m.in. stosunkowo niska cena tego kruszcu, dywersyfikacja rezerw (w przypadku Rosji zmniejszenie rezerw w dolarze amerykańskim) oraz duża globalna niepewność wynikająca chociażby z czynników politycznych.

²¹ J. Bogołębska, „Determinanty kompozycji rezerw walutowych - euro w światowej strukturze rezerw”, *Acta Universitatis Lodzianis Folia Oeconomica* 209, 2007, www.cejsh.icm.edu.pl (02.07.2018), s. 50 za E. Truman, A. Wong, „The Case for an International Reserve Diversification Standard”, *Institute for International Economics, Working Paper Series*, May 2006.

²² T. Soesanto, E. A. Selvanathan, S. Selvanathan, „Analysis of the management of currency composition of foreign exchange reserves in Australia”, *Economic Analysis and Policy* 2015, 47, s. 82-83.

²³ R. Beck, E. Rahbari, „Optimal reserve composition in the presence of sudden stops”, *Journal of International Money and Finance* 30(6), 2011, s. 1107.

²⁴ A. Ghosh, „What drives gold demand in central bank's foreign exchange reserve portfolio?”, *Finance Research Letters*, 2016, 17, s. 147.

Polska nie jest zaliczana do państw z najwyższymi zasobami złota. Według stanu na koniec 2019 r. posiadaliśmy 228,6 ton złota, co plasowało nas na 22 pozycji wśród banków centralnych na świecie i na 11 pozycji w Europie. Polskie złoto przechowywane było głównie w Londynie, w którym funkcjonuje największy rynek złota w Europie. Polskie złoto znalazło się tam w czasie drugiej wojny światowej, kiedy to dokonano spektakularnej ewakuacji złota z ziem polskich okupowanych przez Niemcy. Polskie złoto (ok. 80 ton), po długiej wojennej wędrówce, przez Rumunię, Turcję, Afrykę i Francję, znalazło się ostatecznie w Nowym Jorku, Londynie i Ottawie²⁵. W czasach komunistycznych złoto ulokowane w Londynie zostało wyprzedane i dopiero w latach 90-tych XX wieku Polska odbudowała zasoby rezerw walutowych w złocie, a w latach 2018-2019, podobnie jak inne państwa, zwiększyła je. Ponadto w 2019 r. przeprowadzona została operacja realokacji do Polski 100 ton złota²⁶.

W praktyce rezerwy walutowe utrzymywane są przede wszystkim w obligacjach o wysokim bezpieczeństwie i dużej płynności. Niektóre banki centralne (nie dotyczy to Narodowego Banku Polskiego) inwestują aktywa także w akcje (bezpośrednio lub poprzez fundusze ETF). Warto też odnotować, że od czasu wybuchu współczesnego kryzysu finansowego banki centralne rozszerzyły wachlarz aktywów utrzymywanych w rezerwach walutowych²⁷. Tym samym zmieniły one podejście do kwestii struktury rezerw walutowych, w tym uwzględniając terminy zapadalności poszczególnych instrumentów finansowych²⁸.

Podkreślić należy ponadto, że zmiany w strukturze rezerw walutowych są z reguły procesem powolnym i rzadko spotykane są radykalne decyzje w tym zakresie.

Podsumowanie

Kwestie związane z zarządzaniem rezerwami walutowymi powinny być pozostawione w kompetencjach niezależnych banków centralnych, a rządy poszczególnych państw nie powinny mieć wpływu na ich wykorzystanie. W przeciwnym przypadku mogłaby zaistnieć pokusa ich wykorzystania do realizacji „bieżących potrzeb” i celów politycznych. To zaś osłabiłoby bezpieczeństwo państw i ich możliwości obrony własnej waluty przed atakami spekulacyjnymi lub innymi niekorzystnymi dla danego państwa decyzjami, np. w wymianie handlowej (choćby cła). Między innymi z powyższych powodów rezerwy walutowe uznać należy za „rzecz świętą”, „skarby narodowy”.

Bezpieczne i efektywne zarządzanie rezerwami walutowymi nie należy do łatwych zadań, m.in. z uwagi na wzrastające ryzyko polityczne i stosunkowo wysoką zmienność panującą na rynkach finansowych. Tym samym proces zarządzania rezerwami walutowymi obciążony jest coraz większym ryzykiem. Do tego dochodzi skala rezerw walutowych, która może wpływać na wysokie zyski, ale też i straty generowane przez

²⁵ Szerzej: „Wojenne losy polskiego złota”, Bankoteka, Wydanie specjalne, Narodowy Bank Polski, wrzesień 2014.

²⁶ www.nbp.pl (15.02.2020).

²⁷ A. Ghosh, „What drives gold demand in central bank’s foreign exchange reserve portfolio?”, Finance Research Letters, 2016, 17, s. 146.

²⁸ Szerzej na temat zmiany płynności rezerw i terminów zapadalności instrumentów w: R. N. McCauley, J.-F. Rigaudy, „Managing foreign exchange reserves in the crisis and after”, Bank for International Settlements, BIS Papers no. 58, 2011, s. 20-41.

banki centralne. Ponadto współczesne kanały komunikacji (m.in. media społecznościowe) potęgują możliwość wpływania na kurs walutowy (m.in. poprzez fake news). Są one tym samym nowoczesnymi kanałami ataków spekulacyjnych na kurs waluty.

Teoretyczne podstawy zarządzania niektórymi aspektami rezerw walutowych można pozyskać w procesie edukacji, z literatury przedmiotu oraz doświadczenia zdobytego na rynkach finansowych. Praktyczne umiejętności i „wiedzę tajemną” z tym związaną można zaś nabyć tylko w bankach centralnych.

Literatura

- Adler G., Tovar C. E., „Foreign Exchange Intervention: A Shield Against Appreciation Winds?”, IMF Working Paper WP/11/165, 2011
- Beck R., Rahbari E., „Optimal reserve composition in the presence of sudden stops”, *Journal of International Money and Finance* 30(6), 2011
- Bogulebska J., „Determinanty kompozycji rezerw walutowych - euro w światowej strukturze rezerw”, *Acta Universitatis Lodzianis Folia Oeconomica* 209, 2007, www.cejsh.icm.edu.pl (02.07.2018)
- Bogulebska J., „Wykorzystanie rezerw walutowych zakumulowanych na ponadoptymalnym poziomie - doświadczenia współczesnych banków centralnych”, www.sbc.org.pl (12.02.2020)
- Cheng G., „Balance sheet effects, foreign reserves and public policies”, *Journal of International Money and Finance* 2015, 59
- Chinn M., Frankel J., „Will the Euro Eventually Surpass the Dollar as Leading International Reserve Currency?”, NBER Working Paper 11510, 2005
- Cizkowski P., „Rezerwy walutowe”, *Narodowy Bank Polski*, www.nbportal.pl (02.07.2018)
- „Dlaczego banki centralne kupują złoto”, *Gazeta Bankowa* 2018, nr 12
- Dooley M., Lizondo J., Mathieson D., „The Currency Composition of Foreign Exchange Reserves”, *IMF Staff Papers* 1989, no. 36
- Eichengreen B., Mathieson D., „The Currency Composition of Foreign Exchange Reserves: Retrospect and Prospect”, *IMF Working Paper*, WP/00/131
- Galati G., Wooldridge P., „The Euro as a Reserve Currency: A Challenge to the Preeminence of the US Dollar?”, *BIS Working Paper*, no. 218/2006
- Gaspar V., „Financial Integration and the International Role of Euro”, w „Euro at Five: Ready for a Global Role”, *Institute for International Economics*, Washington 2004
- Ghosh A., „What drives gold demand in central bank's foreign exchange reserve portfolio?”, *Finance Research Letters*, 2016, 17
- Goldberg L., Hull C., Stein S., „Do industrialized countries hold the right foreign exchange reserves?”, *Current Issues in Economics and Finance* 19(1), 2013
- Gostomski E., „Ewolucja wielkości, struktury i wykorzystania oficjalnych rezerw walutowych na świecie” w „Polityka ekonomiczna i rynki finansowe a funkcjonowanie gospodarki”, M. Pronobis (red.), *Wyższa Szkoła Bankowa w Gdańsku*, 2013
- „Guidelines for Foreign Exchange Reserve Management”, *International Monetary Fund*, September 20, 2001, www.imf.org (02.07.2018)
- Horváth R., Vaško D., „Central bank transparency and financial stability”, *Journal of Financial Stability* 22 (2016)
- Hur S., Kondo I. O., „A theory of rollover risk, sudden stops, and foreign reserves”, *Journal of International Economics* 2016, 103
- Karwowski J., „Interwencje walutowe”, *Bank i Kredyt* 1997, nr 7-8
- Kato M., Proaño C. R., Semmler W., „Does international-reserves targeting decrease the vulnerability to capital flights?”, *Research in International Business and Finance* 2018, 44

- Kołodziejczyk H., „Kurs walutowy w polityce pieniężnej” w „Współczesna polityka pieniężna. Perspektywa XXI wieku”, W. Przybylska-Kapuścińska, M. Szyszko (red.), Difin, Warszawa 2017
- Kowalewski P., „Nowa odsłona interwencjonizmu walutowego”, www.obserwatorfinansowy.pl (23.09.2011)
- McCauley R. N., Rigaudy J.-F., „Managing foreign exchange reserves in the crisis and after”, Bank for International Settlements, BIS Papers no. 58, 2011
- Nakoneczna-Kisiel H., „Rezerwy walutowe we współczesnej gospodarce światowej”, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Prace Wydziału Nauk Ekonomicznych i Zarządzania, Vol. 13 nr 33/2013
- Owsiak S., „Bank centralny” w „Bankowość”, M. Zaleska (red.), Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2013
- Papaioannou E., Portes R., Siourounis G., „Optimal Currency Shares in International Reserves. The Impact of the Euro and the Prospects for the Dollar”, ECB Working Paper, 2006, no. 694
- Pszczółka I., „Zmiany wysokości i struktury rezerw walutowych NBP na tle zmian zachodzących w rezerwach walutowych na świecie”, Studia Ekonomiczne. Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach nr 352/2018
- Redo M., „Prawne i finansowe aspekty zarządzania rezerwami dewizowymi w Polsce”, Atheneum. Polskie Studia Politologiczne, vol. 42/2014
- „Rezerwy walutowe są jak armia. Ile złota ma Polska”, wywiad z K. Zajdel-Kurowską, www.forsal.pl (02.07.2018)
- Soesmanto T., Selvanathan E. A., Selvanathan S., „Analysis of the management of currency composition of foreign exchange reserves in Australia”, Economic Analysis and Policy 2015, 47
- Steiner A., „The accumulation of foreign exchange by central banks: Fear of capital mobility?”, Journal of Macroeconomics, 2013, 38
- „The Accumulation of Foreign Reserves”, ECB Occasional Paper Series 2006, no. 43
- Truman E., Wong A., „The Case for an International Reserve Diversification Standard”, Institute for International Economics, Working Paper Series, May 2006
- Ustawa z dnia 29 sierpnia 1997 r. o Narodowym Banku Polskim (Dz. U. z 2017 r., poz. 1373)
- „Wojenne losy polskiego złota”, Bankoteka, Wydanie specjalne, Narodowy Bank Polski, wrzesień 2014
- Wooldridge P., „The Changing Composition of Official Reserves”, BIS Quarterly Review, September 2006
- www.ecb.europa.eu
- www.nbp.pl
- www.nbportal.pl
- Zaleska M., „Dwustopniowość sektora bankowego” w „Świat bankowości”, M. Zaleska (red.), Difin, Warszawa 2018
- Zaleska M., Koleśnik J., „Bank centralny” w „Świat bankowości”, M. Zaleska (red.), Difin, Warszawa 2018
- Zhang D., Wang Y., Wang J., Xu W., „Liquidity management of foreign exchange reserves in continuous time”, Economic Modelling 2013, 31

Summary

The overall aim of this research paper is to enhance the role of foreign exchange reserves and indicate possibilities of their reliable and correct accumulation. Its more specific objectives are - among others - to compare foreign exchange reserves with other types of bank reserves and to identify the main kinds of risk connected with foreign exchange reserve management, including the changes that were made in response to the last global financial crisis. Moreover, this paper defines the essential characteristic features of foreign exchange interventions and identifies their types.

At the time of increasing expenses for political and social purposes, the hazard of inappropriate use of foreign exchange reserves is growing. This is accompanied by high global political risk and significant financial market volatility, as well as modern channels (e.g. social media) of attack on currency exchange rates. These factors make foreign exchange reserve management quite a difficult task and turn it into a “secret knowledge” of central banks.

Keywords: central bank, foreign exchange reserves, gold, foreign exchange intervention.

JEL Codes: E5.

Informacje o autorze:

Prof. Dr Hab. Małgorzata Zaleska

Szkoła Główna Handlowa

Al. Niepodległości 162,

02-554 Warszawa,

e-mail: malgorzata.zaleska@sggw.waw.pl

ORCID: 0000-0003-3963-7298