

# Ewolucja wielkości, struktury i wykorzystania oficjalnych rezerw walutowych na świecie

*Eugeniusz Gostomski\**

Celem opracowania jest analiza zmian zachodzących w obszarze oficjalnych rezerw walutowych w oparciu o dostępne dane statystyczne i literaturę fachową, polską i zagraniczną. Poprzedza ją przedstawienie istoty i funkcji rezerw. W ostatniej części skoncentrowano się na najnowszych trendach w zakresie zarządzania rezerwami dewizowymi, uwzględniając przy tym funkcjonowanie państwowych funduszy inwestycyjnych.

## 11.1. Istota i funkcje oficjalnych rezerw walutowych

Oficjalne rezerwy walutowe, nazywane zamiennie rezerwami dewizowymi, zgodnie z powszechnie stosowaną definicją Międzynarodowego Funduszu Walutowego stanowią znajdujące się w posiadaniu i w pełni kontrolowane przez władze monetarne płynne aktywa zagraniczne, których funkcją jest zabezpieczenie operacji wyrównujących bilans płatniczy kraju, gwarantowanie wymienialności pieniądza krajowego, umożliwienie przeprowadzania interwencji na rynku walutowym oraz realizacja innych celów [*Balance of Payments Manual*, 1998]. Prawnym właścicielem rezerw walutowych danego kraju jest państwo, które powierza zarządzanie nimi bankowi centralnemu.

Struktura oficjalnych rezerw walutowych w każdym kraju jest inna i zależy od takich czynników, jak: podatność bilansu płatniczego na zaburzenia równowagi w stosunkach gospodarczych z zagranicą, rodzaj prowadzonej polityki kursowej, dochodowość poszczególnych składników rezerw itp. MFW do oficjalnych rezerw walutowych zalicza waluty wymienialne w formie gotówki i lokat bankowych, papiery wartościowe wyemitowane przez rządy krajów

\* Dr hab. prof. UG, Wyższa Szkoła Bankowa w Gdańsku, Uniwersytet Gdański

cieszących się wysoką wiarygodnością kredytową lub przez międzynarodowe organizacje finansowe, pozycję rezerwową danego kraju w MFW, przyznane krajowi zasoby Specjalnych Praw Ciągnięcia (SDR), złoto monetarne i inne aktywa denominowane w najważniejszych walutach świata i cechujące się wysoką płynnością. Tytułem przykładu można podać, że rezerwy walutowe Niemiec według danych z lutego 2012 roku w 74,2% składały się ze złota, w 14,5% z papierów wartościowych i lokat w bankach zagranicznych, w 7% z SDR i w 4,3% z pozycji rezerwowej w MFW [www.bundesbank.de].

Banki centralne przy ustalaniu struktury rezerw walutowych tradycyjnie kierują się trzema kryteriami: płynnością poszczególnych składników, bezpieczeństwem środków rezerwowych i kosztem ich utrzymania. W ostatnich kilkunastu latach do tych czynników doszło dążenie państw do zwiększenia rentowności posiadanych rezerw, czemu towarzyszy akceptacja wyższego ryzyka przy lokowaniu środków rezerwowych w instrumenty finansowe. Rezerwy walutowe danego państwa powstają w wyniku wypracowania nadwyżki w bilansie płatniczym, a więc gdy suma sald transakcji autonomicznych ujętych w bilansie płatniczym kraju (rachunek bieżący, rachunek kapitałowy i finansowy) skorygowana o saldo błędów i opuszczeń jest dodatnia. Jednocześnie bank centralny kupuje waluty zagraniczne za pieniądź krajowy. Natomiast deficyt bilansu płatniczego zmusza bank centralny do sprzedaży niezbędnej ilości walut zagranicznych za walutę krajową, co prowadzi do obniżenia poziomu oficjalnych rezerw walutowych.

Należy odróżnić utrzymywane przez banki centralne oficjalne rezerwy walutowe służące utrzymaniu stabilności i bezpieczeństwa walutowego kraju od będących również w dyspozycji banku centralnego „nieoficjalnych” rezerw walutowych. Ten drugi rodzaj rezerw związany jest z operacjami banku centralnego i banków komercyjnych na międzynarodowych rynkach pieniężnych oraz dążeniem banku centralnego do zapewnienia płynności w walutach zagranicznych i bezpieczeństwa finansowego sektora bankowego [Pyka, 2010, s. 112-113].

Rezerwy walutowe mają stosunkowo niedługą historię. W czasach pieniądza kruszcowego i waluty złotej nie były one potrzebne. Bilanse handlowe krajów były bowiem równoważone przez zmiany stanu rezerw złota monetarnego. Jednakże mankamentem trzymania złota w skarbcu banku centralnego w celu zabezpieczenia emisji pieniądza krajowego było to, że nie przynosiło ono dochodów. Dlatego pod koniec XIX wieku niektóre kraje, m.in. Japonia i kraje skandynawskie zaczęły zamieniać swoje rezerwy w złocie na oprocentowane aktywa denominowane w walutach wymiennalnych na złoto. Szacuje się, że w przededniu I wojny światowej tego rodzaju rezerwy stanowiły już 20% wszystkich światowych rezerw walutowych z uwzględnieniem złota monetarnego.

Po I wojnie światowej tworzenie rezerw walutowych stało się konieczne w krajach, które zdecydowały się na zabezpieczenie emisji swego pieniądza aktywami w walutach wymiernych na złoto (funt brytyjski, dolar amerykański). W okresie istnienia systemu z Bretton Woods, a więc od zakończenia II wojny światowej do początku lat 70. XX wieku, banki centralne utrzymywały swoje rezerwy walutowe głównie w aktywach dolarowych. Rola dolara jako wiodącej waluty świata wynikała z jego wymierności na złoto po stałym kursie, z której mogły korzystać banki centralne posiadające dolary i z pozycji USA jako światowego mocarstwa. W wielodewizowym systemie walutowym, który powstał po załamaniu się systemu dolarowo-złotego, struktura rezerw walutowych stała się bardziej urozmaicona i oprócz złota oraz aktywów denominowanych w dolarach składają się one z walorów wyrażonych w euro, funtach, jenach i innych walutach międzynarodowych.

## 11.2. Wzrost światowych rezerw walutowych w ostatniej dekadzie

Od początku lat 70. XX wieku systematycznie zwiększa się poziom światowych rezerw walutowych. Już w ciągu pierwszych 10 lat od upadku systemu z Bretton Woods ich wartość zwiększyła się niemal 4-krotnie. Bardzo dynamicznie rezerwy rosły w ostatniej dekadzie. Według danych z końca 2011 roku ich wartość wynosiła 10 177 mld USD i była ponad 7 razy większa niż w 1995 roku oraz ponad 5-krotnie przewyższała poziom z 2000 roku (zob. tabela 11.1).

Tabela 11.1. Poziom światowych rezerw walutowych w latach 1995-2011 (w mld USD)

Rok	1995	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
mld USD	1389	1936	2050	2408	3025	3748	4303	5235	6682	7322	8087	8421	10177

Źródło: Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves, IMF 2011, [www.imf.org/external/np/sta/cofer/eng](http://www.imf.org/external/np/sta/cofer/eng)

Największymi rezerwami walutowymi dysponują Chiny – w marcu 2011 roku przekroczyły one wartość 3 bln USD, podczas gdy pod koniec lat 80. były na poziomie niższym niż 20 mld USD, a w 2006 roku wynosiły już 1 bln USD [[www.german.china.org.cn](http://www.german.china.org.cn)]. Dynamiczny wzrost rezerw walutowych Chiny zawdzięczają olbrzymiej nadwyżce w swoim bilansie handlowym, a szczególnie w obrotach ze Stanami Zjednoczonymi. Na drugim miejscu pod względem wielkości rezerw plasuje się Japonia, a na trzecim Arabia

Saudyjska. Dużymi rezerwami walutowymi dysponują też inne państwa azjatyckie: Tajwan, Korea Pd., Indie, Hongkong, Singapur, Tajlandia, Indonezja i Turcja (zob. tabela 11.2). Łącznie na kraje azjatyckie przypada około 2/3 światowych rezerw walutowych. Ich źródłem były nie tylko nadwyżki eksportowe, ale również napływ bezpośrednich inwestycji zagranicznych do tych krajów. Wzrost rezerw walutowych popierały rządy krajów azjatyckich, które tą drogą chciały uzyskać większą samodzielność w polityce kursowej oraz uniezależnić się od kredytów Międzynarodowego Funduszu Walutowego. Wyciągnęły przy tym wnioski z trudności w uzyskiwaniu kredytów z MFW w okresie kryzysu walutowego w krajach azjatyckich w latach 90. ubiegłego stulecia. Innym ważnym czynnikiem przemawiającym za wzrostem rezerw walutowych w tych krajach było pogłębianie się niestabilności światowego systemu finansowego i postrzeganie rezerw jako narzędzia zabezpieczenia się przed zaburzeniami na międzynarodowych rynkach finansowych [Spahn, Kromphord, 2009, s. 159].

Tabela 11.2. Kraje dysponujące największymi rezerwami walutowymi (mld USD)

Kraj	30.12.2005	29.12.2006	31.12.2007	9.11.2011
Chiny	819	1066	1528	3202
Japonia	847	895	973	1123
Arabia Saud.	b.d.	b.d.	b.d.	502
Rosja	182	304	476	472
Tajwan	253	266	270	389
Brazylia	54	86	180	352
Korea Pd.	201	239	262	303
Indie	131	170	267	281
Hongkong	124	133	153	278
Singapur	16	136	163	243
Szwajcaria	58	64	75	216
Tajlandia	52	67	87	185
Niemcy	102	112	135	181
Indonezja	33	41	55	120
Polska	43	48	65	87

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych agencji Bloomberg.

Duże rezerwy walutowe oprócz krajów azjatyckich posiadają też takie kraje, jak: Rosja (472 mld USD w 2011 r.), Brazylia (352 mld USD), Szwajcaria (216 mld USD)<sup>1</sup>, podczas gdy rezerwy walutowe USA kształtują się na poziomie 132 mld USD. Wartość rezerw dewizowych Polski w marcu 2012 roku przekroczyła 100 mld USD. Warto podkreślić, że o ile w 1970 roku 3/4 wszystkich rezerw na świecie należało do krajów wysoko rozwiniętych, to obecnie prawie 70% światowych rezerw walutowych znajduje się w dyspozycji krajów rozwijających się.

<sup>1</sup> Szwajcaria dysponuje największymi rezerwami na świecie w przeliczeniu na jednego mieszkańca.

Choć trudno określić optymalny poziom rezerw dewizowych, według oceny Banku Rozrachunków Międzynarodowych w Bazylei w przypadku wielu krajów są one wyższe od standardowej wielkości wynikającej z potrzeby utrzymania płynności finansowej kraju w jego relacjach z zagranicą. Miarą wielkości rezerw może być ich relacja do wielkości importu, np. w 2006 roku w przypadku Rosji pokrywały one wartość importu w okresie 20 miesięcy, dla Chin analogiczny wskaźnik wynosił 16, dla Japonii 18, a dla pozostałych krajów rozwiniętych 1 [Jahresbericht, 2007, s. 109].

### **11.3. Tendencje zmian w strukturze rezerw walutowych na świecie**

Struktura światowych rezerw walutowych ulega ciągłym zmianom. Jest ona niejednakowa w poszczególnych państwach i zależy od motywów utrzymywania rezerw przez władze monetarne. Inna jest zatem w krajach wykorzystujących je do interwencji na rynku walutowym i inna w państwach mających problemy ze zrównoważeniem bilansu płatniczego z powodu wysokiej podatności na zaburzenia w międzynarodowych stosunkach gospodarczych. Inna jest też w krajach, których eksport zdominowany jest przez sprzedaż na rynkach zagranicznych nieodnawialnych surowców i kierujących się w zarządzaniu swoimi rezerwami względami dochodowymi, także z myślą o przyszłych pokoleniach.

Tradycyjnie ważnym składnikiem rezerw walutowych wielu krajów jest złoto, na które w październiku 2011 roku przypadało 12% światowych rezerw dewizowych. Jest ono jedynym międzynarodowym środkiem płatniczym niezależnym od decyzji poszczególnych państw, może więc funkcjonować poza systemem finansowym, stanowiąc doskonałą rezerwę płynności także w razie zablokowania zagranicznych kont bankowych danego kraju czy w przypadku totalnej awarii systemu komputerowego. Złoto w swoich zasobach posiada także Europejski Bank Centralny (502,1 t), MFW (2814 t) i Bank Rozrachunków Międzynarodowych w Bazylei (119 t). Łącznie w posiadaniu wszystkich banków centralnych znajduje się 30,8 tys. ton złota, co stanowi 20% całej ilości dotychczas wydobytego żółtego kruszcu na świecie [Bartholomae, 2010, s. 26-27]. Większość złota monetarnego pochodzi z okresu sprzed 1973 roku, kiedy w niektórych krajach emisja pieniądza papierowego musiała być w części pokryta złotem. Największymi rezerwami złota monetarnego dysponują: USA, Niemcy, MFW, Włochy i Francja (zob. tabela 11.3).

Procentowy udział złota w rezerwach dewizowych poszczególnych państw zależy nie tylko od preferencji rządów w tym zakresie, ale także od ceny rynkowej złota na świecie. Jest on wysoki w krajach rozwiniętych, według danych na koniec 2011 roku, gdy jedna uncja złota kosztowała 1680 USD, najwyższy był w Portugalii (89,8%), Grecji (81,3%), Stanach Zjednoczonych (76,9%), Niemczech (74,2%) i we Włoszech (73,9%). Spośród krajów rozwijających się wysokim udziałem złota w oficjalnych rezerwach dewizowych cechowała się jedynie Wenezuela (71,1%). Natomiast stosunkowo niski był udział złota w rezerwach Chin (1,8%), Japonii (3,3%), Rosji (9,6%) i Indii (10,0%), ale wykazywał tendencję rosnącą.

Tabela 11.3. Rezerwy złota i ich udział w światowych rezerwach dewizowych

Miejsce	Kraj	1970	2000	2011	Udział w 2011 r.
		w tonach			w %
1	USA	9839	8137	8133	76,9%
2	Niemcy	3537	3469	3396	74,2%
3	MFW	3856	3217	2814	-
4	Włochy	2565	2452	2452	73,9%
5	Francja	3137	3025	2435	73,7%
6	Chiny	b.d.	395	1054	1,8%
7	Szwajcaria	2427	2419	1040	16,8%
8	Rosja	b.d.	384	874	9,6%
9	Japonia	473	763	765	3,3%
10	Holandia	1588	912	612	63,0%
11	Indie	216	348	558	10,0%
12	EBC	-	747	502	34,8%
13	Tajwan	73	422	422	6,1%
14	Portugalia	801	607	382	89,8%
15	Wenezuela	341	318	373	71,1%
34	Polska	b.d.	103	103	5,8%

Źródło: World Gold Council Statistics, [www.gold.org.investment/statistics/](http://www.gold.org.investment/statistics/)

W latach 1970-2011 rozwinięte kraje europejskie, USA i MFW w wyniku sprzedaży części zasobów żółtego kruszcu zmniejszyły swoje rezerwy złota. Tylko w latach 1999-2004, kiedy jego cena była stosunkowo niska i obawiano się dalszego jej spadku, banki centralne sprzedawały 56 mln uncji złota, przy czym najwięcej złota sprzedawały takie kraje, jak Wielka Brytania, Szwajcaria i Holandia. W sierpniu 2009 roku banki centralne krajów Eurolandu oraz szwedzki i szwajcarski bank centralny podpisały już trzecie porozumienie w sprawie sprzedaży w ciągu 5 lat maksymalnie 2000 ton złota monetarnego. Jednocześnie Chiny, Rosja, Japonia, Indie, Tajwan i inne kraje intensywnie kupują złoto, zwiększając jego udział w swoich rezerwach. Zainteresowanie banków centralnych zakupami złota nasiliło się w związku z globalnym kryzysem finansowym, jakim zostały dotknięte głównie Stany Zjednoczone i kraje strefy euro. Eksperci postrzegają to zjawisko jako spadek zaufania

gospodarek wschodzących do głównych walut międzynarodowych. Łącznie od 2009 roku zasoby złota w dyspozycji banków centralnych zwiększyły się netto o 36 mln uncji [www.wiwo.de].

Brak jest pełnych danych statystycznych dotyczących udziału poszczególnych walut w światowych rezerwach walutowych, ponieważ nie wszystkie kraje przekazują do MFW informacje o strukturze walutowej swoich rezerw. MFW jest więc zmuszony przedstawiać wielkość rezerw światowych w podziale na rezerwy alokowane, które na koniec trzeciego kwartału 2011 roku wynosiły 5446 mld USD (53,5% wszystkich rezerw), i na rezerwy niealokowane o wartości 4731 mld USD (46,5% światowych rezerw). W 1999 roku, od kiedy zaczęło funkcjonować euro, 71% rezerw alokowanych stanowiły rezerwy denominowane w dolarze amerykańskim, 17,9% w euro, 6,4% w jenach, 2,9% w funtach brytyjskich, 0,2% we frankach szwajcarskich i 1,6% w innych walutach. Od tego czasu udział dolara zmniejszył się do 61,7%, natomiast udział euro zwiększył do 25,7%, a innych walut (głównie funta i jena) wzrósł z 11,1% do 12,6% (zob. tabela 11.5).

Tabela 11.5. Struktura walutowa alokowanych rezerw światowych w latach 1999-2011 (%)

Rok	USD	EUR	GBP	JPY	CHF	Inne waluty
1999	71,0	17,9	2,9	6,4	0,2	1,6
2000	71,1	18,3	2,8	6,1	0,3	1,5
2001	71,5	19,2	2,7	5,1	0,3	1,3
2002	67,1	23,8	2,8	4,3	0,4	1,6
2003	66,0	25,1	2,8	4,0	0,2	2,0
2004	66,0	24,8	4,0	4,6	0,2	1,9
2005	66,9	24,1	3,6	3,6	0,1	1,7
2006	65,5	15,1	4,4	3,1	0,2	1,8
2007	64,1	26,3	4,7	2,9	0,2	1,8
2008	64,1	26,4	4,0	3,1	1,4	2,2
2009	62,1	27,4	4,2	3,0	0,1	3,1
2010	62,1	26,5	4,2	3,3	0,1	3,8
2011	61,7	25,7	3,9	3,8	0,1	4,8

Źródło: obliczenia własne na podstawie danych MFW.

Należy oczekiwać dalszych powolnych zmian w strukturze rezerw światowych na niekorzyść dolara i wzrostu znaczenia euro (jeżeli przezwyciężony zostanie kryzys zadłużeniowy w strefie euro), a w dalszej perspektywie także waluty chińskiej, gdy stanie się ona w pełni wymiennalna.

Banki centralne dominującą część rezerw z reguły inwestują w rządowe papiery wartościowe, pewne kwoty w papiery emitowane przez instytucje międzynarodowe i agencje rządowe, a niewielka część rezerw jest utrzymywana w formie lokat w bankach o wysokiej wiarygodności. Rozwój międzynarodowych rynków finansowych poszerzył paletę instrumentów, w które mogą być inwestowane oficjalne rezerwy dewizowe, np. listy zastawne.

## 11.4. Nowe strategie zarządzania rezerwami walutowymi

Analizując rozwój i strukturę rezerw walutowych na świecie w ostatnich latach, można zauważyć trzy zasadnicze tendencje w zakresie zarządzania ich portfelem:

- dążenie do wzrostu dochodów generowanych przez rezerwy walutowe, czego wyrazem jest m.in. tworzenie państwowych funduszy inwestycyjnych (*Sovereign Wealth Funds – SWF*). Banki centralne uwzględniają przy tym bezpieczeństwo i płynności zainwestowanych rezerw;
- stosowanie nowoczesnych metod zarządzania ryzykiem portfela inwestycyjnego (podział rezerw na portfel inwestycyjny i portfel płynnych instrumentów, korzystanie z benchmarkingu przy optymalizacji struktury rezerw, dbanie o należyłą dywersyfikację portfela, określanie górnych granic dopuszczalnego ryzyka itp.);
- wzrost przejrzystości w zarządzaniu oficjalnymi rezerwami dewizowymi dzięki publikowaniu przez banki centralne szczegółowych raportów dotyczących wielkości i struktury posiadanych rezerw [Bartholomae, 2010, s. 109 i nast.].

Na szczególną uwagę przy rozpatrywaniu zmian w zakresie zarządzania rezerwami zasługują państwowe fundusze inwestycyjne, których znaczenie w tym procesie systematycznie rośnie. Stanowią one kontrolowane przez rządy niektórych krajów instytucje finansowe, które inwestują środki wydzielone z oficjalnych rezerw walutowych lub pochodzące z nadwyżek finansowych państwa w celu pomnożenia ich wartości z myślą o realizacji w przyszłości przez państwo ważnych zadań społecznych i ekonomicznych. Na świecie istnieje już ponad 60 takich funduszy, które zarządzają aktywami o łącznej wartości 5064 mld USD (lipiec 2012). 58% tej kwoty przypada na SWF zasilane przez wpływy z eksportu ropy naftowej i gazu ziemnego. Wykaz największych SWF zawiera tabela 11.6.

Najstarszym państwowym funduszem inwestycyjnym jest utworzony w 1953 roku Kuwait Investment Authority, a największym majątkiem zarządza Abu Dhabi Investment Authority.

Aktywa funduszy państwowych w przeważającej mierze trzymane są w instrumentach finansowych denominowanych w walutach obcych, a w mniejszym stopniu stanowią bezpośrednie udziały w różnych przedsiębiorstwach zagranicznych. Szczegółowe kierunki inwestowania uzależnione są od strategii danego funduszu. Ze względu na realizowane cele SWF można podzielić na cztery grupy:



- fundusze stabilizacyjne,
- fundusze pokoleniowe,
- fundusze emerytalne,
- fundusze zarządzające rezerwami walutowymi [Heep, 2008, s. 3].

Tabela 11.6. Największe państwowe fundusze inwestycyjne (lipiec 2012)

Kraj	Fundusz	Aktywa (mld USD)	Rok utworzenia	Źródło aktywów
ZEA – Abu Dhabi	Abu Dhabi Investment Authority	627	1976	Ropa
Norwegia	Government Pension Fund – Global	593	1990	Ropa
Chiny	SAFE Investment Company	567,9	1997	Inne
Arabia Saud.	SAMA Foreign Holdings	532,8	n/a	Ropa
Chiny	China Investment Corporation	482	2007	Inne
Kuwejt	Kuwait Investment Authority	296	1953	Ropa
Chiny – Hong Kong	Hong Kong Monetary Authority Investment Portfolio	293,3	1993	Inne
Singapur	Government of Singapore Investment Corporation	247,5	1981	Inne
Singapur	Temasek Holdings	157,5	1974	Inne
Rosja	National Welfare Fund	149,7	2008	Ropa
Chiny	National Social Security Fund	134,5	2000	Inne
Katar	Qatar Investment Authority	100	2005	Ropa
Australia	Australian Future Fund	80	2006	Inne
ZEA – Dubai	Investment Corporation of Dubai	70	2006	Ropa
ZEA – Abu Dhabi	International Petroleum Investment Company	65,3	1984	Ropa
Libia	Libyan Investment Authority	65	2006	Ropa
Kazachstan	Kazakhstan National Fund	58,2	2000	Ropa
Algeria	Revenue Regulation Fund	56,7	2000	Ropa
ZEA – Abu Dhabi	Mubadala Development Company	48,2	2002	Ropa
Korea Płd.	Korea Investment Corporation	43	2005	Inne
USA – Alaska	Alaska Permanent Fund	40,3	1976	Ropa
Malezja	Khazanah Nasional	36,8	1993	Inne
Azerbejdżan	State Oil Fund	32,7	1999	Ropa
Irlandia	National Pensions Reserve Fund	30	2001	Inne
Brunei	Brunei Investment Agency	30	1983	Ropa
Francja	Strategic Investment Fund	28	2008	Inne
USA – Texas	Texas Permanent School Fund	24,4	1854	Ropa i inne
Iran	Oil Stabilisation Fund	23	1999	Ropa
Nowa Zelandia	New Zealand Superannuation Fund	15,9	2003	Inne
Kanada	Alberta's Heritage Fund	15,1	1976	Ropa

Źródło: SWF Institute – [www.swfinstitute.org.funds.php](http://www.swfinstitute.org.funds.php)

Fundusze stabilizacyjne, które są zasilane w okresach wysokich cen surowców na świecie, traktuje się jako rezerwę finansową na wypadek spadku tych cen na rynkach międzynarodowych. Fundusze pokoleniowe inwestują część wpływów z eksportu surowców w przedsięwzięcia mające przynosić

dochody przyszłym pokoleniom. Jednocześnie tą drogą zapobiega się niebezpieczeństwu, że wysokie wpływy z eksportu surowców doprowadzą do aprecjacji waluty krajowej i tym samym pogorszenia konkurencyjności międzynarodowej niesurowcowych sektorów gospodarki narodowej. Zadaniem funduszy emerytalnych jest gromadzenie środków na wypłatę przyszłych emerytur, aby nie dopuścić do ich spadku. Ma to duże znaczenie szczególnie w przypadku istnienia partycypacyjnego systemu emerytalnego i w warunkach starzenia się społeczeństwa, a więc w sytuacji, gdy w danym kraju pogarszają się relacje między liczbą osób pracujących a mających prawo do emerytury. Środki z państwowych funduszy emerytalnych mają chronić przyszłych emerytów przed realnym spadkiem wielkości ich emerytur.

Natomiast zadaniem funduszy zarządzających nadwyżkami rezerw walutowych kraju jest inwestowanie środków rezerwowych w instrumenty obciążone większym ryzykiem, ale za to pozwalające uzyskać wyższą stopę zwrotu w porównaniu z rentownością instrumentów, w jakie rezerwy dewizowe inwestuje bank centralny (złoto, obligacje rządowe państw rozwiniętych).

Fundusze stabilizacyjne inwestują w bezpieczne średniookresowe instrumenty finansowe, zaś fundusze pokoleniowe, emerytalne i zarządzające rezerwami walutowymi preferują wyższe ryzyko i inwestują także w bardziej ryzykowne, ale cechujące się wyższą stopą zwrotu aktywa. W swojej strategii inwestowania uwzględniają więc nie tylko obligacje zagraniczne i akcje, ale również nieruchomości, instrumenty pochodne, udziały w funduszach hedgingowych i funduszach *private equity* oraz bezpośrednio udziały w przedsiębiorstwach za granicą. W przypadku korzystania z tej ostatniej formy inwestowania fundusze państwowe zwykle nabywają jedynie nieduże udziały i nie ingerują w bezpośrednie zarządzanie przedsiębiorstwem [Gostomski, 2009, s. 81-88].

Jak widać nie wszystkie SWF zagospodarowują rezerwy walutowe państwa i dlatego nie zawsze ich aktywa mogą być zaliczane do rezerw. MFW dotychczas nie udało się jednoznacznie określić linii podziału między aktywami SWF stanowiącymi rezerwy dewizowe i pozostałymi. Nie budzi jednak wątpliwości zaliczanie do rezerw tylko tej części kapitału zarządzanego przez SWF, której źródłem są dewizy banku centralnego. W takim zakresie, w jakim fundusze państwowe zostały zasilone przez bank centralny rezerwami dewizowymi, uczestniczą one w zarządzaniu rezerwami kraju i stanowią przedmiot polityki państwa w tym zakresie. Ze szczegółowej analizy funkcjonowania SWF wynika, że do rezerw dewizowych mogą być zaliczane aktywa norweskiego funduszu i chińskich funduszy, ale już aktywa rosyjskiego funduszu jednoznacznie nie mogą być traktowane jako część rezerw dewizowych państwa [Sauer, 2011].

\* \* \*

W obszarze objętym zarządzaniem oficjalnymi rezerwami walutowymi nie występują cykle koniunkturalne, zatem zauważalne w ostatnich latach zmiany mogą stanowić początek zupełnie nowego podejścia banków centralnych do posiadanych rezerw. Rozwój międzynarodowych rynków finansowych zwiększył paletę produktów, w które mogą one inwestować rezerwy dewizowe. Pozwala to bardziej zdywersyfikować portfel inwestycyjny banków centralnych zawierający rezerwy. W ich polityce dotyczącej zarządzania rezerwami walutowymi zaznacza się wyraźna orientacja na uzyskiwanie większych dochodów z rezerw. Wyrazem tego są państwowe fundusze inwestycyjne, którym wiele krajów powierzyło zarządzanie częścią swoich rezerw walutowych. Nie traci przy tym na znaczeniu zachowanie płynnego charakteru rezerw uwidaczniające się w tworzeniu z części rezerw „płynnego portfela”.

### **Streszczenie**

Oficjalne rezerwy walutowe to znajdujące się w posiadaniu i w pełni kontrolowane przez władze monetarne kraju płynne aktywa zagraniczne, których celem jest zabezpieczenie operacji wyrównujących bilans płatniczy kraju, umożliwienie przeprowadzenia interwencji na rynku walutowym bądź uzyskanie dochodów z nadwyżek walutowych. Na świecie, a szczególnie na rynkach wschodzących, obserwuje się duże zmiany w zakresie wielkości, struktury i zarządzania oficjalnymi rezerwami walutowymi. Nowym trendem w obszarze rezerw walutowych jest powierzanie zarządzania częścią rezerw walutowych specjalnym funduszom państwowym. Tym zagadnieniom autor poświęcił swoje opracowanie.

### **Summary**

#### **Evolution of Size, Structure and Using of the Official World Reserve Currency**

Official foreign exchange reserves could be defined as foreign liquid assets that are held and fully controlled by the monetary authorities and whose purpose is to protect the operation leveling the country's balance of payments, to enable the intervention in the currency market or obtaining income from foreign exchange surpluses. The significant changes in the size, structure and management of the official foreign reserves are commonly observed in the world, especially in the emerging markets. A new trend in the field of foreign exchange reserves is entrusting a special state funds with the management of foreign exchange reserves. The issues mentioned above are the problems the article is dedicated to.

## Bibliografia

- Balance of Payments Manual*, IMF, Washington D.C. (1998).
- Bartholomae A. (2010), *Das Gold der Notenbanken – Funktion und Bedeutung*, Deutsche Bundesbank, Frankfurt/Main.
- BIZ, 77. Jahresbericht 1. April-31. März 2007, 24 Juni 2007.
- Currency Composition of official Foreign Exchange Reserves*, IMF 2011, [www.imf.org/external/np/sta/cofer/eng](http://www.imf.org/external/np/sta/cofer/eng)
- Gostomski E. (2009), *Rola funduszy państwowych w gospodarce światowej*, [w:] *Ekonomiczne i polityczne wyzwania we współczesnym łańdźie globalnym*, CeDeWu, Warszawa.
- Heep S. (November 2008), *Staatsfonds ante portas: Deutsche Reaktionen auf den wachsenden Einfluss staatlicher Investitionsgesellschaften*, [w:] *China Analysis 65*, Trier.
- Pyka I. (2010), *Bank centralny na współczesnym rynku pieniężnym*, Wyd. C.H. Beck, Warszawa.
- Sauer B. (2011), *Von der Liquiditätssicherung zum Ertragsstreben*, LIT, Münster.
- Spahn H.P., Kromphord J. (2009), *Die aktuelle Währungsordnung. Analysen und Reformvorschläge*, Metropolis Verlag, Marburg.
- SWF Institute, [www.swfinstitute.org.funds.php](http://www.swfinstitute.org.funds.php)
- Währungsreserven und Fremdwährungsliquidität der BRD*, [www.bundesbank.de](http://www.bundesbank.de) (30.07.2012).
- Warum die Staaten mehr Gold brauchen?* [www.wiwo.de](http://www.wiwo.de) (22.03.2012).
- Was tun mit Währungsreserven?* [www.german.china.org.cn](http://www.german.china.org.cn) (30.07.2012).
- World Gold Council Statistics, [www.gold.org.investment/statistics/](http://www.gold.org.investment/statistics/)