

# **Wzrost znaczenia złota w rezerwach dewizowych banków centralnych gospodarek wschodzących**

Paweł Kowalewski\*, Dominik A. Skopiec#

Nadesłany: 1 marca 2023 r. Zaakceptowany: 24 kwietnia 2023 r.

---

## **Streszczenie**

Celem artykułu jest przeanalizowanie czynników, które spowodowały zwiększenie popytu na złoto ze strony banków centralnych gospodarek wschodzących, a także skali wzrostu i wykorzystania złota w rezerwach dewizowych tych banków. Ponadto analizie poddano obszary i przypadki wykorzystania złota przez gospodarki wschodzące oraz przedstawiono determinanty przyszłej roli tego kruszcu. Szczególną uwagę poświęcono tym gospodarkom wschodzącym, w których przyrost rezerw złota w badanym okresie był największy. Tezą artykułu jest twierdzenie, że wzrost udziału złota w rezerwach dewizowych banków centralnych gospodarek wschodzących wynikał zarówno z dysfunkcjonalności współczesnego międzynarodowego systemu walutowego, jak i z unikalnych cech złota jako rodzaju aktywów rezerwowych, a także coraz bardziej wiązał się ze wzrostem znaczenia czynników geopolitycznych.

---

**Słowa kluczowe:** bank centralny, rezerwy dewizowe, złoto, dolar, sankcje

**JEL:** E42, E52, E58, F31, F33

---

\* Narodowy Bank Polski, Departament Operacji Krajowych; e-mail: pawel.kowalewski@nbp.pl.

# Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Kolegium Gospodarki Światowej, Katedra Finansów Międzynarodowych; e-mail: dskopiec@sgh.waw.pl; ORCID: 0000-0001-5751-9282.

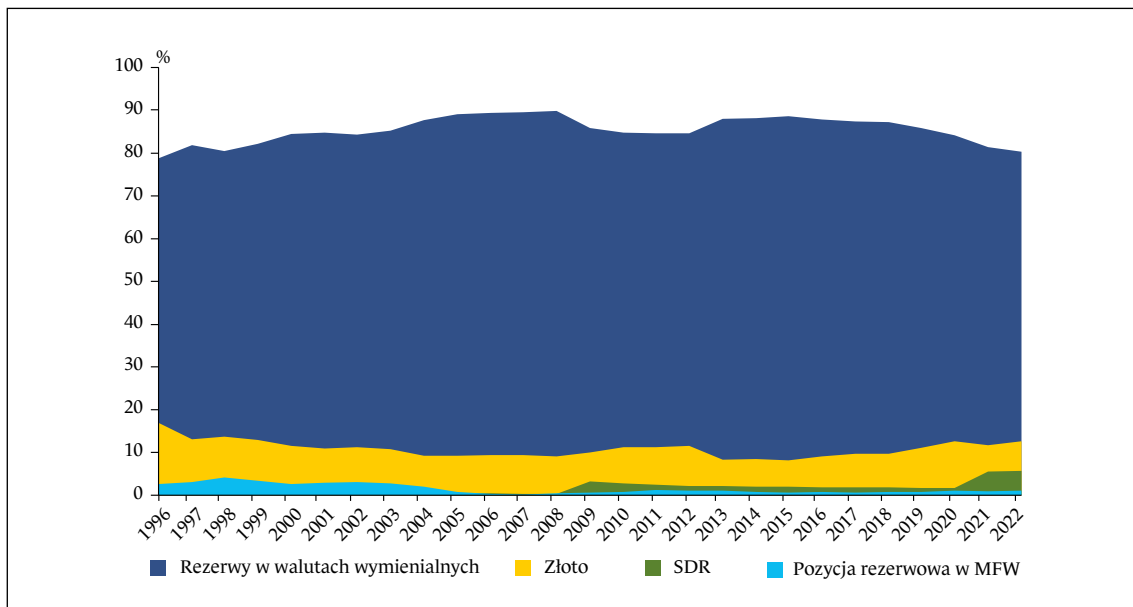
## 1. Wstęp

Szczególną tendencją charakteryzującą międzynarodowy system walutowy od początku XXI w. jest dynamiczna akumulacja rezerw dewizowych przez kraje zaliczane do gospodarek wschodzących i rozwijających się (*emerging market and developing economies – EMDEs*). Po pierwsze, wpływają na to czynniki wewnętrzne, związane przede wszystkim z proeksportowym modelem wzrostu gospodarczego generującym znaczne nadwyżki na rachunku obrotów bieżących. Po drugie, oddziałują na to czynniki systemowe, w szczególności turbulencje systemu monetarnego opartego na pieniądzu fiducjarnym oraz brak efektywnego globalnego pożyczkodawcy ostatniej instancji w sytuacji wzrostu skali i zmienności przepływów kapitału i kryzysogenności gospodarki światowej.

Wspomniany proces doprowadził do wzrostu globalnych rezerw dewizowych z 1,9 bln USD w 1996 r. do 14,3 bln USD w 2022 r. Relatywna wielkość światowych rezerw mierzona relacją ich wartości do globalnego produktu brutto wzrosła z 5,95% w 1996 r. do 16,9% w 2020 r., po czym nastąpił lekki spadek tej relacji do 14,1% w 2022 r. Przeważającą część oficjalnych aktywów rezerwowych (rezerw dewizowych)<sup>1</sup> stanowią rezerwy w walutach wymiennalnych (czyli rezerwy walutowe). Jak widać na wykresie 1, udział rezerw walutowych w światowych oficjalnych aktywach rezerwowych w badanym okresie początkowo szybko rósł: z 78,9% w 1996 r. do 88,8% w 2015 r., jednak później obniżał się i w 2022 r. wyniósł 80,5%.

Wykres 1

Struktura światowych oficjalnych aktywów rezerwowych



Źródło: obliczenia własne na podstawie danych International Financial Statistics.

<sup>1</sup> W wytycznych Międzynarodowego Funduszu Walutowego (IMF 2013) w strukturze oficjalnych aktywów rezerwowych (rezerw dewizowych) wyróżniono cztery zasadnicze kategorie aktywów: aktywa w walutach wymiennalnych (rezerwy walutowe), złoto, SDR i pozycja rezerwowa w MFW.

Niezmiennie drugim co do wielkości składnikiem światowych rezerw dewizowych pozostaje złoto. Co prawda jego udział w światowych oficjalnych aktywach rezerwowych spadł z 17% w 1996 r. do 12,6% w 2022 r., jednak wiązało się to z tym, że wielkość rezerw walutowych rosła znacznie szybciej niż oficjalne zasoby złota. Rola specjalnych praw ciągnięcia (Special Drawing Rights – SDR) jako składnika oficjalnych aktywów rezerwowych pozostaje nieznacząca. W wyniku dużych alokacji przeprowadzonych w 2009 i 2021 r. udział SDR w światowych rezerwach dewizowych wzrósł z 0,4% w 2008 r. do 5,7% w 2022 r. Należy jednak podkreślić, że nie został zrealizowany cel określony w art. XXII statutu MFW, zgodnie z którym celem Funduszu i jego członków jest uczynienie z SDR głównego składnika światowych oficjalnych aktywów rezerwowych.

Od 2008 r. banki centralne zwiększyły rezerwy złota o 5,5 tys. ton. Na koniec 2022 r. oficjalne rezerwy złota wynosiły 35,5 tys. ton. Złoto było jednak kupowane niemal wyłącznie przez banki centralne gospodarek wschodzących, w wyniku czego udział krajów wysoko rozwiniętych w światowych rezerwach złota zmniejszył się z 84,1% w 1996 r. do 68,4% w 2022 r., podczas gdy udział krajów wschodzących i rozwijających się wzrósł z 15,9% w 1996 r. do 31,6% w 2022 r. Udział złota w rezerwach dewizowych dużych gospodarek wschodzących często jest jednak znacznie niższy niż w gospodarkach wysoko rozwiniętych. Ponadto należy podkreślić, że w tym samym czasie rezerwy złota najważniejszych gospodarek wysoko rozwiniętych pozostawały niezmiennie, co również jest symptomatyczne i świadczy o zmianie stosunku do złota.

W literaturze przedmiotu wiele uwagi poświęcono cechom złota jako składnika aktywów rezerwowych, takim jak determinanty zmienności jego ceny, możliwości zabezpieczenia siły nabywczej w czasach wysokiej inflacji i zmienności kursu walutowego, korelacja ceny kruszcu z cenami innych aktywów oraz wartością dolara amerykańskiego. Przegląd tych badań został uwzględniony w następnym punkcie artykułu.

Celem artykułu jest przeanalizowanie przesłanek, które spowodowały zwiększenie popytu banków centralnych gospodarek wschodzących na złoto, a także skali wzrostu i wykorzystania złota w rezerwach dewizowych tych banków. Ponadto analizie poddano obszary i przypadki wykorzystania złota przez gospodarki wschodzące oraz przedstawiono determinanty przyszłej roli tego kruszcu. Szczególną uwagę poświęcono tym gospodarkom wschodzącym, w których przyrost rezerw złota w badanym okresie był największy. Tezą artykułu jest twierdzenie, że wzrost udziału złota w rezerwach dewizowych banków centralnych w gospodarkach wschodzących wynikał zarówno z dysfunkcyjności współczesnego międzynarodowego systemu walutowego, jak i z unikalnych cech złota jako rodzaju aktywów rezerwowych oraz że coraz silniej wiązał się ze wzrostem znaczenia czynników geopolitycznych. Zastosowane metody badawcze obejmują analizę statystyczno-opisową, analizę porównawczą i studium literatury przedmiotu.

## **2. Przesłanki wzrostu popytu banków centralnych gospodarek wschodzących na złoto**

Demonetyzacja złota usankcjonowana wejściem w życie drugiej poprawki do Statutu Międzynarodowego Funduszu Walutowego w kwietniu 1978 r. przypieczętowała eliminację złota jako jednego z kluczowych elementów międzynarodowego systemu walutowego. W tej sytuacji rola złota jako składnika rezerw dewizowych banków centralnych zaczęła być coraz częściej negowana (Ocampo 2017). W ciągu

20 lat po upadku systemu z Bretton Woods złoto pozostawało jednak dominującym składnikiem oficjalnych aktywów rezerwowych banków centralnych. Zmiana tej tendencji nastąpiła po pojawieniu się nowych czynników. W szczególności były to: generalnie dobra koniunktura światowa i sytuacja makroekonomiczna oraz zmniejszenie ryzyka politycznego związane z zakończeniem zimnej wojny, co powodowało, że cechy złota jako bezpiecznej przystani (*safe-haven asset*) zdawały się już mniej istotne. Ważną przyczyną był również spadek cen złota w drugiej połowie lat 90. Ponadto wzrost presji na zwiększenie dochodowości rezerw dewizowych sprzyjał decyzjom o sprzedaży kruszcu. Wskutek sprzedaży kruszcu przez banki centralne i MFW udział złota w rezerwach dewizowych spadł z 35% w 1989 r. do 9,1% w 2008 r.

Banki centralne gospodarek zarówno wysoko rozwiniętych, jak i wschodzących zmieniły podejście do złota. Kraje wysoko rozwinięte systematycznie zmniejszały sprzedaż rezerw złota, a w końcu całkowicie jej zaprzestały w ramach kolejnych porozumień banków centralnych w sprawie rezerw złota<sup>2</sup>. Znamienne jest również to, że banki centralne z Europy Zachodniej nadal utrzymywały największe rezerwy złota.

W przypadku banków centralnych z gospodarek wschodzących przełomowym wydarzeniem był kryzys azjatycki z lat 1997–1998. Kraje objęte kryzysem skorzystały z pomocy finansowej Międzynarodowego Funduszu Walutowego, jednak musiała temu towarzyszyć realizacja restrykcyjnych makroekonomicznych programów stabilizacyjnych, których efekty zostały bardzo krytycznie ocenione (Stiglitz 2002). W związku z tym powstała tendencja do uniezależniania się od pomocy finansowej MFW dzięki akumulacji rezerw walutowych, czyli samodzielnemu zabezpieczeniu się na wypadek wystąpienia kryzysu walutowego (*self-insurance*). Wzrost rezerw w gospodarkach wschodzących był również stymulowany przez wzrost niestabilności gospodarki światowej wywołany globalizacją finansową. W szczególności obawy budziła możliwość szybkiego rozprzestrzeniania się kryzysów finansowych na skutek wystąpienia efektu zarażania (*contagion effect*) (Öztunç, Orhan 2021). Należy podkreślić, że czynnikiem wzrostu rezerw dewizowych jest również brak efektywnego międzynarodowego pożyczkodawcy ostatecznej instancji, który mógłby zasilać gospodarki wschodzące w płynność w przypadku wystąpienia zjawisk *sudden stop* i *capital flight* (Skopiec 2021).

Decydująca zmiana nastawienia banków centralnych do złota nastąpiła pod wpływem globalnego kryzysu finansowego z lat 2008–2009. Spowodował on olbrzymi spadek zaufania do międzynarodowego systemu walutowego, w szczególności do rządowych papierów dłużnych krajów będących emitentami głównych walut rezerwowych. W 2008 r. banki centralne stały się ponownie nabywcami netto złota, co było momentem przełomowym, kończącym trwający kilka dekad proces sprzedaży złota, rozpoczęty wraz z upadkiem systemu z Bretton Woods.

Uważa się, że tendencja do zwiększania rezerw złota widoczna w wielu bankach centralnych w gospodarkach wschodzących była również efektem polityki luzowania ilościowego realizowanej przez najważniejsze z tych banków oraz związanego z tym długotrwałego utrzymywania ujemnych realnych stóp procentowych. Ponadto istniały obawy, że luzowanie ilościowe może wywołać wzrost inflacji. Jednocześnie ujemne realne stopy procentowe zmniejszały alternatywny koszt utrzymywania rezerw dewizowych w złocie (WGC 2021).

<sup>2</sup> Pierwsze porozumienie banków centralnych w sprawie rezerw złota (CBGA 1 – The First Central Bank Gold Agreement) obowiązywało do września 2004 r. i miało na celu kontrolowane i skoordynowane zmniejszenie rezerw złota posiadanych przez uczestniczące w nim banki centralne. Następne porozumienia zawarto na lata 2004–2009 (CBGA2), 2009–2014 (CBGA3) oraz 2014–2019 (CBGA4). Symptomatyczne było znaczne zmniejszenie sprzedaży złota w ramach CBGA3 oraz praktyczne jej zaniechanie w przypadku CBGA4.

Bezprecedensowy wzrost globalnych rezerw dewizowych stwarzał jednak potrzebę ich dywersyfikacji. Ponadto szczególnie szybko rósł główny komponent oficjalnych aktywów rezerwowych, czyli rezerwy walutowe (rezerwy w walutach wymiennalnych). W tym kontekście nasilają się obawy o kondycję dolara amerykańskiego, głównie ze względu na pogarszającą się pozycję fiskalną Stanów Zjednoczonych (Bordo, McCauley 2017; Eichengreen 2021; Prasad 2019). Symptomatyczny jest wzrost tendencji do dywersyfikacji rezerw, co dokonuje się przez zmniejszenie udziału dolara i zwiększenie udziału alternatywnych walut międzynarodowych (Arslanap, Eichengreen, Simpson-Bell 2022). Dywersyfikacja rezerw i wynikający z niej spadek udziału dolara stwarzają przestrzeń do wzrostu udziału złota w oficjalnych aktywach rezerwowych. Należy przy tym podkreślić, że ceny złota w długim okresie rosły, ale wolniej niż wartość rezerw walutowych, w związku z czym udział kruszcu w światowych oficjalnych aktywach rezerwowych spadał.

Zmiana nastawienia i powrót banków centralnych do zakupów złota wiążą się również ze strategiczną rolą złota w rezerwach dewizowych. Złoto gwarantuje bankom centralnym zachowanie wartości rezerw w długim okresie (*long-term store of value*) (Polášková, Komárek, Škoda 2019). Co więcej, w okresach kryzysów cena kruszcu najczęściej rośnie. Istotna pozostaje również historyczna rola złota w rezerwach, wiążąca się z tym, że jego zasoby były traktowane jako *war chest* (Bordo, Eichengreen 1998; Nugee 2000). Należy zatem podkreślić, że zwiększanie przez banki centralne rezerw złota wynika nie tylko z dążenia do dywersyfikacji rezerw dewizowych, lecz także z motywów strategicznych, co jest szczególnie widoczne w przypadku niektórych dużych gospodarek wschodzących (zwłaszcza Rosji, Chin i Turcji). Motywy gromadzenia złota coraz częściej wiążą się także z uwarunkowaniami geopolitycznymi.

Zwiększanie udziału złota w rezerwach dewizowych często wynika również z dążenia do osłabienia zależności od dominującej waluty rezerwowej – dolara amerykańskiego (Liu, Papa 2022). Jest to szczególnie widoczne w krajach objętych amerykańskimi sankcjami, a także w krajach, które będąc ich partnerami biznesowymi, naruszają te sankcje (*secondary sanctions*) (Greenwald 2020). Dolar staje się w tym przypadku „bronią finansową” (*dollar's weaponisation*) Stanów Zjednoczonych i instrumentem realizacji geopolitycznych interesów tego kraju. McDowell (2021) podkreśla, że stosowanie sankcji zmniejsza atrakcyjność dolara jako waluty międzynarodowej i będzie stymulować władze państw objętych sankcjami do dedolaryzacji w celu zmniejszenia zależności od waluty amerykańskiej.

Dywersyfikacja portfeli rezerw i zwiększanie udziału złota jako strategia dedolaryzacji były widoczne zwłaszcza w przypadku Rosji i Chin. Oba kraje od dawna dążą do zmniejszenia skali rozliczeń w dolarach i tym samym zależności od politycznych decyzji Stanów Zjednoczonych. Szczególne znaczenie ma tutaj groźba odłączenia od systemu SWIFT, w związku z tym oba kraje podjęły wysiłki w celu stworzenia własnych, niezależnych systemów płatniczych. Należy podkreślić, że około 70% zakupów złota w latach 2016–2019 dokonały banki centralne Rosji, Chin i Turcji. Najnowsze badania dowodzą, że objęcie sankcjami lub ryzyko sankcji mają dodatni wpływ na wielkość (liczoną w tonach) rezerw złota utrzymywanych przez banki centralne (McDowell 2023).

Rola rezerw złota rośnie w wyniku nakładanych sankcji. Wydaje się, że przełomowe znaczenie będą tutaj miały bezprecedensowe sankcje nałożone na Rosję po agresji na Ukrainę, w szczególności zamrożenie aktywów rezerwowych Banku Rosji oraz odcięcie rosyjskich banków od systemu SWIFT i tym samym uniemożliwienie Rosji prowadzenia operacji w walutach międzynarodowych. Należy podkreślić, że złoto może być skutecznym zabezpieczeniem w wypadku nałożenia sankcji

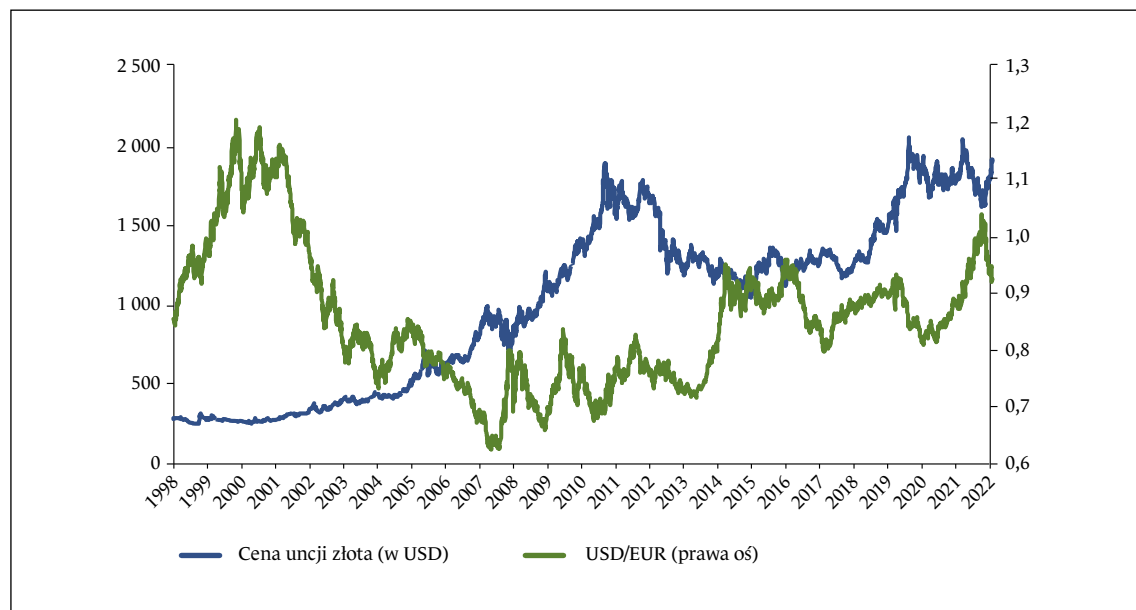
i zamrożenia rezerw banku centralnego jedynie wówczas, gdy kruszec znajduje się w skarbcach krajowych. Wówczas złoto faktycznie stanowi składnik oficjalnych aktywów rezerwowych, którego zamrożenie jest niemożliwe (*unfreezable asset*) (McDowell 2022). Rezerwy kruszcu przechowywane w Banku Anglii czy w Banku Rezerwy Federalnej w Nowym Jorku nie pełnią tej funkcji, gdyż dostęp do nich może być odcięty tak samo jak w przypadku aktywów finansowych i środków utrzymywanych na rachunkach bankowych poza granicami kraju. Eichengreen (2022) podkreśla, że zamrożenie aktywów Banku Rosji spowodowało nasilenie się tendencji do relokacji złota z Londynu i Nowego Jorku do skarbców krajowych.

Poza przedstawionymi wyżej bezpośrednimi przyczynami na wzrost popytu banków centralnych gospodarek wschodzących na złoto wpłynęły również unikalne cechy złota. Mają one uniwersalny i ponadczasowy charakter oraz odróżniają ten kruszec od pozostałych składników oficjalnych aktywów rezerwowych. Uważa się, że ze względu na te cechy złoto lepiej zapewnia bezpieczeństwo finansowe kraju niż inne aktywa rezerwowe. Przede wszystkim rezerwy złota są pozbawione ryzyka kredytowego związanego z niewypłacalnością emitenta. Ponadto nie występuje ryzyko walutowe. W odróżnieniu od papierów dłużnych nominowanych w walutach obcych, których deprecjacja bądź dewaluacja prowadzą do spadku wartości utrzymywanych w nich rezerw w przeliczeniu na walutę krajową, złoto nie jest narażone na tak silne fluktuacje i możliwość utraty wartości. Warto wspomnieć, że w latach 2002–2013 (z wyjątkiem krótkiego epizodu jesienią 2008 r. oraz w połowie 2010 r.) notowania dolara amerykańskiego – dominującej waluty rezerwowej – zazwyczaj spadały względem innych czołowych walut. Skala deprecjacji dolara była znaczna: w 2001 r. kurs EUR/USD wynosił około 0,9, a w połowie 2008 r. już 1,6. Po wybuchu Wielkiego Kryzysu Finansowego w drugiej połowie 2008 r. omawiana relacja kursowa ulegała bardzo silnym fluktuacjom. Było to efektem zmieniającej się w szybkim tempie percepcji waluty amerykańskiej. W chwilach ekstremalnego napięcia na rynkach finansowych dolar USA był postrzegany jako bezpieczna przystań (*safe haven currency*) i taka percepcja przyczyniała się do jego silnej aprecjacji. Z kolei uruchamiane przez Federal Reserve kolejne programy skupu aktywów prowadziły najczęściej do deprecjacji dolara USA. Dlatego amplituda wahań relacji EUR/USD była szeroka i wynosiła od 1,50 do 1,20. Jeszcze w połowie 2014 r. euro kosztowało niemal 1,40 USD i właśnie wtedy rozpoczął się długoterminowy wzrostowy trend dolara względem euro oraz innych głównych walut międzynarodowych.

W przeciwieństwie do rezerw walutowych zasoby złota nie są narażone na skutki polityki pieniężnej banków centralnych emitujących waluty rezerwowe (zwłaszcza Fed). Ponadto nie ma możliwości nieograniczonego zwiększania ilości złota, podczas gdy w przypadku walut rezerwowych banki centralne mają prawo do nieograniczonej kreacji pieniądza. Istotne jest także to, że rezerwy złota nie są narażone na ryzyko inflacyjnego finansowania długu. W tym kontekście warto również przywołać prawo Kopernika-Greshama, mówiące o wypieraniu z obiegu pieniądza „lepszego” przez pieniądz „gorszy” (Boruszewski, Nowak-Posadzy 2018). Współcześnie prawo to można odnieść do okresu po zawieszeniu wymienialności dolara na złoto 15 sierpnia 1971 r., które miało charakter stały i od tego czasu związki pieniądza ze złotem zostały zerwane. Przejście na standard pieniądza fiducjarnego i tendencja do erozji jego wartości w czasie kontrastują z długookresową tendencją wzrostową ceny złota. Oparcie współczesnego ładu monetarnego na pieniądzu fiducjarnym uważane jest zatem za źródło niestabilności międzynarodowego systemu walutowego (Pittaluga, Seghezza 2021; Ocampo 2017; Staszczak 2015; Dowd, Hutchinson, Kerr 2012; Mundell 1995).

Wykres 2

Cena złota vs kurs USD/EUR



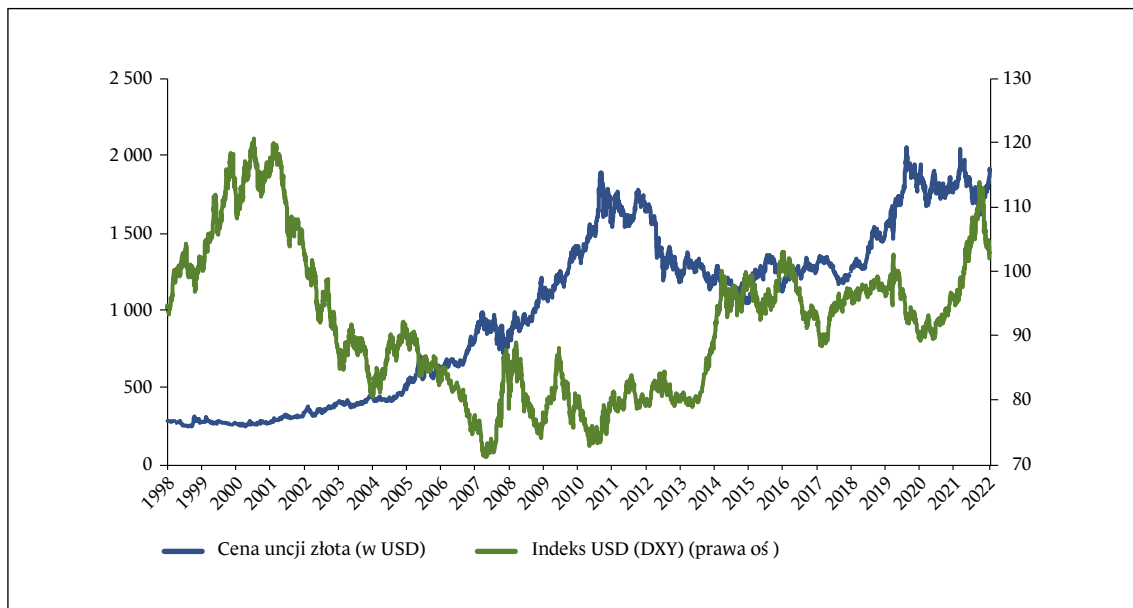
Źródło: Bloomberg.

Znaczne rezerwy złota zwiększają zaufanie do banku centralnego i pieniądza krajowego (WGC 2010). W tym przypadku złoto jest symbolem wartości i stanowi swego rodzaju kotwicę zaufania (*Vertrauensanker*) (Beermann 2022). Wynika to również z jego fizycznej postaci oraz trwałości i niezniszczalności (złoto nie ulega korozji) (Erb, Harvey 2013). Ponadto badania wskazują, że duże rezerwy złota pozytywnie wpływają na ocenę ryzyka kredytowego kraju, co ma znaczenie dla kosztu pozyskania finansowania na rynkach międzynarodowych (Rathi, Mohapatra, Sahay 2022).

Dodatni wpływ złota na wartość oficjalnych aktywów rezerwowych jest szczególnie widoczny w okresach kryzysów, kiedy jego cena rośnie w wyniku ucieczki inwestorów do aktywów bezpiecznej przystani (*safe haven assets*). Pozytywną korelację pomiędzy wzrostem ryzyka geopolitycznego a cenami złota potwierdzają również najnowsze badania (Baur, Smales 2020; Beckman, Berger, Czudaj 2019). Wzrost cen złota w okresach kryzysu (szczególnie widoczny na początku koronakryzysu, kiedy cena uncji złota przebiła granicę 2000 USD) jest obecnie drugą wśród najważniejszych przyczyn gromadzenia złota przez banki centralne (WGC 2022a). Ponadto wartość złota zachowuje w ciągu wielu lat – pomimo znacznych wahań jego ceny – stałą tendencję do wzrostu. Co więcej, szczególną cechą złota jest skuteczna ochrona przed inflacją (*inflation hedge*) w długim okresie (Aye i in. 2016; Gomis-Porqueras, Shi, Tan 2020). Wzrost inflacji lub oczekiwań inflacyjnych powoduje, że rośnie popyt inwestorów na złoto, wskutek czego rośnie również jego cena (Barsky, Epstein, Lafont-Nueller 2021). Złoto jest także skutecznym dywersyfikatorem aktywów rezerwowych banków centralnych, przede wszystkim ze względu na niski stopień korelacji ceny kruszcu z cenami innych aktywów oraz ujemną korelację z kursem dolara amerykańskiego (Baur, McDermott 2009; Białkowski i in. 2015). Złoto jest zatem antycyklicznym składnikiem portfela rezerw (WGC 2021).

Wykres 3

Cena złota vs wartość indeksu dolara amerykańskiego



Źródło: Bloomberg.

Należy również podkreślić, że złoto nie jest narażone na ryzyko o charakterze politycznym, w szczególności jest wolne od bezpośrednich powiązań z polityką gospodarczą jakiegokolwiek kraju. Rola czynników politycznych jest natomiast szczególnie wyraźna w przypadku rezerw utrzymywanych w dolarach amerykańskich ze względu na poważne ryzyko zablokowania dostępu do nich. Podkreśla się również znaczną dyskrecjonalność administracji federalnej w podejmowaniu decyzji o zablokowaniu rezerw utrzymywanych w dolarach (Bernholz 2002). Rezerwy złota stwarzają w tym kontekście szczególną ochronę, gdyż pozwalają na dywersyfikację ryzyka politycznego i stanowią strategiczne zabezpieczenie na wypadek konfliktu zbrojnego. Z tego powodu złoto określa się jako aktywa ostatniej szansy (*asset of last resort*).

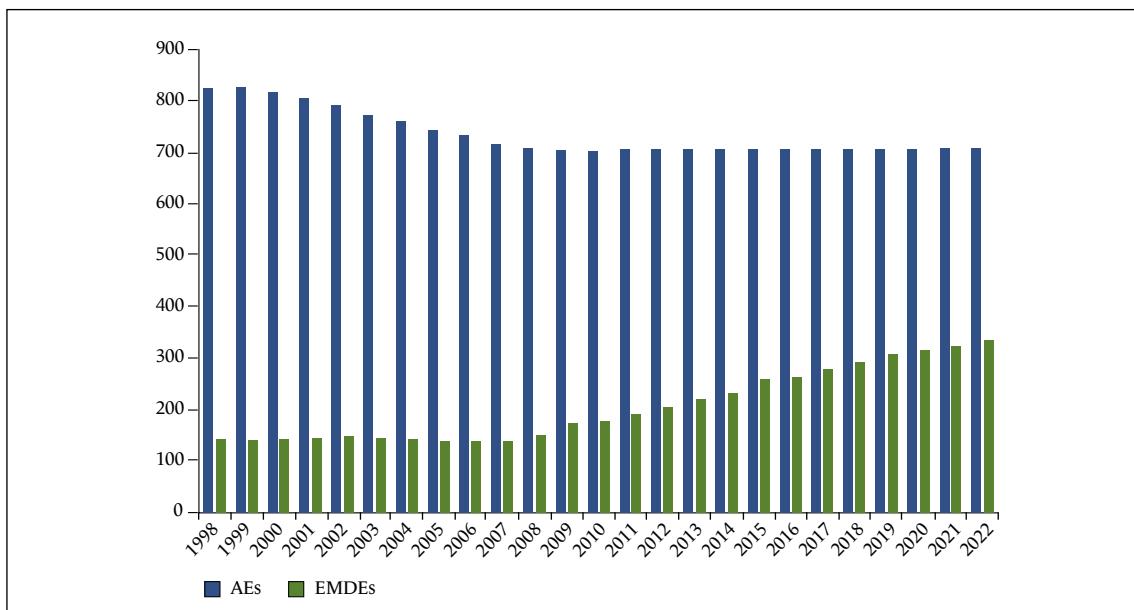
### 3. Wzrost rezerw złota banków centralnych gospodarek wschodzących

Od 2008 r. banki centralne zwiększyły rezerwy złota o 188 mln oz (uncji). Na koniec 2022 r. oficjalne rezerwy złota wynosiły 1045,2 mln oz, co stanowi około 20% jego światowych zasobów. Należy podkreślić, że wzrost ten nastąpił głównie w gospodarkach wschodzących (187,3 mln oz), podczas gdy w krajach wysoko rozwiniętych rezerwy kruszcu pozostały praktycznie niezmiennione (wzrost zaledwie o 0,7 mln oz). W tych krajach nadal (na koniec 2022 r.) charakterystyczny jest bardzo wysoki udział złota w rezerwach dewizowych banków centralnych. W Stanach Zjednoczonych wynosi 67,5%, w Niemczech 66,5%, we Włoszech 63,6%, we Francji 58,6%, a w EBC 32,8%. Znacznie niższy pozostaje udział tego kruszcu w rezerwach Wielkiej Brytanii (10,3%), Szwajcarii (6,7%), a zwłaszcza Japonii (4%).



Wykres 4

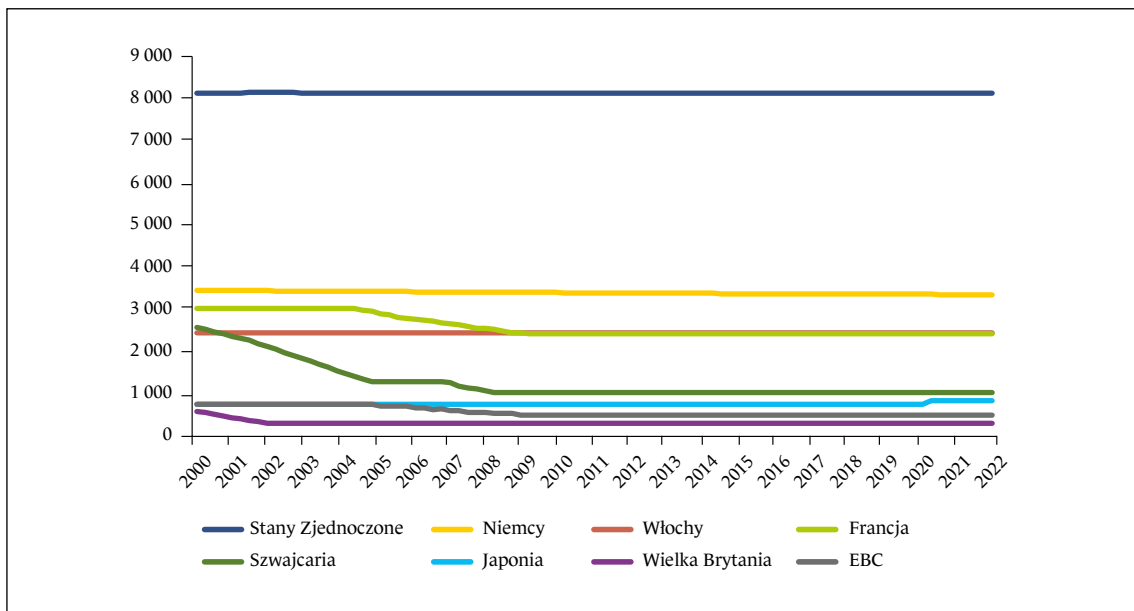
Światowe oficjalne rezerwy złota (w mln uncji trojańskich)



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych International Financial Statistics.

Wykres 5

Rezerwy złota utrzymywane przez najważniejsze banki centralne gospodarek rozwiniętych (w tonach)



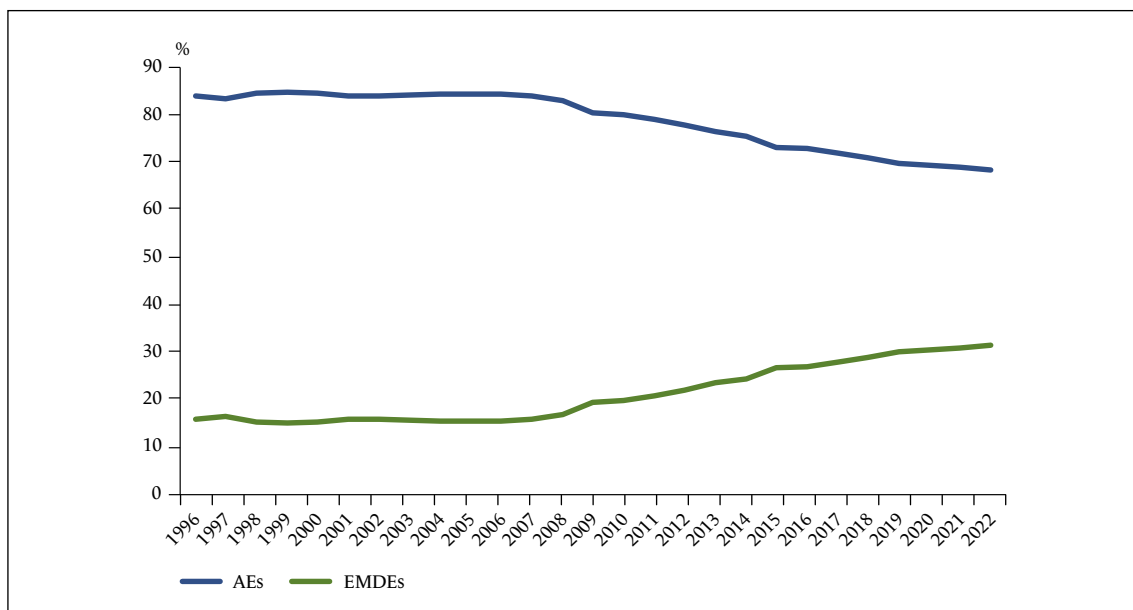
Źródło: opracowanie własne na podstawie danych World Gold Council.

Badanie dostępnych danych odnoszących się do sprzedaży i zakupów złota przez banki centralne po 2008 r. pozwala wskazać dwie charakterystyczne tendencje.

Po pierwsze, złoto kupowały prawie wyłącznie banki centralne gospodarek wschodzących, a kraje wysoko rozwinięte zaprzestały sprzedaży złota. W efekcie znacznie zmniejszyła się dysproporcja pomiędzy udziałami w światowych rezerwach złota krajów wysoko rozwiniętych oraz gospodarek wschodzących i krajów rozwijających się. Udział gospodarek wysoko rozwiniętych zmniejszył się z 84,1% w 1996 r. do 68,4% w 2022 r., podczas gdy udział krajów wschodzących i rozwijających się wzrósł z 15,9% w 1996 r. do 31,6% w 2022 r. Po drugie, silny wzrost rezerw złota banków centralnych po 2008 r. nie jest zjawiskiem globalnym i ogranicza się do bardzo dużych zakupów realizowanych przez zaledwie kilka banków centralnych (głównie Chin, Rosji, Indii i Turcji). W latach 2009–2020 duże ilości złota (powyżej 20 ton rocznie) kupiły banki centralne 18 krajów. Motywy gromadzenia złota były różne.

Wykres 6

Udział krajów wysoko rozwiniętych oraz krajów wschodzących i rozwijających się w światowych rezerwach złota

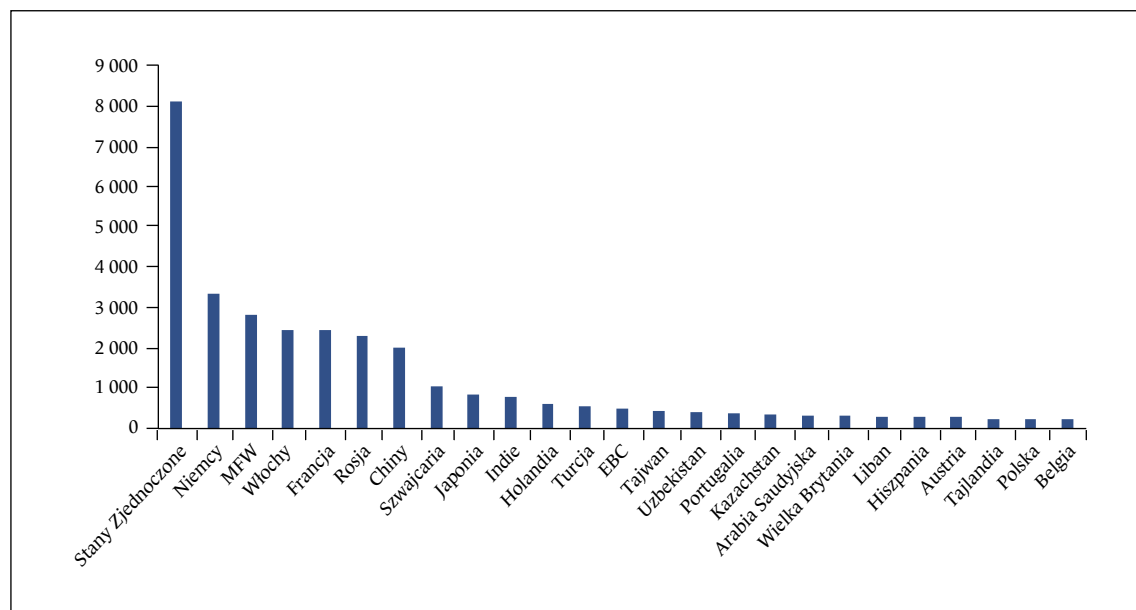


Źródło: opracowanie własne na podstawie International Financial Statistics.

Jak wspomniano, złoto nadal stanowi większą część oficjalnych aktywów rezerwowych gospodarek rozwiniętych w porównaniu z gospodarkami wschodzącymi. W 2022 r. złoto stanowiło 19% oficjalnych aktywów rezerwowych AEs (*advanced economies*), natomiast w przypadku EMDEs (*emerging market and developing economies*) relacja ta wynosiła 7,3%. Ponadto zasoby złota banków centralnych cechuje wysoka koncentracja. Przeważająca część to rezerwy krajów wysoko rozwiniętych z Europy Zachodniej i Ameryki Północnej, co stanowi dziedzictwo systemu waluty złotej. Wśród 10 banków centralnych utrzymujących najwyższe rezerwy w złocie (łącznie posiadają aż 67,5% światowych oficjalnych rezerw złota!) znajdują się jedynie trzy banki z gospodarek wschodzących (Rosji, Chin i Indii).

Wykres 7

Banki centralne i instytucje utrzymujące największe rezerwy złota na koniec 2022 r. (w tonach)



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych World Gold Council.

Należy podkreślić, że na udział złota w światowych rezerwach dewizowych wpływają zarówno zmiany wagi utrzymywanego kruszcu i wahania jego ceny, jak i dynamika zmian pozostałych składników tych rezerw. Pomimo znacznych zakupów złota przez banki centralne udział złota w światowych rezerwach spadał, ponieważ wzrost rezerw walutowych był znacznie wyższy. Udział złota w rezerwach dewizowych zwiększa się natomiast automatycznie w okresach wzrostu jego ceny, co następuje zwłaszcza w okresach kryzysów.

Od początku XXI w. silnie wzrosła cena złota na rynku londyńskim, który nadal jest najważniejszym międzynarodowym rynkiem złota. Jeszcze w lutym 2001 r. cena uncji złota spadła do poziomu 255 USD, który ostatni raz był notowany (nie licząc krótkiego okresu z połowy 1999 r.) w pierwszej połowie 1979 r.<sup>3</sup> Wskutek globalnego kryzysu finansowego i następnie kryzysu zadłużenia publicznego w strefie euro nastąpił jednak dynamiczny wzrost cen złota. W lipcu 2007 r. cena uncji złota wynosiła około 660 USD, natomiast we wrześniu 2011 r. osiągnęła już 1895 USD. Następnie ceny złota znacznie spadły i utrzymywały się na obniżonym poziomie do marca 2020 r., kiedy w związku z wybuchem koronakryzysu gwałtownie wzrosły. Cena uncji złota przekroczyła wówczas psychologiczną barierę i w sierpniu 2020 r. przekroczyła 2000 USD. W czasie koronakryzysu ceny złota utrzymywały się na podwyższonym poziomie. Kolejny gwałtowny wzrost ceny kruszcu nastąpił wskutek zbrojnej agresji Rosji przeciw Ukrainie 24 lutego 2022 r.; ponownie przekroczyła barierę 2000 USD/oz.

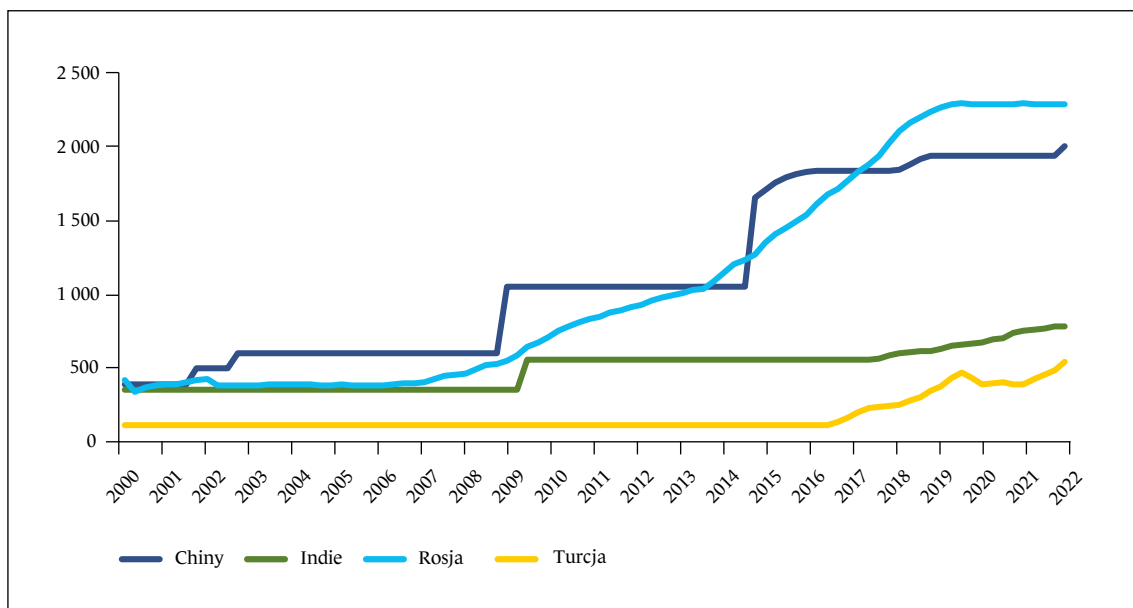
<sup>3</sup> Do spadku cen złota przyczyniła się wówczas także wyjątkowo niefortunna sprzedaż ponad 50% zasobów złota przez Wielką Brytanię w latach 1999–2002 (złoto sprzedano za cenę wynoszącą średnio 275 USD za uncję) oraz sprzedaż złota przez bank centralny Holandii (w latach 1999–2008 łącznie 400 ton).

Jak już wspomniano, udział złota w światowych rezerwach dewizowych spadał od drugiej połowy lat 90. XX w. ze względu na bardzo szybki wzrost rezerw walutowych. W okresie globalnego kryzysu finansowego udział ten jednak się zwiększył na skutek dużego wzrostu cen złota. Po 2015 r. nastąpiła intensyfikacja zakupów przez banki centralne i ceny kruszcu ponownie wzrosły. Wartość oficjalnych rezerw złota zwiększyła się z 233,9 mld SDR w 1996 r. do 1411,1 mld SDR w 2022 r. Z drugiej strony udział rezerw złota w światowych oficjalnych aktywach rezerwowych spadł z 17% w 1996 r. do 12,6% w 2022 r.

Od 2008 r. banki centralne gospodarek wschodzących odgrywają główną rolę w oficjalnych zakupach złota. Co prawda, koronakryzys spowodował przejściowe wyhamowanie tych zakupów i w 2020 r. spadły one do 263,8 tony (z 707,7 tony w 2019 r.). Jednakże wraz z ożywieniem rezerwy złota banków centralnych rosły i w 2021 r. osiągnęły 362,6 tony. W 2022 r. nastąpił olbrzymi wzrost popytu banków centralnych na złoto. W dwóch ostatnich kwartałach 2022 r. nabyły aż 862 tony kruszcu, a w całym roku 1136 ton, co stanowi największe zakupy złota od 1967 r. (WGC 2023). Praktycznie wszystkich tych zakupów dokonały gospodarki wschodzące. Najważniejszymi powodami tak wielkiego wzrostu popytu na złoto były: wzrost napięć geopolitycznych oraz utrzymująca się inflacja. Należy zatem podkreślić, że trend zwiększania rezerw złota przez banki centralne ma charakter trwały i jest odporny na czynniki sezonowe czy nawet cykliczne. Nie odwróciło go ani jednodniowe załamanie cen złota w kwietniu 2013 r. (spadek ceny uncji złota o ponad 230 USD), ani zainicjowanie zacieśniania monetarnego w Stanach Zjednoczonych pod koniec 2015 r. (w jego wyniku cena uncji złota spadła do około 1000 USD).

Wykres 8

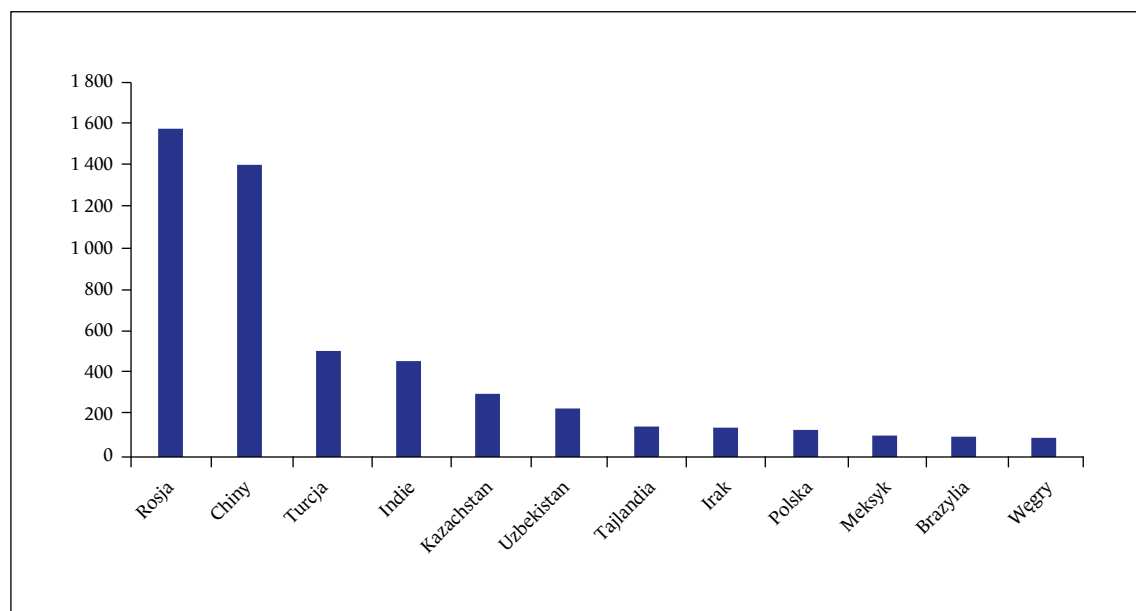
Rezerwy złota wybranych gospodarek wschodzących (w tonach)



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych World Gold Council.

Wykres 9

Największe zakupy złota przez banki centralne w latach 2009–2022 (w tonach)



Źródło: obliczenia własne na podstawie danych World Gold Council.

Analizując rolę złota w oficjalnych aktywach rezerwowych poszczególnych krajów, trzeba zwrócić uwagę również na wielkość relatywną rezerw złota mierzoną udziałem ich wartości w cenach bieżących w wartości rezerw dewizowych. Uwagę zwraca zwłaszcza niski udział złota (na koniec 2022 r.) w Chinach (3,5%), znacznie mniejszy niż w Rosji (21,2%) i Turcji (27,6%), a nawet w Indiach (8,1%).

Główną rolę w zakupach złota odgrywała Rosja. W latach 2009–2022 Bank Rosji prowadził systematyczne zakupy i zwiększył zasoby złota o 1,57 tys. ton, co plasowało Rosję na pierwszym miejscu wśród krajów skupujących kruszec. W efekcie Rosja zajęła również szóste miejsce wśród banków centralnych utrzymujących największe rezerwy złota. Bank Rosji prowadził także najbardziej agresywną strategię dedolaryzacji rezerw walutowych (Prasad 2019). Nasiliło się to po nałożeniu na Rosję sankcji w następstwie aneksji Krymu w 2014 r. (regularne zakupy złota zaczęły się znacznie wcześniej). Udział dolara amerykańskiego w rezerwach został obniżony z 43% w 2014 r. do 16,4% w 2021 r. W tym samym czasie Rosja znacznie zwiększyła udział złota w rezerwach dewizowych – do 21,7% w 2021 r. Symptomatyczną zmianą był również olbrzymi wzrost udziału renminbi w rezerwach Rosji, z poziomu zerowego w 2014 r. do 13,1% w 2021 r. W rezultacie Rosja stała się największym na świecie posiadaczem rezerw w chińskiej walucie (Shagina 2022).

Szczególną rolę w gromadzeniu złota odgrywają również Chiny. W latach 2009–2022 zakupiły 1,4 tys. ton złota i uplasowały się pod tym względem na drugiej pozycji po Rosji. Jednocześnie Państwo Środka zajmuje siódme miejsce w rankingu posiadaczy największych oficjalnych rezerw

złota (1948 ton). Charakterystyczny jest jednak niski udział złota w rezerwach dewizowych Chin, który na koniec 2022 r. wynosił zaledwie 3,5%. Powodem tak małego udziału złota w chińskich rezerwach dewizowych jest to, że po wstąpieniu do Światowej Organizacji Handlu w grudniu 2001 r. Chiny gromadziły rezerwy walutowe na niespotykaną dotąd skalę. W rezultacie nastąpił olbrzymi wzrost rezerw tego kraju: z 220 mld USD w 2001 r. do 3,4 bln USD na koniec 2022 r., kiedy stanowiły 23,6% światowych rezerw dewizowych. Przy tak dynamicznym przyroście rezerw nawet znaczne zakupy złota nie mogły zwiększyć udziału kruszcu w całym zasobie rezerw dewizowych. Należy jednak uczynić jedno zastrzeżenie. Oficjalnie podawana wielkość rezerw złota nabywanych i utrzymywanych przez Chiny nie jest zbyt wiarygodna. Uważa się, że kraj ten od lat prowadzi politykę gromadzenia rezerw złota, a ich rozmiary mogą być nawet dwukrotnie wyższe, niż wynika z oficjalnych statystyk. Ukrywanie przez Chiny zakupów złota może mieć nie tylko wymiar strategiczny, lecz także wynikać z dążenia do uniknięcia wzrostu cen złota w okresie prowadzenia zakupów (Rickards 2017). Podkreśla się również, że dalszy nieraportowany wzrost chińskich rezerw złota może być skutkiem zakupu kruszcu od pogrążonej w kryzysie Rosji. Ponadto gromadzenie rezerw złota przez Państwo Środka stanowi również jeden z przejawów dążenia tego kraju do zmniejszenia dominacji dolara w międzynarodowym systemie walutowym.

W przypadku Indii charakterystyczny jest bardzo silny prywatny popyt na złoto (Grewe 2019). Również Reserve Bank of India (RBI) w latach 2009–2022 zwiększył swoje rezerwy złota o 460,6 tony. Zakupy nie były prowadzone równomiernie w całym wspomnianym okresie. W listopadzie 2009 r. RBI kupił 200 ton złota od MFW, który w związku ze zmianą modelu finansowego dążył wówczas do zmniejszenia rezerw złota i sprzedawał je bankom centralnym w transakcjach pozarynkowych. Było to jednak zdarzenie jednorazowe, a systematyczną politykę zwiększania rezerw złota RBI prowadzi dopiero od 2018 r. Charakterystyczne jest przy tym, że bank ten skupuje złoto w niewielkich ilościach, ale za to bardzo regularnie, praktycznie co miesiąc (WGC 2022b).

Turcja pozostaje liderem, jeśli chodzi o systematyczność prowadzonych zakupów złota. W latach 2009–2022 kupiła 504,9 tony złota. W 2022 r. turecki bank centralny (Central Bank of the Republic of Türkiye, CBRT) kupił największą ilość złota (147,3 tony). Warto również wspomnieć, że zasoby wykazywane w bilansie CBRT są wyższe niż faktyczne rezerwy złota będące jego własnością. Wynika to z wprowadzenia w 2011 r. instrumentu *reserve option mechanism* (ROM), który umożliwia bankom komercyjnym odprowadzanie części rezerwy obowiązkowej w złocie – do 10% jej wartości (CBRT 2021).

W 2018 r. również banki centralne Polski i Węgier stały się ważnymi nabywcami złota. W 2018 r. Zarząd NBP podjął strategiczną decyzję o zwiększeniu rezerw złota o 25% (NBP 2019). Za tą decyzją przemawiał fakt, że relacja zasobów złota NBP do ogólnej wielkości rezerw banku centralnego była niższa niż w innych krajach (Berłowska, Bezzubik, Żaczek 2019). W związku z tym w latach 2018–2019 NBP kupił 125,7 tony złota (NBP 2021). Na koniec 2021 r. zasób złota NBP wyniósł 231,8 tony. Pod względem wielkości rezerw złota NBP zajmuje 23. miejsce wśród banków centralnych na świecie i 11. wśród banków europejskich. Znacznie wzrósł również udział złota w oficjalnych aktywach rezerwowych NBP: z 3,3% w 2000 r. do 8% na koniec 2022 r. Warto zauważyć, że w tym okresie wzrosły też całe rezerwy dewizowe NBP: z 27,5 mld USD w 2000 r. do 166,7 mld USD na koniec 2022 r. Podobną strategię realizuje bank centralny Węgier, który w 2021 r. potroił swoje rezerwy złota, zwiększając je z 31,5 do 94,5 tony (MNB 2021). Wzrost udziału złota w rezerwach dewizowych MNB był imponujący: w 2000 r. wynosił zaledwie 0,3%, natomiast na koniec 2022 r. stanowił już 13,4%.

#### 4. Wykorzystanie złota przez gospodarki wschodzące

Współczesne wykorzystanie rezerw złota wiąże się również z kwestią zarządzania nimi. W literaturze tradycyjnie przeważało przekonanie, że aktywne zarządzanie rezerwami dewizowymi sprowadza się do największej ich części, czyli rezerw walutowych, i nie obejmuje złota. Według przeprowadzonego przez Światową Radę Złota badania ankietowego 2022 *Central Bank Gold Survey* 28% banków centralnych aktywnie zarządza rezerwami złota (spadek z 35% w 2021 r.). Widoczna jest przy tym różnica pomiędzy bankami centralnymi gospodarek wysoko rozwiniętych (33%) oraz wschodzących i rozwijających się (26%).

W analizie zarządzania rezerwami złota przez banki centralne niezbędne jest odniesienie się do tzw. klasycznej triady celów (*classic trilogy of objectives*) zarządzania rezerwami dewizowymi. Składa się na nią zapewnienie: bezpieczeństwa rezerw, ich odpowiedniej płynności oraz możliwie dużego zysku. Cele te tworzą układ hierarchiczny, w którym priorytet ma bezpieczeństwo, gdyż rezerwy są aktywami publicznymi i stanowią część majątku narodowego. Drugim istotnym celem jest płynność, która oznacza, że aktywa można sprzedać szybko i bez generowania strat wskutek spadku ich ceny wywołanego wzrostem podaży. Jest to ważna cecha aktywów rezerwowych, które muszą być dostępne dla władz monetarnych w celu ich wykorzystania do interwencji na rynku walutowym. Tradycyjnie najmniej istotnym celem pozostaje dochodowość. Wobec dynamicznej akumulacji rezerw dewizowych w gospodarce światowej znaczenie tego celu systematycznie jednak wzrasta. W dalszym ciągu motywem utrzymywania rezerw nie jest maksymalizacja zysku. Celem zarządzania rezerwami dewizowymi jest natomiast maksymalizacja ich dochodowości przy jednoczesnym zachowaniu wysokiego poziomu bezpieczeństwa i płynności (Nugee 2000, s. 11–12).

Zarządzanie rezerwami złota przez banki centralne odnosi się do wszystkich wymienionych celów. Źródłem danych o konkretnych instrumentach zarządzania rezerwami złota jest wspomniana ankieta Światowej Rady Złota, jednak należy podkreślić, że tylko niewielka grupa banków centralnych odpowiedziała na pytania. Ponadto nie wyodrębniono odpowiedzi udzielonych przez banki centralne gospodarek zaawansowanych i wschodzących.

Wśród instrumentów zarządzania rezerwami kruszcu dominują depozyty w złocie (*gold deposits*) oraz swapy na złoto (*gold swaps*), które zgodnie ze wspomnianą ankietą stosuje odpowiednio 53% i 38% banków centralnych. Ponadto 23% banków centralnych zarządza złotem za pomocą opcji, a 28% poprzez kontrakty forward. Jedynie marginalna część banków centralnych (4%) inwestuje w oparte na złocie fundusze ETF (*exchange-traded fund*) (WGC 2022a).

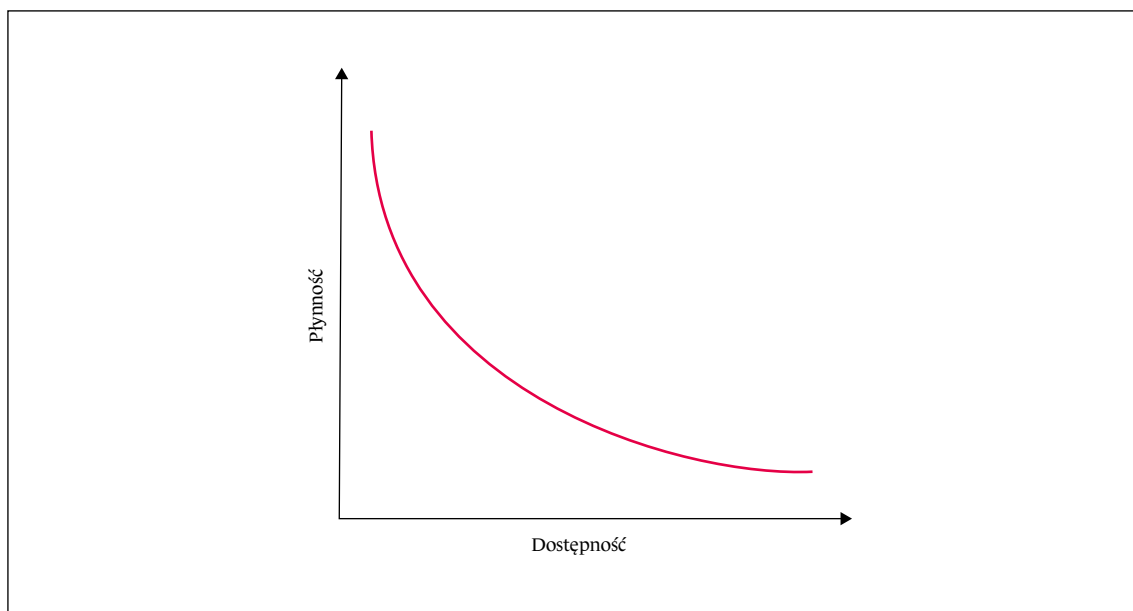
Ponadto dla zwiększenia płynności ważne jest utrzymywanie złota o odpowiednio wysokim standardzie i przechowywanie go w jednym ze światowych centrów obrotu złotem. Najchętniej banki centralne wybierają Bank Anglii (55%). Na kolejnym miejscu znalazł się Bank Rezerwy Federalnej w Nowym Jorku (11%). Preferowanymi miejscami przechowywania rezerw złota są również: Bank Rachunków Międzynarodowych (13%) i Szwajcarski Bank Narodowy (4%) (WGC 2022a). Należy podkreślić, że dominująca rola Banku Anglii jako miejsca przechowywania złota wiąże się z korzyściami wynikającymi z dostępu do największego i najbardziej płynnego rynku złota na świecie, jakim jest rynek londyński.

Należy podkreślić, że w ostatnich latach widać tendencję do przechowywania większej części rezerw złota w skarbcach krajowych. Ze wspomnianej ankiety Światowej Rady Złota wynika, że w latach

2019–2022 bardzo zwiększył się odsetek banków centralnych przechowujących złoto w kraju. W 2019 r. deklarowało to 28% banków centralnych, a w 2022 r. już 40%. Powodem takich działań jest nie tylko budowanie zaufania społecznego i wzmacnianie wiarygodności banku centralnego, lecz także zapewnienie ochrony rezerw złota i dostępu do nich, a więc osiągnięcie nadrzędnego celu zarządzania rezerwami, czyli wysokiego poziomu bezpieczeństwa. Należy podkreślić, że sankcjami nie są zagrożone jedynie rezerwy złota przechowywane w skarbcach krajowych. Przestrożą może być utrata przez Wenezuelę dostępu do rezerw złota znajdujących się w Banku Anglii w wyniku nałożonych sankcji (Bloomberg 2022), o czym będzie mowa w dalszej części artykułu.

#### Schemat 1

Płynność vs dostępność rezerw złota



Źródło: opracowanie własne.

Z drugiej strony w przypadku złota przechowywanego w skarbcach krajowych płynność rezerw zostaje mocno ograniczona i wykorzystanie kruszcu w transakcjach jest znacznie utrudnione. W wielu bankach centralnych istnieje zatem relacja wymienna między płynnością rezerw złota a ich dostępnością. Kluczową decyzją w zarządzaniu rezerwami złota jest więc ustalenie proporcji pomiędzy ich częścią przechowywaną w skarbcach krajowych oraz częścią w zagranicznych bankach centralnych. Ma to znaczenie zwłaszcza dla gospodarek rozwiniętych, gdyż najważniejsze rynki złota znajdują się w krajach wysoko rozwiniętych, które są znacznie mniej narażone na ograniczenie bądź utratę dostępu do swoich rezerw złota.

Gospodarki wschodzące posiadające największe rezerwy złota coraz chętniej przechowują je w kraju. Tendencja ta nie ogranicza się zresztą do gospodarek wschodzących, gdyż swoje rezerwy złota sprowadziły do kraju również banki centralne Niemiec, Austrii, Belgii, Holandii i Francji. Z raportu rocznego Banku Rosji wynika, że całe rezerwy złota przechowywane są w skarbcu krajowym (Bank of



Russia 2022). Złoto znajdujące się poza terytorium Rosji sprowadzono do kraju jeszcze przed rozpoczęciem wojny z Ukrainą. Ludowy Bank Chin nie ujawnia informacji na temat miejsca przechowywania rezerw złota. Prawdopodobnie znajdują się w skarbcach banku centralnego w Pekinie. Podkreśla się jednak, że w realizację chińskiej strategii akumulacji złota poza bankiem centralnym były zaangażowane także inne podmioty, przede wszystkim State Administration of Foreign Exchange oraz państwowe fundusze majątkowe. W Indiach występuje natomiast znaczna dywersyfikacja miejsc przechowywania złota. Zgodnie z raportem *RBI Report on Management of Foreign Exchange Reserves* 292,3 tony złota są niezmiennie przechowywane w skarbcu w budynku RBI w Nagpur. Pozostała część złota znajduje się w Banku Anglii oraz w Banku Rozrachunków Międzynarodowych, jednak nie podano, w jakich porcjach (RBI 2022).

Bank centralny Turcji w latach 2017–2018 sprowadził całość złota przechowywanego w Fed w Nowym Jorku oraz w Banku Rozrachunków Międzynarodowych (CBRT 2021). Częściowa repatriacja objęła również złoto przechowywane w Banku Anglii. Sprowadzone złoto zostało ulokowane w skarbcu giełdy papierów wartościowych w Stambule. W 2020 r. część złota z powrotem przetransportowano jednak do Londynu. Powodem były problemy z dostępem do walut międzynarodowych wobec silnej deprecjacji liry. Turecki bank centralny, dążąc do pozyskania płynności w walutach międzynarodowych (niezbędnej m.in. do przeciwdziałania dalszej deprecjacji liry), zawierał więc swapy walutowe, w których złoto pełniło funkcję zabezpieczenia. Ponadto rząd Turcji, chcąc włączyć do systemu finansowego olbrzymie ilości złota będące własnością inwestorów indywidualnych, rozpoczął w 2018 r. emisję nominowanych w złocie obligacji rządowych oraz certyfikatów leasingowych (CBRT 2018). Pożyczony w ten sposób złoto jest wykazywane w bilansie banku centralnego i zwiększa wartość rezerw (oraz zobowiązań wobec skarbu państwa). W 2019 r. CBRT wprowadził również swapy na złoto z bankami komercyjnymi, które dzięki temu mogą uzyskać płynność w lirach. W ten sposób utworzono kolejny mechanizm umożliwiający włączenie do systemu finansowego złota prywatnych inwestorów. Ponadto, jak już wspomniano, w 2011 r. CBRT umożliwił bankom komercyjnym odprowadzanie części rezerwy obowiązkowej w złocie w ramach mechanizmu *reserve option mechanism* (CBRT 2021).

Warto zauważyć, że dokonano również repatriacji polskiego złota. Znaczne zwiększenie zasobu złota skłoniło Zarząd NBP do podjęcia decyzji o dywersyfikacji miejsc jego przechowywania. W 2019 r. prawie połowa zasobu, tj. 100 ton, została przeniesiona z Banku Anglii do skarbców NBP na terenie Polski (NBP 2020, s. 51). Dywersyfikacja miejsc przechowywania wynika ze strategicznego charakteru rezerw złota i jest zgodna z tendencją panującą w innych krajach europejskich, które około 50% swoich zasobów złota przechowują we własnych skarbcach. Należy podkreślić, że relokacja złota nie jest charakterystyczna jedynie dla gospodarek wschodzących. W 2013 r. Bundesbank podjął decyzję o relokacji części rezerw złota do skarbcza we Frankfurcie nad Menem w taki sposób, aby od 2020 r. połowa tych rezerw znajdowała się w kraju. W wyniku zakrojonej na szeroką skalę operacji przetransportowano do Frankfurtu 300 ton złota z Nowego Jorku i 374 tony z Paryża, a całe przedsięwzięcie zakończono już w 2017 r. (Beermann 2022).

Szczególną rolę złoto odgrywa w gospodarkach wschodzących objętych sankcjami. Wówczas nie tylko pełni funkcję środka tezauryzacji i zapewnia bezpieczeństwo utrzymywanych rezerw, lecz także jest środkiem transakcyjnym w przypadku odcięcia danego kraju od systemu finansowego Stanów Zjednoczonych i utraty płynności dolarowej. Należy podkreślić, że w tym obszarze możliwości analizy są mocno ograniczone ze względu na brak wiarygodnych danych i informacji. Znaczna część źródeł to artykuły prasowe lub raporty, w których nierzadko przeważają spekulacje.

Wenezuela doświadczała sukcesywnych sankcji od 2014 r., jednak szczególne znaczenie miało objęcie sankcjami banku centralnego (Banco Central de Venezuela – BCV) przez Stany Zjednoczone w 2019 r. Rosja udzieliła wsparcia Wenezueli i najprawdopodobniej na pokładzie rosyjskich samolotów wenezuelskie złoto transportowano m.in. do Ugandy, Turcji i Zjednoczonych Emiratów Arabskich, gdzie było sprzedawane, a uzyskane z tego waluty międzynarodowe (dolary i euro) przewożono z powrotem do Wenezueli. Sprzedaż przechowywanych w kraju rezerw złota pozwoliła zatem na pozyskanie płynności międzynarodowej przez ominięcie sankcji (OECD 2021). Poza tym Wenezuela wykorzystywała złoto jako środek płatniczy, kupując ropę naftową od Iranu (Farah 2020).

Należy podkreślić, że duża część wenezuelskiego złota została sprowadzona do kraju za prezydentury Hugo Chaveza. W październiku 2011 r. podjęto decyzję o sprowadzeniu do kraju 85% rezerw złota. W 2012 r. przeprowadzono repatriację 160 ton złota z nowojorskiego Fed. Część rezerw złota Wenezueli (31 ton) pozostawała jednak zdeponowana w Banku Anglii. Kiedy BCV wystąpił do Banku Anglii o wydanie złota, ten zwrócił się do brytyjskiego Sądu Najwyższego o rozstrzygnięcie, kto jest prawowitym dysponentem tych rezerw – reżim Nicolasa Maduro czy lider opozycji Juan Guaidó, który w 2019 r. ogłosił się prezydentem Wenezueli i powołał „alternatywny” zarząd BCV. Zgodnie z orzeczeniem sądu z grudnia 2021 r. za legalne władze kraju uznano Guaidó, a prawo do dysponowania rezerwami złota znajdującymi się w Banku Anglii przyznano „alternatywnemu” zarządowi BCV. W lipcu 2022 r. Sąd Najwyższy ponownie wydał wyrok uznający władze Juana Guaidó za legalne. Spór o wenezuelskie złoto trwa jednak nadal, a Guaidó został odwołany przez opozycję z funkcji „tymczasowego” prezydenta (nadal jest uznawany przez Wielką Brytanię za prezydenta *de jure*, jednak poparcie dla niego wycofały już państwa członkowskie Unii Europejskiej). Przypadek Wenezueli pokazuje, że przechowywanie złota w bankach centralnych poza krajem niesie ryzyko utraty kontroli nad jego zasobami. W tym kontekście w pełni zrozumiała jest wspomniana już tendencja banków centralnych do sprowadzania złota do skarbców krajowych. Warto również wspomnieć, że w odpowiedzi na sankcje reżim Maduro próbował utworzyć cyfrową walutę petro, opartą na koszyku towarów zawierającym ropę naftową, gaz ziemny i złoto. Celem emisji tej waluty miało być uzyskanie dostępu do finansowania międzynarodowego i zwiększenie monetarnej suwerenności. Była to również reakcja na dramatyczny spadek wartości boliwara (Prasad 2021).

Złoto wykorzystano do ominięcia sankcji również w przypadku sprzedaży Turcji irańskiej ropy naftowej. Ponieważ rozliczanie handlu ropą tradycyjnie prowadzone jest w dolarach amerykańskich, sankcje doprowadziły do stworzenia alternatywnego mechanizmu. Turcja kupowała ten surowiec od Iranu, płacąc w lirach. Nie jest to jednak waluta międzynarodowa, więc Iran za pozyskane liry kupował w Turcji złoto. Z kolei sprzedaż złota np. w Zjednoczonych Emiratach Arabskich zapewniała Iranowi dostęp do płynności w walutach międzynarodowych. Mechanizm określany jako *gas-for-gold scheme* był wykorzystywany szczególnie w latach 2012–2013.

## 5. Perspektywy wzrostu znaczenia złota w rezerwach dewizowych gospodarek wschodzących

Udział złota w rezerwach dewizowych wielu gospodarek wschodzących (z wyjątkiem Rosji) nadal znajduje się poniżej średniej światowej. Widać to zwłaszcza w Chinach, gdzie wynosi zaledwie 3,5%. Ponadto udziały te są znacznie niższe niż w wielu gospodarkach wysoko rozwiniętych. Zulaica (2020) szacuje,

że optymalny udział złota w rezerwach dewizowych dla gospodarek wschodzących narażonych na ryzyko kursu walutowego wynosi nawet ponad 20%. Istnieje zatem przestrzeń do zwiększenia roli złota w rezerwach dewizowych gospodarek wschodzących.

Poza przedstawionymi czynnikami, które spowodowały zmianę podejścia banków centralnych do złota i wzrost udziału kruszcu w rezerwach, pojawiło się wiele nowych, nie mniej istotnych.

Wzrost złota w rezerwach dewizowych może wynikać nie tylko z tendencji do dywersyfikacji czy zachowania bezpieczeństwa, lecz także z dążenia do zmniejszenia zależności od dominującej waluty rezerwowej – dolara amerykańskiego (Chevalier 2022). Motyw ten ma szczególne znaczenie w przypadku krajów, na które Stany Zjednoczone nakładają sankcje. Dolar staje się wówczas swego rodzaju „bronią finansową” (*dollar's weaponisation*) Stanów Zjednoczonych i instrumentem realizacji geopolitycznych interesów tego kraju (Drezner 2015). Eichengreen (2022) podkreśla, że zamrożenie aktywów Banku Rosji spowodowało nasilenie się tendencji do relokacji złota z Londynu i Nowego Jorku do skarbców krajowych. W tym przypadku negatywnym skutkiem będzie jednak zmniejszenie możliwości dokonywania transakcji, których przedmiotem jest złoto. Jest to możliwe wtedy, gdy złoto fizycznie przechowuje się w miejscu, w którym istnieje rozwinięty rynek złota.

Szczególne istotny jest wzrost znaczenia czynników geopolitycznych w związku z wojną rosyjsko-ukraińską i narastającymi napięciami w relacjach z Chinami. Może to stanowić przesłankę zmniejszenia międzynarodowej roli dolara i wiązać się z postępującą deglobalizacją i fragmentacją gospodarki światowej oraz wyłonieniem się wyraźnego podziału na bloki polityczno-gospodarcze (Weiss 2022). Między wzrostem ryzyka geopolitycznego a cenami złota zachodzi dodatnia korelacja (Baur, Smales 2020; Beckman, Berger, Czudaj 2019). Ponadto większe ryzyko geopolityczne prowadziło do wzrostu popytu banków centralnych na złoto (Gopalakrishnan, Mohapatra 2017). Szerokie stosowanie sankcji przez Stany Zjednoczone i kraje sojusznicze bez wątpienia zintensyfikuje dążenie największych gospodarek wschodzących do zmniejszenia zależności od dolara amerykańskiego. Bezprecedensowe sankcje finansowe nałożone na Rosję – w szczególności zamrożenie aktywów rezerwowych Banku Rosji oraz odcięcie rosyjskich banków od systemu SWIFT i *de facto* uniemożliwienie Rosji prowadzenia operacji w walutach międzynarodowych – stanowią potężny sygnał i będą miały długookresowe skutki o charakterze systemowym. Dla wielu banków centralnych z gospodarek wschodzących podważa to sens utrzymywania rezerw w dolarach. Zamrożenie rezerw dewizowych banku centralnego wiąże się nie tylko z brakiem możliwości dysponowania nimi, lecz także z problemem samej własności (posiadania) rezerw, zwłaszcza wobec postulatów wykorzystania zajętych rosyjskich aktywów rezerwowych na cele związane z powojenną odbudową Ukrainy. Jednym z wymiarów dedolaryzacji rezerw dewizowych banków centralnych w gospodarkach wschodzących będzie bezsprzecznie wzrost udziału złota. Kluczowe znaczenie ma w tym przypadku decyzja dotycząca miejsca przechowywania kruszcu. Należy podkreślić, że sankcjami nie są zagrożone rezerwy złota przechowywane w skarbcach krajowych.

Duże znaczenie ma również wzrost inflacji w skali globalnej po wielu latach dezinflacji, bardzo niskiej inflacji i epizodach deflacji. Ocenia się, że obecna inflacja nie jest zjawiskiem przejściowym i może się utrzymywać na podwyższonym poziomie w średnim okresie. W tym kontekście istotną zaletą złota jest nie tylko odporność na inflację, lecz także tendencja do szybszego wzrostu cen kruszcu w okresach wysokiej inflacji. Szczególnym czynnikiem pozostaje również bezprecedensowy wzrost zadłużenia w skali globalnej. Światowy dług osiągnął gigantyczny poziom jeszcze przed koronakryzysem, który ten problem spotęgował i doprowadził do skokowego wzrostu wydatków na finansowanie pakietów antykryzysowych (World Bank 2020). W 2021 r. globalny dług, publiczny i prywatny, osiągnął

235 bln USD, co stanowiło 247% światowego PKB; w przypadku długu publicznego relacja ta wynosiła 96% (IMF 2022). W tym kontekście istnieją uzasadnione obawy, że ultraekspansywna polityka fiskalna będzie źródłem kolejnego globalnego kryzysu, tym razem mającego formę kryzysu zadłużeniowego. Ponadto do wzrostu roli złota w długim okresie przyczyni się bezprecedensowy wzrost niepewności oraz ryzyka geopolitycznego.

Czynnikiem potencjalnie hamującym wzrost rezerw złota w oficjalnych aktywach rezerwowych może być normalizacja polityki monetarnej przez najważniejsze banki centralne. Wzrost stóp procentowych zwiększa bowiem koszt alternatywny utrzymywania rezerw w złocie, podobnie jak dotychczas niskie stopy procentowe były istotnym czynnikiem stymulującym popyt banków centralnych na złoto. Z drugiej strony wysoki poziom zadłużenia publicznego i dominacja fiskalna często mają charakter inflacyjny, w związku z czym realne stopy procentowe najprawdopodobniej pozostaną ujemne.

Szczególne znaczenie ma także znaczny wzrost cen złota w okresach napięć i kryzysów. Według najnowszej ankiety Światowej Rady Złota to właśnie tę cechę kruszcu banki centralne uznają obecnie za jedną z dwóch najważniejszych (WGC 2022a). Prawdopodobnie cena złota będzie się utrzymywała na wysokim poziomie bądź nawet dalej rosła ze względu na coraz częstsze kryzysy wynikające z czynników niefundamentalnych (epidemicznych i politycznych). Źródłem wzrostu cen kruszcu pozostaje również bardzo duży i rosnący popyt prywatny, który stanowi zdecydowaną większość popytu światowego na złoto. Jest to szczególnie widoczne w przypadku Indii i Chin, których łączny popyt na złoto wzrósł z 25% popytu światowego w latach 90. do prawie 50% w ostatnich latach. Wynika to przede wszystkim ze wzrostu zamożności w tych krajach.

Należy się spodziewać, że wzrost znaczenia złota będzie nadal skutkiem obaw co do kondycji dolara amerykańskiego i zmniejszenia jego dominacji w międzynarodowym systemie walutowym (Twarowska-Mól 2021). Osłabienie roli dolara jako waluty rezerwowej wynika przede wszystkim ze spadku udziału gospodarki Stanów Zjednoczonych w tworzeniu globalnego PKB, pogarszającej się pozycji fiskalnej oraz olbrzymiego zadłużenia tego kraju. Wiąże się również z pojawieniem się „konkurentów”, przede wszystkim chińskiego renminbi (Eichengreen 2011, s. 143–147). Wzrost roli złota może być również wyrazem strategii dedolaryzacji realizowanych przez niektóre gospodarki wschodzące (Liu, Papa 2022). Najważniejszym jak dotąd przykładem pozostaje Rosja. Najbardziej prawdopodobne wydaje się obecnie skupowanie rosyjskiego złota przez Chiny, nie tylko ze względu na dążenie do zmniejszenia udziału rezerw w dolarach amerykańskich, lecz również z powodu mocarstwowych ambicji Chin. Ponadto sankcje nakładane na Rosję mogą stanowić dla innych krajów bodziec do dalszego zmniejszania zależności od dolara.

Źródłem dalszego wzrostu roli złota może być też upowszechnianie się państwowych funduszy majątkowych (*sovereign wealth fund* – SWF) i olbrzymi wzrost zarządzanych przez nie aktywów. Dotychczas jedynie nieliczne SWF inwestowały w złoto (WGC 2017). Wynika to prawdopodobnie z faktu, że celem SWF jest – w większym stopniu niż w przypadku banków centralnych – osiągnięcie zysku z portfela rezerw i dlatego fundusze te realizują bardziej ryzykowne strategie inwestycyjne. Ze względu na znaczny wzrost ceny złota w okresach nasilania się niestabilności i kryzysów, które coraz powszechniej uważa się za permanentną cechę gospodarki światowej, można się jednak spodziewać, że SWF będą bardziej zainteresowane inwestowaniem w złoto.

Obecnie szczególne miejsce w debacie na temat roli złota odgrywa odbywający się w zawrotnym tempie proces digitalizacji pieniądza, w szczególności zaś rozwój sektora fintech i rozpowszechnianie się kryptoaktywów (Banai, Kolozsi, Ladányi 2021). Współcześnie często można niestety spotkać okre-

ślenie, że bitcoin stanowi „cyfrowe złoto”, gdyż podobnie jak kruszec nie jest emitowany przez żaden bank centralny czy instytucję, zatem nie występuje tu również ryzyko kredytowe związane z niewypłacalnością emitenta. Ponadto uważa się, że podaż bitcoina jest ograniczona podobnie jak podaż złota (nie występuje w tym przypadku możliwość nieograniczonej kreacji pieniądza przez bank centralny). Zwolennicy kryptowalut wskazują również na możliwość zachowania anonimowości transakcji jako cechę upodabniającą je do złota. Na tym jednak podobieństwa się kończą. Kryptowaluty – pomimo sugestywnej nazwy – w żadnym razie nie są walutami<sup>4</sup>. Walutą jest bowiem jednostka monetarna będąca prawnym środkiem płatniczym w danym kraju, która jest emitowana przez władzę monetarną i pełni wszystkie trzy klasyczne funkcje pieniądza, tj. środka transakcyjnego, miernika wartości i środka tezauryzacji. Ponadto waluta narodowa może pełnić te funkcje poza granicami kraju (względnie unii walutowej). Wówczas mamy do czynienia z procesem jej umiędzynarodowienia. Kryptowaluty nie pełnią efektywnie żadnej z trzech klasycznych funkcji pieniądza. Przede wszystkim charakteryzuje je niezwykle silna zmienność cen, wskutek czego nie mogą być środkiem tezauryzacji i miernikiem wartości. Stało się to szczególnie widoczne w 2022 r., kiedy po najwyższych wzrostach w 2021 r. ceny kryptoaktywów znacznie spadły. W maju 2022 r. doszło do spektakularnego upadku kryptowaluty TerraUSD, która bazowała na algorytmie utrzymującym jej stały kurs do dolara amerykańskiego. Wydarzenie to spowodowało olbrzymie spadki cen innych kryptowalut. Kolejnym wstrząsem było ogłoszenie w listopadzie 2022 r. bankructwa giełdy kryptowalut FTX. Od listopada 2021 r. do grudnia 2022 r. bitcoin stracił 75% wartości wobec dolara. Wyraźnie widać więc, że są to aktywa spekulacyjne, w niewielkim stopniu wykorzystywane jako środek transakcyjny. Nade wszystko jednak „emisja” kryptowalut i handel nimi stanowią olbrzymie ryzyko dla stabilności światowego ładu monetarnego. W tym kontekście należy stanowczo podkreślić, że kryptowaluty nie są alternatywą dla złota jako składnika rezerw.

Kontrast między złotem i kryptoaktywami szczególnie widać w reakcji ich cen na przebieg cyklu koniunkturalnego (Klein, Thu, Walther 2018). Ceny kryptoaktywów są silnie skorelowane z cyklem koniunkturalnym, w związku z czym mają charakter zdecydowanie procykliczny. Złoto natomiast pozostaje niezmiennie bezpiecznym rodzajem aktywów (*safe haven asset*), w związku z czym w okresach pogorszenia koniunktury i kryzysów jego cena wzrasta. Złoto ma zatem charakter antycykliczny, co zapewnia utrzymanie siły nabywczej w okresie dekoniunktury.

Kluczową cechą odróżniającą złoto od kryptoaktywów jest również zaufanie, na którym opiera się współczesny ład monetarny. Złoto było historycznie czynnikiem wzmacniającym zaufanie do pieniądza, tymczasem w przypadku kryptowalut jest odwrotnie (Banai, Kolozsi, Ladányi 2021). Decydującą rolę odgrywa tutaj wspomniany brak stabilnej wartości, ale znaczenie ma także wiele innych cech kryptoaktywów. Aktywa te nie mają prawnego emitenta, ich charakter jest głównie spekulacyjny, charakteryzują się gigantycznymi zmianami ceny oraz ułatwiają finansowanie działalności przestępczej i terroryzmu, a także pranie pieniędzy i unikanie płacenia podatków. Złoto daje gwarancję bezpieczeństwa, gdyż nie zagrażają mu ataki hakerów czy inne formy cyberprzestępczości. W tym kontekście warto ponownie odnieść się do prawa Kopernika-Greshama. Rozpowszechnianie się kryptoaktywów i aspiracje do pełnienia przez nie funkcji pieniądza wyraźnie pokazują, że nadal istnieje tendencja do wypierania z obiegu pieniądza „lepszego” przez pieniądz „gorszy”. W tym przypadku jest to jednak

<sup>4</sup> Faktu tego nie zmieniają również przypadki nielicznych krajów, w których bitcoin został formalnie uznany za legalny środek płatniczy. Dotychczas nastąpiło to w Salwadorze (czerwiec 2021 r.) i Republice Środkowoafrykańskiej (kwiecień 2022 r.).

proces znacznie dalej posunięty, gdyż z obiegu może być wypierany pieniądz fiducjarny, co grozi dalszą utratą zaufania do systemu monetarnego.

Należy podkreślić, że wszystkie przywołane do tej pory argumenty odnosiły się do potencjalnego wzrostu roli złota jako składnika oficjalnych aktywów rezerwowych. Zupełnie inną kwestią jest przywrócenie monetarnej roli złota, od dziesięcioleci stanowiące przedmiot zaciętych debat. W tym zakresie istnieje silna polaryzacja stanowisk. Współcześnie rodzi się jednak pytanie, czy wobec rosnącego zainteresowania banków centralnych zwiększaniem udziału złota w rezerwach dewizowych oraz bezprecedensowego wzrostu niepewności w gospodarce światowej możliwa jest remonetyzacja złota.

Ze względu na zupełnie nierealistyczny scenariusz przywrócenia monetarnych funkcji złota poprzez reformę międzynarodowego systemu walutowego (Chatham House 2012; OMFIF 2013) coraz częściej rozważa się możliwości powrotu do walut opartych bezpośrednio lub pośrednio na złocie (Belke, Volz 2015). W publicystyce ekonomicznej nie brakuje tekstów, w których zamiary takie przypisuje się właśnie gospodarkom wschodzącym od lat gromadzącym złoto, w szczególności Chinom. Z jednej strony takie rozwiązanie być może wzmocniałoby wiarygodność pieniądza krajowego i zaufanie do niego. Z drugiej strony ograniczałoby możliwości dyskrejonalnego kreowania bazy monetarnej przez bank centralny i w związku z tym możliwości antykryzysowego oddziaływania polityki pieniężnej. Stanowiłoby również krok wstecz w rozwoju szeroko rozumianego rynku finansowego i płynności, jaka jest potrzebna do jego funkcjonowania. W takich propozycjach podkreśla się, że historycznie rzadko utrzymywano 100% pokrycia bazy monetarnej w rezerwach złota, w związku z czym indywidualne wprowadzenie walut opartych na złocie przy częściowym pokryciu w kruszcu (rzędu 30–50%) nie wymagałoby drastycznego wzrostu rezerw złota. Zasadniczym problemem pozostają silne wahania cen złota i brak możliwości wpływu banków centralnych na ceny kruszcu ze względu na to, że większość jego zasobów (ok. 80%) znajduje się w sektorze prywatnym. W tej sytuacji należy uznać, że złoto nie mogłoby efektywnie pełnić funkcji miernika wartości. Innym problemem jest wymienialność pieniądza krajowego na złoto. Istnienie rozwiniętych prywatnych rynków złota powodowałoby, że wymienialność waluty krajowej na złoto po oficjalnym kursie prowadziłaby do spekulacji kruszczem i utraty rezerw złota przez bank centralny.

## 6. Podsumowanie

Przedstawiona analiza wskazuje, że złoto przestało być dla banków centralnych „barbarzyńskim reliktem”, jak określił je Keynes (1923). W gospodarkach wysoko rozwiniętych zaprzestano sprzedaży złota, natomiast wśród gospodarek wschodzących wyraźna jest tendencja do zwiększania udziału kruszcu w rezerwach dewizowych. Utrzymuje się jednak duża dysproporcja pomiędzy wielkością rezerw złota tych dwóch grup gospodarek. Ponadto akumulację złota w gospodarkach wschodzących napędzały przede wszystkim zakupy dokonywane przez banki centralne Rosji, Chin, Turcji i Indii. Wzrost ryzyka geopolitycznego i niestabilności w gospodarce światowej będzie prowadził do dalszego wzrostu znaczenia złota jako składnika rezerw. Będzie to wynikało zarówno z dążenia do zachowania bezpieczeństwa i dywersyfikacji rezerw, jak i ze zmniejszenia zależności od dolara amerykańskiego. Czynnikiem o szczególnym znaczeniu jest tutaj zamrożenie rezerw Banku Rosji, co dla wielu banków centralnych gospodarek wschodzących może podważać sens utrzymywania rezerw w dolarach.

Należy jednak podkreślić, że w interesie gospodarek wschodzących nie jest szybkie ograniczenie aktywów dolarowych w portfelach rezerw. Jak słusznie podkreśla Prasad (2015), znaczna sprzedaż tych aktywów wywołałaby nie tylko spadek ich ceny, lecz także deprecjację dolara, co spowodowałoby olbrzymie straty dla krajów utrzymujących te rezerwy. Kraje te znalazły się zatem w „dolarowej pułapce” (*dollar trap*). Dlatego jest mało prawdopodobne, aby gospodarki wschodzące starały się szybko odejść od dolara – m.in. w kierunku złota. Najbardziej prawdopodobna jest stopniowa dywersyfikacja rezerw, co zdarzyło się już w przeszłości. Ponadto silne przyspieszenie zakupów złota przez banki centralne wywołałoby wzrost jego ceny i tym samym ograniczyło możliwości akumulacji kruszcu.

## Bibliografia

- Arslanap S., Eichengreen Barry, Simpson-Bell C. (2022), *The stealth erosion of dollar dominance: active diversifiers and the rise of nontraditional reserve currencies*, Working Paper, WP/22/58, International Monetary Fund.
- Banai Á., Kolozsi P.P., Ladányi S. (2021), The role of gold in the digital age, *Financial and Economic Review*, 20(3), 138–146.
- Bank of Russia (2022), *Annual Report 2021*.
- Barsky R.B., Epstein C., Lafont-Nueller (2021), *What Drives Gold Prices?*, The Federal Reserve Bank of Chicago.
- Baur D., McDermott T. (2009), *Is gold a safe haven? International evidence*, Discussion Paper, 310, Institute for International Integration Studies.
- Baur D.G., Smales L.A. (2020), Hedging geopolitical risk with precious metals, *Journal of Banking and Finance*, 117.
- Beckman J. Berger T., Czudaj R. (2019), Gold price dynamics and the role of uncertainty, *Quantitative Finance*, 19, 663–681.
- Beermann J. (2022), *Das Gold der Deutschen*, Deutsche Bundesbank.
- Belke A.H., Volz U. (2015), On the unilateral introduction of gold-backed currencies, *Intereconomics*, 50, 294–300.
- Berłowska B., Bezzubik B., Żaczek M. (2019), *Reserves accumulation and diversification: the case of Poland*, BIS Papers, 104, Bank for International Settlements.
- Bernholz P. (2002), Advantages and disadvantages of the holding of gold reserves by central banks – with special reference to the Swiss National Bank, *Swiss Journal of Economics and Statistics*, 138(II), June.
- Białkowski J., Bohl M.T., Stephan P.M., Wisniewski T.P. (2015), The gold price in times of crisis, *International Review of Financial Analysis*, 41, 329–339.
- Bloomberg (2022), *Bank of England \$1 billion gold cache not Maduro's, says Judge*, <https://www.bloomberg.com/news/articles/2022-07-29/bank-of-england-1-billion-gold-cache-not-maduro-s-says-judge?leadSource=verify%20wall> (dostęp 16.01.2023 r.).
- Bordo M.D., Eichengreen B. (1998), *The rise and fall of a barbarous relic: the role of gold in the international monetary system*, NBER Working Paper, 6436.
- Bordo M.D., McCauley R.N. (2017), *Triffin: dilemma or myth?*, Bank for International Settlements.
- Boruszewski J., Nowak-Posadzy K. (2018), Prawo Kopernika-Greshama: rekonstrukcja metodologiczna, *Ekonomista*, 5/2018, 554–577.

- CBRT (2021), *Annual Report 2021*, Central Bank of the Republic of Türkiye.
- Chevalier J. (2022), *Accelerated de-dollarization will increase demand for gold*, <https://goldbroker.com/news/accelerated-dedollarization-will-increase-demand-for-gold-2751> (dostęp 3.01.2023 r.).
- Dowd K., Hutchinson M., Kerr G. (2012), The coming fiat money cataclysm and the case for gold, *Cato Journal*, 32(2), 363–388.
- Drezner D.W. (2015), Targeted sanctions in a world of global finance, *International Interactions*, 41(4), 755–764.
- Eichengreen B. (2011), *Exorbitant Privilege: The Rise and Fall of the Dollar*, Oxford University Press.
- Eichengreen B. (2021), The dollar and its discontents, *Soeul Journal of Economics*, 34(1).
- Eichengreen B. (2022), *International Reserves after the Russia Sanctions: A Role for Gold?*, World Gold Council.
- Erb C.B., Harvey C.R. (2013), *The golden dilemma*, Working Paper, 18706, National Bureau of Economic Research.
- Farah D. (2020), *The Maduro Regime's Illicit Activities*, Atlantic Council.
- Chatham House (2012), *Gold and the International Monetary System*, A Report by the Chatham House Gold Taskforce, The Royal Institute of International Affairs.
- OMFIF (2013), *Gold, the renminbi and the multi-currency reserve system* (2013), Official Monetary and Financial Institutions Forum.
- Gomis-Porqueras P., Shi S., Tan D. (2020), *Gold as a financial instrument*, MPRA Paper, 102782.
- Gopalakrishnan B., Mohapatra S. (2017), *Global Risk and Demand for Gold by Central Banks*, Indian Institute of Management.
- Greenwald M.B. (2020), *The Future of the United States Dollar: Weaponizing the US Financial System*, Atlantic Council.
- Grewe B.S. (2019), *Gold. Eine Weltgeschichte*, C.H. Beck.
- IMF (2013), *International Reserves and Foreign Currency Liquidity. Guidelines for a Data Template*, International Monetary Fund.
- IMF (2022), *Global Debt Monitor*, December, International Monetary Fund.
- Keynes J.M. (1923), *A Tract on Monetary Reform*, Macmillan.
- Klein T., Thu H.P., Walther T. (2018), Bitcoin is not the new gold – a comparison of volatility, correlation, and portfolio performance, *International Review of Financial Analysis*, 59, 105–116.
- Liu Z.Z., Papa M. (2022), *Can BRICS De-Dollarize the Global Financial System?*, Cambridge University Press.
- McDowell D. (2021), Financial sanctions and political risk in the international currency system, *Review of International Political Economy*, 28(3), 635–661.
- McDowell D. (2022), The unfreezable asset: gold, sanctions, and Russia, *War on the Rocks*, 7 marca, <https://warontherocks.com/2022/03/the-unfreezable-asset-gold-sanctions-and-russia/> (dostęp 12.12.2022 r.).
- McDowell D. (2023), *Bucking the Buck: US Financial Sanctions and the International Backlash against the Dollar*, Oxford University Press.
- MNB (2021), *Magyar Nemzeti Bank triples Hungary's gold reserves to 94.5 tons*, press release, <https://www.mnb.hu/en/pressroom/press-releases/press-releases-2021/magyar-nemzeti-bank-triples-hungary-s-gold-reserves-to-94-5-tons> (dostęp 16.01.2023 r.).
- Mundell R. (1995), The international monetary system: the missing factor, *Journal of Policy Modeling*, 17(5), 479–492.



- NBP (2019), *Raport Roczny 2018*, Narodowy Bank Polski.
- NBP (2020), *Raport Roczny 2019*, Narodowy Bank Polski.
- NBP (2021), *Polskie rezerwy złota*, Narodowy Bank Polski.
- Ocampo J.A. (2017), *Resetting the International Monetary (Non)System*, Oxford University Press.
- OECD (2021), *Gold flows from Venezuela: supporting due diligence on the production and trade of gold in Venezuela*.
- Öztunç H., Orhan M. (2021), Gold demand by central banks: a comparative study of emerging market and advanced economies, *Emerging Markets Finance and Trade*, 57(9), 2687–2698.
- Pittaluga G.B., Seghezze E. (2021), *Building Trust in the International Monetary System. The Different Cases of Commodity Money and Fiat Money*, Springer.
- Polášková I., Komárek L., Škoda M. (2019), *The Contemporary Role of Gold in Central Banks' Balance Sheets*, Czech National Bank.
- Prasad E. (2015), *The Dollar Trap. How the U.S. Dollar Tightened Its Grip on Global Finance*, Princeton University Press.
- Prasad E. (2019), *Has the Dollar Lost Ground as the Dominant International Currency?*, Brookings Institution.
- Prasad E. (2021), *The Future of Money. How the Digital Revolution is Transforming Currencies and Finance*, Harvard University Press.
- Rathi S., Mohapatra S., Sahay A. (2022), Central bank gold reserves and sovereign credit risk, *Finance Research Letters*, 45.
- RBI (2022), *Report on Management of Foreign Exchange Reserves*, Reserve Bank of India.
- Rickards J. (2017), *Najtwardsza waluta świata: czyli dlaczego warto inwestować w złoto*, Grupa Wydawnicza „Helion”.
- Shagina M. (2022), *Western financial warfare and Russia's de-dollarization strategy. How sanctions on Russia might reshape the global financial system*, Briefing Paper, 339, Finnish Institute of International Affairs.
- Skopiec D. (2021), Międzynarodowy Fundusz Walutowy jako quasi globalny pożyczkodawca ostatniej instancji, *Ekonomia Międzynarodowa*, 36(2021), 261–288.
- Staszczak D.E. (2015), Global instability of currencies: reasons and perspectives according to the state-cooperation hegemonic stability theory, *Brasilian Journal of Political Economy*, 35(1), 175–198.
- Stiglitz J.E. (2002), *Globalization and Its Discontents*, W.W. Norton & Company.
- Twarowska-Mól K. (2021), *Międzynarodowy system walutowy. Od złota do waluty cyfrowej*, Wydawnictwo CeDeWu.
- Weiss C. (2022), *Geopolitics and the U.S. dollar's future as a reserve currency*, International Finance Discussion Papers, 1359, Board of Governors of the Federal Reserve System.
- World Bank (2020), *Global Waves of Debt. Causes and Consequences*.
- WGC (2010), *The Evolution in Central Bank Attitudes Toward Gold*, World Gold Council.
- WGC (2017), *Enhancing the wealth of nations: gold and sovereign wealth funds*, World Gold Council.
- WGC (2021), *A Central Banker's Guide to gold as a Reserve Asset*, World Gold Council.
- WGC (2022a), *2022 Central Bank Gold Reserves Survey*, World Gold Council.
- WGC (2022b), *Recent reported changes in central bank reserve holdings*, World Gold Council.
- WGC (2023), *Gold Demand Trends: Full Year and Q4 2022*, World Gold Council.
- Zulaica O. (2020), *What share for gold? On the interaction of gold and foreign exchange reserve returns*, BIS Working Papers, 906.

## **The rise of gold in central banks' official reserve assets in emerging market economies**

---

### **Abstract**

Dynamic accumulation of official reserve assets by countries classified as Emerging Market and Developing Economies (EMDEs) has remained a particular trend characterizing the international monetary system since the beginning of the 21st century. This process has been conditioned by both by internal factors, primarily related to the export-oriented model of economic growth generating significant current account surpluses, and systemic factors, in particular the turbulence of the fiat-money-based monetary system and the lack of an effective global lender of last resort in the context of the increase in the scale and volatility of capital flows.

Invariably, gold remains the second-largest component of the global official reserve assets. Since 2008, central banks have been net buyers and increased gold reserves by 5.5 thousand tons. At the end of 2022, official gold holdings stood at 35.5 thousand tons. However, gold purchases were conducted almost exclusively by central banks of emerging economies, as a result of which the share of Advanced Economies (AEs) in global gold reserves decreased from 84.1% in 1996 to 68.4% in 2022, while the share of emerging and developing countries increased from 15.9% in 1996 to 31.6% in 2022. However, the share of gold in the foreign exchange reserves of large emerging economies often remains significantly lower than in advanced economies.

Much attention has been paid in the literature to the characteristics of gold as a reserve asset, such as the determinants of the volatility of its price, its ability to secure purchasing power in times of high inflation and exchange rate volatility, and the correlation of the bullion price with the prices of other assets and the value of the US dollar.

The purpose of the article is to analyze the rationale behind the increase in demand for gold by the central banks of emerging economies, as well as the scale of growth and use of gold in the official reserve assets of these banks. In addition, the areas of gold's use by emerging economies have been analyzed, and the determinants of the future role of the bullion have been presented. Particular attention has been paid to those emerging economies with the largest growth in gold reserves during the analyzed period. The thesis of the article is that the increase in the share of gold in the official reserve assets of the central banks of emerging economies resulted from both the dysfunctionality of the contemporary international monetary system and the unique characteristics of gold as a reserve asset, and was increasingly associated with the growing importance of geopolitical factors. The research methods used include statistical-descriptive analysis, comparative analysis and literature study.

---

**Keywords:** central bank, official reserve assets, gold, dollar, sanctions