



DOI: 10.18276/sip.2016.44/2-21

Ireneusz Pszczółka*

Uniwersytet Technologiczno-Humanistyczny im. K. Pułaskiego w Radomiu

WYBRANE ASPEKTY ZARZĄDZANIA REZERWAMI WALUTOWYMI W POLSCE

STRESZCZENIE

Celem artykułu jest ocena zmian zachodzących w strukturze i wielkości oficjalnych rezerw walutowych w Polsce w latach 2005–2014. Szczególny nacisk kładzie się na charakterystykę struktury rezerw Narodowego Banku Polskiego (NBP) zarówno w ujęciu walut, jak i instrumentów finansowych oraz ocenę ich znaczenia dla stabilności kursu walutowego. Istotnym elementem artykułu jest także ocena polskich rezerw dewizowych w kontekście ich adekwatności. Podstawowe metody badawcze wykorzystane w artykule to studia literatury światowej oraz analiza danych statystycznych. Podstawowymi źródłami danych statystycznych były publikacje NBP.

Słowa kluczowe: rezerwy dewizowe, bank centralny, instrumenty finansowe, waluty międzynarodowe

Wprowadzenie

Rezerwami walutowymi nazywamy zagraniczne aktywa banków centralnych denominowane w walutach obcych (papiery wartościowe, dewizy i depozyty) oraz specjalne prawa ciągnięcia (SDR), które w razie konieczności umożliwiają przepro-

* E-mail: i.pszczolka@uthrad.pl

wadzenie interwencji walutowych lub zasilenie w waluty krajowych banków w sytuacjach kryzysowych (Rybiński, 2011, s. 229). W przypadku krajów o znaczących rezerwach, często część rezerw zarządzana jest w ramach państwowych funduszy majątkowych (SWF – *Sovereign Wealth Fund*), nie dotyczy to jednak Polski. Aktywa te wraz z pozycją rezerwową w Międzynarodowym Funduszu Walutowym (MFW) oraz złotem¹ tworzą oficjalne aktywa rezerwowe (rezerwy walutowe brutto). Omawiane rezerwy są częścią majątku narodowego (najczęściej znajdują się w banku centralnym) i pierwotnie były istotne dla krajów z walutami charakteryzującymi się stałym kursem wymiany, stanowiąc bufor konieczny dla utrzymania tego systemu. Jednak również w krajach z płynnym kursem walutowym, szczególnie w przypadku gospodarek wschodzących, pełnią rolę istotnego stabilizatora. Kraje gromadzą rezerwy walutowe w celu zapobiegania niekorzystnym zmianom w bilansie płatniczym, które są także efektem ubocznym prowadzonych w celu stabilizacji kursu walutowego interwencji (Domingez, Hashimoto, Ito, 2011, s. 2–3). Bezpieczeństwo oraz stabilizacja kursu walutowego w przypadku asymetrycznych i przejściowych szoków są podstawowymi motywami utrzymywania rezerw zarówno w krajach rozwijających się, jak i rozwiniętych, także w Polsce.

Celem artykułu jest ocena zmian zachodzących w strukturze i wielkości oficjalnych rezerw walutowych w Polsce w latach 2005–2014.

1. Problem optymalnego poziomu rezerw walutowych

Chociaż rezerwy dewizowe są instrumentem istotnym dla zapobiegania kryzysom walutowym, jest granica ich wysokości, niezbędna dla efektywnego zapobiegania możliwym rynkowym turbulencjom. Istotne jest to o tyle, że bank centralny podnosi koszty utrzymywania rezerw dewizowych.

R. Moghadam, J.D. Ostry i R. Sheehy (2011) uważają, że adekwatna wysokość oficjalnych rezerw powinna zależeć od charakterystyki danego kraju, bezpośrednio obniżając presję, przeciwko której rezerwy są utrzymywane. W przypadku większości rynków rozwijających się, które narażone są na znaczny odpływ kapitału w okresach wzmożonej presji na kurs waluty krajowej, proste zasady powinny być uzupełnione bardziej kompleksową analizą i rozważeniem możliwości wykorzystania elastycznej linii kredytowej MFW. M. Feldstein (1999, s. 22) uważa, że przypadku

¹ Narodowy Bank Polski wycenia złoto według ceny rynkowej.

gospodarek wschodzących korzystne jest utrzymywanie nadmiernych rezerw dewizowych, które będą istotnym buforem dla potencjalnych kryzysów walutowych. Jego wnioski są pochodną analizy przyczyn oraz przebiegu azjatyckiego kryzysu finansowego z lat 1997–1998.

Głównym wskaźnikiem oceniającym adekwatność wysokości rezerw dewizowych jest stosunek rezerw dewizowych do krótkoterminowego zadłużenia zagranicznego. Wskaźnik ten, nazywany także regułą Greenspana-Guidottiego, ukazuje zdolność danego kraju do obsługi krótkoterminowego długu zagranicznego w przypadku nagłego pogorszenia się warunków zewnętrznego finansowania. Zazwyczaj kraj jest uważany w tym względzie za bezpieczny, jeżeli jego rezerwy dewizowe przewyższają wartość wspomnianego zadłużenia (Pineau, Dorroccini, 2006, s. 30).

Reguła Greenspana-Guidottiego jest głównym, ale nie jedynym wskaźnikiem adekwatności rezerw dewizowych. Dodatkowo często stosowane są jeszcze dwa wskaźniki:

- a) stosunek rezerw dewizowych do wielkości importu – ukazuje ilość miesięcy, przez które kraj może utrzymywać jego poziom importu, jeżeli wszystkie inne przepływy kapitału zanikną; praktyczna zasada zakłada, że kraj powinien utrzymywać rezerwy dewizowe pozwalające na utrzymanie stałego poziomu importu przez kolejne trzy lub cztery miesiące (Pineau, Dorroccini, 2006, s. 31);
- b) stosunek rezerw dewizowych do wielkości agregatu pieniężnego M3 (podaż pieniądza ogółem) – ukazuje stopień pokrycia pieniądza krajowego środkami w walutach obcych; przyjmuje się, że pokrycie w 30% zapewnia bezpieczeństwo gospodarki krajowej, natomiast spadek poniżej 10% powoduje wzrost zagrożenia dewaluacją waluty krajowej (Barwiński, Bratkowski, Rzeszutek, Szpunar, Szwaja, Wyżnikiewicz, 2003, s. 8).

Mniej istotnymi wskaźnikami, ale także pojawiającymi się w literaturze przedmiotu są: stosunek rezerw dewizowych do PKB oraz stosunek rezerw dewizowych do deficytu obrotów bieżących (Barwiński i. in., 2003, s. 8).

Zgodnie z aktualnymi danymi Głównego Urzędu Statystycznego i Narodowego Banku Polskiego na koniec 3 kwartału 2015 roku krótkoterminowe zadłużenie zagraniczne (do 1 roku) wynosiło 159 408 mln zł (42 222 mln USD). We wrześniu 2015 roku wartość importu wynosiła 63 051 mln zł (16677 mln USD), a wartość agregatu M3 na koniec tego miesiąca 1 107 486,8 mln zł. Wartość rezerw dewizo-

wych na koniec tego okresu wynosiła 383 089,8 mln zł (101470 mln USD). Przy założeniu powyższych wartości wskaźniki adekwatności rezerw dewizowych NBP wynoszą odpowiednio:

- wskaźnik krótkoterminowego długu zagranicznego do rezerw dewizowych wynosi 0,416; oznacza to, że rezerwy dewizowe wystarczą na ponad dwukrotne pokrycie krótkoterminowego zadłużenia zagranicznego Polski; tak korzystne kształtowanie się tego wskaźnika wynika głównie z systematycznego wydłużania terminów zapadalności zadłużenia zagranicznego;
- wskaźnik importu do rezerw dewizowych wynosi 0,165; oznacza to, że rezerwy dewizowe wystarczą na pokrycie ponad półrocznego importu, jest to wartość, którą charakteryzują się gospodarki o najwyższym (A) ratingu inwestycyjnym;
- wskaźnik wielkości M3 do rezerw dewizowych wynosi 34%.

We wszystkich trzech przypadkach analizowane wskaźniki ukazują wysoki poziom potencjalnej odporności polskiej gospodarki na nagłe pogorszenia się warunków zewnętrznego finansowania, a poziom rezerw dewizowych NBP jest znacznie wyższy niż wartość wymagana. Takie podejście do wysokości rezerw jest zgodne z wnioskami M. Feldsteina (1999). Jednak utrzymywanie zbyt wysokich rezerw dewizowych generuje dodatkowe koszty dla banku centralnego. Podstawowym kosztem jest konieczność sterylizowania wzrostu podaży płynnych rezerw w systemie bankowym, który jest efektem wzrostu wartości rezerw dewizowych. K. Rybiński (2011, s. 232) wskazuje, że dodatkowym kosztem posiadania zbyt dużych rezerw dewizowych jest utracony wzrost PKB. Pojawia się on wtedy, gdy bank centralny konserwatywnie inwestuje jedynie w bezpieczne papiery dłużne generujące niższą stopę zwrotu niż mógłby osiągnąć z inwestycji w inne instrumenty finansowe. Wpływa to negatywnie na wysokość zysku banku centralnego, a w konsekwencji powoduje spadek wartości inwestycji prorozwojowych, które mogłyby być finansowane z wyższego zysku przekazanego do budżetu państwa. Przeciętna roczna utrata tempa wzrostu PKB w wyniku zbyt konserwatywnej polityki zarządzania rezerwami dewizowymi w krajach Europy Środkowo-Wschodniej wynosi 0,18% (Rybiński, 2011, s. 233).

2. Podstawy prawne zarządzania rezerwami walutowymi

Zgodnie z art. 3 ust. 2 pkt. 2 i art. 52 ust 1 ustawy z dnia 29 sierpnia 1997 r. o Narodowym Banku Polskim (Dz. U. 2005, nr 1, poz. 2), NBP realizuje funkcje centralnej bankowej instytucji dewizowej, do zadań której należy prowadzenie gospodarki rezerwami dewizowymi. Zadanie to realizowane jest poprzez gromadzenie rezerw dewizowych, zarządzanie tymi rezerwami oraz podejmowanie wszelkich czynności mających na celu zapewnienie bezpieczeństwa obrotu dewizowego oraz płynności płatniczej kraju. M. Redo (2014, s. 198) zwraca uwagę na brak szczegółowych regulacji zawartych w aktach prawnych, odnoszących się do sposobu i zasad zarządzania oficjalnymi rezerwami dewizowymi w Polsce. Wynika to z konstytucyjnej gwarancji niezależności banku centralnego także w kwestii prowadzenia gospodarki rezerwami dewizowymi, gdyż zaliczane one są do jego majątku, a przychody generowane z tej działalności stanowią przychód NBP. Szczegółowe zasady utrzymywania i zarządzania rezerwami dewizowymi określone są aktami wewnętrznymi, a organem odpowiedzialnym za te działania jest zarząd.

Normy prawne odnoszące się do problematyki zarządzania rezerwami dewizowymi przez NBP są zgodne ze standardami określonymi przez MFW. Ze względu na charakter procesu zarządzania rezerwami dewizowymi nie podaje się do publicznej wiadomości szczegółów dotyczących decyzji oraz instrumentów finansowych wykorzystywanych w realizowanej strategii (Redo, 2014, s. 208). Analiza wielkości oraz struktury oficjalnych rezerw może być zatem prowadzona jedynie na podstawie ogólnych informacji udostępnianych przez NBP.

3. Wielkość i struktura rezerw walutowych NBP

W październiku 2007 roku Zarząd NBP przyjął długoterminową strategię zarządzania rezerwami dewizowymi. Założono, że najważniejszymi cechami tego procesu jest minimalizacja ryzyka inwestycyjnego oraz utrzymanie właściwej płynności. Dopiero przy zachowaniu tych elementów NBP może podejmować próby maksymalizacji stopy zwrotu. Dla poprawy procesu zarządzania rezerwami podejmowane są następujące działania: dywersyfikacja walutowa i rozszerzanie instrumentarium inwestycyjnego; wprowadzanie zaawansowanych metod globalnej alo-

kacji aktywów; usprawnienie procesu decyzyjnego oraz rozwój metod zarządzania ryzykiem inwestycyjnym (NBP, 2009, s. 60).

Podstawowe ograniczenia inwestycyjne obowiązujące w zarządzaniu ryzykiem finansowym w NBP dotyczą (NBP, 2015, s. 60):

- ryzyka kredytowego – ograniczenia odnoszą się do: udziału pozarządowych papierów wartościowych, limitu dla kontrahentów i emitentów, terminów zapadalności, ratingów oraz zabezpieczenia,
- ryzyka kursowego – adekwatna struktura walutowa strategicznej alokacji aktywów,
- stopy procentowej – adekwatny poziom *modified duration*² strategicznej alokacji aktywów,
- płynności – inwestycje na rynkach finansowych charakteryzujących się wysoką płynnością, głównie w instrumenty denominowane w najważniejszych walutach międzynarodowych.

W skład oficjalnych aktywów rezerwowych NBP wchodzi: złoto monetarne, SDR, transza rezerwowa w MFW oraz należności w walutach wymiennalnych, które są najważniejszym składnikiem. Złoto monetarne stanowi ok. 3,6 % wartości rezerw, SDR ok. 1,3%, natomiast transza rezerwowa w MFW jedynie 0,65% (tab. 1).

Tabela 1. Struktura aktywów rezerwowych NBP w listopadzie 2015

Klasa aktywów	Wartość rezerw (w mln zł)	Udział w %
Złoto monetarne	14 079,9	3,60
SDR	5237,4	1,30
Transza rezerwowa w MFW	2618,8	0,65
Należności w walutach wymiennalnych	373 222,5	94,45
Suma	395 158,6	100,00

Źródło: NBP.

W latach 2005–2014 wysokość aktywów rezerwowych NBP systematycznie rosła (zob. tab. 2), zarówno w złotych (z 139 mld do 352 mld), jak i w przeliczeniu na dolary amerykańskie (z 43 mld do 100 mld) oraz euro (z 36 mld do 83 mld).

² Jest to miara ryzyka stopy procentowej określająca wrażliwość wartości portfela inwestycyjnego na zmiany rentowności instrumentów finansowych.

Na początku analizowanego okresu na wzrost wartości rezerw oddziaływało przede wszystkim dodatnie saldo przepływów zewnętrznych wspierane przez napływ środków z Unii Europejskiej. Dodatkowo w latach 2008–2009 i w roku 2014 elementem zwiększającym wartość rezerw wyrażoną w złotych była deprecjacja waluty krajowej, szczególnie w stosunku do dolara amerykańskiego, a w okresie 2005–2011 także znaczny wzrost ceny złota. Należy zwrócić uwagę, że w analizowanym okresie jedynie w 2013 roku nastąpił spadek wartości rezerw wyrażonych w każdej z walut (zł, USD, euro). Było to następstwem splotu niekorzystnych trendów na rynkach finansowych, w konsekwencji których nastąpił spadek cen papierów wartościowych, złota oraz przepływów zewnętrznych (NBP, 2014, s. 58). W 2008 roku ze względu na wystąpienie kryzysu finansowego, który spowodował z jednej strony znaczne osłabienie złotego, a z drugiej widoczny wzrost zapotrzebowania na rezerwy dewizowe, ich wartość w walutach instrumentów finansowych zauważalnie się zmniejszyła. Z podobnymi zmianami mieliśmy do czynienia także w 2014 roku (tab. 2).

Tabela 2. Wysokość aktywów rezerwowych NBP w latach 2005–2014 (w mld zł)

Rok/Waluta	PLN	USD	EUR
2005	139	43	36
2006	141	48	37
2007	160	66	45
2008	184	62	44
2009	227	80	55
2010	277	90	74
2011	334	98	76
2012	338	109	83
2013	320	106	77
2014	352	100	83

Źródło: zestawienie własne na podstawie Raportów Rocznych NBP.

Największa część rezerw dewizowych utrzymywana jest w rządowych papierach wartościowych krajów o wysokim ratingu inwestycyjnym (od 73,3% w 2007 roku do 86,2% w 2012 roku). Drugą kasą aktywów są pozarządowe papiery wartościowe emitowane przez instytucje międzynarodowe oraz agencje rządowe (z udziałem wahającym się od 6,5% w 2012 roku do 13,2% w 2014 roku). Pozostała

część rezerw NBP utrzymuje w formie krótkoterminowych lokat w bankach o wysokiej wiarygodności kredytowej denominowanych w USD i euro (tab. 3).

Tabela 3. Udział instrumentów inwestycyjnych w rezerwach walutowych NBP w latach 2007–2014 (w %)

Rok/Instrument	Rządowe papiery wartościowe	Pozarządowe papiery wartościowe	Lokaty
2007	73,3	7,1	19,6
2008	82,7	10,6	6,7
2009	86,2	6,0	7,2
2010	80,1	11,8	8,2
2011	81,0	9,5	9,5
2012	86,2	6,5	6,5
2013	86,0	7,4	6,6
2014	79,2	13,2	7,6

Źródło: zestawienie własne na podstawie Raportów Rocznych NBP.

W 2007 roku NBP zdecydował się rozpocząć proces dywersyfikacji struktury walutowej rezerw dodając do wykorzystywanych walut (dolara amerykańskiego, euro i funta brytyjskiego) dolara australijskiego. W 2008 roku dołączono aktywa denominowane w koronie norweskiej, a w 2013 roku dolara nowozelandzkiego. Wprowadzenie do struktury waluty australijskiej i norweskiej odbyło się kosztem aktywów denominowanych w dolarze amerykańskim i euro, natomiast wprowadzenie dolara nowozelandzkiego spowodowało spadek udziału rezerw denominowanych w walucie brytyjskiej (tab. 4). Proces dywersyfikacji rezerw doprowadził w ciągu dekady do znacznego spadku znaczenia najważniejszych walut międzynarodowych. Udział dolara amerykańskiego zmniejszył się z 50 do 36%, a udział euro z 40 do 32%. Dodatkowo w 2013 roku NBP zdecydował o zaangażowaniu na rynkach krajów rozwijających się, jednak jego skala jest niewielka i nie została uwzględniona w statystykach tabeli 4.

Tabela 4. Struktura walutowa benchmarku NBP w latach 2005–2014 (w %)

Rok/waluta	USD	EUR	GBP	AUD	NOK	NZD
1	2	3	4	5	6	7
2005	50	40	10	0	0	0
2006	45	40	10	0	0	0

1	2	3	4	5	6	7
2007	40	40	15	5	0	0
2008	40	35	15	5	5	0
2009	40	35	15	5	5	0
2010	38	35	13	8	6	0
2011	36	32	15	10	7	0
2012	36	32	15	10	7	0
2013	36	32	12	10	7	3
2014	36	32	12	10	7	3

Źródło: zestawienie własne na podstawie Raportów Rocznych NBP.

Wysokość stopy zwrotu z inwestowania rezerw dewizowych jest uzależniona od zmian poziomu rentowności instrumentów dłużnych i lokat, zmian cen instrumentów inwestycyjnych oraz kursów walutowych. W analizowanym okresie stopa zwrotu rezerw walutowych, bez uwzględnienia zmian kursu walutowego, systematycznie jest dodatnia. Jedynie w 2013 roku spadek cen papierów wartościowych i mniejsze przychody odsetkowe spowodowały, że stopa zwrotu była ujemna (NBP, 2014, s. 60). Najwyższą stopę zwrotu, bez uwzględnienia i z uwzględnieniem zmian kursu walutowego, NBP osiągnął w 2008 roku. Dochodowość liczona w walutach instrumentów wyniosła 8,5%, a w walucie krajowej 21,4% (tab. 5). Rentowność ta była osiągnięta w kryzysowym otoczeniu charakteryzującym się wysokim poziomem zmienności, wzrostem cen obligacji skarbowych, spadkiem stóp procentowych banków centralnych oraz znacznym osłabieniem się złotego (NBP, 2009, s. 68).

Tabela 5. Stopa zwrotu rezerw walutowych NBP bez uwzględnienia i z uwzględnieniem zmian kursu walutowego w latach 2005–2014 (w %)

Rok	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Stopa zwrotu z uwzględnieniem zmian kursu walutowego	4,3	-2,0	-6,8	21,4	1,9	4,0	17,9	-5,8	-3,2	11,3
Stopa zwrotu bez uwzględnienia zmian kursu walutowego	2,6	3,2	5,4	8,5	0,5	2,0	3,5	1,5	-0,1	2,4

Źródło: zestawienie własne na podstawie Raportów Rocznych NBP.

Tabela 6. Średni kursu złotego do euro, dolara amerykańskiego i funta brytyjskiego w latach 2005–2014 (kurs NBP, dane na koniec roku)

Rok	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
PLN/EUR	3,859	3,831	3,582	4,172	4,108	3,960	4,416	4,088	4,147	4,262
PLN/USD	3,26	2,910	2,435	2,961	2,850	2,964	3,417	3,099	3,012	3,507
PLN/GBP	5,625	5,706	4,868	4,291	4,598	4,593	5,269	5,011	4,982	5,464

Źródło: zestawienie własne na podstawie danych NBP.

W przypadku stopy zwrotu z uwzględnieniem zmian kursowych widoczna jest jej znaczna zmienność, która pokrywa się ze zmianami kursu złotego w stosunku do dolara amerykańskiego, euro i funta brytyjskiego (tab. 6). Nie spowodowało to jednak sumarycznego obniżenia dochodowości rezerw w walucie krajowej. Zakumulowana stopa zwrotu rezerw od 2005 roku liczona w walutach instrumentów wyniosła 29,5%, a liczona w polskim złotym wyniosła 43%.

Podsumowanie

Rezerwy dewizowe są jednym z istotnych elementów polityki prowadzonej przez banki centralne. NBP prowadzi ją w sposób konserwatywny, utrzymując wysokość rezerw na poziomie przewyższającym wartości uznawane za bezpieczne. W latach 2005–2014 wartość polskich rezerw dewizowych wyrażona w złotych wzrosła ponad trzykrotnie, a w walutach obcych równie znacząco. Dominującą klasą aktywów są rządowe papiery wartościowe. Zgodnie z wprowadzoną w 2007 roku długoterminową strategią zarządzania rezerwami dewizowymi NBP systematycznie ogranicza ryzyko portfela, m.in. poprzez dywersyfikację walutową inwestycji finansowych (wprowadzenie instrumentów denominowanych w dolarach australijskich, dolarach nowozelandzkich i koronie norweskiej).

Literatura

- Barwiński, M., Bratkowski, A., Rzeszutek, E., Szpunar, P., Szwaja, R., Wyżnikiewicz, D. (2003). Przesłanki oceny poziomu rezerw dewizowych. *Materiały i Studia*, 170.
- Domingez, K.M.E., Hashimoto, Y., Ito, T. (2011). International reserves and the global financial crisis. *NBER Working Paper*, 17362.

- Feldstein, M. (1999). Self-protection for emerging market economies. *NBER Working Paper*, 6907.
- Moghadam, R., Ostry, J.D., Sheehy, R. (2011). Assessing reserve adequacy. *IMF Policy Papers*.
- NBP (2009). *Raport roczny 2008*. Warszawa.
- NBP (2011). *Raport roczny 2010*. Warszawa.
- NBP (2013). *Raport roczny 2012*. Warszawa.
- NBP (2014). *Raport roczny 2013*. Warszawa.
- NBP (2015). *Raport roczny 2014*. Warszawa.
- Pineau, G., Dorroccini, E. (ed.) (2006). The accumulation of foreign reserves. *ECB Occasional Paper*, 43.
- Redo, M. (2014). *Prawne i finansowe aspekty zarządzania rezerwami dewizowymi w Polsce*. *Athenaeum. Polskie Studia Politologiczne*, 42, 196–208.
- Rybiński, K. (2011). Zarządzanie rezerwami walutowymi. W: A. Sławiński (red.), *Polityka pieniężna*, s. 229–238. Warszawa: C.H. Beck.

SELECTED ASPECTS OF FOREIGN RESERVE MANAGEMENT IN POLAND

Abstract

The aim of the paper is to analyse changes in the structure and size of the official foreign reserves in Poland over the years 2005–2014. Particular emphasis in the article is put on the structural characteristics of the NBP's reserves, both in terms of currencies and financial instruments and assess their importance for the stability of the exchange rate. An important element of the article is also the assessment of Polish foreign reserves in terms of their relevance. The paper is based on the international literature and statistical data. The main sources of necessary data were taken from publications delivered by National Bank of Poland.

Keywords: foreign reserves, central bank, financial instruments, international currencies

Kody JEL: E44, E58, F32

