

Analiza wielkości i struktury rezerw dewizowych w Polsce w latach 1998–2014

Autor: Magdalena Redo

Abstrakt

Celem niniejszego opracowania jest analiza wielkości i struktury rezerw dewizowych w Polsce w latach 1998–2014*. Rezerwy dewizowe stanowią zabezpieczenie finansowe kraju rozwijającego się, dlatego strategię zarządzania nimi zakładają zazwyczaj inwestowanie ich w sposób niezwykle bezpieczny i płynny. W te standardy wpisuje się także i polska struktura rezerw dewizowych. Zostały one zainwestowane w głównej mierze w papiery dłużne najbardziej wiarygodnych rządów i instytucji międzynarodowych, denominowane w głównych walutach międzynarodowych, i taka struktura utrzymuje się od lat.

Słowa kluczowe: rezerwy dewizowe, akumulacja rezerw walutowych, bezpieczeństwo i płynność inwestowania, waluty międzynarodowe, instrumentarium inwestycyjne

JEL: F31, E44, E58, F32, F62

Historia: otrzymano 30.04.2015, poprawiono 6.06.2015, zaakceptowano 8.09.2015

Wstęp

Rezerwy dewizowe kraju to waluty obce będące w posiadaniu i pod kontrolą banku centralnego. Stanowią one w większości krajów – w szczególności krajów rozwijających się – główną część zasobów aktywów rezerwowych kraju, na które poza rezerwami walutowymi składają się również złoto oraz należności od Międzynarodowego Funduszu Walutowego (związane z członkostwem w tej organizacji). Aktywa rezerwowe kraju stanowią swoiste zabezpieczenie zewnętrznej wypłacalności gospodarki, są więc determinantem stabilności finansowej kraju i jego wiarygodności. Dlatego też banki centralne aktywnie zarządzają tą najpłynniejszą częścią aktywów rezerwowych, starając się uzyskać możliwie jak najwyższą dochodowość przy jednoczesnym wysokim poziomie bezpieczeństwa i płynności inwestowanych środków.

W Polsce zarządzanie rezerwami dewizowymi zgodnie z art. 3 ust. 2 *ustawy z dnia 29 sierpnia 1997 r. o Narodowym Banku Polskim (Ustawa 1997)* należy wyłącznie do zadań banku centralnego (Narodowego Banku Polskiego – NBP). Działania w tym obszarze doprecyzowuje obecnie *Długoterminowa strategia zarządzania rezerwami dewizowymi Narodowego Banku Polskiego z października 2007 r. i jej coroczne aktualizacje (Narodowy Bank Polski 2007)*. To od efektywności działań banku centralnego w zakresie struktury walutowej, doboru instrumentów finansowych i kontrahentów zależy w dużej mierze wiarygodność i stabilność polskiej gospodarki, ale również zyskowość NBP. Zyski z inwestowania aktywów rezerwowych stanowią bowiem potencjalnie dominujące źródło przychodów NBP, gdyż wartość rynkowa aktywów w walutach obcych stanowi aż ok. 96% wszystkich aktywów NBP (Narodowy Bank Polski 2014c)¹.

* Analiza obejmuje okres do końca października 2014 r.

¹ Stan na koniec 2013 r.; obliczenia własne na podstawie Skróconego sprawozdania finansowego NBP (Narodowy Bank Polski 2014b: 89).

Tabela 1. Poziom i dynamika aktywów rezerwowych w Polsce w latach 2000–2014

	XII 2000	XII 2004	XII 2010	XII 2012	XII 2013	X 2014	wzrost w % XII 2013 / XII 2000	wzrost w % XII 2013 / XII 2004
USD	27,5	36,8	93,5	108,9	106,2	100,1	287%	189%
EUR	29,5	27,0	70,0	82,6	77,1	79,7	161%	186%
PLN	113,8	110,0	277,2	337,6	319,9	335,0	181%	191%
w % PKB	15,3	11,9	19,6	21,1	19,6	-	28%	64%

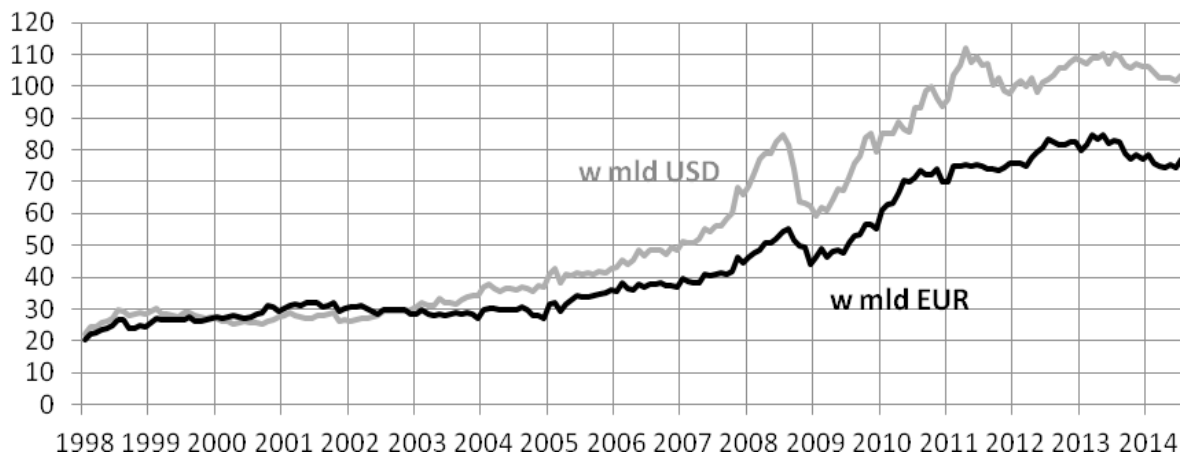
Źródło: Obliczenia własne na podstawie Główny Urząd Statystyczny 2014 oraz Narodowy Bank Polski 2014c.

Wielkość rezerw dewizowych w Polsce

Oficjalne aktywa rezerwowe Polski wynosiły na koniec października 2014 r. 79,7 mld EUR, czyli ok. 1/5 PKB (wyrażone w dolarach: 100,1 mld USD – por. tabela 1; Narodowy Bank Polski 2014c). To na pierwszy rzut oka spora kwota. W krajach rozwijających się, które zmuszone są zwiększać swą wiarygodność i wręcz manifestują wysoki poziom rezerw dewizowych, sięgają one kilkunastu, a czasem nawet kilkudziesięciu procent PKB, podczas gdy w stabilnych, wysoko-rozwiniętych gospodarkach oscylują wokół kilku procent PKB (nawet tylko 3–4%) – szerzej por. Redo 2014b: 171–190.

Tak wysoki poziom aktywów rezerwowych utrzymuje się w Polsce dopiero od momentu intensywnego napływu funduszy unijnych. Zgodnie z uchwałą nr 16/1999 Zarządu NBP od 7 czerwca 1999 r. jedynymi podmiotami uprawnionymi do transakcji walutowych z NBP są bowiem podmioty niebankowe posiadające rachunki w NBP, do których należą Minister Finansów i inni dysponenti środków budżetowych (Uchwała Zarządu NBP 1999). Dlatego od początku XXI w. głównym źródłem przyrostu rezerw dewizowych w Polsce jest napływ funduszy z UE, które Ministerstwo

Finansów w większości wymieniało w NBP na złotówki, a w znacznie mniejszym stopniu zyski z inwestycji rezerw walutowych (Najwyższa Izba Kontroli 2014: 8). Dlatego od końca lat 90. do czasu przystąpienia polski do UE rezerwy dewizowe NBP kształtowały się na względnie stabilnym poziomie ok. 30 mld EUR, po czym zaczęły systematycznie rosnąć wraz z napływem coraz większych środków z budżetu UE (por. wykres 1). Wymiana euro z funduszy unijnych przez Ministra Finansów w NBP przyczynia się do emisji pieniądza i prowadzi do generowania coraz wyższych kosztów absorpcji nadpłynności. Próbą ograniczenia tego zjawiska było zawarcie porozumienia pomiędzy Ministrem Finansów i Prezesem NBP o wymianie od maja 2011 r. funduszy unijnych na walutę krajową na rynku międzybankowym, co bardzo szybko wyhamowało przyrost rezerw dewizowych NBP. W związku z utrzymywaniem się wskutek kryzysu bardzo niskich stóp procentowych na świecie, zwłaszcza w walutach międzynarodowych, a w efekcie uzyskiwaniem niskiej dochodowości rezerw walutowych (por. wykres 6), w kwietniu 2013 r. NBP zasugerował Ministerstwu Finansów zwiększenie sprzedaży euro na rynku międzybankowym oraz zakup walut obcych w NBP zamiast

Wykres 1. Aktywa rezerwowe Polski w latach 1998–2014 (w mld EUR i USD)

Źródło: opracowanie własne na podstawie Narodowy Bank Polski 2014c.

emitowania skarbowych obligacji na rynkach zagranicznych, co Ministerstwo uzależniło jednak od sytuacji braku presji na umocnienie złotego (Najwyższa Izba Kontroli 2014: 14–15).

Od końca lat 90. aktywa rezerwowe Polski wyrażone w euro wzrosły z 29,5 mld EUR na koniec 2000 r. do 77,1 mld EUR na koniec 2013 r., a więc o 161%². Na poziomie blisko 30 mld EUR oscylowały one aż do końca 2004 r., a dynamiczny ich przyrost rozpoczął się dopiero w 2005 r. – por. wykres 1. Aktywa rezerwowe Polski wzrosły aż o 206% w samym okresie grudzień 2004 r. – grudzień 2012 r. (z 27 mld EUR do 82,6 mld EUR). Poza istotnym nominalnym ich wzrostem nastąpił w tym okresie także ich wzrost w relacji do PKB. Na koniec 2004 r. rezerwy dewizowe Polski stanowiły zaledwie 11,9% PKB (na koniec 2000 r. było to 15,3% PKB), co oznacza ich relatywny wzrost o aż 78% w ciągu 9 lat – do poziomu 21,2% PKB na koniec 2012 r. (por. tabela 1).

Wcześniej, zwłaszcza w pierwszej połowie lat 90., źródłem silnego przyrostu rezerw walutowych w Polsce była świadoma polityka kursowa, którą NBP próbował łagodzić presję aprecjacyjną na złotego poprzez odkup walut obcych od banków komercyjnych (NIK 2014: 8).

Należy jednak pamiętać, że na wielkość rezerw dewizowych wpływają też różnice kursowe, zmiany w wycenie aktywów finansowych, transakcje własne NBP mające na celu bieżące zarządzanie płynnością aktywów rezerwowych, a także operacje zasilenia rachunku Komisji Europejskiej w NBP i operacje Ministerstwa Finansów. Dużo słabszy dziś dolar, chociażby w porównaniu z 2000 r., wywindowana kryzysem cena złota (trzykrotnie wyższa niż przed 6 laty), interwencja NBP z kwietnia 2010 r. osłabiająca złotego czy umocnienie złotego w grudniu 2010 r. przez Ministerstwo Finansów (poprzez sprzedaż na rynku środków z unijnych funduszy za pośrednictwem BGK) – to tylko kilka przykładów powodujących istotne zmiany w poziomie i wycenie wartości aktywów rezerwowych na dany moment.

Struktura aktywów rezerwowych Narodowego Banku Polskiego

Ze względu na kluczowe znaczenie dla wiarygodności i stabilności gospodarek aktywa rezerwowe są utrzymywane w płynny i bezpieczny sposób. W takiej też kolejności definiuje się cele strategii zarządzania rezerwami dewizowymi:

² W ujęciu dolarowym wzrosły aż o 287%, jednak należy pamiętać, że dolar amerykański istotnie tracił na wartości w latach 2002–2008.

1. płynność,
2. bezpieczeństwo,
3. a dopiero po trzecie – dochodowość.

Również Narodowy Bank Polski przyjął, że celem długoterminowej strategii zarządzania rezerwami dewizowymi w Polsce jest maksymalizacja dochodowości rezerw dewizowych NBP w długim okresie, w ramach akceptowalnego poziomu ryzyka finansowego i w ramach wyznaczonych ograniczeń (Narodowy Bank Polski 2007: 3). Mając na uwadze powyższe informacje, gros rezerw dewizowych na świecie jest utrzymywanych (International Monetary Fund 2009: §6.76):

- w skarbowych papierach wartościowych najstabilniejszych i najbardziej wiarygodnych gospodarek (głównie amerykańskich, japońskich, brytyjskich, niemieckich, francuskich),
- względnie papierach wartościowych uznanych instytucji międzynarodowych czy agencji rządowych,
- na lokatach w renomowanych bankach,
- w złocie,
- w SDR-ach (czyli jednostce rozrachunkowej Międzynarodowego Funduszu Walutowego) i w postaci transzy rezerwowej w MFW (wymagalnej na żądanie w razie problemów w bilansie płatniczym należności ze strony MFW, będącej ekwiwalentem wpłaconych do MFW walut międzynarodowych w ramach opłacania kwoty udziałowej w tej organizacji) – szerzej por. Redo 2013: 200–203.

Na koniec października 2014 r. prawie 81% polskich aktywów rezerwowych było ulokowane w papierach wartościowych (80,8%), 7,0% w formie transakcji lokacyjnych, 3,9% w złocie, a 2,6% z nich stanowiła należność ze strony MFW (1,5% pod postacią SDR i 1,1% w formie transzy rezerwowej) – por. tabela 2.

Przedmiotem aktywnego zarządzania aktywami rezerwowymi NBP (szerzej por. Redo 2014: 195–208) są wyłącznie rezerwy dewizowe, czyli papiery wartościowe, lokaty oraz tzw. inne aktywa rezerwowe (por. tabela 2), które stanowią jednak aż 93,5% całości aktywów rezerwowych NBP. Złoto, Specjalne Prawa Ciągnięcia (*Special Drawing Rights – SDR*) oraz transza rezerwowa w Międzynarodowym Funduszu Walutowym z uwagi na specyficzny charakter stanowią względnie stały element aktywów rezerwowych. Zasoby złota NBP utrzymują się od 2000 r. na wyjątkowo stabilnym poziomie ok. 3,306–3,309 mln uncji (Narodowy Bank Polski 2014d), jednak z uwagi na wyjątkowy wzrost cen złota na światowych rynkach w ciągu minionej dekady (por. wykres 2) jego wartość wyrażona w dolarach

Tabela 2. Struktura polskich aktywów rezerwowych – stan na koniec października 2014 r

	w mln EUR	w mln USD	w %
ogółem aktywa rezerwowe	79 680	100 123	100
I. rezerwy walutowe (<i>foreign exchange</i>)	74 536	93 659	93,5%
1. papiery wartościowe	64 361	80 873	80,8%
2. lokaty i gotówka	5612	7052	7,0%
3. inne rezerwy walutowe	4563	5733	5,7%
II. złoto	3090	3883	3,9%
III. SDR	1160	1458	1,5%
IV. transza rezerwowa w MFW	894	1124	1,1%

Źródło: opracowanie własne na podstawie Narodowy Bank Polski 2014d oraz Narodowy Bank Polski 2014c.

bądź euro (mimo znacznej przeceny w 2013 r. roku) jest dziś kilkukrotnie wyższa niż kilkanaście lat temu.

Narodowy Bank Polski zrezygnował od 2010 r. z możliwości lokowania złota dewizowego w instytucjach finansowych, a tym samym z zysków z tego tytułu. Było to konsekwencją ograniczenia przez Zarząd NBP kręgu kontrahentów wyłącznie do MFW i Banku Światowego oraz skrócenia horyzontu inwestycji do 12 miesięcy. 98 ton złota jest więc odpłatnie przechowywane w Banku Anglii, a pozostałe 4,9 tony w skarbcach NBP (Najwyższa Izba Kontroli 2014: 23–24).

Instrumentarium inwestycyjne NBP

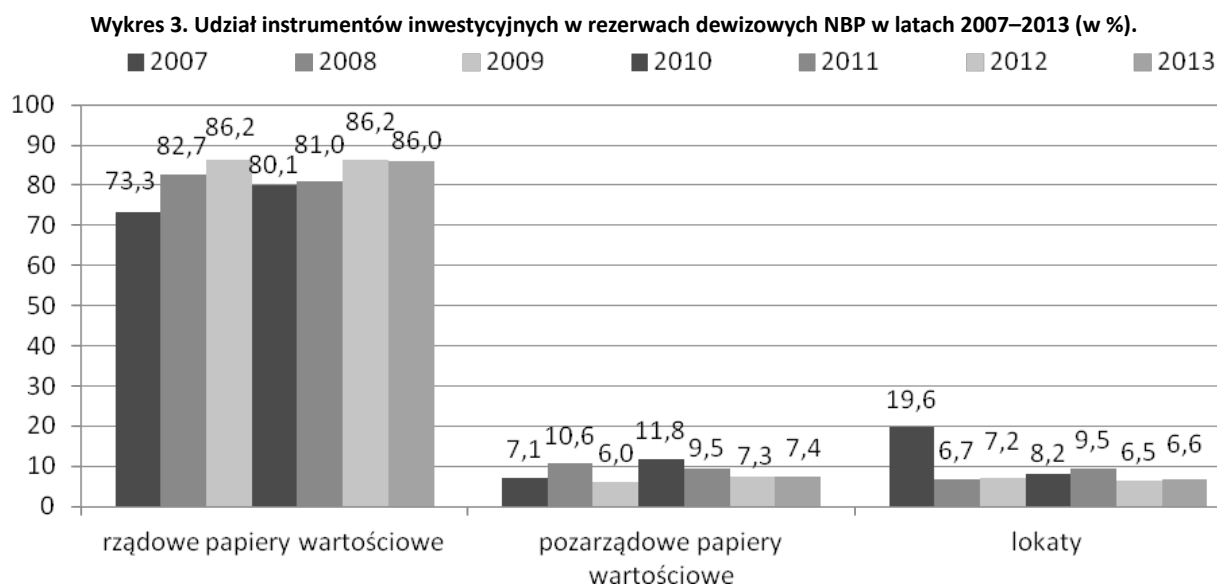
Narodowy Bank Polski inwestuje rezerwy dewizowe w typowe instrumenty stosowane przez inne bank centralne. Główna część rezerw dewizowych (ponad 80% – por. wykres 3) przechowywana jest w **rządowych papierach**

wartościowych najbardziej wiarygodnych gospodarek – o wysokim ratingu, charakteryzujących się najwyższym stopniem bezpieczeństwa i płynności. Dominują tu amerykańskie, niemieckie, brytyjskie, francuskie i australijskie skarbowe papiery wartościowe (Narodowy Bank Polski 2012: 63), jednak od 2012 r. NBP rozpoczął, na niewielką wprawdzie skalę, inwestycje w instrumenty krajów o niższych ratingu, nieobjęte benchmarkiem strategicznym, a mianowicie w brazylijskie i meksykańskie rządowe papiery wartościowe (Narodowy Bank Polski 2013: 60) – z uwagi na wyjątkowo niską obecnie dochodowość skarbowych papierów wartościowych tych najbardziej wiarygodnych gospodarek i jednocześnie w myśl kontynuacji procesu dywersyfikacji rezerw. W 2013 r. NBP nieznacznie zwiększył zaangażowanie w papiery krajów rozwijających się i rozpoczął inwestowanie w papiery rządu Nowej Zelandii (Narodowy Bank Polski 2014: 59–60). Przed kryzysem z 2008 r. część rezerw

Wykres 2. Cena złota na rynku spot w latach 1999–2014 (w USD za 1 uncję).



Źródło: GoldPrice.org (2014).



Źródło: Opracowanie własne na podstawie *Raportów Rocznych Narodowego Banku Polskiego* za lata 2007–2013.

zainwestowana była w rządowe papiery wartościowe Irlandii i Hiszpanii, z których NBP wycofał się przed nasileniem kryzysu w drugiej połowie 2011 r. (Najwyższa Izba Kontroli 2014: 18).

Struktura inwestycyjna rezerw walutowych NBP zakłada obecnie wysoki, stabilny udział inwestycji o najwyższym stopniu płynności, czyli krótkoterminowych rządowych papierów wartościowych krajów o najwyższym ratingu. W 2013 r. udział w benchmarku strategicznym rządowych papierów wartościowych o zapadalności do jednego roku wzrósł do 36%, a udział papierów o zapadalności do trzech lat do 55% (Najwyższa Izba Kontroli: 16–17).

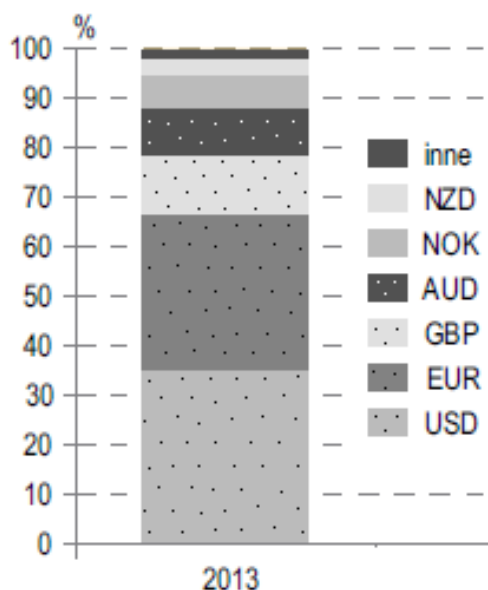
Pozostałą część rezerw dewizowych NBP inwestuje w **pozarządowe papiery wartościowe** rynku kapitałowego oraz w instrumenty rynku pieniężnego (po ok. 7%). Wśród emitentów pozarządowych dominują instytucje międzynarodowe oraz amerykańskie i europejskie agencje rządowe (Narodowy Bank Polski 2008: 64). Również jednak w tym obszarze trwają intensywne prace nad rozszerzeniem dopuszczalnego spektrum emisji pozarządowych, choć odbywa się to powoli i w dalece ograniczony sposób z uwagi na utrzymujący się wciąż podwyższony poziom ryzyka kredytowego (Narodowy Bank Polski 2010: 65–66). Przykładowo w 2012 r. NBP zapoczątkował inwestycje w obligacje korporacyjne w USD (Narodowy Bank Polski 2013: 60). Trzecią grupę instrumentów, w które inwestowane są rezerwy dewizowe NBP, stanowią **instrumenty rynku pieniężnego**, czyli krótkoterminowe papiery dyskontowe, lokaty oraz transakcje z przyrzeczeniem odkupu papierów wartościowych – transakcje typu repo (Narodowy Bank

Polski 2006: 64). Wszystkie powyższe krótkoterminowe inwestycje lokacyjne dokonywane są w renomowanych instytucjach finansowych o wysokiej wiarygodności kredytowej, w większości w prywatnych bankach, ale także w innych bankach centralnych (np. w Europejskim Banku Centralnym), w Banku Rozrachunków Międzynarodowych oraz w Międzynarodowym Funduszu Walutowym. W ramach dywersyfikacji rezerw w 2007 r. NBP dokonał pierwszych lokat międzybankowych w dolarze australijskim (Narodowy Bank Polski 2008: 70), a w 2008 r. na rynku norweskim oraz japońskim (Narodowy Bank Polski 2009: 63). Jednak w związku z kryzysem na rynkach finansowych znacznie obniżono w 2009 r. benchmark dla udziału lokat w rezerwach do 5,95% – z 21,25% w 2008 r. (Najwyższa Izba Kontroli 2014: 19).

Jak przedstawiono na wykresie 3, dominująca część rezerw dewizowych Polski – na koniec 2013 r. aż 93,5% – jest utrzymywana w najbardziej płynny i bezpieczny sposób, czyli w papierach wartościowych najbardziej wiarygodnych podmiotów – głównie rządów (86,0%) oraz w niewielkim stopniu instytucji międzynarodowych i agencji rządowych (7,4%). Jeszcze mniejszy jest udział transakcji lokacyjnych – 6,6%. To efekt spadku zaufania do instytucji finansowych od czasu kryzysu w 2008 r. Wcześniej udział lokat w rezerwach dewizowych NBP utrzymywał się od lat na poziomie ok. 20% (od 2001 r.), a w drugiej połowie lat 90. nawet 40–50%³.

³ Na podstawie *Raportów Rocznych NBP* z lat 1998–2007.

Wykres 4. Struktura walutowa rezerw NBP w 2013 r.



Źródło: Narodowy Bank Polski 2014: 59.

Struktura walutowa rezerw dewizowych NBP

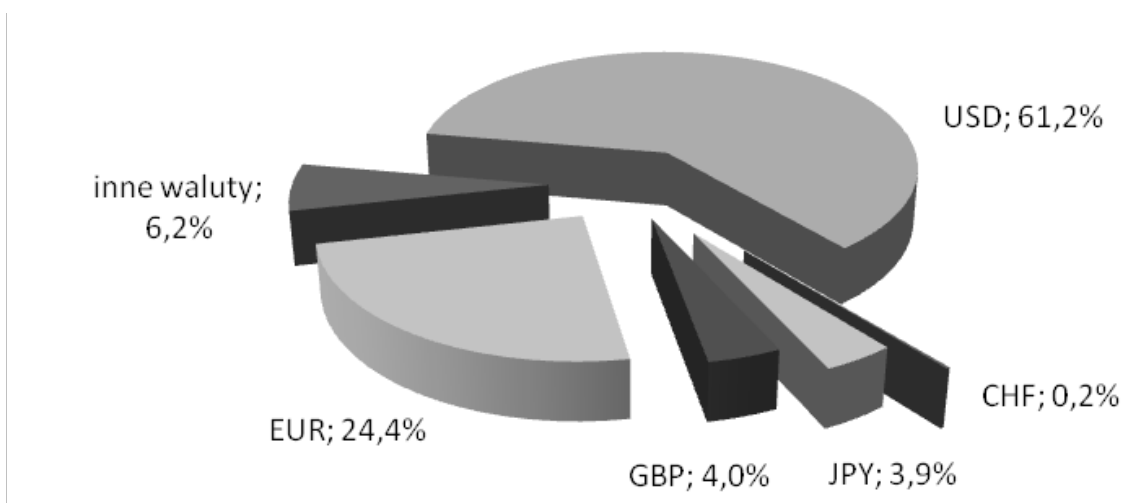
Od 2008 r. polskie rezerwy dewizowe są utrzymywane w sześciu walutach międzynarodowych – w głównej mierze w dolarach amerykańskich i euro, ale również w funtach brytyjskich, dolarach australijskich, koronach norweskich i dolarach nowozelandzkich (por. wykres 4).

Z racji dominacji dolara amerykańskiego jako waluty międzynarodowej, a także wyjątkowo silnych powiązań handlowo-finansowych w Europie, dolar i euro są głównymi walutami

rezerwowymi w Polsce, podobnie jak i na całym świecie – por. wykres 5.

Obecna stosunkowo bogata struktura walutowa rezerw dewizowych w Polsce jest efektem zawirowań gospodarczych na świecie w minionej dekadzie. Wprawdzie w 1999 r. w wyniku wprowadzenia euro podjęto zgodną ze światowymi trendami decyzję o znacznym zawężeniu struktury walutowej rezerw w Polsce do trzech walut: dolara amerykańskiego, euro i funta brytyjskiego. Wcześniej bowiem (od IV kwartału 1991 r. do końca 1998 r.) w strukturze rezerw dewizowych występowały poza dolarem (55%)

Wykres 5. Struktura walutowa rezerw dewizowych na świecie (w %, stan na koniec 2013 r.)



Źródło: International Monetary Fund 2014, Appendix Table I.2.

Tabela 3. Struktura walutowa benchmarku NBP w latach (w %)

	USD	EUR	GBP	AUD	NOK	NZD
2001	50	40	10	0	0	0
2002	50	40	10	0	0	0
2003	50	40	10	0	0	0
2004	50	40	10	0	0	0
2005	50	40	10	0	0	0
2006	45	40	15	0	0	0
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

Źródło: Opracowanie własne na podstawie *Raportów Rocznych* NBP za lata 2005–2013 oraz Narodowy Bank Polski 2007.

i funtem brytyjskim (5%) także marka niemiecka (30%), frank francuski (5%) i frank szwajcarski (5%)⁴, jednak ogromne straty, jakie spowodowało postępujące w ciągu minionej dekady osłabianie się dolara amerykańskiego, zmusiły inwestorów na całym świecie do poszukiwania alternatyw inwestycyjnych, w wyniku czego wzrosło zainteresowanie takimi walutami, jak dolar australijski, korona norweska czy dolar kanadyjski, a spadło – dolarem amerykańskim. Jak przedstawiono na wykresie 5, udział dolara amerykańskiego w strukturze rezerw dewizowych na świecie wyniósł na koniec 2013 r. już tylko 61,9%, podczas gdy na koniec 2001 r. było to aż 71,5% (International Monetary Fund 2007: Appendix Table I.2), a więc o 15,5% więcej niż w 2013 r. Dlatego też w 2006 r. Narodowy Bank Polski obniżył udział dolara amerykańskiego w swych rezerwach dewizowych do 45%, zwiększając jednocześnie udział brytyjskiego funta (por. tabela 3).

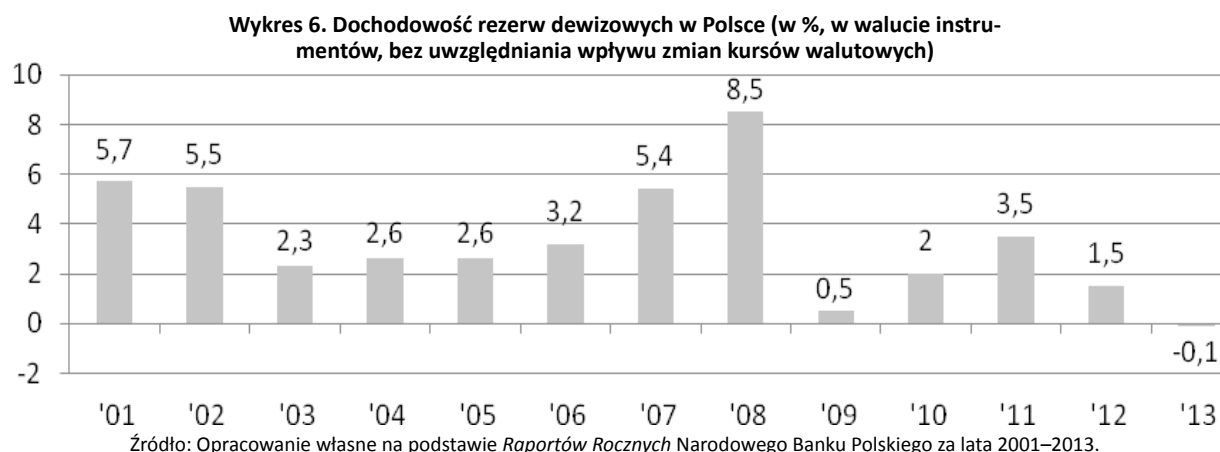
W kolejnych latach dalszej redukcji zaangażowania w dolara amerykańskiego towarzyszyło rozszerzanie struktury walutowej o dolara australijskiego od 2007 r. oraz o koronę norweską od 2008 r. W związku z oczekiwaną dalszą aprecjacją jena japońskiego zarząd NBP dopuścił w 2008 r. możliwość rozpoczęcia inwestycji w tej walucie, ustalając dopuszczalne zaangażowanie na poziomie 2% rezerw (Narodowy Bank Polski 2009: 63). Z takim samym limitem zdecydowano też o zainwestowaniu rezerw w koronie

szwedzkiej, jednak obie te inwestycje miały charakter przejściowy (Najwyższa Izba Kontroli 2014: 17). Kryzys finansowy z 2008 r., zapoczątkowany na amerykańskim rynku kredytów hipotecznych i wywołujący w następstwie spiętrzonego kryzysu fiskalnego w strefie euro, przełożyły się na pogłębienie dywersyfikacji rezerw dewizowych, w efekcie czego udział funta brytyjskiego w rezerwach dewizowych NBP wzrósł do 15%, dolara australijskiego do 10%, a korony norweskiej do 7%. W 2013 r. zdecydowano o dalszym rozszerzeniu portfela walutowego rezerw o dolara nowozelandzkiego, zmniejszając jednocześnie zaangażowanie w funtach brytyjskich o 3 punkty procentowe (por. tabela 3). Zwiększono również udział inwestycji na rynkach krajów rozwijających się, przy czym jego skala jest nadal niewielka (por. wykres 4).

Podsumowanie

Po okresie celowej akumulacji rezerw dewizowych w Polsce w latach 90., kiedy ustabilizowały się one na poziomie ok. 30 mld USD, zaczęły pojawiać się pytania co do efektywności inwestowania tak dużych środków. Kolejna dekada przyniosła wzrost wiarygodności polskiej gospodarki, silny napływ zagranicznego kapitału inwestycyjnego i funduszy unijnych (szerzej por. Redo 2013b: 249–266), a w efekcie dalszy przyrost rezerw, w obliczu czego zasadność pytań o zyskowność rezerw dewizowych wzrosła. Dochodowość na poziomie 2–3% rocznie na tle dla przykładu potencjalnej zyskowności instrumentów pochodnych nie jest szczególnie

1. ⁴ Na podstawie informacji uzyskanych od pracownika Departamentu Zarządzania Ryzykiem Finansowym Narodowego Banku Polskiego w 2013 r.



dobrym wynikiem (por. wykres 6). Warto też dodać, że mówimy o kwocie 100 mld USD, gdzie 1 punkt procentowy dodatkowej dochodowości to, bagatela, miliard dolarów dodatkowego zysku, co w szczególnie trudnej sytuacji finansów publicznych w Polsce jest kwotą godną przynajmniej refleksji nad sposobem inwestowania rezerw dewizowych przez NBP.

Niestety jednak potencjalne zapotrzebowanie na rezerwy walutowe jest w Polsce wysokie, co unaocznili wydarzenia z jesieni 2008 r., kiedy to wartość aktywów rezerwowych NBP obniżyła się w ciągu 6 miesięcy (od lipca 2008 r. do stycznia 2009 r.) o 25,7 mld USD, czyli o 30% (w przeliczeniu na euro spadek ten wyniósł odpowiednio 9,2 mld EUR, a więc 16,6% w okresie sierpień 2008 – styczeń 2009) – por. wykres 1. To uzasadnia w dużej mierze ostrożność w polityce zarządzania rezerwami dewizowymi NBP, zwłaszcza że kryzys z 2008 r. istotnie

podniósł poziom awersji do ryzyka na świecie. Nie zmienia to jednak faktu, że dzisiejsze rynki finansowe oferują liczne możliwości zabezpieczenia transakcji finansowych, co pozwala na angażowanie się w bardziej dochodowe inwestycje i aprecjujące waluty przy zachowaniu wysokiego poziomu bezpieczeństwa. Można by więc początkowo przynajmniej niewielką część rezerw zacząć inwestować w mniej klasyczny sposób, zwłaszcza wobec utrzymujących się już od sześciu lat wyjątkowo niskich stóp procentowych na świecie, historycznie niskiej dochodowości najbardziej popularnych skarbowych papierów wartościowych oraz faktu opłacania przez Polskę odnawialnej co roku Elastycznej Linii Kredytowej w Międzynarodowym Funduszu Walutowym na kwotę ok. 33,7 mld zł USD, tak aby zapewnić dodatkowe, silne zabezpieczenie wiarygodności i wypłacalności naszej gospodarki.

Bibliografia

Główny Urząd Statystyczny (2014), *Polska – wskaźniki makroekonomiczne (PKD 2007). Roczne wskaźniki makroekonomiczne. Rachunki narodowe*, data aktualizacji: 19.09.2014 (data pobrania: 21 listopada 2014).

GoldPrice.org (2014), *Spot Gold Price, 15 Year Gold Price in USD/oz*, November 21 (<http://www.goldprice.org/spot-gold.html> – data pobrania: 21 listopada 2014).

International Monetary Fund (2007), *Annual Report 2007. Making the global economy work for all*, Washington.

International Monetary Fund (2009), *Balance of Payments and International Investment Position Manual, Sixth Edition (BPM6)*, Washington.

International Monetary Fund (2014), *Annual Report 2014. From Stabilization to Sustainable Growth*, October.

Najwyższa Izba Kontroli (2014), *Zarządzanie przez Narodowy Bank Polski rezerwami dewizowymi. Informacja o wynikach kontroli*, 10 marca, Nr ewid.14/2014/P/13/041/KBF.

Narodowy Bank Polski (2006), *Raport Roczny 2005*, Warszawa.

Narodowy Bank Polski (2007), *Długoterminowa strategia zarządzania rezerwami dewizowymi Narodowego Banku Polskiego. Streszczenie*, Warszawa.

Narodowy Bank Polski (2008), *Raport Roczny 2007*, Warszawa.

Narodowy Bank Polski (2009), *Raport Roczny 2008*, Warszawa.

Narodowy Bank Polski (2010), *Raport Roczny 2009*, Warszawa.

Narodowy Bank Polski (2012), *Raport Roczny 2011*, Warszawa.

Narodowy Bank Polski (2013), *Raport Roczny 2012*, Warszawa.

Narodowy Bank Polski (2014), *Raport Roczny 2013*, Warszawa.

Narodowy Bank Polski (2014b), *Sprawozdanie z działalności NBP w 2013 r.*, Warszawa.

Narodowy Bank Polski (2014c), *Statystyka bilansu płatniczego. Oficjalne aktywa rezerwowe*, dane miesięczne, stan na koniec października 2014 r. (data pobrania: 21 listopada 2014 r.).

Narodowy Bank Polski (2014d), *Statystyka bilansu płatniczego. Płynne aktywa i pasywa w walutach obcych*, stan na koniec października 2014 r. (data pobrania: 21 listopada 2014 r.).

Narodowy Bank Polski, *Raport Roczny* – wydania z lat 1998–2013, Warszawa.

Redo M. (2013), *Istota i znaczenie oficjalnych aktywów rezerwowych w gospodarkach rozwijających się*, „Zeszyty Naukowe Wyższej Szkoły Bankowej we Wrocławiu”, Nr (5)37, s. 193–205.

Redo M. (2013b), Źródła pochodzenia rezerw walutowych – analiza przepływów międzynarodowych w Polsce pod kątem akumulacji aktywów rezerwowych, „Zeszyty Naukowe Wyższej Szkoły Bankowej we Wrocławiu”, Nr 38, s. 249–266.

Redo M. (2014), *Prawne i finansowe aspekty zarządzania rezerwami dewizowymi w Polsce*, „Athenaeum. Polskie Studia Politologiczne”, vol. 42, s. 195–208.

Redo M. (2014b), *Rezerwy dewizowe na świecie – analiza i ocena poziomu, dynamiki i struktury w latach 1995-2012*, „Zeszyty Naukowe Wyższej Szkoły Bankowej we Wrocławiu”, Nr 6(44), s. 171–190.

Uchwała (1999) nr 16/1999 Zarządu Narodowego Banku Polskiego z 7 maja 1999 r. uchylająca uchwałę w sprawie wprowadzenia „Regulaminu zakupu walut obcych przez banki w Narodowym Banku Polskim” (Dz. Urz. NBP Nr 11 z 26 maja 1999 r. poz. 16).

Ustawa (1997) z dnia 29 sierpnia 1997 r. o Narodowym Banku Polskim (Dz. U. z 2005 r. Nr 1, poz. 2 z późn. zm.).

Informacje uzyskane od pracownika Departamentu Zarządzania Ryzykiem Finansowym Narodowego Banku Polskiego w 2013 r.

An analysis of the amount and structure of foreign exchange reserves in Poland in the years 1998-2014

Abstract

The aim of the study is to analyze the amount and structure of foreign exchange reserves in Poland in the years 1998-2014.

The international reserves determine the emerging economies' financial security and that is why foreign exchange reserves management strategies assume that they are invested with priority given to liquidity and security. These principles are also binding in the Foreign Exchange Reserves Management in Poland. Most of international reserves are invested in debt securities of the most credible economies and international institutions, and they are denominated in the main international currencies. This structure has been maintained in Poland for many years.

Keywords: foreign exchange reserves, accumulation of international reserves, security and liquidity of investment, international currencies, investment instruments

