

Wawrzyniec Michalczyk  
Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu

## Rola rezerw dewizowych w polskiej polityce walutowej

Celem artykułu jest przedstawienie wyników analizy (w tym wskaźnikowej) stanu i struktury polskich zasobów aktywów rezerwowych po roku 2000 oraz identyfikacja ich roli w polityce walutowej, w ujęciu historycznym oraz prognostycznym. Jako metody badawcze wykorzystano analizę statystyczną i analizę literatury. W latach 2000-2011 zasoby aktywów rezerwowych w Polsce systematycznie się zwiększały (ponad trzyipółkrotnie), chociaż w zróżnicowanym tempie. Poziom oficjalnych aktywów rezerwowych w badanym okresie trzeba ocenić jako średni, ale odpowiednio bezpieczny. Wydaje się jednak, że konieczne jest kontynuowanie procesu ich gromadzenia w celu efektywnego oddziaływania na kurs, nawet jeszcze przed udziałem w ERM2. W momencie zmiany systemu kursowego w roku 2000 na reżim kursu płynnego nastąpiła redefinicja roli aktywów rezerwowych. Wcześniej były one bowiem traktowane m.in. jako gwarancja wywiązywania się przez Narodowy Bank Polski z obowiązku dbania o utrzymywanie kursu złotego w wyznaczonym przedziale wahań. Rezerwy zaczęły ponownie spełniać jedno ze swoich podstawowych zadań właściwie dopiero w drugiej połowie 2011 r., kiedy to w sytuacji znacznego obniżenia relacji złotego względem innych walut, Narodowy Bank Polski przeprowadził serię interwencji.

### The role of the official reserve assets in the Polish currency policy

The aim of the article is to present the results of an analysis (including an indicator one) of the status and structure of the Polish official reserve assets after 2000 and to identify their role in the currency policy, from a historical and prognostic perspective. As the research methods, the statistical analysis and literature analysis were used. In the years of 2000-2011, the reserves in Poland were increasing steadily (over three and a half times), yet at different rates. The level of the official reserve assets over the studied period should be assessed as average, but appropriately safe. However, it seems necessary to continue the process of their accumulation in order to effectively influence the exchange rate, even before the accession to the ERM2. After the alteration of the exchange rate regime in 2000 to the floating one, the role of the reserve assets was redefined. Previously, they were treated, among others, as a guarantee of the National Bank of Poland's compliance with the obligation to care for the maintenance of the exchange rate fluctuations within an indicated band. The reserves began again to fulfil one of their basic role, in fact, in the second half of 2011, when during a significant reduction in the zloty's relation against other currencies, the central bank conducted a series of interventions.

Keywords: official reserve assets, currency policy, exchange rate, Poland

## Wprowadzenie

Polska polityka walutowa podlega procesowi nieustannej ewolucji. Zjawiska z tym związane szczególnie nasilone były w latach dziewięćdziesiątych, kiedy nastąpiła transformacja od systemu sztywnej relacji wymiennej złotego względem dolara, poprzez reżim kursu pełzającego, aż do całkowitego upłynnienia polskiego pieniądza. Równolegle, stopniowo została wprowadzona pełna wymiennalność złotego. Te zjawiska miały istotny wpływ na redefinicję roli rezerw dewizowych i stawianych przed nimi zadań w polskiej polityce walutowej. Charakterystyczne dla pierwszej dekady XXI w. zjawiska, tj. systematyczny przyrost zasobów aktywów rezerwowych oraz brak interwencji walutowych, sprawiały, że rola ta była w dużej mierze pasywna. Powrót polskich władz monetarnych na rynek dewizowy od roku 2010 oraz perspektywa udziału w bliższej lub dalszej przyszłości w mechanizmie stabilizowania kursów ERM2 ponownie jednak prze wartościowały znaczenie rezerw dla prowadzonej polityki walutowej.

Celem niniejszego artykułu jest w związku z tym, z jednej strony, przedstawienie wyników analizy (w tym wskaźnikowej) stanu i struktury polskich zasobów aktywów rezerwowych po roku 2000, a więc od momentu wprowadzenia w pełni płynnego reżimu kursu walutowego, a z drugiej, identyfikacja ich roli w polityce walutowej – w ujęciu historycznym oraz prognostycznym. Jako metody badawcze wykorzystano dwie charakterystyczne dla nauk ekonomicznych – analizę statystyczną i analizę literatury.

### 1. Istota rezerw dewizowych i ich znaczenie w polityce walutowej

Jedna z popularniejszych definicji rezerw dewizowych (rezerw walutowych, oficjalnych aktywów rezerwowych) określa je jako „akceptowane na świecie aktywa o charakterze pieniężnym, którymi mogą dysponować władze monetarne państwa (...), nadające się do spłaty długu” [Karwowski, 1997, s. 52]. Są one także ujmowane jako posiadane przez władze monetarne danego kraju „krótkoterminowe należności zagraniczne o wysokim stopniu płynności denominowane w walutach wymiennalnych” [Międzynarodowe..., 2006, s. 262]. Z kolei według Międzynarodowego Funduszu Walutowego do aktywów rezerwowych zaliczane są: złoto monetarne, Specjalne Prawa Ciągnięcia (SDR), pozycja (transza) rezerwowa państwa w MFW, waluty obce w gotówce i w postaci depozytów, papiery wartościowe (dłużne i udziałowe), instrumenty pochodne oraz inne należności (w tym od władz innych krajów). Muszą one stanowić należności od nierezydentów (poza złotem), charakteryzować się wysoką płynnością, a także być we władaniu władz monetarnych [Balance..., s. 111-113].

Operacje przeprowadzane z użyciem rezerw dewizowych są istotnym instrumentem polityki walutowej, a w szczególności kursowej, dlatego dbałość o odpowiednią ich strukturę i stan zasobów jest wysoce ważna w kontekście skuteczności oddziaływań. Właściwy poziom aktywów rezerwowych wspiera wymienialność pieniądza krajowego, pozwala na realizację zagranicznych zobowiązań płatniczych i wspomaga wiarygodność całej gospodarki. Lokowanie rezerw powinno charakteryzować się dużą ostrożnością, tak by zapewnić ich bezpieczeństwo i płynność, a także odpowiedni poziom dochodu [Karwowski, 1997, s. 53–54; Drabowski, 1988, s. 201 i n.; Bilski, 2006, s. 122; Zajac, 2002, s. 259]. Ten ostatni cel zarządzania rezerwami dewizowymi jest niejako drugorzędny, z uwagi na to, że przyczyną gromadzenia aktywów tego rodzaju nie jest osiągnięcie zysków przez władze monetarne, ale realizacja założeń polityki walutowej. Podstawową zatem przesłanką decydującą o wyborze sposobu ich ulokowania musi być niskie ryzyko inwestycji, a także możliwość szybkiego wycofania się z nich w razie konieczności zaangażowania rezerw do operacji na rynku dewizowym.

Niedającym się zazwyczaj jednoznacznie rozstrzygnąć problemem jest określenie optymalnego dla danego państwa poziomu aktywów rezerwowych. Nie ulega wątpliwości, że niekoniecznie większe zasoby są bardziej odpowiednie, z uwagi na fakt, że rezerwy dewizowe stanowią formę eksportu kapitału. Gdy w gospodarce występuje jego niedobór, powiększanie stanu aktywów rezerwowych nie wydaje się właściwym rozwiązaniem [Karwowski, 1997, s. 64]. Powszechnie stosowanym miernikiem poziomu rezerw jest ich stosunek względem miesięcznego importu. Zgodnie z uznawanym w literaturze poglądem, wskaźnik ten powinien mieścić się w przedziale od 3 do 6 [Karwowski, 1997, s. 64; Bilski, 2006, s. 123; *Międzynarodowe...*, 2006, s. 268]. Jednak skoro import jest tylko jednym ze składników bilansu płatniczego, dodatkowo finansowanym zazwyczaj wpływami z eksportu czy nawet pieniądzem krajowym, to do używania wyłącznie tego miernika do oceny stanu rezerw należy odnieść się krytycznie [Drabowski, 1988, s. 214–215]. Szczególnie w sytuacji częstych interwencji walutowych, podejmowanych w sytuacji zmniejszającego się kursu pieniądza krajowego i przyjętych przez władze zobowiązań wynikających z reżimu kursowego, bank centralny może być zmuszony do gromadzenia znacznie większych rezerw dewizowych [Michalczyk, 2007, s. 24]. W związku z tym, do oceny stanu aktywów rezerwowych stosuje się również inne wskaźniki, takie jak relacja względem krótkoterminowego zadłużenia zagranicznego czy całości długu, w stosunku do deficytu obrotów bieżących, podaży krajowego pieniądza, PKB [Barwiński i in., 2003, s. 8]. Używane są także metody agregatywne, uwzględniające kilka mierników częściowych jednocześnie.

Zasadniczo, wśród pierwszoplanowych determinant rozmiarów rezerw dewizowych danego państwa należy sklasyfikować: rodzaj systemu kursowego i przyjęte zobowiązania względem stabilizacji kursu, rozmiary wymiany z zagra-

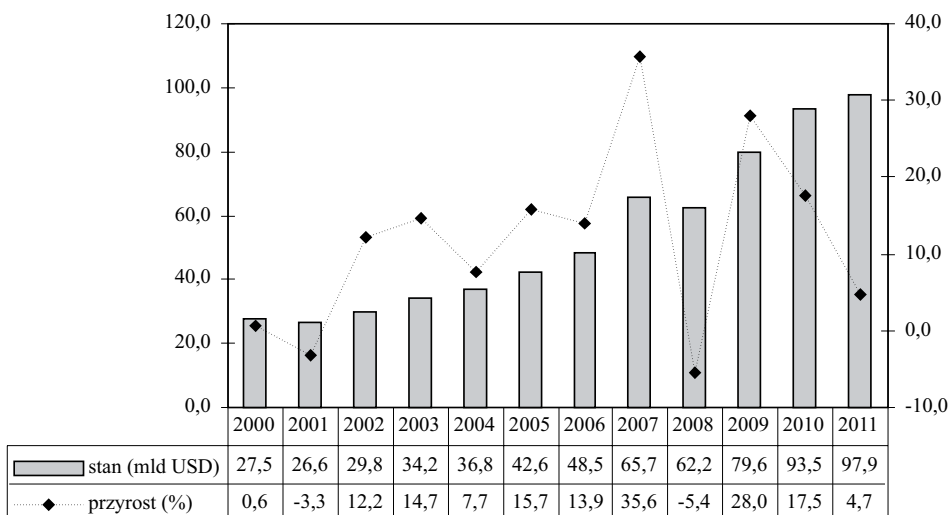
nicą i stopień jej liberalizacji, koszt utrzymywania rezerw, ryzyko płatnicze kraju, poziom dochodu narodowego oraz rozmiary krajowej podaży pieniądza [Karwowski, 1997, s. 65–66; Barwiński i in., 2003, s. 8 i n.]. Państwa na świecie posiadają bardzo zróżnicowane zasoby aktywów rezerwowych, zwłaszcza, jeśli mierzy się je z użyciem tylko jednego wskaźnika. Przykładowo, relacje wielkości rezerw Rosji, Japonii, Szwajcarii czy Brazylii do ich miesięcznego importu należą do największych na świecie i osiągają poziomy przekraczające 18. Z kolei na drugim biegunie znajdują się państwa, których aktywa stanowią tylko ułamek miesięcznego przywozu – np. Irlandia, USA czy Słowacja [Michalczyk, 2007, s. 25]. Jest to wyrazem istotnych rozbieżności w zakresie skali zasobów dewizowych w różnych krajach i komplikuje jednoznaczne wskazanie ich optymalnego poziomu.

## 2. Stan i struktura rezerw dewizowych w Polsce po roku 2000

W analizowanym okresie stan zasobów aktywów rezerwowych Narodowego Banku Polskiego systematycznie się zwiększał, chociaż tempo przyrostu ulegało zmianie (rys. 1). Przed akcesją, tj. od 2000 do 2003 r. poziom rezerw zwiększył się jedynie z 27,5 mld USD do ok. 34 mld USD, co na tle około pięciokrotnego ich przyrostu w latach dziewięćdziesiątych było wynikiem niezbyt imponującym. Osłabienie tempa wzrostu stanu rezerw wynikało wówczas jednak z zaniechania powszechnych we wcześniejszym okresie interwencji walutowych oraz z długookresowej równowagi bilansu płatniczego, która była osiągnana przede wszystkim dzięki stabilnemu napływowi kapitału zagranicznego, a już nie na skutek działań władz monetarnych, jak w okresie wczesnej transformacji ustrojowej. Inną przyczyną spadku dynamiki były również dokonywane spłaty zobowiązań dewizowych Skarbu Państwa, np. względem Brazylii w 2001 r. Niemniej jednak, w wyniku napływu środków z funduszy europejskich i dokonywanych na rynkach zagranicznych emisji rządowych papierów wartościowych, a także w efekcie okresowej aprecjacji euro i funta względem dolara (szczególnie w latach 2002–2004), stan polskich rezerw dewizowych sukcesywnie rósł.

Charakterystycznym zjawiskiem po akcesji do Unii Europejskiej były natomiast pojawiające się wysokie salda dodatnie polskiego bilansu płatniczego. Przykładowo, w roku 2007 było to ok. 13 mld USD (3% rocznego PKB), a w 2009 i 2010 r. – ok. 15 mld USD (3,3% PKB) [Statystyka...]. Skutkowały one znacznym przyrostem zasobów aktywów rezerwowych – z ok. 37 mld USD w roku 2004 do aż prawie 98 mld USD na koniec roku 2011 (rys. 1). Przyczyn tych zjawisk należy upatrywać przede wszystkim w napływie środków z UE, ale swój udział miały także okresy deprecjacji dolara w stosunku do innych walut rezerwowych, alokacja Specjalnych Praw Ciągnięcia (SDR) przez Międzynarodowy Fundusz Walutowy

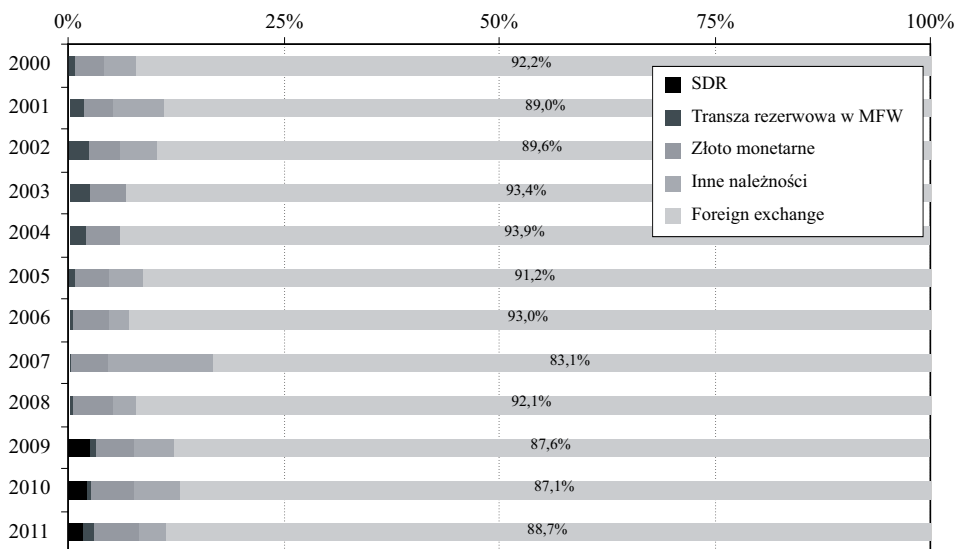
w 2009 r. i dochody osiągnęte z inwestowania rezerw. Przejściowy spadek stanu aktywów rezerwowych w roku 2008 jest z kolei uzasadniany w publikacjach NBP zmniejszeniem „w związku z kryzysem finansowym – skali inwestycji polegających na równoczesnym zawieraniu transakcji repo i reverse repo” [Raport..., 2009, s. 62; Raport..., 2005, s. 73; Raport..., 2006, s. 64; Raport..., 2007, s. 66; Raport..., 2008, s. 66; Raport..., 2010, s. 64]. Pomimo tego chwilowego osłabienia tempa przyrostu wartości polskich rezerw dewizowych, od momentu upłynięcia kursu złotego do końca 2011 r. ich zasoby zwiększyły się ponad trzyipółkrotnie.



Rys. 1. Wartość oficjalnych aktywów rezerwowych w Polsce w latach 2000–2011 (stan na koniec roku)

Źródło: Opracowanie własne na podstawie [Oficjalne aktywa...].

Główną pozycją w strukturze rodzajowej polskich aktywów rezerwowych są od lat aktywa w walutach wymiennych w postaci papierów wartościowych, gotówki i lokat zagranicznych (foreign exchange). W zależności od roku, odpowiadają one za od ok. 83% do ok. 94% rezerw (rys. 2). Z kolei transza rezerwowa w MFV stanowi 0,2–2,4% aktywów, podobnie jak Specjalne Prawa Ciągnięcia (0,1–2,6%), których przyrost w ostatnich latach wynika ze wspomnianej wcześniej ich alokacji w 2009 r. Udział złota monetarnego charakteryzuje trwała tendencja wzrostowa – z 3,3% w 2000 r. do 5,3% w 2011 r., wynikająca przede wszystkim z rosnącej jego ceny. Pozostałe aktywa stanowią od 0% do 12,3% rezerw [Oficjalne aktywa...]. Struktura rodzajowa nie ulegała istotnym zmianom w analizowanym okresie i nie odbiegała też zasadniczo od trendów światowych. Wyjątek stanowi udział złota, znacząco mniejszy niż średnia globalna, która wynosiła w 2010 r. ok. 10% [International..., s. 83].



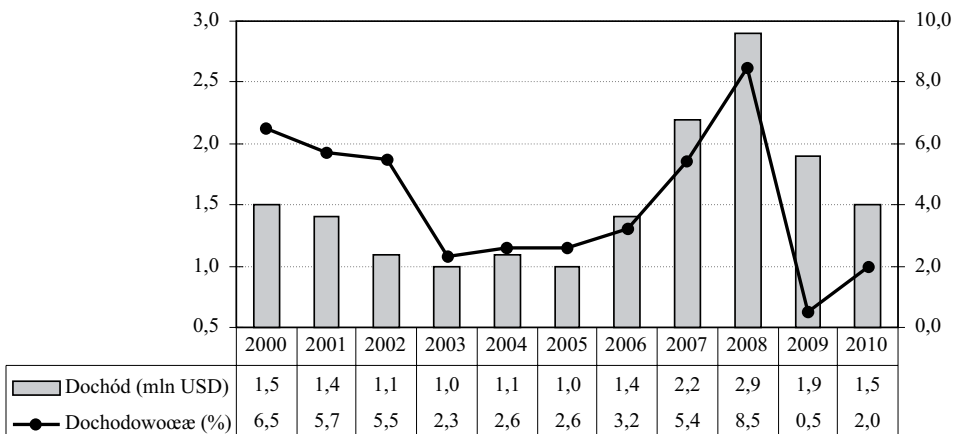
Rys. 2. Struktura rodzajowa oficjalnych aktywów rezerwowych w latach 2000–2011 (stan na koniec roku)

Źródło: Opracowanie własne na podstawie [Oficjalne aktywa...].

Przyjęte przez NBP wytyczne dotyczące wyboru instrumentów inwestycyjnych przy lokowaniu polskich aktywów rezerwowych określają, że aktywa mają być inwestowane w papiery wartościowe emitowane przez rządy (czy ich agendy) i instytucje międzynarodowe oraz w lokaty „reverse repo”, tj. z otrzymanym przyrzeczeniem odkupu papierów wartościowych, a także składane w depozytach najbardziej wiarygodnych banków. Ustalono także limity dla poszczególnych typów operacji i emitentów [Raport..., 2002, s. 66]. W praktyce, największe znaczenie w lokatach mają w ostatnich latach rządowe papiery wartościowe (ok. 80%), na instrumenty emitowane przez inne podmioty przypada 6–12% rezerw, a resztę stanowią lokaty bankowe [Raport..., 2011, s. 63]. Do roku 2006 struktura walutowa rezerw opierała się o portfele inwestycyjne nominowane w dolarze, w euro i funcie. Później została ona rozszerzona także o dolara australijskiego, o koronę norweską i w niewielkim stopniu o jena japońskiego. Udziały walut w założonej strukturze zmieniają się co roku – sukcesywnie maleje udział USD (z 50% w 2004 r. do 38% w 2010 r.), a także EUR (z 40% do 35%). Udział AUD w roku 2010 wyniósł 8%, GBP – 13%, a NOK – 6% [Raport..., 2008, s. 67; Raport..., 2009, s. 63; Raport..., 2011, s. 63].

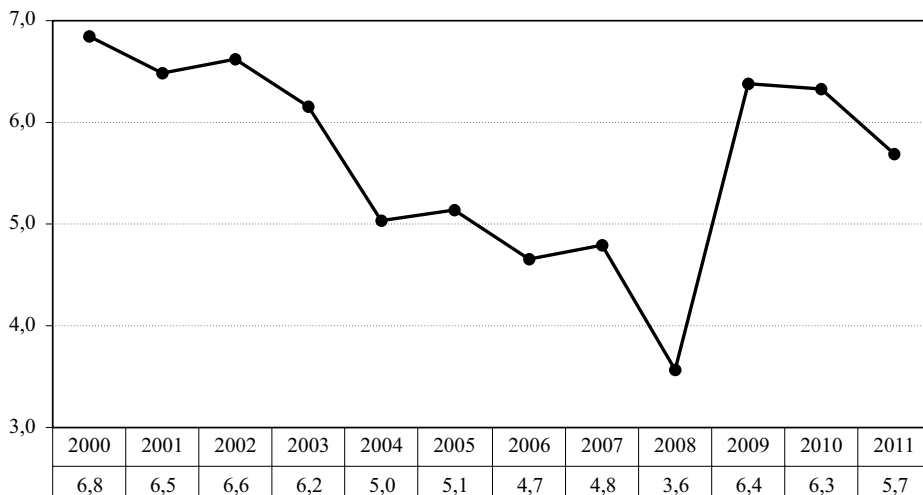
Dochody osiągnięte z lokowania aktywów rezerwowych podlegały w analizowanym okresie istotnym wahaniom (rys. 3). W 2000 r. zysk wyniósł 1,5 mld USD (dochodowość równa 6,5%), by później zmniejszyć się – do poziomu 1 mld USD w roku 2003 (tj. 2,3%). Po krótkim okresie stabilizacji na niskim pułapie, wzrósł

znacząco do 2,9 mln USD w roku 2008 (tj. 8,5%), a następnie spadł i w 2010 r. wyniósł znow 1,5 mln USD (dochodowość równa 2,0%). Znaczny wpływ na wahania rozmiarów zysków z inwestycji rezerw miała zmienność kursów walut, szczególnie dolara. Wobec faktu, że to bezpieczeństwo, a nie dochód, stanowi priorytet w zarządzaniu aktywami rezerwowymi, osiągnięte poziomy zysku należy uznać za dość wysokie.



Rys. 3. Dochodowość oficjalnych aktywów rezerwowych w latach 2000-2010

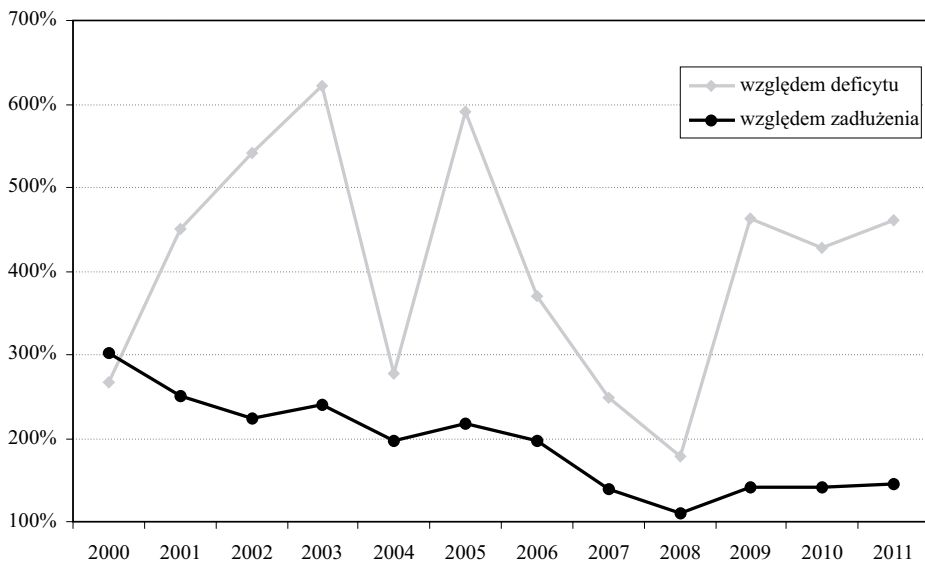
Źródło: Opracowanie własne na podstawie [Raport..., 2001, s. 62; Raport..., 2002, s. 70; Raport..., 2003, s. 72; Raport..., 2004, s. 60-61; Raport..., 2005, s. 75; Raport..., 2006, s. 65-66; Raport..., 2007, s. 68-69; Raport..., 2008, s. 70-72; Raport..., 2009, s. 68-70; Raport..., 2010, s. 70-72; Raport..., 2011, s. 68-69; Narodowy..., 2007, s. 43].



Rys. 4. Relacja oficjalnych aktywów rezerwowych względem miesięcznego importu w latach 2000-2011

Źródło: Opracowanie własne na podstawie [Oficjalne aktywa...; Statystyka...].

Analizę stanu polskich aktywów rezerwowych warto uzupełnić, stosując powszechnie używane do tego celu wskaźniki. Stosunek polskich rezerw dewizowych do miesięcznego importu mieścił się w badanym okresie w przedziale 3,6 – 6,8, co należy uznać za poziom bezpieczny, ale nie nazbyt wysoki (rys. 4). Należy jednak zwrócić uwagę na tendencję spadkową wartości tego wskaźnika, przerwana chwilowo w roku 2009 na skutek załamania importu, związanego z globalnym kryzysem. Podobny trend można zaobserwować również w przypadku relacji względem krótkoterminowego zadłużenia zagranicznego (rys. 5). Jej wartość wynosiła w roku 2000 ok. 300% i już wówczas była jedną z niższych wśród krajów kandydujących do Unii Europejskiej [Barwiński i in., 2003, s. 11–13]. Do 2011 r. obniżyła się o połowę, do poziomu ok. 150%.



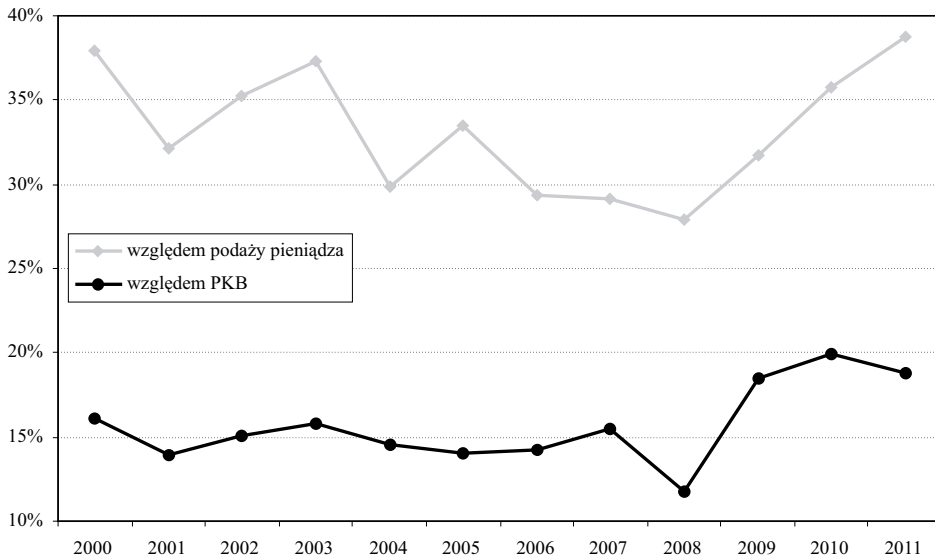
Rys. 5. Relacja oficjalnych aktywów rezerwowych względem deficytu obrotów bieżących i krótkoterminowego zadłużenia zagranicznego w latach 2000–2011

Źródło: Opracowanie własne na podstawie [Oficjalne aktywa...; Statystyka...; Międzynarodowa pozycja...].  
Zadłużenie w roku 2011 według stanu na III kwartał.

Badanie pozostałych wskaźników przynosi natomiast odmienne wnioski. W przypadku stosunku stanu aktywów rezerwowych do deficytu obrotów bieżących brak jest jakiegokolwiek tendencji, a wahania wydają się mieć charakter przypadkowy (rys. 5). Relacja względem podaży pieniądza i produktu krajowego brutto z kolei najpierw się zmniejsza, jednak w drugiej części analizowanego okresu (po roku 2008) pojawia się w tym zakresie tendencja wzrostowa (rys. 6). Należy podkreślić, że charakterystyczne dla polskiej gospodarki było kształtowanie się tych dwóch wskaźników na poziomie nieco niższym od średniej w krajach



regionu [Barwiński i in., 2003, s. 11-13]. Zasadniczo zatem, poziom oficjalnych aktywów rezerwowych w badanym okresie trzeba ocenić jako niebyt wysoki, ale odpowiednio bezpieczny.



Rys. 6. Relacja oficjalnych aktywów rezerwowych względem podaży pieniądza M2 i PKB w latach 2000–2011

Źródło: Opracowanie własne na podstawie [*Oficjalne aktywa...; Miary...; Roczne wskaźniki...*]. Za rok 2011 – szacunki PKB.

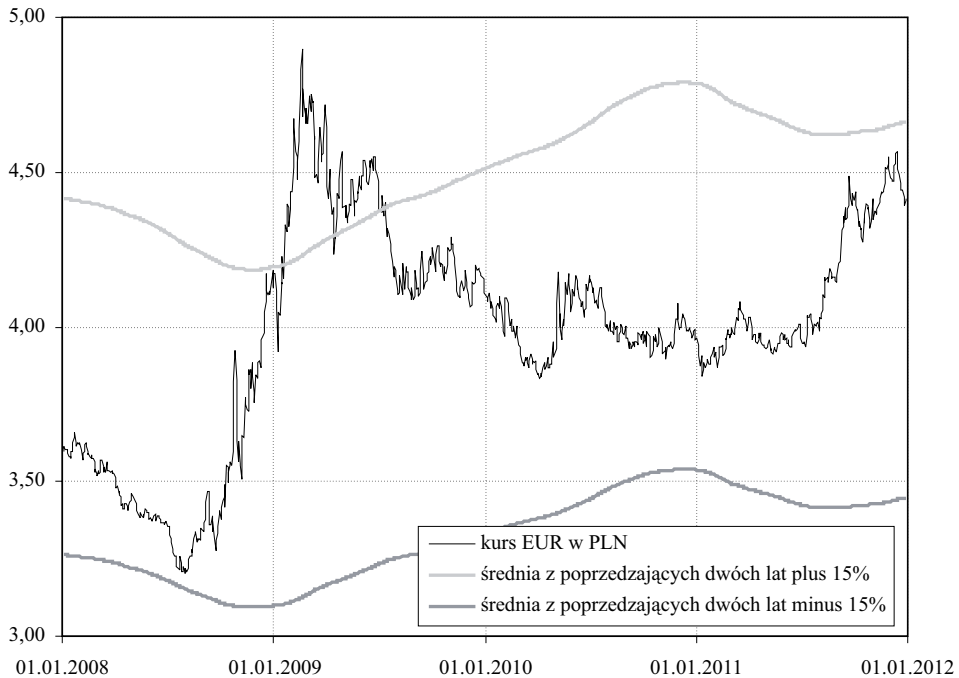
### 3. Obecna i przyszła rola polskich rezerw dewizowych

W momencie zmiany systemu kursowego w roku 2000 na reżim kursu płynnego nastąpiła redefinicja roli aktywów rezerwowych. Wcześniej były one bowiem traktowane m.in. jako gwarancja wywiązywania się przez Narodowy Bank Polski z obowiązku dbania o utrzymywanie kursu złotego w wyznaczonym przedziale wahań. W praktyce jednak ich rola w polityce walutowej była już od końca lat dziewięćdziesiątych niewielka – w lipcu 1998 r. została bowiem przeprowadzona ostatnia interwencja walutowa [System..., 2008, s. 358], a w połowie 1999 r. zlikwidowano tzw. fixing, czyli ciężący na NBP obowiązek handlu dewizami z bankami komercyjnymi. Pomimo korekty reżimu kursowego, nie zmieniły się stosowane od lat fundamentalne zasady zarządzania przez Narodowy Bank Polski rezerwami walutowymi. Jako priorytety ustalone są wciąż: bezpieczeństwo, płynność i dochodowość [Raport..., 2001, s. 58; Raport..., 2011, s. 60]. Przeznaczeniem rezerw jest „zabezpieczenie potencjalnych operacji bilansu płatniczego”

oraz wykorzystanie „do interwencji na polskim rynku walutowym” [Raport..., 2002, s. 68], w celu zapewnienia „wiarygodności i stabilności finansowej kraju” [Raport..., 2011, s. 60]. W 2007 r. została przyjęta Długoterminowa strategia zarządzania rezerwami dewizowymi Narodowego Banku Polskiego. Określa ona wizję i misję tego procesu, przy uwzględnieniu możliwości przystąpienia Polski do strefy euro. Zalecono w niej kontynuację dywersyfikacji rezerw w ujęciu walutowym i wyboru instrumentów inwestycyjnych oraz wskazano konieczności gromadzenia wysoce płynnych aktywów w związku z zamierzonym uczestnictwem w ERM2 [Długoterminowa strategia...].

Do kwietnia 2010 r. Narodowy Bank Polski nie przeprowadzał interwencji walutowych, nawet w warunkach załamania się kursu złotego na przełomie roku 2008 i 2009 (rys. 7), choć za pewnego rodzaju narzędzie stabilizacji kursu można uznać samą gotowość do działań na rynku dewizowym i odpowiednio wysokie zasoby posiadanych aktywów rezerwowych. Jednorazowa interwencja w roku 2010 zresztą również została dokonana wobec tendencji aprecjacyjnej polskiego pieniądza i polegała na zakupie „pewnej ilości walut obcych po korzystnym kursie” [Komunikat...], a zatem nie wiązała się z zaangażowaniem rezerw dewizowych. Rezerwy te zaczęły spełniać jedno ze swych podstawowych zadań dopiero w drugiej połowie 2011 r., kiedy to w sytuacji znacznego obniżenia relacji złotego względem innych walut, Narodowy Bank Polski przeprowadził serię interwencji polegających na „sprzedaży pewnej ilości walut obcych za złote”. Były one podejmowane 23.09, 30.09, 03.10, 23.11 oraz 29.12.2011 r. i nie charakteryzowały się szczególną skutecznością, jeśli chodzi o odwrócenie trendu deprecjacyjnego (rys. 7). Jak jednak deklaruje prezes NBP, są one dokonywane w celu „przeciwdziałania destabilizacji na rynku walutowym”, a nie „dla obrony konkretnego poziomu kursu złotego” [Konferencja...].

W momencie zakładanego włączenia złotego do mechanizmu ERM2 rola rezerw dewizowych w polityce walutowej ulegnie zasadniczej zmianie. Na pierwszy plan wysunie się realizacja zadania w postaci utrzymywania kursu polskiego pieniądza w założonym przedziale (najprawdopodobniej  $\pm 15\%$ ), istotności nabierze także konieczność jego stabilizacji wewnątrz przyjętego limitu wahań. Wynika to z konstrukcji kursowego kryterium konwergencji, decydującego o przystąpieniu do strefy euro, które m.in. wymaga unikania „poważnych napięć” na rynku dewizowym. Stabilizacja ta może być osiągnąta w sposób aktywny, za pomocą interwencji walutowych, dla których skuteczności konieczne jest posiadanie odpowiednio wysokich zasobów aktywów rezerwowych. Nie należy jednak zapominać o tym, że nawet samo dysponowanie odpowiednio dużymi rezerwami może w sposób pasywny łagodzić wahania kursu, zniechęcając do ewentualnych spekulacji, zwłaszcza jeśli władze monetarne postrzegane są przez rynek jako wiarygodne.



Rys. 7. Kurs euro względem złotego w latach 2008–2011

Źródło: Opracowanie własne na podstawie [Archiwum...].

W tym kontekście, ustalenie odpowiedniego, docelowego poziomu rezerw dewizowych, wymaganego do skutecznej stabilizacji kursu złotego podczas pobytu w ERM2, nie jest łatwe. Szczególna trudność leży w zdefiniowaniu ryzyka i skali wahań relacji wymiennej wynikających z ewentualnych ataków spekulacyjnych, a także ze zjawisk mających źródło w gospodarce światowej i europejskiej, takich jak chociażby kryzys finansów publicznych krajów strefy euro. W praktyce, od roku 2008 polski rynek walutowy podlega istotnym napięciom, a kurs złotego – znacznym wahaniom (rys. 7). Jeśli przyjąć za hipotetyczny kurs centralny średnią z okresu poprzedzających dwóch lat, to relacja rynkowa złotego względem euro przekraczałyby nawet najszerszy dopuszczalny w ramach ERM2 przedział (tj.  $\pm 15\%$ ) właściwie przez całą pierwszą połowę roku 2009, a pod koniec 2011 r. zbliżyłaby się bardzo do jego granicy, pomimo istotnego wówczas zaangażowania władz monetarnych w ustabilizowanie kursu. Utrzymanie w przyszłości relacji wymiennej złotego nawet w ramach trzydziestoprocentowego limitu może zatem okazać się wysoce trudne, a z pewnością będzie wymagać znacznej skali interwencji, a w konsekwencji, wcześniejszego zgromadzenia odpowiednio wysokich zasobów rezerw.

Na konieczność liczenia się z nasilonymi akcjami interwencyjnymi wskazują także przypadki Węgier i Słowacji w okresie przyjęcia przez nie zobowiązań do

stabilizacji kursu. Źródłem napięć na rynku dewizowym może być również deklaracja jak najkrótszego pobytu w ERM2, składana przez polskie władze [Mapa..., 2008, s. 7; *Uwarunkowania...*, 2009, s. 10]. Wskazuje ona bowiem na ich silną determinację do obrony kursu w sytuacji, gdyby odchyłał on się nadmiernie od relacji centralnej, ponieważ ewentualna zmiana parytetu spowodowałaby, że dwuletni czas pobytu w systemie, wymagany do wypełnienia kryterium konwergencji, zacząłby się liczyć od nowa [Kraś, 2010, s. 147].

## Podsumowanie

Miejsce rezerw dewizowych w polskiej polityce walutowej ulegało przez lata istotnym zmianom. Do roku 2010 gwarantowały one wymienialność złotego i wspierały wiarygodność polskiej gospodarki w sposób zasadniczo pasywny, ale później zaczęły być używane także jako instrument aktywnej polityki kursowej. Interwencje przeprowadzane przy ich użyciu szczególnie nasiliły się w drugiej połowie roku 2011. Kolejne zmiany znaczenia rezerw dewizowych nastąpią w momencie akcesji do systemu ERM2, kiedy to – jak można przypuszczać – korekcie ulegnie skala i częstotliwość interwencji, a także rozmiary ryzyka spekulacji.

Posiadane przez polskie władze rezerwy dewizowe ulegają systematycznemu przyrostowi. Dokonanie oceny ich stanu z użyciem powszechnie stosowanych wskaźników oraz uświadomienie sobie ich istotnej roli w stabilizowaniu kursu pozwala stwierdzić, że jest to zjawisko pozytywne. Jednocześnie jednak, mając w perspektywie planowane włączenie złotego do mechanizmu ERM2, polskie władze powinny dokonać oceny prognozowanej skali i częstotliwości interweniowania na rynkach dewizowych, na podstawie szacowanego ryzyka i rozmiarów przyszłych wahań kursu. Pozwoli to na określenie, przynajmniej w przybliżeniu, wymaganego poziomu aktywów rezerwowych i skonfrontowanie ich z zasobami już posiadanymi. Może się bowiem okazać, że konieczne jest kontynuowanie procesu ich gromadzenia w celu efektywnego oddziaływania na kurs, nawet jeszcze przed udziałem w ERM2.

## Bibliografia

- Archiwum kursów średnich*, <http://www.nbp.pl/home.aspx?c=/ascx/archa.ascx> [dostęp: 15.02.2012].
- Balance of payments and international investment position manual – Sixth Edition*, [www.imf.org/external/pubs/ft/bop/2007/pdf/bpm6.pdf](http://www.imf.org/external/pubs/ft/bop/2007/pdf/bpm6.pdf) [dostęp: 15.02.2012].
- Barwiński M., Bratkowski A., Rzeszutek E., Szpunar P., Szwaja R., Wyżnikiewicz D., 2003, *Przesłanki oceny poziomu rezerw dewizowych*, Materiały i Studia NBP, nr 170.
- Bilski J., 2006, *Międzynarodowy system walutowy*, PWE, Warszawa.

- Długoterminowa strategia zarządzania rezerwami dewizowymi Narodowego Banku Polskiego (streszczenie)*, [www.nbp.pl/publikacje/rezerwy/strategia.pdf](http://www.nbp.pl/publikacje/rezerwy/strategia.pdf) [dostęp: 15.02.2012].
- Drabowski E., 1998, *Pieniądz międzynarodowy*, PWE, Warszawa.
- International Monetary Fund annual report 2010*, [www.imf.org/external/pubs/ft/ar/2010/eng/pdf/ar10\\_eng.pdf](http://www.imf.org/external/pubs/ft/ar/2010/eng/pdf/ar10_eng.pdf) [dostęp: 15.02.2012].
- Karwowski J., 1997, *Operacje zagraniczne banków centralnych*, Wyd. AE, Wrocław.
- Komunikat Narodowego Banku Polskiego*, [www.nbp.pl/home.aspx?f=/aktualnosci/wiadomosci\\_2010/dzis.html](http://www.nbp.pl/home.aspx?f=/aktualnosci/wiadomosci_2010/dzis.html) [dostęp: 15.02.2012].
- Konferencja po posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej*, [www.nbp.pl/home.aspx?f=/aktualnosci/wiadomosci\\_2011/rpp\\_2011\\_11\\_07\\_relacja.html](http://www.nbp.pl/home.aspx?f=/aktualnosci/wiadomosci_2011/rpp_2011_11_07_relacja.html) [dostęp: 15.02.2012]
- Kraś I., 2010, *Polityka kursu walutowego przed wstąpieniem do Unii Gospodarczej i Walutowej*, *Seminare*, nr 28.
- Mapa drogowa przyjęcia euro przez Polskę. Materiał informacyjny*, Ministerstwo Finansów, Warszawa, 2008.
- Miary pieniądza (dane miesięczne)*, [www.nbp.pl/statystyka/pieniezna\\_i\\_bankowa/dwn/miarypieniadza\\_nowe.xls](http://www.nbp.pl/statystyka/pieniezna_i_bankowa/dwn/miarypieniadza_nowe.xls) [dostęp: 15.02.2012].
- Michalczyk W., 2007, *Kształtowanie kursu walutowego jako narzędzie realizacji celów polityki gospodarczej*, [w:] W. Michalczyk (red.), *Wybrane problemy ekonomiczne czasów globalizacji*, Katedra MSG AE, Wrocław.
- Międzynarodowa pozycja inwestycyjna*, [www.nbp.pl/statystyka/dwn/iip1994\\_10.xls](http://www.nbp.pl/statystyka/dwn/iip1994_10.xls) [dostęp: 15.02.2012].
- Międzynarodowe stosunki gospodarcze*, 2006, red. J. Rymarczyk, PWE, Warszawa.
- Narodowy Bank Polski 2001–2006*, NBP, 2007, Warszawa.
- Oficjalne aktywa rezerwowe*, [www.nbp.pl/statystyka/dwn/rez98\\_2012.xls](http://www.nbp.pl/statystyka/dwn/rez98_2012.xls) [dostęp: 15.02.2012].
- Raport roczny 2000*, Warszawa: NBP, 2001.
- Raport roczny 2001*, Warszawa: NBP, 2002.
- Raport roczny 2002*, Warszawa: NBP, 2003.
- Raport roczny 2003*, Warszawa: NBP, 2004.
- Raport roczny 2004*, Warszawa: NBP, 2005.
- Raport roczny 2005*, Warszawa: NBP, 2006.
- Raport roczny 2006*, Warszawa: NBP, 2007.
- Raport roczny 2007*, Warszawa: NBP, 2008.
- Raport roczny 2008*, Warszawa: NBP, 2009.
- Raport roczny 2009*, Warszawa: NBP, 2010.
- Raport roczny 2010*, Warszawa: NBP, 2011.
- Roczne wskaźniki makroekonomiczne*, [www.stat.gov.pl/cps/rde/xbcr/gus/PUBL\\_roczne\\_wskaźniki\\_makroekonomi\\_czne\\_cz\\_IV.xls](http://www.stat.gov.pl/cps/rde/xbcr/gus/PUBL_roczne_wskaźniki_makroekonomi_czne_cz_IV.xls) [dostęp: 15.02.2012].
- Statystyka bilansu płatniczego*, [www.nbp.pl/statystyka/bilans\\_platniczy/bop\\_r\\_1994\\_2010.xls](http://www.nbp.pl/statystyka/bilans_platniczy/bop_r_1994_2010.xls) [dostęp: 15.02.2012].
- System finansowy w Polsce*, 2008, t. 1., B. Pietrzak, Z. Polański, B. Woźniak (red.), Wyd. Nauk. PWN, Warszawa.
- Uwarunkowania realizacji kolejnych etapów Mapy drogowej przyjęcia euro przez Polskę*, 2009, Ministerstwo Finansów, Warszawa.
- Zajac J., 2002, *Polski rynek walutowy w praktyce: produkty, transakcje, strategie, zarządzanie ryzykiem walutowym*, Wyd. K.E. Liber, Warszawa.