



Ireneusz Pszczółka

Uniwersytet Technologiczno-Humanistyczny im. K. Pułaskiego w Radomiu
Wydział Nauk Ekonomicznych i Prawnych
Katedra Polityki Ekonomicznej i Bankowości
i.pszczolka@uthrad.pl

**ZMIANY WYSOKOŚCI I STRUKTURY REZERW
WALUTOWYCH NBP NA TLE ZMIAN
ZACHODZĄCYCH W REZERWACH WALUTOWYCH
NA ŚWIECIE**

Streszczenie: Celem artykułu jest ocena zmian zachodzących w strukturze i wielkości oficjalnych rezerw walutowych w Polsce na tle tych zmian zachodzących na świecie w latach 2005-2015. Szczególny nacisk kładzie się na charakterystykę struktury rezerw Narodowego Banku Polskiego (NBP) w ujęciu walutowym. Istotnym elementem artykułu jest także porównanie zmian zachodzących w strukturze polskich i światowych rezerw walutowych. Podstawowe metody badawcze wykorzystane w artykule to studia literatury światowej oraz analiza danych statystycznych. Podstawowymi źródłami danych statystycznych są publikacje NBP i MFW.

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

JEL Classification: E44, E58, F32.

Wprowadzenie

Utrzymywanie rezerw walutowych przez banki centralne jest powszechnie akceptowalne oraz stało się jednym z kluczowych elementów utworzonego po spotkaniu w Bretton Woods międzynarodowego systemu monetarnego. Rezerwami walutowymi nazywamy zagraniczne aktywa banków centralnych denominowane w walutach obcych oraz specjalne prawa ciągnięcia (SDR), które w razie konieczności umożliwiają przeprowadzenie interwencji walutowych lub zasile-

nie w waluty krajowych banków w sytuacjach kryzysowych [Rybiński, 2011, s. 229]. Aktywa te wraz z pozycją rezerwową w Międzynarodowym Funduszu Walutowym (MFW) oraz złotem tworzą oficjalne aktywa rezerwowe (rezerwy walutowe brutto). Omawiane rezerwy są częścią majątku narodowego i najczęściej znajdują się w banku centralnym.

W literaturze wskazuje się cztery główne motywy gromadzenia rezerw walutowych. Motyw dochodowy, w ramach którego rezerwy mają przynosić zyski dla budżetu państwa i banku centralnego. Motyw transakcyjny – rezerwy gwarantują utrzymanie płynności w przypadku powstania deficytu płatności bilansu płatniczego. Motyw interwencyjny – rezerwy zapewniają stabilność rynku finansowego. Motyw ostrożnościowy – odpowiednio wysoki poziom rezerw zapewnia odpowiedni poziom wiarygodności kredytowej kraju [Wyżnikiewicz, 2007, s. 54]. 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.

Po kryzysie azjatyckim drugiej połowy lat 90. XX w. pojawiła się dyskusja o sposobie zabezpieczenia krajów rozwijających się przed zbyt dużą fluktuacją kapitałów. M. Feldstein [1999, s. 22] uważa, że w przypadku gospodarek wschodzących korzystne jest utrzymywanie nadmiernych rezerw dewizowych, które będą istotnym buforem dla potencjalnych kryzysów walutowych. Podobnie wypowiedział się A. Greenspan [1999] podczas konferencji „Recent Trends in Reserves Management” zorganizowanej przez Bank Światowy w 1999 r. Zgodnie z sugestiami A. Greenspana i M. Feldsteina wielkości rezerw dewizowych we skazanych przez nich krajach systematycznie rosły.

Celem artykułu jest ocena zmian wielkości i struktury rezerw walutowych Narodowego Banku Polskiego na tle zmian zachodzących w rezerwach walutowych banków centralnych z gospodarek rozwiniętych i rozwijających się.

1. Wielkość i struktura rezerw walutowych NBP

Zgodnie z art. 3 ust. 2 pkt. 2 i art. 52 ust 1 ustawy z dnia 29 sierpnia 1997 r. [ustawa o Narodowym Banku Polskim, 1997], 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 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.

W październiku 2007 r. Zarząd NBP przyjął długoterminową strategię zarządzania rezerwami dewizowymi. Założono, że najważniejszymi cechami tego procesu jest minimalizacja ryzyka inwestycyjnego oraz utrzymanie właściwej płynności. Dla poprawy procesu zarządzania rezerwami podejmowane są następujące działania: dywersyfikacja walutowa i rozszerzanie instrumentarium inwestycyjnego; wprowadzanie zaawansowanych metod globalnej alokacji aktywów; usprawnienie procesu decyzyjnego oraz rozwój metod zarządzania ryzykiem inwestycyjnym [NBP, 2009, s. 60]. W skład oficjalnych aktywów rezerwowych NBP wchodzi: złoto monetarne, SDR, transza rezerwowa w MFW oraz należności w walutach wymiennalnych. W lipcu 2017 r. złoto monetarne stanowiło ok. 3,8% wartości rezerw, SDR ok. 0,4%, natomiast transza rezerwowa w MFW jedynie 0,5% (tabela 1).

Tabela 1. Struktura aktywów rezerwowych NBP w lipcu 2017 r.

| Klasa aktywów | Wartość rezerw mln PLN | Udział w % |
|-------------------------------------|------------------------|------------|
| Złoto monetarne | 15 202,8 | 3,8 |
| SDR | 1 522,4 | 0,4 |
| Transza rezerwowa w MFW | 2 181,3 | 0,5 |
| Należności w walutach wymiennalnych | 379 219,6 | 95,3 |
| Suma | 398 126,1 | 100 |

Źródło: NBP [www 1].

W latach 2005-2015 wysokość aktywów rezerwowych NBP systematycznie rosła (tabela 2), zarówno w złotych (z 139 mld PLN do 370 mld PLN), jak

i w przeliczeniu na dolary amerykańskie (z 43 mld USD do 95 mld USD) oraz euro (z 36 mld EUR do 87 mld EUR). 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 r. nastąpił spadek wartości rezerw wyrażonych w każdej z walut (PLN, USD, EUR). Było to następstwem splotu niekorzystnych trendów na rynkach finansowych, w konsekwencji których nastąpił spadek przepływów zewnętrznych oraz cen papierów wartościowych i złota [NBP, 2014, s. 58]. W 2008 r. 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 latach 2014-2015 (tabela 2). Zmiany wartości rezerw w 2014 r. wynikały głównie z umocnienia się walut rezerwowych względem euro i złotego, wzrostu cen papierów wartościowych oraz dochodu odsetkowego z inwestycji rezerw. Zmiany wartości rezerw w 2015 r. były przede wszystkim skutkiem umocnienia się dolara amerykańskiego i funta szterlinga względem euro i złotego, dochodu z inwestycji rezerw oraz dodatniego salda przepływów zewnętrznych [NBP, 2016].

Tabela 2. Wysokość aktywów rezerwowych NBP w latach 2005-2015 (w mld PLN)

| 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 |
| 2015 | 370 | 95 | 87 |

Źródło: Zestawienie własne na podstawie Raportów Rocznych NBP [2009, 2011, 2013, 2015-2016].

Równoległe ze zmianą wysokości aktywów rezerwowych cechą charakterystyczną dla polityki zarządzania rezerwami NBP była systematycznie postępująca zmiana ich struktury walutowej (tabela 3). Do 2006 r. głównymi walutami,

w jakich denominowane były aktywa rezerwowe w Polsce, były: dolar amerykański, euro oraz funt brytyjski. Na podstawie przeprowadzonej pod koniec 2006 r. analizy globalnych perspektyw makroekonomicznych oraz prognoz rozwoju sytuacji na światowych rynkach finansowych, NBP zdecydował się rozpocząć proces zmiany struktury walutowej poprzez zmniejszanie znaczenia dotychczas wykorzystywanych walut na rzecz walut „surowcowych”.

Tabela 3. Struktura walutowa benchmarku NBP w latach 2005-2015 (%)

| Rok/waluta | USD | EUR | GBP | AUD | NOK | NZD |
|------------|-----|-----|-----|-----|-----|-----|
| 2005 | 50 | 40 | 10 | 0 | 0 | 0 |
| 2006 | 45 | 40 | 10 | 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 |
| 2014 | 36 | 32 | 12 | 10 | 7 | 3 |
| 2015 | 39 | 29 | 12 | 10 | 7 | 3 |

Źródło: Zestawienie własne na podstawie Raportów Rocznych NBP [2009, 2011, 2013, 2015-2016].

W 2007 r. NBP zdecydował się rozpocząć proces dywersyfikacji struktury walutowej rezerw, dodając do wykorzystywanych walut dolara australijskiego (kosztem dolara amerykańskiego). Kontynuując dywersyfikację struktury walutowej rezerw, w 2008 r. w skład benchmarku strategicznego włączono koronę norweską kosztem ograniczenia udziału euro. W związku z potencjalną aprecjacją jena Zarząd NBP dopuścił również możliwość rozpoczęcia inwestycji w tej walucie w ramach Taktycznej Alokacji Aktywów (maksymalne dopuszczalne zaangażowanie zostało określone na poziomie 2% rezerw). Jednak japońska waluta nie pojawiła się w statystykach podawanych przez NBP.

W 2010 r. kolejny raz NBP zdecydował o ograniczeniu w strukturze rezerw walutowych udziału dolara amerykańskiego o 2 pkt proc. i funta szterlinga o 2 pkt proc. na rzecz korzyść dolara australijskiego, którego udział wzrósł o 3 pkt proc. oraz korony norweskiej (wzrost o 1 pkt proc.). W 2013 r. NBP kontynuował dywersyfikację struktury walutowej rezerw poprzez rozpoczęcie inwestycji w aktywa denominowane w dolarach nowozelandzkich, ograniczając jednocześnie o 3 pkt proc udział aktywów w funtach szterlingach.

Proces dywersyfikacji rezerw doprowadził w ciągu dekady do znacznego spadku znaczenia najważniejszych walut międzynarodowych. W latach 2005-2014 udział dolara amerykańskiego zmniejszył się z 50% do 36%, a udział euro

z 40% do 32%. Dodatkowo w 2013 r. NBP zdecydował o zaangażowaniu na rynkach krajów rozwijających się, jednak jego skala jest niewielka i nie została uwzględniona w statystykach tabeli 3. Istotną zmianę w polityce zarządzania rezerwami wprowadzono w 2015 r. Po analizie perspektyw makroekonomicznych najważniejszych światowych gospodarek Zarząd NBP zdecydował o ograniczeniu w strukturze walutowej udziału wspólnej waluty europejskiej o 3 pkt proc. do 29%, zwiększając jednocześnie zaangażowania w walutę amerykańską do 39%.

2. Zmiany wysokości i struktury rezerw na świecie

W analizowanym okresie zauważalny jest systematyczny znaczny wzrost wielkości rezerw walutowych gromadzonych przez narodowe banki centralne na świecie, szczególnie w krajach rozwijających się. Wartość światowych rezerw walutowych w latach 2005-2015 wzrosła z 4320 mld USD do 10 924 mld USD. Wartość rezerw zgromadzonych w krajach rozwijających się wzrosła z 2239 mld w 2005 r. do 7735 mld USD w 2014 r. (tabela 4). Na tle tych zmian, wartość rezerw gromadzonych w Polsce zaliczanej do krajów rozwijających się zmieniała się jednak podobnie jak w krajach rozwiniętych. W analizowanym okresie rezerwy NBP wzrosły ponad dwukrotnie (por. tabela 2), pokrywając się w znacznym stopniu z zmianą widoczną w przypadku sumy rezerw walutowych na świecie.

Tabela 4. Wysokość światowych rezerw walutowych w latach 2005-2015 (w mld USD)

| Kraje | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 |
|----------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|
| wszystkie kraje | 4 320 | 5 253 | 6 704 | 7 346 | 8 165 | 9 265 | 10 206 | 10 952 | 11 674 | 11 591 | 10 924 |
| gospodarki rozwinięte | 2 081 | 2 257 | 2 438 | 2 496 | 2 785 | 3 099 | 3 404 | 3 698 | 3 817 | 3 856 | – |
| gospodarki rozwijające się | 2 239 | 2 996 | 4 267 | 4 850 | 5 380 | 6 166 | 6 801 | 7 255 | 7 856 | 7 735 | – |

Źródło: ECB [2010; 2015; 2016].

W literaturze przedmiotu wskazuje się trzy motywy, które wpłynęły na znaczny wzrost światowych rezerw walutowych w ostatnich dekadach, szczególnie w krajach rozwijających się. Jest to przede wszystkim potrzeba zabezpieczenia kraju przed ewentualnymi kryzysami finansowymi. Motyw ten dotyczy praktycznie wszystkich gospodarek wschodzących, chociaż w miarę wzrostu rezerw walutowych traci na sile. Dodatkowo rezerwy te wspierają proeksportowe azjatyckie gospodarki, które charakteryzują się często kursami walutowymi odniesionymi de jure lub de facto do dolara amerykańskiego. Trzeci motyw to

słaby rozwój systemów finansowych oraz dolaryzacja aktywów finansowych w gospodarkach (głównie azjatyckich) będących wierzycielami netto [Pineau i Dorroccini, 2006, s.12-13]. Podobne wnioski wskazuje G. Cheng [2013, s. 38]. Wzrost rezerw walutowych gospodarek wschodzących był z jednej strony efektem szybkiego wzrostu gospodarczego, a z drugiej nieefektywności lokalnych rynków finansowych. Ze względu na ową nieefektywność to bank centralny musiał wspierać dostarczenie płynności do gospodarki.

Analizując zmiany zachodzące w światowych rezerwach walutowych należy zwrócić także uwagę na ich strukturę walutową. Od powstania systemu z Bretton Woods dominującą walutą rezerwową jest dolar amerykański, natomiast drugą stało się, po jej wprowadzeniu, euro. W analizowanym okresie widoczny jest powolny spadek znaczenia zarówno waluty amerykańskiej, jak i europejskiej. Na spadek znaczenia dolara amerykańskiego wpływ miały decyzje banków centralnych z krajów rozwiniętych, natomiast w przypadku euro, były to decyzje banków centralnych z krajów rozwijających się (tabela 4). Proces dywersyfikacji struktury walutowej rezerw na świecie (pojawienie się nowych walut) zaczął być ujmowany w statystykach MFW od 2012 r. i od tego momentu widoczny jest systematyczny wzrost znaczenia dolara kanadyjskiego i australijskiego w rezerwach zarówno krajów rozwiniętych (z 1,6% do 2,9%), jak i rozwijających się (z 2,9% do 4%). Dodatkowo w 2016 r. w statystykach MFW ukazano po raz pierwszy udział rezerw walutowych w juanie, wynosiły one 1,1% wszystkich rezerw.

Porównując strukturę walutową rezerw w poszczególnych grupach krajów do tej stosowanej przez NBP, należy zauważyć, że bank centralny w Polsce również podjął decyzję o dywersyfikacji walutowej swoich rezerw (również włączono dolara australijskiego), jednak jej struktura odbiega od średniej dla świata, szczególnie w zakresie znaczenia waluty amerykańskiej. W 2015 r. jej udział w polskich rezerwach wynosił 39% w stosunku do 64,4% na świecie.

Tabela 5. Udział walut w światowych rezerwach walutowych w latach 2005-2015 (%)

| Wszystkie kraje | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 ^a |
|-----------------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|-------------------|
| USD | 68,2 | 68,8 | 69,6 | 68,2 | 67,3 | 65,9 | 65,9 | 65,6 | 65,6 | 65,0 | 64,4 |
| EUR | 22,6 | 21,8 | 21,1 | 21,9 | 22,7 | 22,6 | 21,9 | 21,4 | 20,7 | 20,5 | 20,8 |
| JPY | 4,0 | 3,6 | 3,2 | 2,8 | 2,4 | 2,6 | 2,5 | 3,1 | 3,7 | 4,0 | 4,2 |
| GBP | 3,3 | 3,6 | 3,9 | 4,6 | 4,2 | 4,0 | 3,9 | 4,0 | 3,9 | 3,7 | 3,9 |
| CAD&AUD | – | – | – | – | – | – | – | 2,2 | 2,8 | 3,3 | 3,4 |
| pozostałe | 1,8 | 1,9 | 2,0 | 2,3 | 3,3 | 4,7 | 5,8 | 3,5 | 3,1 | 3,2 | 3,1 |

cd. tabeli 5

| | | | | | | | | | | | |
|-----------------------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|-------------------|
| Kraje rozwinięte | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 ^a |
| USD | 70,7 | 71,4 | 71,3 | 71,5 | 70,3 | 69,2 | 70,2 | 66,8 | 66,6 | 65,5 | 64,5 |
| EUR | 20,0 | 19,3 | 19,3 | 19,4 | 20,7 | 20,7 | 19,8 | 21,4 | 21,0 | 21,0 | 22,0 |
| JPY | 4,7 | 4,4 | 4,0 | 3,4 | 3,2 | 3,2 | 3,0 | 3,8 | 4,4 | 4,6 | 4,7 |
| GBP | 2,4 | 2,6 | 2,8 | 2,9 | 2,8 | 2,6 | 2,6 | 3,0 | 2,9 | 2,9 | 3,1 |
| CAD&AUD | – | – | – | – | – | – | – | 1,6 | 2,5 | 2,8 | 2,9 |
| pozostałe | 1,9 | 2,0 | 2,3 | 2,6 | 2,8 | 4,1 | 4,4 | 3,1 | 2,3 | 2,7 | 2,4 |
| Kraje rozwijające się | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 ^a |
| USD | 63,6 | 64,8 | 67,7 | 64,6 | 63,9 | 62,3 | 61,0 | 64,3 | 64,5 | 64,4 | 63,7 |
| EUR | 27,2 | 25,7 | 23,0 | 24,7 | 24,9 | 24,7 | 24,3 | 21,4 | 20,4 | 19,8 | 19,8 |
| JPY | 2,6 | 2,4 | 2,4 | 2,1 | 1,5 | 2,0 | 1,9 | 2,3 | 2,8 | 3,2 | 3,4 |
| GBP | 4,9 | 5,2 | 5,1 | 6,4 | 5,9 | 5,6 | 5,4 | 5,1 | 5,0 | 4,8 | 5,0 |
| CAD&AUD | – | – | – | – | – | – | – | 2,9 | 3,2 | 3,8 | 4,0 |
| pozostałe | 1,6 | 1,8 | 1,7 | 2,1 | 3,8 | 5,4 | 7,4 | 3,9 | 4,0 | 3,9 | 4,0 |

Nota: a – I q 2015.

Źródło: ECB [2010; 2015; 2016].

Dywersyfikacja jest efektem spadku kosztów transakcyjnych w innych walutach oraz spadku ryzyka inwestycyjnego instrumentów denominowanych w tych walutach. Jednak światowa dywersyfikacja rezerw prowadząca do spadku rezerw w USD będzie prowadziła do spadku korzyści z nadzwyczajnego przywileju (*exorbitant privilege*), z jakiego korzystają kraje emitujące walutę rezerwową, czyli możliwości pożyczania na międzynarodowym rynku znaczących kwot w walucie krajowej [Pszczółka, 2011, s. 25]. Konsekwencją tego może być dalszy wzrost deficytów (bilansu płatniczego i budżetowego) głównie w Stanach Zjednoczonych oraz problemy z ich finansowaniem w walucie krajowej. Będzie to wymuszało na bankach centralnych dalszą dywersyfikację ich rezerw. Należy jednak zaznaczyć, że obecna dynamika zmian nie daje jeszcze podstaw do tego, aby uznać je za problem w krótkim i średnim terminie. Zapewne Stany Zjednoczone będą broniły pozycji dolara jako głównej waluty międzynarodowej.

Tabela 6. Udział euro w rezerwach walutowych wybranych państw w latach 2006-2016 (jako % wszystkich rezerw walutowych)

| Kraj | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 |
|-----------------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|-----------|-----------|-----------|
| <i>1</i> | <i>2</i> | <i>3</i> | <i>4</i> | <i>5</i> | <i>6</i> | <i>7</i> | <i>8</i> | <i>9</i> | <i>10</i> | <i>11</i> | <i>12</i> |
| Kraje UE | | | | | | | | | | | |
| Bułgaria | 99,4 | 99,7 | 99,1 | 99,1 | 99,6 | 99,9 | 99,9 | 100 | 93,2 | 99,5 | 99,5 |
| Czechy | 55,3 | 58,0 | 60,5 | 61,3 | 57,4 | 60,1 | 58,7 | 69,5 | 52,6 | 51,2 | 53,8 |
| Chorwacja | 71,3 | 74,8 | 71,2 | 71,7 | 73,7 | 75,9 | 80,3 | 68,7 | 79,8 | 78,9 | 83,1 |
| Dania | – | – | – | – | 72,4 | 68,9 | 69,8 | 71,3 | 68,6 | 59,7 | 74,1 |
| Polska | 40,0 | 40,0 | 35,0 | 36,7 | 35,0 | 30,4 | 30,9 | 30,7 | 33,1 | 28,3 | 27,3 |
| Rumunia | 68,8 | 69,5 | 63,0 | 65,2 | 67,2 | 77,8 | 73,0 | 65,9 | 75,0 | 79,5 | 77,9 |
| Szwecja | 50,0 | 50,0 | 50,0 | 50,0 | 50,0 | 37,0 | 37,1 | 37,0 | 33,9 | 34,1 | 33,3 |
| Wielka Brytania | 66,8 | 68,5 | 41,4 | 65,5 | 59,9 | 59,1 | 60,4 | 59,6 | 55,1 | 50,7 | 43,9 |

cd. tabeli 6

| 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 | 11 | 12 |
|-------------------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| Inne kraje | | | | | | | | | | | |
| Chile | 24,9 | 37,1 | 38,2 | 36,5 | 35,2 | 31,5 | 19,6 | 19,6 | 20,3 | 15,0 | 14,1 |
| Kanada | 51,0 | 50,2 | 41,5 | 43,8 | 40,0 | 37,0 | 34,9 | 31,9 | 26,8 | 22,5 | 19,7 |
| Norwegia | 47,2 | 48,4 | 49,8 | 49,6 | 36,4 | 25,5 | 26,2 | 27,0 | 27,8 | 26,6 | 27,0 |
| Peru | 18,2 | 12,9 | 15,4 | 18,5 | 16,8 | 40,1 | 30,2 | 30,9 | 27,1 | 9,5 | 6,3 |
| Rosja | – | 42,4 | 47,5 | 43,8 | 43,1 | 42,1 | 40,4 | 41,5 | 46,1 | 40,1 | 39,9 |
| Stany Zjednoczone | 61,2 | 47,5 | 57,4 | 59,0 | 54,2 | 53,5 | 57,0 | 62,8 | 62,9 | 60,4 | 59,0 |
| Szwajcaria | 47,0 | 45,6 | 49,4 | 58,1 | 54,9 | 57,0 | 50,1 | 49,2 | 46,3 | 42,9 | 44,4 |

Źródło: ECB [2010; 2015; 2016].

Struktury walutowe wybranych krajów znacznie się różnią w zależności od typu gospodarki, jak również od lokalizacji geograficznej. W większości krajów należących do Unii Europejskiej (UE) to euro jest walutą dominującą w aktywach rezerwowych. Wyjątkami są 3 kraje wskazane w tabeli 6: Polska, Szwecja i Wielka Brytania, które w danym okresie odnotowały spadek aktywów rezerwowych denominowanych we wspólnej walucie europejskiej. W zakresie udziału euro w polskich rezerwach walutowych odbiega on również od preferowanego przez kraje będące nowymi członkami UE (Bułgaria, Chorwacja, Czechy, Rumunia). Należy zaznaczyć jednak, że różnice w preferencjach mogą wynikać z różnych czynników, np. w przypadku Bułgarii wynikają z przyjętego reżimu kursowego. Warto zwrócić uwagę, że w przypadku dwóch kluczowych gospodarek wskazanych w tabeli 6, tj. Stanów Zjednoczonych i Rosji, nie zanotowano zmian znaczenia euro w ich aktywach rezerwowych.

Podsumowanie

Rezerwy dewizowe są jednym z istotnych elementów polityki prowadzonej przez banki centralne. NBP prowadzi ją w sposób konserwatywny. W latach 2005-2015 wartość polskich rezerw dewizowych wyrażona w złotych wzrosła ponad trzykrotnie, a w walutach obcych równie znacząco. Zgodnie z wprowadzoną w 2007 r. 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 korony norweskiej).

Zmiany wielkości rezerw walutowych NBP charakteryzują się podobną dynamiką jak w krajach rozwiniętych. Natomiast struktura walutowa rezerw NBP odbiega od tej występującej w innych krajach Unii Europejskiej, w szczególności nowo przyjętych.

Literatura

- Cheng G. (2013), *A Growth Perspective on Foreign Reserve Accumulation*, "Document de Travail" August, No. 443, Banque de France, Paris.
- ECB (2010), *The International Role of the Euro*, July, Frankfurt am Main.
- ECB (2015), *The International Role of the Euro*, July, Frankfurt am Main.
- ECB (2016), *The International Role of the Euro*, July, Frankfurt am Main.
- Feldstein M. (1999), *Self-Protection for Emerging Market Economies*, Working Paper, No. 6907, NBER, Washington, DC.
- Greenspan A. (1999), *Currency Reserves and Debt*, Remarks by the Chairman of the Board of Governors of the Federal Reserve System before The World Bank Conference on Recent Trends in Reserve Management, 29 April, Washington, DC.
- Moghadam R., Ostry J.D., Sheehy R. (2011), *Assessing Reserve Adequacy*, IMF, Washington, DC.
- 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.
- NBP (2016), *Raport roczny 2015*, Warszawa.
- Pineau G., Dorroccini E., eds. (2006), *The Accumulation of Foreign Reserves*, ECB Occasional Paper, No. 43, Frankfurt am Main.
- Pszczółka I. (2011), *Współczesne waluty międzynarodowe*, CeDeWu, Warszawa.
- Redo M. (2014), *Prawne i finansowe aspekty zarządzania rezerwami dewizowymi w Polsce*, „ATHENEUM. Polskie Studia Politologiczne”, vol. 42, s. 196-208.
- Rybiński K. (2011), *Zarządzanie rezerwami walutowymi* [w:] A. Sławiński (red.), *Polityka pieniężna*, C.H.Beck, Warszawa, s. 229-238.
- Ustawa z dnia 29 sierpnia 1997 r. o Narodowym Banku Polskim, Dz.U., 2005, Nr 1, poz. 2.
- Wyżnikiewicz D. (2007), *Wpływ członkostwa w Unii Europejskiej na relacje gospodarcze i finansowe z zagranicą – wnioski dla Polski*, Materiały i Studia, nr 218, NBP, Warszawa.
- [www 1] http://www.nbp.pl/home.aspx?f=/statystyka/aktywa_rezerwowe.html (dostęp: 15.08.2017).

CHANGES IN THE STRUCTURE AND SIZE OF THE OFFICIAL FOREIGN RESERVES IN POLAND AGAINST THE CHANGES OF THESE STRUCTURE AND SIZE IN THE WORLD

Summary: The aim of the paper is to analyze changes in the structure and size of the official foreign reserves in Poland over the years 2005-2015 comparing to changes in these structure and size worldwide. Particular emphasis in the article is put on the structural characteristics of the NBP's reserves in terms of currencies. An important element of the article is also a comparison of changes taking place in the structure of Polish and global foreign exchange reserves. The paper is based on the international literature and statistical data. The main sources of necessary data were taken from publications delivered by NBP and IMF.

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