

RENATA KNAP

HALINA NAKONIECZNA-KISIEL

Uniwersytet Szczeciński

REZERWY DEWIZOWE POLSKI NA TLE UNII EUROPEJSKIEJ

Streszczenie

Celem artykułu jest przedstawienie zmian w wielkości i strukturze rezerw dewizowych Polski w warunkach członkostwa w UE, w tym zwłaszcza na tle krajów przyjętych po 2003 roku. Z przeprowadzonych badań wynika, że w latach 2004–2011 wzrosła dynamika gromadzenia rezerw w Polsce, poprawiła się nasza pozycja w strukturze podmiotowej rezerw UE, ale pogorszyła się rola rezerw w gospodarce, w szczególności w zabezpieczeniu płynności finansowej oraz stabilności i wiarygodności kredytowej. W lepszej sytuacji od Polski były te kraje UE-12, które wprowadziły zarząd walutowy i/lub weszły do strefy euro, gdyż gwarantowało to im większą stabilność systemu finansowego i wiarygodność kredytową.

Słowa kluczowe: rezerwy dewizowe, UE-27, UE-12, wskaźniki bezpiecznego poziomu rezerw dewizowych

Wprowadzenie

W artykule zidentyfikowano i oceniono przekształcenia w rozmiarach i strukturze rezerw dewizowych Polski na tle UE-27. W szczególności chodzi o odpowiedź na pytania, czy członkostwo Polski w tym ugrupowaniu:

- przyspieszyło akumulację oficjalnych aktywów rezerwowych,
- poprawiło naszą pozycję w strukturze podmiotowej rezerw,
- zwiększyło rolę aktywów rezerwowych w gospodarce narodowej?

W próbie odpowiedzi na te pytania uwzględniono również analizę zaobserwowanych tendencji na tle innych krajów członkowskich, w tym zwłaszcza przyjętych do Unii po 2003 roku (UE-12).

Ze względu na ograniczoną objętość artykułu zrezygnowano z analizy przyczyn zaobserwowanych przekształceń odnoszących się do zakresu podmiotowego badanego zjawiska. Są one bowiem wypadkową oddziaływania różnych czynników, w tym przede wszystkim salda obrotów bieżących i kapitałowych, uwarunkowań rynkowych zmieniających relacje kursów walut i ceny papierów wartościowych wchodzących w skład rezerw oraz przychodów z inwestowania oficjalnych aktywów przez władze monetarne, alokacji SDR przez MFW itd.¹

Najpierw przedstawiono tendencje w rozmiarach rezerw dewizowych, następnie zmiany w ich strukturze podmiotowej, a na koniec oceniono poziom i rolę rezerw w gospodarce Polski na tle krajów UE-27. W tym celu – również ze względu na ramy artykułu – posłużono się tylko tak zwanymi wskaźnikami cząstkowymi, które pozwolą porównać poziom rezerw z pojedynczymi kategoriami ekonomicznymi i finansowymi. Ich uzupełnieniem są inne metody oceny optymalnego poziomu rezerw, w których uwzględniono jednocześnie wiele kategorii ekonomicznych i finansowych. Są one analizowane w odrębnym opracowaniu². Porównanie wyników badań prowadzonych dwutorowo z zastosowaniem różnych metod pozwoli lepiej ocenić rolę rezerw dewizowych w gospodarce Polski po wejściu do Unii Europejskiej.

1. Tendencje w rozmiarach rezerw

Dynamika aktywów rezerwowych w Polsce była wyraźnie wyższa niż w UE-27. W latach 1995–2011 ich rozmiary zwiększyły się z 15 mld USD do blisko 98 mld USD, czyli – tak jak na świecie – 6,5-krotnie³, a w porównaniu z Unią Europejską wykazały prawie trzykrotnie większy wzrost. Tempo wzrostu było jednak wyższe w okresie członkowskim niż przedakcesyjnym. W latach 1995–2003 rezerwy Polski zwiększyły się o 128%, natomiast w okresie 2004–2011

¹ Por. M. Obstfeld, J.C. Shambaugh, A.M. Taylor, *Financial Stability, the Trilemma, and International Reserves*, NBER Working Paper No. 14217, NBER, Cambridge 2008, s. 1–11.

² Por. R. Knap, *W kwestii oceny optymalnego poziomu rezerw dewizowych* (w niniejszym czasopiśmie).

³ Obliczenia na podstawie World Data Bank, <http://data.bank.worldbank.org/Data/Home.aspx> (2.03.2013).

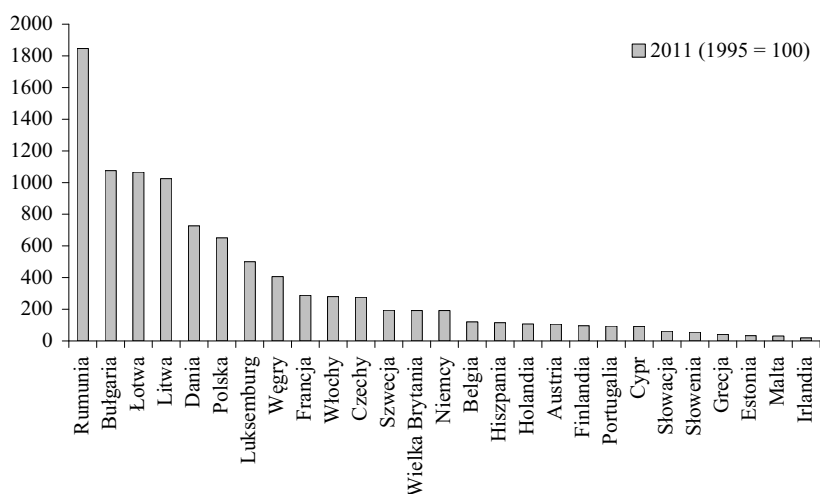
o 166%. Podobne tendencje odnotowano w większości państw UE-12, a tylko w pięciu z nich (należących do strefy euro – Słowacji, Cyprze, Słowenii, Malcie i Estonii) po wyraźnym wzroście wielkości rezerw w pierwszych latach członkostwa w dalszych notowano ich gwałtowny spadek (por. tab. 1).

Tabela 1. Wielkość rezerw dewizowych w krajach członkowskich UE w latach 1995–2011(mld USD)

Kraje	1995	2000	2004	2005	2010	2011
UE-15	520,8	399,7	444,2	431,2	914,2	993,7
Niemcy	121,8	87,5	97,2	101,7	216,0	234,1
Włochy	60,7	47,2	62,4	66	158,5	169,9
Francja	58,5	63,7	77,4	74,4	165,9	168,5
Wielka Brytania	49,1	43,1	44,3	43,6	82,4	94,5
Dania	11,7	15,7	40,0	34	76,5	85,0
Holandia	47,2	17,7	21,6	20,4	46,1	50,4
Szwecja	25,9	16,5	24,8	24,9	48,2	50,2
Hiszpania	40,5	35,6	19,8	17,2	31,9	46,7
Belgia	24,1	12,3	14,0	12	26,8	29,1
Austria	23,4	17,6	12,2	11,8	22,2	24,8
Portugalia	22,1	14,3	11,7	10,4	20,9	20,8
Finlandia	10,7	8,4	12,9	11,3	9,5	10,3
Grecja	16,1	14,6	2,7	2,3	6,4	6,7
Irlandia	8,8	5,4	2,9	0,9	2,1	1,7
Luksemburg	0,2	0,1	0,3	0,3	0,8	1,0
UE-12	56,4	72,9	144,7	159,9	267,9	271,9
Polska	15,0	27,5	36,8	42,6	93,5	97,7
Węgry	12,0	11,2	16,0	18,6	45,0	48,8
Rumunia	2,6	3,4	16,1	21,6	48,0	48,0
Czechy	14,6	13,1	28,5	29,6	42,5	40,3
Bułgaria	1,6	3,5	9,3	8,7	17,2	17,2
Litwa	0,8	1,4	3,6	3,8	6,6	8,2
Łotwa	0,6	0,9	2,0	2,4	7,6	6,4
Słowacja	3,9	4,4	14,9	15,5	2,2	2,4
Cypr	1,3	1,9	4,1	4,4	1,1	1,2
Słowenia	1,8	3,2	8,9	8,2	1,1	1,0
Malta	1,6	1,5	2,7	2,6	0,5	0,5
Estonia	0,6	0,9	1,8	1,9	2,6	0,2
UE-27	577,2	472,6	588,9	591,1	1182,1	1265,6

Źródło: opracowanie własne na podstawie World Data Bank, <http://data.bank.worldbank.org/Data/Home.aspx> (2.03.2013).

W UE-12 wyraźnie wyższą od Polski dynamiką akumulacji rezerw charakteryzowały się Rumunia, Bułgaria, Łotwa i Litwa (por. rys. 1). Wynikało to przede wszystkim z bardzo niskiego poziomu wyjściowego ich rezerw w 1995 roku. Pod względem wielkości aktywów rezerwowych kraje te jednak wyraźnie ustępowały Polsce. W roku 1990 znajdowaliśmy się pod tym względem na 11 miejscu w UE-27, w 2000 roku – na 6, a w 2011 – na 4 (wyprzedzały nas tylko Niemcy, Włochy i Francja), podczas gdy na 10 miejscu znalazła się Rumunia, na 15 – Bułgaria, na 17 – Litwa, a na 20 – Łotwa (por. tab. 1).



Rysunek 1. Dynamika rezerw dewizowych krajów Unii Europejskiej (%)

Źródło: opracowanie własne na podstawie tabeli 1.

2. Zmiany w strukturze podmiotowej rezerw

Relatywnie niskie tempo akumulacji rezerw dewizowych UE-27 znalazło odzwierciedlenie w pogarszającym się udziale tego ugrupowania w rezerwach globalnych. O ile bowiem w 1995 roku odsetek UE-27 przekraczał 45%, o tyle w 2011 roku zmniejszył się ponad czterokrotnie (do około 11%).

W zgromadzonych rezerwach UE-27 największe znaczenie miały stare kraje członkowskie, ale ich udział wykazywał tendencję malejącą. W roku 2011 odsetek UE-15 wynosił 78,5%, podczas gdy w połowie lat 90. ubiegłego wieku – ponad 90%. Pogorszenie udziału wystąpiło niemal we wszystkich „starych” krajach

członkowskich z wyjątkiem Włoch, Francji i Danii⁴, które dynamicznie akumulowały aktywa rezerwowe (por. tab. 2). W krajach wysoko rozwiniętych, które nie mają trudności z dostępem do rynku kapitałowego, gromadzenie i utrzymywanie wysokich rezerw dewizowych jest ekonomicznie nieopłacalne, ze względu na tak zwane zyski utracone (w porównywaniu z innymi formami eksportu kapitałowego dochodowość rezerw jest relatywnie niska).

Z kolei w krajach przyjętych do Unii po 2003 roku i silnie uzależnionych od napływu kapitału zagranicznego notowano odwrotną tendencję. W latach 1995–2000 na UE-12 przypadało odpowiednio 10–15% rezerw, natomiast w 2011 roku już blisko 22%. Największy udział w akumulacji rezerw UE-27, i to zarówno w okresie przedakcesyjnym, jak i członkowskim, miała jednak Polska. W pierwszym okresie nasz udział wynosił 2,6% w 1995 roku i 5,8% w 2000 roku, natomiast w drugim – 7,7% na koniec 2011 roku⁵. Był to odsetek tylko około 2,4 razy mniejszy od osiągniętego przez Niemcy, 1,7 razy mniejszy niż we Włoszech i Francji, a zbliżony (ale o 0,2 pkt proc. wyższy) do uzyskanego przez Wielką Brytanię.

Wśród pozostałych krajów UE-12 największy przyrost odsetka w porównaniu z 1995 rokiem odnotowały dwa ostatnio przyjęte kraje (Rumunia blisko 8-krotny, Bułgaria 5-krotny), a z poprzedniego rozszerzenia Litwa i Łotwa (odpowiednio 7- i 5-krotny). Poprawiło to wprawdzie ich pozycję zarówno w strukturze rezerw UE-12, jak i UE-27, ale nie „zdetronizowało” Polski. Z kolei symboliczny udział w okresie przedakcesyjnym dodatkowo zmniejszyły w warunkach członkostwa Słowacja, Cypr, Słowenia, Malta oraz Estonia, a więc kraje, które przystąpiły do strefy euro.

Tabela 2. Struktura rezerw dewizowych UE według grup krajów w latach 1995–2011 (%)

Kraje	1995	2000	2004	2011
1	2	3	4	5
UE-15	90,2	84,5	75,6	78,5
Niemcy	21,1	18,5	16,5	18,5
Włochy	10,5	10,0	10,6	13,4
Francja	10,1	13,5	13,1	13,3

⁴ W Danii, która należy do ERM II, dynamika akumulacji rezerw służy do stabilizacji kursu korony w ograniczonym paśmie wahań $\pm 2,25\%$.

⁵ Nie zmienił się jednak udział Polski w rezerwach globalnych, gdyż w całym analizowanym okresie wynosił 0,8%.

1	2	3	4	5
Wielka Brytania	8,5	9,1	7,5	7,5
Dania	2,0	3,3	6,8	6,7
Holandia	8,2	3,8	3,7	4,0
Szwecja	4,5	3,5	4,2	4,0
Hiszpania	7,0	7,5	3,4	3,7
Belgia	4,2	2,6	2,4	2,3
Austria	4,1	3,7	2,1	2,0
Portugalia	3,8	3,0	2,0	1,6
Finlandia	1,9	1,8	2,2	0,8
Grecja	2,8	3,1	0,5	0,5
Irlandia	1,5	1,1	0,5	0,1
Luksemburg	0,0	0,0	0,1	0,1
UE-12	9,8	15,4	24,5	21,6
Polska	2,6	5,8	6,3	7,7
Węgry	2,1	2,4	2,7	3,9
Rumunia	0,5	0,7	2,7	3,8
Czechy	2,5	2,8	4,8	3,2
Bułgaria	0,3	0,7	1,6	1,4
Litwa	0,1	0,3	0,6	0,7
Łotwa	0,1	0,2	0,3	0,5
Słowacja	0,7	0,9	2,5	0,2
Cypr	0,2	0,4	0,7	0,1
Słowenia	0,3	0,7	1,5	0,1
Malta	0,3	0,3	0,5	0,0
Estonia	0,1	0,2	0,3	0,0
UE-27	100,0	100,0	100,0	100,0

Źródło: opracowanie własne na podstawie tabeli 1.

3. Ocena poziomu rezerw i ich roli w gospodarce

Zarówno w literaturze krajowej, jak i zagranicznej wykorzystuje się liczne metody ilościowe i jakościowe do określenia bezpiecznego poziomu rezerw dewizowych⁶. Wśród metod ilościowych najczęściej stosowanymi są – jak już sygnali-

⁶ Por. *Assessing Reserve Adequacy*, IMF Policy Paper, IMF, Washington 2011, s. 12–15; D. Park, G.M. Estrada, *Are Developing Asia's Foreign Exchange Reserves Excessive? An Empirical Examination*, ADB Economics Working Paper Series No. 170, Asian Development Bank, Manila 2009, s. 7–10; J.A.H.de Beaufort Wijnholds, *The Need for International Reserves and Credit Facilities*, Martinus Nijhoff Social Sciences Division, Leiden 1977; M. Barwiński i in., *Przesłanki oceny poziomu rezerw dewizowych*, Materiały i Studia, z. nr 170, NBP, Warszawa, grudzień 2003; H. Nakonieczna-Kisiel, *A Country's Demand of Official Reserves Assets*, „Folia Oeconomica Stetinensia” 2008, nr 7.

zowano – wskaźniki/mierniki odnoszące wielkość rezerw do wybranych kategorii ekonomicznych i finansowych. Na ich podstawie można ocenić zarówno poziom rezerw, jak i ich rolę w gospodarce. Ta ostatnia zależy bowiem przede wszystkim od stopnia realizacji celów gromadzenia i utrzymywania aktywów rezerwowych. Są nimi przede wszystkim konieczność zagwarantowania gospodarce płynności, stabilności finansowej oraz wiarygodności kredytowej, a władzy monetarnej – dochodowości⁷.

Do oceny płynności finansowej (zdolności do bieżącego wypełnienia zobowiązań płatniczych wobec zagranicy) najczęściej są wykorzystywane takie mierniki, jak stosunek rezerw do miesięcznej wartości importu oraz do zadłużenia krótkoterminowego, oceny stabilności finansowej (zdolności do podjęcia interwencji walutowych) – relacja rezerw do podaży pieniądza krajowego M2 oraz PKB, a do oceny wiarygodności (pozycji finansowej kraju) – wyżej wymienione wskaźniki⁸ i dodatkowo stosunek rezerw do deficytu obrotów bieżących⁹.

Z porównania rezerw dewizowych Polski z miesięcznym importem wynika, że relacja ta w całym badanym okresie była wyższa od średniej w całej UE, która kształtowała się nawet poniżej poziomu minimalnego bezpieczeństwa wymaganego w wymianie z zagranicą (3 miesiące). Jednak w okresie przedakcesyjnym miała wyższe wartości (bo rezerwy pozwalały finansować nasz import przez 4,9–6,1 miesiąca) niż w warunkach członkostwa (tylko przez 3,7–4,8 miesiąca, a w kryzysowym 2008 r. nawet przez 2,8 miesiąca).

W innych krajach UE-12 analizowana relacja była nieznacznie wyższa niż w Polsce tylko w Rumunii i Bułgarii, które poprawiły płynność finansową w warunkach członkostwa. W pozostałych notowano bardzo wyraźne pogorszenie tego wskaźnika do poziomu pozwalającego realizować gotówkowe zakupy importowe przez mniej niż miesiąc (por. tab. 3).

⁷ Z analizy tego ostatniego celu zrezygnowano, gdyż dla gospodarki Polski i innych krajów o podobnym poziomie rozwoju priorytetowe znaczenie ma zagwarantowanie bezpieczeństwa w rozliczeniach z zagranicą oraz stabilności i wiarygodności finansowej kraju, a nie osiągnięcie przychodu z inwestowanych rezerw.

⁸ Nie można bowiem osiągnąć wiarygodności kredytowej, jeżeli kraj traci płynność i stabilność systemu finansowego.

⁹ Por. K.M.E. Dominguez, Y. Hashimoto, T. Ito, *International Reserves and the Global Financial Crisis*, NBER Working Paper No. 17362, NBER, Cambridge 2011, s. 3; O. Jeanne, R. Roudot, *The Optimal Level of International Reserves for Emerging Market Countries. Formulas and Applications*, IMF Working Paper 2006, No. 229; *Debt – and Reserve – Related Indicators of External Vulnerability*, Public International Notice, IMF, Washington March 2000; G.L. Kaminsky i in., *Leading Indicators of Currency Crises*, IMF Working Paper 97/79, IMF, Washington, July 1997.

Tabela 3. Relacja rezerw dewizowych do miesięcznego importu w krajach UE w latach 1995–2011

Kraje	1995	2000	2005	2010	2011
UE-15					
Dania	1,54	2,34	3,01	5,74	5,60
Włochy	2,43	1,68	1,46	2,84	2,68
Szwecja	3,03	1,66	1,64	2,38	2,11
Portugalia	6,07	3,14	1,45	2,22	2,10
Francja	1,81	1,82	1,27	2,16	1,91
Niemcy	2,17	1,42	1,04	1,67	1,53
Austria	2,91	2,12	0,79	1,18	1,10
Wielka Brytania	1,27	0,82	0,54	1,04	1,04
Hiszpania	3,15	2,02	0,50	0,77	1,01
Finlandia	2,84	2,04	1,53	1,06	0,99
Holandia	2,31	0,74	0,53	0,92	0,89
Grecja	6,98	3,86	0,35	0,80	0,79
Belgia	.	.	0,42	0,75	0,69
Irlandia	1,93	0,54	0,05	0,09	0,07
Luksemburg	.	.	0,02	0,05	0,05
UE-12					
Rumunia	2,71	2,78	5,48	8,06	6,56
Bułgaria	2,77	5,06	4,74	6,73	5,33
Polska	4,86	5,41	3,96	4,79	4,30
Węgry	6,38	3,35	2,60	4,22	4,20
Łotwa	3,22	2,75	2,60	6,55	3,99
Czechy	5,59	3,86	3,95	3,45	2,79
Litwa	2,51	2,63	2,57	2,95	2,71
Cypr	2,93	3,58	4,95	0,93	0,99
Malta	5,23	3,53	4,86	0,61	0,54
Słowacja	4,24	3,45	4,44	0,34	0,33
Słowenia	1,99	3,25	4,17	0,40	0,31
Estonia	2,40	2,09	1,76	1,83	0,11
UE-27	2,80	2,10	2,00	2,80	4,30

Źródło: World Data Bank, <http://data.bank.worldbank.org/Data/Home.aspx> (2.03.2013).

Z relacji rezerw dewizowych do krótkoterminowego zadłużenia zagranicznego wynika, że w okresie przedakcesyjnym jej wartość w Polsce była również większa niż w warunkach członkostwa. W roku 2000 wynosiła bowiem około 288% (a w 1995 r. nawet ponad 400%), natomiast w 2011 roku obniżyła się o blisko połowę (do 136% – por. tab. 4). Dowodzi to, że dynamicznie akumulowane rezerwy pozwalały wprowadzić na płynną obsługę naszych zobowiązań zagranicznych z terminem płatności krótszym niż rok, ale po uwzględnieniu spłat długu długoterminowego wymagał-

nych w ciągu 12 miesięcy mogłyby okazać się za małe, aby strukturalnie zadłużonej Polsce zagwarantować płynność i wiarygodność kredytową¹⁰.

Tabela 4. Relacja rezerw dewizowych do zagranicznego zadłużenia krótkoterminowego w wybranych krajach UE w latach 1995–2011 (%)

Kraje	1995	2000	2005	2010	2011
Bułgaria	319,2	241,8	195,8	112,0	133,4
Łotwa	1931,0	32,3	31,5	59,8	53,1
Litwa	1679,1	122,3	71,7	120,6	156,6
Rumunia	201,4	445,3	291,4	183,9	161,5
Polska	404,4	287,6	157,3	122,2	136,3

Źródło: World Data Bank, <http://data.bank.worldbank.org/Data/Home.aspx> (2.03.2013); *Zadłużenie zagraniczne Polski*, NBP, www.nbp.pl/home.aspx?f=/statystyka/zadluz.html (5.03.2013).

Na podstawie dostępnych danych dotyczących krajów UE-12¹¹ można stwierdzić, że podobne tendencje zaobserwowano w Bułgarii, Rumunii i na Litwie. Z kolei Łotwa, która charakteryzowała się w 1995 roku najwyższą relacją rezerw dewizowych do zadłużenia krótkoterminowego (aż 1931%), w 2011 roku obniżyła jej poziom do zaledwie 53%, a więc mocno poniżej dopuszczalnej wartości progowej (wynoszącej 100%).

Relacja rezerw dewizowych do PKB w krajach o stabilnych finansach i zdrowym systemie bankowym jest stosunkowo stabilna¹². Tymczasem w Polsce jej poziom wykazywał tendencję rosnącą. W roku 2011 był prawie 2 razy wyższy (19,0%) niż w połowie lat 90. ubiegłego wieku (10,8%) i odpowiednio prawie 3 i 2 razy wyższy od średniego poziomu notowanego w UE-27 (por. tab. 5). Z jednej strony odzwierciedla to coraz większą rolę aktywów rezerwowych w rozwoju Polski, gdyż są one skutkiem zarówno transakcji bieżących, jak i napływu kapitału zagranicznego w postaci inwestycji bezpośrednich, portfelowych i kredytów, które umożliwiają przyspieszenie wzrostu gospodarczego. Z drugiej zaś wskazuje na niestabilność finansową kraju i niedostateczny rozwój krajowego systemu bankowego.

¹⁰ Szerzej na ten temat zob. m.in. *Gospodarka i handel zagraniczny Polski w 2007 roku, 2008 roku i 2011 roku*, IBRKiK, Warszawa 2008, s. 58, Warszawa 2009, s. 74, Warszawa 2012, s. 92.

¹¹ Badanej relacji nie można obliczyć w odniesieniu do krajów UE-15 ze względu na brak ryzyka utraty zdolności do obsługi długu zagranicznego, a dla wszystkich państw UE-12 – z powodu braku odpowiednich danych statystycznych.

¹² Por. M. Barwiński i in., *op.cit.*, s. 8.

Tabela 5. Relacja rezerw dewizowych do PKB w krajach UE w latach 1995–2011 (%)

Kraje	1995	2000	2005	2010	2011
UE-15					
Dania	6,4	9,8	13,2	24,4	25,5
Szwecja	10,2	6,7	6,7	10,4	9,3
Portugalia	18,9	12,2	5,4	9,2	8,8
Włochy	5,4	4,3	3,7	7,8	7,7
Niemcy	4,8	4,6	3,7	6,6	6,5
France	3,7	4,8	3,5	6,5	6,1
Holandia	11,3	4,6	3,2	6,0	6,0
Austria	9,8	9,2	3,9	5,9	5,9
Belgia	8,5	5,3	3,2	5,7	5,7
Finlandia	8,1	6,9	5,8	4,1	3,9
Wielka Brytania	4,2	2,9	1,9	3,7	3,9
Hiszpania	6,8	6,1	1,5	2,3	3,2
Grecja	12,3	11,7	1,0	2,2	2,3
Luksemburg	0,9	0,5	0,7	1,6	1,7
Irlandia	13,1	5,5	0,4	1,0	0,8
UE-12					
Węgry	26,4	24,2	16,9	35,0	34,9
Bułgaria	12,5	27,2	30,1	36,1	32,2
Rumunia	7,4	9,2	21,8	29,7	26,7
Łotwa	11,5	11,7	14,7	31,7	22,6
Litwa	10,5	11,9	14,7	18,2	19,2
Polska	10,8	16,0	14,0	19,9	19,0
Czechy	25,3	22,3	22,7	21,4	18,6
Malta	45,0	37,2	43,1	6,6	5,8
Cypr	14,0	20,1	26,1	4,9	4,8
Słowacja	15,3	15,2	25,2	2,5	2,5
Słowenia	8,7	16,0	22,8	2,3	2,0
Estonia	15,4	16,3	14,0	13,6	0,9
UE-27	6,3	5,6	4,3	7,3	7,2

Źródło: World Data Bank, <http://data.bank.worldbank.org/Data/Home.aspx> (2.03.2013).

Poziom analizowanej relacji zwiększył się zwłaszcza w okresie obecnego kryzysu finansowego. Motywem przyspieszonej akumulacji rezerw przez NBP była zatem obawa przed wystąpieniem kryzysu walutowego. Podobnymi przesłankami kierowała się władza monetarna większości krajów UE-12. Wyższe niż w Polsce udziały rezerw w PKB osiągały bowiem Węgry, Bułgaria, Rumunia, Łotwa Litwa oraz Czechy, natomiast niższe, zwłaszcza w ostatnich dwóch latach, kraje należące do sfery euro (Malta, Cypr, Słowacja, Słowenia i Estonia),

w których wskaźnik ten obniżył się nawet poniżej 5%, a więc do poziomu 2 razy niższego od uznawanego za bezpieczny. Podobny poziom wskaźnika notowano również w krajach UE-15, takich jak Finlandia, Wielka Brytania, Hiszpania, Grecja, Luksemburg i Irlandia. W połowie z nich wystąpił jednak kryzys walutowy.

Innym wskaźnikiem sygnalizującym niestabilność finansową kraju, a konkretnie wzrost inflacji i zagrożenie wystąpienia silnych wahań kursu pieniądza krajowego, jest relacja rezerw dewizowych do M2¹³. W Polsce wskaźnik ten przekraczał wprawdzie bezpieczną wartość progową 20%, ale w okresie przedakcesyjnym był wyraźnie wyższy niż w warunkach członkostwa (por. tab. 6). Oznacza to, że akumulacja rezerw dewizowych wyprzedzała przyrost masy pieniądza¹⁴.

Tabela 6. Relacja rezerw dewizowych do M2 w wybranych krajach UE w latach 1995–2011 (%)

Kraje	1995	2000	2004	2005	2007	2009	2010	2011
UE-15								
Dania	11,4	21,3	24,4	17,2	15,4	26,3	28,6	34,5
Irlandia	14,3	–	–	–	–	–	–	–
Holandia	31,3	–	–	–	–	–	–	–
Szwecja	24,4	16,7	10,4	8,9	7,2	11,6	12,2	10,8
Wielka Brytania	6,1	2,7	1,7	1,5	1,3	1,7	2,0	2,3
UE-12								
Bułgaria	18,5	76,9	71,4	55,6	58,8	55,6	50,0	41,7
Cypr	6,4	7,3	8,8	8,6	8,5			
Czechy	35,7	35,7	45,5	38,5	29,4	29,4	29,4	25,0
Estonia	1000,0	1000,0	500,0	333,3	500,0	500,0	333,3	–
Węgry	55,6	52,6	32,3	32,3	30,3	55,6	55,6	55,6
Łotwa	58,8	41,7	38,5	34,5	47,6	58,8	62,5	47,6
Litwa	58,8	52,6	45,5	35,7	43,5	37,0	35,7	40,0
Malta	17,5	13,0	13,9	12,5	14,3	–	–	–
Polska	34,5	40,0	35,7	32,3	32,3	34,5	35,7	32,3
Rumunia	24,4	28,6	66,7	66,7	66,7	71,4	76,9	66,7
Słowacja	1000,0	1000,0	1000,0	1000,0	1000,0	–	–	–

Źródło: World Data Bank, <http://data.bank.worldbank.org/Data/Home.aspx> (2.03.2013).

¹³ Agregat ten obejmuje wartość pieniądza gotówkowego w obiegu oraz ogół wkładów złotych i walutowych na wszystkie terminy (por. A. Kaźmierczak, *Polityka pieniężna w gospodarce rynkowej*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2000, s. 79).

¹⁴ Por. M.A. Dąbrowski, *Czy akumulacja rezerw dewizowych przez kraje Azji Wschodniej jest przejawem interwencjonizmu państwowego?*, „*Ekonomista*” 2009, nr 2.

Narzędziami pozwalającymi utrzymać tę relatywnie niską stabilność systemu finansowego była w latach 90. ubiegłego wieku gotowość NBP do działań na rynku walutowym oraz obowiązek handlu dewizami z bankami komercyjnymi w celu utrzymania kursu złotego w wyznaczonym przedziale wahań. Od końca ubiegłej dekady interwencje władzy monetarnej polegały na trzykrotnym ubieganiu się o przedłużenie Elastycznej Linii Kredytowej MFW (zwiększającej zaufanie rynku i nasze rezerwy dewizowe o ponad 33 mld USD)¹⁵ oraz – głównie w latach 2010–2011 – na kilkukrotnej sprzedaży walut obcych za walutę krajową w celu przeciwdziałania destabilizacji na rynku walutowym¹⁶.

Spośród krajów UE-12 w strefie znacznie większego bezpieczeństwa przed ryzykiem niestabilności finansowej znajdowała się większość z nich, a głównie te, które wprowadziły zarząd walutowy i/lub weszły do strefy euro. Bułgaria, Estonia, Litwa, Łotwa oraz Słowacja usztywniły w ten sposób swoje kursy walutowe wobec euro, co miało je chronić przed nadmierną podażą pieniądza, inflacją i ryzykiem kursowym w warunkach deficytu płatniczego. Wyjątek stanowiły Cypr i Malta, w których analizowana relacja kształtowała się poniżej wartości progowej.

W całym analizowanym okresie Polska charakteryzowała się strukturalnym deficytem w obrotach bieżących (wyjątkiem był 1995 r., w którym osiągnęliśmy niewielką nadwyżkę). Jednak po wstąpieniu do UE relacja rezerw dewizowych do deficytu była w Polsce coraz mniejsza. W roku 2005 były nimi finansowane zobowiązania z tytułu transakcji bieżących przez 5,9 roku natomiast w latach 2010–2011 przez 3,9 roku (por. tab. 7).

Tabela 7. Relacja rezerw dewizowych do bilansu obrotów bieżących w krajach UE w latach 1995–2011 (%)

Kraje	1995	2000	2005	2010	2011
1	2	3	4	5	6
UE-15					
Austria	-333,2	-1318,0	189,4	169,1	1092,9
Dania	628,2	693,9	306,5	417,2	449,8
Szwecja	523,6	167,3	97,1	162,6	142,6

¹⁵ Por. *Elastyczna linia kredytowa. Polska może być dobrym przykładem*, [www. money.pl/gospodarka](http://www.money.pl/gospodarka) (19.01.2013).

¹⁶ Por. W. Michalczyk, *Rola rezerw dewizowych w polskiej polityce walutowej*, w: *Wyzwania gospodarki globalnej*, Prace i Materiały Instytutu Handlu Zagranicznego nr 31, Wydawnictwo Uniwersytetu Gdańskiego, Sopot 2012, (CD); Ł. Wilkowicz, *Nerwowo na rynkach, NBP wspiera złotego*, „Rzeczpospolita” z 24–25.09.2011; Ł. Wilkowicz, *Bank centralny znów bronił kursu złotego*, „Rzeczpospolita” z 1.10.2011.

1	2	3	4	5	6
Niemcy	-406,7	-269,4	72,5	107,6	115,5
Irlandia	509,6	-1519,0	-12,2	91,2	67,4
Holandia	183,0	243,5	43,9	76,7	62,0
Luksemburg	8,0	3,8	6,3	19,2	24,1
Grecja	-562,8	-148,6	-12,5	-21,0	-23,6
Hiszpania	-2060,7	-153,6	-20,7	-50,5	-90,0
Portugalia	-16739,7	-117,0	-52,3	-91,8	-133,9
Wielka Brytania	-365,8	-111,0	-73,4	-109,5	-203,2
Włochy	242,0	-816,5	-221,7	-217,5	-252,2
Francja	539,7	323,9	-724,7	-416,8	-309,5
Finlandia	203,7	79,9	175,2	273,1	-324,1
Belgia	-	-	155,7	317,9	-409,9
UE-12					
Słowenia	-2431,1	-583,8	-1199,1	-396,5	22693,9
Słowacja	990,3	-630,4	-386,5	-71,6	19498,6
Bułgaria	-6337,9	-498,8	-259,8	-2162,8	7598,8
Węgry	-728,5	-280,2	-225,8	3454,0	3698,4
Estonia	-369,4	-308,6	-140,5	467,2	43,4
Cypr	-631,3	-382,8	-456,3	-49,4	-101,6
Polska	1751,4	-265,6	-587,7	-389,0	-390,5
Rumunia	-147,9	-250,6	-254,0	-662,0	-575,8
Czechy	-1063,9	-488,6	-2443,3	-558,8	-634,5
Łotwa	-3724,8	-248,0	-118,4	1051,1	-1013,7
Litwa	-134,9	-201,9	-208,4	1236,1	-1324,7
Malta	-426,5	-306,2	-492,5	-125,9	-2346,5

Źródło: World Data Bank, <http://data.bank.worldbank.org/Data/Home.aspx> (2.03.2013).

Wśród krajów UE-12, w gorszej sytuacji od Polski był tylko Cypr, natomiast Słowenia, Słowacja, Bułgaria, Węgry i Estonia nie tylko zmniejszały deficyty w obrotach bieżących, ale w końcu badanego okresu notowały również znaczne nadwyżki, a w Rumunii, Czechach na Łotwie i Litwie okres finansowania aktywami rezerwowymi deficytów bieżących był wyraźnie dłuższy niż w Polsce. Świadczy to o pogarszającej się wiarygodności finansowej naszego kraju.

Podsumowanie

Z przeprowadzonych badań wynika, że:

1. W warunkach członkostwa Polski w Unii Europejskiej notowano przyspieszoną akumulację aktywów rezerwowych. Ich dynamika była jednak niższa

niż w Rumunii, Bułgarii na Łotwie i Litwie, ale wyraźnie wyższa od osiąganą w pozostałych krajach UE-12 oraz UE-15 (z wyjątkiem Danii).

2. Poprawiła się nasza pozycja w strukturze podmiotowej rezerw. W roku 2011, z udziałem prawie trzykrotnie większym niż w 1995 roku, znaleźliśmy się na czwartym miejscu w UE-27 oraz utrzymaliśmy czołową pozycję w UE-12. Z pozostałych krajów UE-12 – cztery poprawiły swój udział, w jednym nie zanotowano żadnych zmian, a w pięciu należących do strefy euro nastąpiło pogorszenie odsetka.

3. Zgromadzone rezerwy zapewniały bezpieczeństwo polskiej gospodarce, ale poziom tego bezpieczeństwa był niezbyt wysoki, a ponadto pogarszał się w warunkach członkostwa w UE. Dotyczyło to zwłaszcza coraz mniejszej roli rezerw w zabezpieczaniu płynności finansowej (mierzonej wskaźnikiem rezerw do miesięcznego importu i zadłużenia krótkoterminowego) oraz stabilności i wiarygodności kredytowej (mierzonej relacją rezerw do M2 i deficytu obrotów bieżących).

W lepszej sytuacji niż Polska były na ogół te kraje UE-12, które wprowadziły zarząd walutowy i/lub weszły do strefy euro, gdyż gwarantowało to im przede wszystkim większą stabilność systemu finansowego i wiarygodność kredytową. Polska powinna zatem przyspieszyć tempo akumulacji aktywów rezerwowych, aby badane relacje osiągały w przyszłości wyższy poziom bezpieczeństwa zewnętrznego, zwłaszcza w kontekście zapowiadanego wejścia do strefy euro. Zwiększone zapotrzebowanie w warunkach uczestnictwa złotego w ERM 2 wynikać będzie z konieczności utrzymywania jego kursu w ściśle określonych granicach przez 2 lata, przekazywania przez NBP części rezerw do EBC oraz opłacania naszego członkostwa w tym banku¹⁷.

Literatura

Assessing Reserve Adequacy, IMF Policy Paper, IMF, Washington 2011.

Barwiński M. i in., *Przesłanki oceny poziomu rezerw dewizowych*, Materiały i Studia z. nr 170, NBP, Warszawa, grudzień 2003.

Beaufort Wijnholds J.A.H. de, *The Need for International Reserves and Credit Facilities*, Martinus Nijhoff Social Sciences Division, Leiden 1977.

¹⁷ Por. *Zasoby zostaną w kraju po wejściu do eurolandu*, „Rzeczpospolita” z 25.02.2013.

- Dąbrowski M.A., *Czy akumulacja rezerw dewizowych przez kraje Azji Wschodniej jest przejawem interwencjonizmu państwowego?*, „*Ekonomista*” 2009, nr 2.
- Debt – and Reserve – Related Indicators of External Vulnerability*, Public International Notice, IMF, Washington, March 2000.
- Dominguez K.M.E., Hashimoto Y., Ito T., *International Reserves and the Global Financial Crisis*, NBER Working Paper No. 17362, NBER, Cambridge 2011.
- Elastyczna linia kredytowa. Polska może być dobrym przykładem*, www.money.pl/gospodarka.
- Gospodarka i handel zagraniczny Polski w 2007 roku, 2008 roku i 2011 roku*, IBRKiK, Warszawa 2008, 2009, 2012.
- Jeanne O., Rouciere R., *The Optimal Level of International Reserves for Emerging Market Countries. Formulas and Applications*, IMF Working Paper 2006, No. 229.
- Kaminsky G.L. i in., *Leading Indicators of Currency Crises*, IMF Working Paper 97/79, IMF, Washington, July 1997.
- Każmierczak A., *Polityka pieniężna w gospodarce rynkowej*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2000.
- Michalczyk W., *Rola rezerw dewizowych w polskiej polityce walutowej*, w: *Wyzwania gospodarki globalnej*, Prace i Materiały Instytutu Handlu Zagranicznego nr 31, Wydawnictwo Uniwersytetu Gdańskiego, Sopot 2012 (CD).
- Nakonieczna-Kisiel H., *A Country's Demand of Official Reserves Assets*, „*Folia Oeconomica Stetinensia*” 2008, nr 7.
- Obstfeld M., Shambaugh J.C., Taylor A.M., *Financial Stability, the Trilemma, and International Reserves*, NBER Working Paper No. 14217, NBER, Cambridge 2008.
- Park D., Estrada G.M., *Are Developing Asia's Foreign Exchange Reserves Excessive? An Empirical Examination*, ADB Economics Working Paper Series No. 170, Asian Development Bank, Manila 2009.
- Wilkowicz Ł., *Bank centralny znów bronił kursu złotego*, „*Rzeczpospolita*” z 1.10.2011.
- Wilkowicz Ł., *Nerwowo na rynkach, NBP wspiera złotego*, „*Rzeczpospolita*” z 24–25.09.2011.
- World Data Bank, <http://data.bank.worldbank.org/Data/Home.aspx>.
- Zadłużenie zagraniczne Polski*, NBP, www.nbp.pl/home.aspx?f=/statystyka/zadluz.html.
- Zasoby zostaną w kraju po wejściu do eurolandu*, „*Rzeczpospolita*” z 25.02.2013.

FOREIGN RESERVES OF POLAND AGAINST THE EUROPEAN UNION**Summary**

The article purpose was to present the amount and composition changes of Polish foreign reserves under EU membership conditions, especially against new member states accepted in 2003. The research has resulted in the following conclusions: the growth of Polish reserves stock increased in 2004–2011, Poland's position in subjective structure of EU reserves has improved, but at the same time their importance in Polish economy decreased, especially in the areas of financial liquidity safety, stability and creditworthiness. Much better situation attributed to those EU-12 member states, which had implemented the currency board and/or joined Euro area, because they achieved better financial system stabilization and creditworthiness.

Keywords: foreign reserves, EU-27, EU-12, foreign reserve safe level indices