

# GOSPODARKA NARODOWA

2  
(282)  
Rok LXXXVI/XXVII  
marzec–kwiecień  
2016  
s. 77–90

---

Michał PRONOBIS\*

## Poziom rezerw walutowych a koszty zarządzania nadpłynnością w polskim systemie bankowym

---

**Streszczenie:** Celem artykułu jest ocena działań operacyjnych NBP pod względem kosztów i przychodów finansowych, jakie one generują. Analiza ma charakter nietypowy, ponieważ nie dąży do oceny polityki banku centralnego w zakresie osiągania nadrzędnych celów (stabilność cen). Zamiarem autora jest raczej oszacowanie salda finansowego operacji podejmowanych przez NBP oraz identyfikacja ewentualnych rozwiązań ukierunkowanych na zmniejszenie kosztu prowadzenia polityki pieniężnej w Polsce. Artykuł ma głównie charakter empiryczny. Autor charakteryzuje proces prowadzenia polityki pieniężnej NBP na poziomie operacyjnym oraz identyfikuje i oszacowuje koszty i przychody finansowe związane z jej prowadzeniem, zarówno z punktu widzenia samego banku centralnego, jak i szeroko rozumianej sfery finansów publicznych.

Wyniki analizy wskazują, że stopa zwrotu z lokowania rezerw walutowych w Polsce jest niższa niż średnie koszty obsługi zadłużenia zagranicznego Skarbu Państwa. Ponadto rezerwy walutowe NBP zanotowały w ostatnich latach wzrost, przekraczając poziomy uznawane powszechnie za bezpieczne. Nadmiar rezerw generuje koszty finansowe, głównie ze względu na konieczność absorpcji nadpłynności z krajowego systemu bankowego. Wnioskiem z analizy jest sugerowana modyfikacja bieżących działań NBP i Ministerstwa Finansów oraz ich lepsza koordynacja. Krokiem we właściwym kierunku byłoby uszczuplenie stanu rezerw dewizowych o 30% w celu spłaty części zadłużenia zagranicznego, a zarazem likwidacja nadpłynności w systemie bankowym. Nie zagrażałoby to równowadze płatniczej kraju oraz nie ograniczałoby skuteczności polityki pieniężnej w osiąganiu jej nadrzędnych celów. Rezultatem byłaby natomiast poprawa efektywności finansowej działań operacyjnych NBP.

**Słowa kluczowe:** polityka pieniężna, bank centralny, rezerwy walutowe, zadłużenie zagraniczne, operacje płynnościowe

**Kody klasyfikacji JEL:** E44, E52, E58, E61

---

\* Wyższa Szkoła Bankowa w Gdańsku, Wydział Finansów i Zarządzania, Katedra Ekonomii;  
e-mail: mpronobis@wsb.gda.pl

---

Artykuł nadesłany 30 września 2015 r., zaakceptowany 2 marca 2016 r.

---

## Wprowadzenie

W gospodarce rynkowej działania banków centralnych prowadzone są w sposób uporządkowany i zgodnie z przyjętymi ogólnie zasadami. Polityka pieniężna realizowana jest w taki sposób, aby osiągać powierzane jej cele, jakimi mogą być stabilność cen, stabilność kursu walutowego, wspieranie wzrostu gospodarczego lub promowanie pełnego zatrudnienia. Władze monetarne po wyznaczeniu tego typu celów finalnych, określają cele pośrednie, takie jak wielkości agregatów monetarnych lub poziom stóp procentowych, które mają bezpośredni wpływ na możliwości osiągnięcia nadrzędnych celów strategicznych. Osiągnięcie celów finalnych i pośrednich uwarunkowane jest osiągnięciem krótkookresowych celów operacyjnych np. wysokość bazy monetarnej lub poziom stopy „krótkiej” na rynku międzybankowym. Cel operacyjny osiąga się z kolei przez codzienne działania operacyjne, jak np. operacje płynnościowe czy interwencje rynkowe [Mishkin, 2004, s. 414–415].

W Polsce bank centralny od 1998 r. realizuje strategię dążenia do osiągnięcia bezpośredniego celu inflacyjnego (BCI). Cel, jakim jest stabilność cen, NBP osiąga poprzez kontrolowanie rynkowych stóp procentowych (cel pośredni), zaś na poziomie operacyjnym oznacza to kontrolowanie krótkiej (jednodniowej) stawki na międzybankowym rynku pieniężnym. Do osiągnięcia celu operacyjnego służą przede wszystkim bieżące operacje otwartego rynku, ale też stałe instrumentarium depozytowo-kredytowe banku [Kazimierczak, 2008, s. 131].

W artykule dokonano przeglądu działań NBP na poziomie operacyjnym oraz podjęto analizę ich ekonomicznej racjonalności, zarówno z punktu widzenia samego banku centralnego, jak i szeroko rozumianej sfery finansów publicznych. Zamiarem autora nie jest kwestionowanie strategii NBP jako takiej, tylko analiza bieżących działań operacyjnych władz monetarnych w Polsce i ich efektów finansowych. Celem artykułu jest zatem ocena działań operacyjnych NBP, identyfikacja ewentualnych suboptymalnych rozwiązań w tym obszarze oraz wypracowanie ewentualnych sugestii i korekt zmierzających w kierunku zwiększenia efektywności i polepszenia rezultatów prowadzonej polityki pieniężnej w Polsce.

Artykuł ma charakter empiryczny.

## Cel i działania operacyjne NBP

Polski bank centralny prowadzi autonomiczną politykę pieniężną, skierowaną na utrzymanie stabilności cen w warunkach płynnego kursu walutowego. Zgodnie z art. 227 ust. 1 Konstytucji RP NBP odpowiada za wartość polskiego pieniądza. Ustawa z dnia 29 sierpnia 1997 r. o NBP w art. 3 ust. 1

stanowi, że podstawowym celem działalności NBP jest utrzymanie stabilnego poziomu cen, przy jednoczesnym wspieraniu polityki gospodarczej rządu, o ile nie ogranicza to podstawowego celu banku centralnego.

Stabilność cen jest powszechnie rozumiana jako umiarkowana dodatnia dynamika wzrostu cen, która nie zakłóca i nie wpływa niekorzystnie na proces podejmowania decyzji przez podmioty gospodarcze. Zagrożeniem dla stabilności cen może być zarówno nadmierna inflacja lub trwała deflacja, szczególnie gdy towarzyszy jej stagnacja gospodarcza. Realizując swój mandat w postaci zapewnienia stabilności cen, NBP buduje fundament i niezbędne warunki dla długotrwałego wzrostu gospodarczego w Polsce. Od 2004 r. Rada Polityki Pieniężnej realizuje strategię dążenia do osiągnięcia ciągłego celu inflacyjnego na poziomie 2,5% z symetrycznym pasmem odchyień o zakresie +/- 1 pkt proc. [NBP, 2015c, s. 7].

Przyjmuje się, że strategia BCI, choć wiąże się z ryzykiem występowania znacznych wahań kursowych, wykazuje największą skuteczność w obrębie krajów, które stabilizują osiągniętą już niską inflację. W takich warunkach bank centralny posiada już wysoką reputację antyinflacyjną, zmniejsza się ryzyko dużego odchylenia rzeczywistej stopy inflacji od celu i zwiększa się elastyczność polityki monetarnej w reakcji na nieprzewidziane wstrząsy. Ponadto system płynnego kursu walutowego, który implikowany jest przez przyjęcie strategii BCI – sprzyja skuteczności jej realizacji, ponieważ próby oddziaływania banku centralnego na kurs mogłyby prowadzić do wymuszenia zmian stóp procentowych niezgodnych z przyjętym celem głównym, czyli utrzymaniem niskiej inflacji [NBP, 2003, s. 11].

Aby zapewnić osiągnięcie finalnego celu inflacyjnego na poziomie NBP realizuje strategię kontrolowania rynkowych stóp procentowych. Władze monetarne bezpośrednio oddziałują na poziom krótkich stawek międzybankowego rynku pieniężnego poprzez przeprowadzane na bieżąco operacje płynnościowe: podstawowe operacje otwartego rynku (o terminie 7 dni) oraz bieżące operacje kredytowe-depozytowe o terminie *overnight* (O/N).

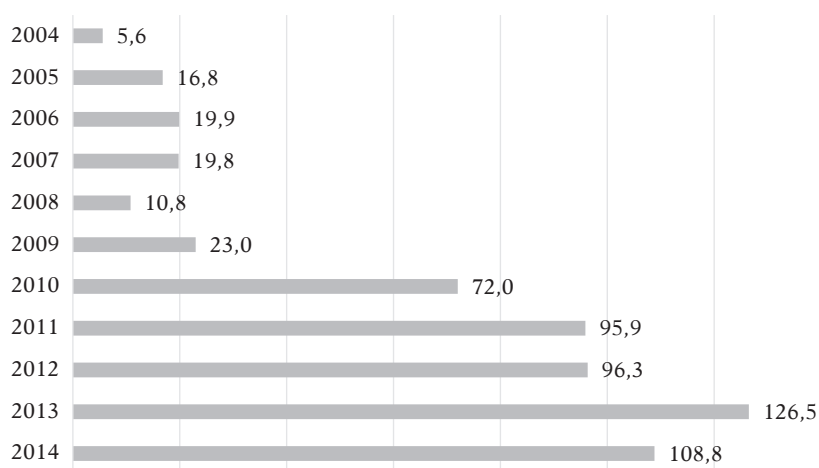
Podstawowym narzędziem polityki pieniężnej NBP jest krótkoterminowa stopa procentowa – stopa referencyjna, określająca minimalną dochodowość 7-dniowych podstawowych operacji otwartego rynku, wpływająca wprost na poziom krótkoterminowych stóp rynkowych. Zmiany wysokości stopy referencyjnej odzwierciedlają kierunek prowadzonej przez NBP polityki monetarnej. Dodatkowo stopa depozytowa i lombardowa wyznaczają przestrzeń wahań stopy O/N na rynku międzybankowym. Formalnym celem operacyjnym polityki pieniężnej jest utrzymanie jednodniowej stawki międzybankowej (POLONIA) na poziomie zbliżonym do stopy referencyjnej NBP [NBP, 2015a, s. 20].

Na przykład jeśli stopy procentowe na rynku pieniężnym utrzymują się poniżej pożądanego poziomu, NBP ma możliwość krótkoterminowej absorpcji płynności poprzez sprzedaż bonów pieniężnych na otwartym rynku, co powoduje presję na wzrost rynkowej ceny pieniądza. Innym narzędziem,

choć mniej bezpośrednim i nie używanym doraźnie, może być podniesienie oficjalnych stóp procentowych NBP, co automatycznie wpływałoby na wyższe kwotowania transakcji na rynku międzybankowym i wzrost stawek WIBOR. Powyższe mechanizmy stanowią klasyczne instrumentarium stosowane przez większość banków centralnych na świecie [Bernanke, Mishkin, 1997, s. 99].

Polityka pieniężna w Polsce od kilkunastu lat nieprzerwalnie realizowana jest w warunkach strukturalnej nadpłynności sektora bankowego. Wykres 1 przedstawia poziom krótkoterminowej płynności sektora bankowego liczonej saldem operacji otwartego rynku NBP i operacji depozytowo-kredytowych. Widać stały trend wzrostu bieżącej płynności w systemie w latach 2001–2014. W 2013 r. średnia nadpłynność w sektorze wynosiła 126,5 mld zł. W 2014 r. nastąpiło pierwsze od pięciu lat zmniejszenie się płynności w systemie bankowym. Niekoniecznie musi to jednak oznaczać trwałego odwrócenia trendu powiększającego się zasobu płynnych rezerw w polskim sektorze bankowym. Jest to raczej tymczasowy spadek i po nim nastąpi prawdopodobnie ponowny wzrost lub utrzymanie się nadpłynności na wysokim poziomie<sup>1</sup>. Mimo zanotowanego spadku, w 2014 r. nadpłynność i tak była znacząca i wyniosła prawie 109 mld zł.

Wykres 1. Krótkoterminowa płynność sektora bankowego w Polsce (w mld zł)



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych NBP [NBP, 2015a, s. 7].

<sup>1</sup> Od roku 2016 można się spodziewać przyspieszenia absorpcji środków z UE z nowej perspektywy 2014–2020, co będzie implikować kolejną falę napływu walut trafiającą do polskiego systemu bankowego. Trudno w tej chwili oszacować, w jakim stopniu jednak można przyjąć założenie, że część tych środków będzie wymieniana na złote w banku centralnym, co będzie zwiększać zasób zagranicznych aktywów rezerwowych NBP oraz podnosić stan płynności w sektorze bankowym.

Nadmiar płynności w polskim systemie bankowym bierze się głównie z czynników egzogenicznych, niezależnych od banku centralnego [Przybylska-Kapuścińska, 2005, s. 87]. Generalną siłą sprawczą jest tu napływ kapitału netto ze źródeł zewnętrznych. Polska jest otwartą gospodarką i napływ kapitału powoduje, że zasób dewiz trafia do systemu bankowego, a w ostatecznym rozrachunku do banku centralnego, w wyniku czego, w rezultacie wymiany, dochodzi do emisji pieniądza krajowego. W uproszczeniu jednemu dodatkowemu euro w zasobie rezerw walutowych NBP towarzyszy emisja około czterech złotych w krajowym obiegu pieniądza<sup>2</sup>.

W ostatnich kilku latach doszło do symptomatycznego wzrostu poziomu nadpłynności w systemie bankowym. Za wzrost ten odpowiadają w największym stopniu właśnie transakcje skupu i sprzedaży walut obcych przez NBP [NBP, 2014, s. 12]. Saldo tych transakcji było dodatnie (z wyjątkiem 2014 r.), co oznaczało, że systematycznie dochodziło do skupu netto walut obcych przez polski bank centralny. NBP skupował waluty pochodzące ze środków Unii Europejskiej trafiających do kraju w postaci funduszy strukturalnych i Wspólnej Polityki Rolnej. NBP skupował ponadto waluty na zlecenie Ministerstwa Finansów (MF) ze środków gromadzonych na rachunku walutowym MF w banku centralnym, pochodzących głównie z emisji obligacji na rynki zagraniczne oraz kredytów zaciąganych w międzynarodowych instytucjach finansowych. Innymi słowy, rząd w ostatnich kilku latach był w stanie regulować swoje zobowiązania zagraniczne z tytułu zapadającego długu poprzez emisję nowego długu, bez potrzeby kupowania środków walutowych w NBP. Z kolei środki płynące do kraju w formie funduszy unijnych, decyzją ich dysponenta (czyli MF), zamieniane były na złote głównie za pośrednictwem banku centralnego, z pominięciem rynku walutowego, co pozwalało uniknąć efektu aprecjacji złotego. Wymiana euro w NBP nie wywoływała efektów kursowych, implikowała jednak dodatkową emisję pieniądza rezerwowego i wzrost nadpłynności w polskim systemie bankowym [Pronobis, Pronobis, 2011, s. 95]. Mechanizm ten stanowił główne źródło powiększającej się płynności w sektorze. Wyjątkiem na tym tle okazał się rok 2014, kiedy MF dokonywało wymiany dewiz na rynku walutowym za pośrednictwem BGK. Brak konieczności skupu dużych ilości środków walutowych od rządu przez NBP zaowocowało spadkiem płynności sektora bankowego. Mimo spadku zanotowanego w 2014 r., nadpłynność w systemie bankowym pozostawała faktem, znacząco przekraczając poziom 100 mld zł.

Analiza powyższej sytuacji prowadzi do paradoksalnego wniosku. Otóż czynniki prowadzące do zmian w poziomie płynnych rezerw w systemie bankowym mają charakter autonomiczny, leżąc poza możliwościami oddziaływania przez NBP. Z drugiej strony, zmiany w poziomie płynności w sektorze bankowym są jednak rezultatem transakcji walutowych pomiędzy bankiem centralnym a MF. W ostatecznym rozrachunku to rząd, podejmując decyzje

<sup>2</sup> W uproszczeniu, przy kursie walutowym zbliżonym do poziomu 1 EUR = 4 PLN.

o sposobie konwersji środków unijnych, odgrywa decydującą w ostatnich latach rolę w kształtowaniu ilości pieniądza rezerwowego w systemie bankowym.

Nadmiar płynności nagromadzony w sektorze bankowym rodzi określone implikacje dla prowadzonej polityki monetarnej. NBP zmuszony jest do redukcji płynności poprzez operacje sterylizujące. Bez ich podejmowania pozostająca na rynku nadpłynność spowodowałaby spadek krótkoterminowych stóp procentowych poniżej stopy referencyjnej. Bank centralny emituje zatem bony pieniężne na cotygodniowych przetargach, absorbując płynność. Pozwala to osiągnąć cel operacyjny NBP, trzymając stawkę POLONIA blisko stopy referencyjnej. Operacje te są jednak kosztowne.

### Bilans finansowy działań operacyjnych NBP

Koszt absorpcji nadpłynności z systemu bankowego wiąże się z oprocentowaniem emitowanych przez NBP bonów pieniężnych. Rentowność tych instrumentów wyznacza stopa referencyjna banku centralnego. W tabeli 1 zaprezentowane zostały szacunki rocznych kosztów operacji sterylizujących w latach 2010–2014. Wyliczony koszt absorpcji stanowi iloczyn wartości średniej emisji bonów NBP w danym roku oraz ich średniego oprocentowania. Obliczony w ten sposób skumulowany koszt operacji sterylizujących wyniósł w ostatnich pięciu latach ponad 17 mld zł, co oznacza średnioroczny koszt na poziomie prawie 3,5 mld zł.

Tabela 1. Koszty absorpcji nadpłynności sektora bankowego

	2010	2011	2012	2013	2014	2010–2014	Średniorocznie
Emisja bonów pieniężnych (mld zł)	74,97	95,22	95,91	126,08	108,52	-	-
Oprocentowanie bonów pieniężnych (%)	3,50	4,20	4,60	2,90	2,38	-	3,52
Koszt absorpcji (mld zł)	2,62	4,00	4,41	3,66	2,58	17,27	3,45

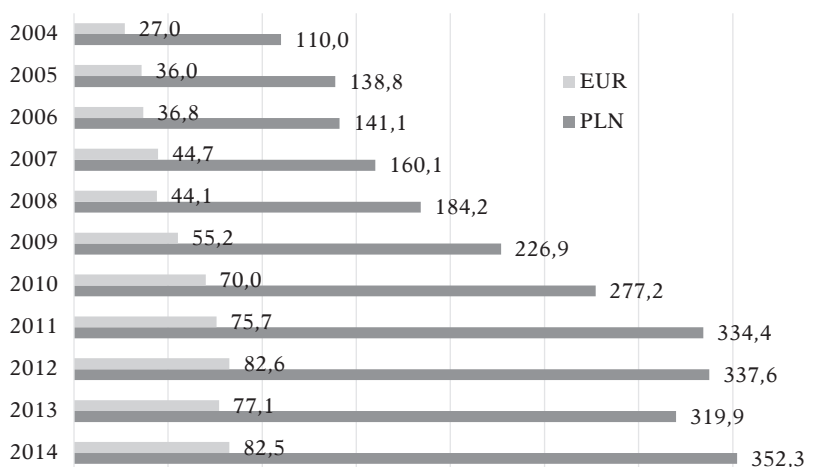
Źródło: opracowanie i obliczenia własne na podstawie danych NBP.

Z drugiej strony, jak wspomniano wcześniej, źródłem emisji pieniądza i pojawiania się nadpłynności w systemie bankowym jest skup walut przez NBP. W ostatnich latach następował systematyczny wzrost rezerw walutowych NBP, co widoczne jest na wykresie 2.

Rezerwy walutowe w największym stopniu (w ponad 80%) inwestowane są w zagraniczne papiery wartościowe krajów o najlepszym ratingu, charakteryzujące się wysokim stopniem bezpieczeństwa i płynności [NBP, 2015b, s. 59]. Wysoki poziom bezpieczeństwa tego typu lokat implikuje niski poziom oprocentowania. W tabeli 2 przedstawiono średnią stopę zwrotu z lokat zagranicznych NBP w latach 2010–2014. Zaprezentowane zostały dwa ujęcia stopy zwrotu z rezerw walutowych: bez uwzględnienia wpływu zmian kursów walutowych (stopa zwrotu z rezerw w walucie instrumentu) oraz z uwzględnieniem

wpływu zmian kursowych (stopa zwrotu z rezerw w złotych). Stopa zwrotu z rezerw w walucie instrumentu jest „czystą” stopą zwrotu, nie zakłóconą przez przypadkowe wahania kursu złotego, weryfikującą realną skuteczność polityki inwestowania aktywów rezerwowych przez NBP. Stopa zwrotu z rezerw z uwzględnieniem zmian kursowych wykazuje natomiast większą zmienność w przekroju lat, a egzogeniczne fluktuacje kursu złotego mają największy wpływ na jej kształtowanie. I tak relatywnie wyższa dochodowość rezerw wyliczona w takim ujęciu zanotowana w latach 2011 i 2014 wynikała głównie z deprecjacji złotego, zaś niższa dochodowość w latach 2012 i 2013 z aprecjacji złotego względem walut rezerwowych.

**Wykres 2. Zagraniczne aktywa rezerwowe NBP w latach 2004–2014 (w mld PLN i EUR)**



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych NBP.

**Tabela 2. Stopa zwrotu z rezerw walutowych NBP z uwzględnieniem i bez uwzględnienia wpływu zmian kursów walutowych**

	2010	2011	2012	2013	2014	Średniorocznie
Stopa zwrotu z rezerw walutowych – bez uwzględnienia wpływu zmian kursowych (%)	2,00	3,50	1,50	-0,10	2,40	1,86
Stopa zwrotu z rezerw walutowych – z uwzględnieniem wpływu zmian kursowych (%)	4,00	17,90	-5,80	-3,20	11,30	4,84

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych NBP [NBP, 2015b, s. 61–62].

W badanych latach 2010–2015 stopa zwrotu z rezerw z uwzględnieniem wpływu zmian kursowych ukształtowała się na znacząco wyższym poziomie niż stopa zwrotu nieuwzględniająca tych zmian. Dla czystości wywodu oraz z uwagi na przytoczone powyżej argumenty (przypadkowość i egzogeniczność

zmian kursu), autor w dalszej części analizy będzie się posługiwać stopą zwrotu z rezerw w walucie instrumentu, nieuwzględniającą wpływu zmian kursowych. Złotowe przychody z lokowania rezerw dewizowych przeliczone zostaną, jako iloczyn złotowej wartości rezerw i stopy zwrotu z rezerw w walucie instrumentu (oczyszczonej z wpływu zmian kursowych). Zastosowana metodyka obliczeń jest uproszczeniem, jednak świadomie użytym przez autora.

Tabela 3 prezentuje dochód z inwestowania rezerw walutowych ogółem oraz z tej ich części, która odpowiada wartości emisji bonów pieniężnych NBP w danym roku (a zatem tej części rezerw, która generuje powstanie nadpłynności w sektorze bankowym). Dochód z lokowania rezerw w wysokości odpowiadającej wartości emisji bonów pieniężnych w ujęciu skumulowanym za lata 2010–2014 wyniósł 8,75 mld zł, średniorocznie 1,75 mld zł.

**Tabela 3. Dochód z lokowania rezerw walutowych NBP (równowartość emisji bonów NBP)**

	2010	2011	2012	2013	2014	2010–2014	Średniorocznie
Poziom rezerw walutowych (mld zł)	277,19	334,45	337,59	319,93	352,26	-	-
Stopa zwrotu z rezerw walutowych (%)	2,00	3,50	1,50	-0,10	2,40	-	1,86
Dochód z lokowania rezerw walutowych ogółem (mld zł)	5,54	11,71	5,06	-0,32	8,45	30,45	6,09
Dochód z lokowania rezerw walutowych w wys. odpowiadającej emisji bonów pieniężnych (mld zł)	1,50	3,33	1,44	-0,13	2,60	8,75	1,75

Źródło: opracowanie i obliczenia własne na podstawie danych NBP [NBP, 2015b, s. 61].

Wynik finansowy tych operacji, będący porównaniem dochodów z lokat zagranicznych NBP przeliczonych na złote oraz kosztów operacji sterylizujących nadpłynność, jest w latach 2010–2014 ujemny. W takim ujęciu skumulowany koszt netto utrzymywania rezerw walutowych w badanym okresie wyniósł ponad 8,5 mld zł, co daje średnioroczny koszt netto na poziomie 1,7 mld zł. Dane w tym zakresie przedstawia tabela 4<sup>3</sup>.

**Tabela 4. Saldo wpływów z lokowania rezerw walutowych i kosztów absorpcji nadpłynności**

	2010	2011	2012	2013	2014	2010–2014	Średniorocznie
WYNIK FINANSOWY 1 (mld zł)	-1,12	-0,67	-2,97	-3,78	0,02	-8,52	-1,70

Źródło: obliczenia własne.

<sup>3</sup> W 2014 r. udało się uzyskać wyższą stopę zwrotu z aktywów rezerwowych NBP niż średnią rentowność bonów pieniężnych NBP, co oznaczało dodatni wynik finansowy z tych operacji. Zdaniem autora, nie należy tego jednak raczej traktować jako odwrócenie tendencji, a raczej jednorazowy incydent.



Koszty utrzymywania rezerw można także analizować z innej, szerszej perspektywy, a mianowicie z punktu widzenia sytuacji finansowej państwa. Rezerwy gromadzone i zarządzane są przez NBP w imieniu państwa polskiego. Od tej strony patrząc, na przykład w 2014r. zadłużenie zagraniczne Skarbu Państwa (SP) wyrażone w ujęciu złotowym wynosiło 276,9 mld zł, zaś wartość rezerw walutowych osiągnęła 352,3 mld zł. Stosując daleko idące uproszczenie myślowe, można stwierdzić, że źródłem finansowania ok. 80% rezerw są kredyty zagraniczne SP [Czekaj, 2015, s. 6].

**Tabela 5. Koszty obsługi długu zagranicznego SP**

	2010	2011	2012	2013	2014	2010–2014	Średniorocznie
Dług zagraniczny SP (mld zł)	194,80	246,40	250,90	253,80	276,90	-	-
Średnie koszty obsługi długu zagranicznego SP (%)	4,10	3,90	4,10	4,00	3,80	-	3,98
Koszty obsługi długu zagranicznego SP (mld zł)	7,40	8,80	10,30	10,10	9,60	46,20	9,24

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych MF [MF, 2014, s. 9].

Tabela 5 prezentuje średnie koszty obsługi długu zagranicznego SP w latach 2010–2014. W ujęciu procentowym oscylowały one wokół poziomu 4%, znacząco przekraczając średnią stopę zwrotu z inwestowania rezerw walutowych (1,86%). Nominalnie w ujęciu skumulowanym koszty obsługi zadłużenia zagranicznego wyniosły w badanych okresie 46,2 mld zł, co przekracza o 23,5 mld zł przychody z lokowania aktywów rezerwowych NBP, w części odpowiadającej wielkości długu zagranicznego SP (tabela 7). Stanowi to dodatkowy wymiar kosztu netto utrzymywania rezerw walutowych w Polsce.

**Tabela 6. Dochód z lokowania rezerw walutowych NBP (równowartość wielkości długu zagranicznego SP)**

	2010	2011	2012	2013	2014	2010–2014	Średniorocznie
Poziom rezerw walutowych (mld zł)	277,19	334,45	337,59	319,93	352,26	-	-
Stopa zwrotu z rezerw walutowych (%)	2,00	3,50	1,50	-0,10	2,40	-	1,86
Dochód z lokowania rezerw walutowych ogółem (mld zł)	5,54	11,71	5,06	-0,32	8,45	30,45	6,09
Dochód z lokowania rezerw walutowych w wys. odpowiadającej wielkości długu zagranicznego SP (mld zł)	3,90	8,62	3,76	-0,25	6,65	22,68	4,54

Źródło: opracowanie i obliczenia własne na podstawie danych NBP.

**Tabela 7. Saldo wpływów z lokowania rezerw walutowych i kosztów obsługi długu zagranicznego SP**

	2010	2011	2012	2013	2014	2010–2014	Średniorocznie
WYNIK FINANSOWY 2 (mld zł)	-3,50	-0,18	-6,54	-10,35	-2,95	-23,52	-4,70

Źródło: obliczenia własne.

**Tabela 8. Saldo wpływów z lokowanie rezerw walutowych i obu kategorii kosztów (absorpcji nadpłynności oraz obsługi długu zagranicznego SP)**

	2010	2011	2012	2013	2014	2010–2014	Średniorocznie
WYNIK FINANSOWY 1+2 (mld zł)	-4,63	-0,84	-9,51	-14,14	-2,93	-32,05	-6,41

Źródło: obliczenia własne.

Podsumowując, bilans kosztów i przychodów finansowych utrzymywania rezerw walutowych jest niekorzystny<sup>4</sup>. W latach 2010–2014 koszty związane z koniecznością sterylizacji nadpłynności w sektorze bankowym, jak i koszty obsługi długu zagranicznego SP przewyższają przychody z inwestowania rezerw walutowych NBP o 32 mld zł, co daje średnioroczny koszt netto 6,4 mld zł (tabela 8)<sup>5</sup>.

### Koordinacja działań operacyjnych NBP i MF – propozycje

Na podstawie wyżej poczynionej analizy zasadne wydaje się pytanie o możliwości ograniczenia kosztów finansowych prowadzonej polityki pieniężnej. Kluczem wydaje się tu być skoordynowanie działań operacyjnych NBP i MF.

Zmianą we właściwym kierunku byłoby ograniczenie bądź wyeliminowanie nadpłynności w sektorze bankowym poprzez zredukowanie rezerw walutowych NBP. Chodziłoby o takie uszczuplenie rezerw, które nie zachwiałoby bezpieczeństwem płatniczym Polski. Zgodnie z przyjętymi normami, rezerwy na bezpiecznym poziomie powinny pokrywać 3-miesięczny import oraz 100% krótkoterminowego długu zagranicznego [IMF, 2011, s. 12–13].

<sup>4</sup> Warto podkreślić, że celem gromadzenia rezerw walutowych nie jest wypracowywanie zysku, lecz względy bezpieczeństwa płatniczego kraju i stabilizacji kursu walutowego.

<sup>5</sup> Należy jeszcze raz podkreślić, że przychody z lokowania rezerw dewizowych przeliczone zostały w niniejszej analizie na bazie stopy zwrotu z rezerw nieuwzględniającej wpływu zmian kursu złotego. Gdyby przychody te przeliczone zostały na podstawie stopy zwrotu z uwzględnieniem wpływu zmian kursowych, wynik okazałby się inny. Autor celowo pominął wpływ zmian kursów walutowych na wartość przychodów z inwestowania rezerw walutowych, ponieważ zmiany te mają charakter egzogeniczny, niezależny od banku centralnego w reżimie kursu płynnego. Jakkolwiek inna ścieżka kształtowania kursu złotego w badanym okresie prowadziłaby do innych wyników przychodów. Tymczasem oczyszczenie stopy zwrotu z rezerw walutowych z wpływu zmian kursu (zastosowanie stopy zwrotu z rezerw w walucie instrumentu) pozwala lepiej ocenić rezultaty polityki inwestycyjnej NBP w zakresie lokowania aktywów rezerwowych.

Aktywa rezerwowe NBP znajdują się znacząco powyżej tych poziomów (tabela 9). W tym kontekście sprzedaż 30% rezerw dewizowych nie spowodowałoby spadku ich poziomu poniżej bezpiecznego progu, przyczyniłoby się zaś do wyeliminowania nadpłynności w sektorze bankowym, powstała wskutek skupu walut przez NBP we wcześniejszych okresach. Nabywcą dewiz mógłby być rząd, który przeznaczyłby je na spłatę części długu zagranicznego. Tego typu operacja nie generowałaby monetyzacji i wtórnych efektów inflacyjnych [Palacio-Vera, 2011, s. 26–27]. Ograniczeniu rezerw towarzyszyłoby zmniejszenie ekspozycji na ryzyko kryzysu walutowego ze względu na spadek zadłużenia zagranicznego. Ponadto udałooby się ograniczyć koszty finansowe prowadzonej polityki pieniężnej, ze względu na brak konieczności absorpcji nadmiaru płynności z systemu bankowego.

**Tabela 9. Poziom rezerw walutowych NBP w odniesieniu do miesięcznego wolumenu importu i krótkoterminowego zadłużenia zagranicznego kraju**

	2010	2011	2012	2013	2014	Średniorocznie
Poziom rezerw walutowych (mld zł)	277,19	334,45	337,59	319,93	352,26	-
Miesięczny wolumen importu (mld zł)	45,94	53,46	48,39	50,56	56,71	-
Krótkoterminowe zadłużenie zagraniczne kraju (mld zł)	228,96	245,59	218,41	227,41	b.d.	-
Pokrycie importu rezerwami walutowymi (liczba miesięcy)	6,0	6,3	7,0	6,3	6,2	6,7
Pokrycie krótkoterminowego zadłużenia rezerwami walutowymi (100%=1)	1,2	1,4	1,5	1,4	b.d.	1,4

Źródło: opracowanie i obliczenia własne na podstawie danych NBP i GUS.

Rezultatem zaproponowanych powyżej skoordynowanych działań NBP i MF nie byłoby zmniejszenie zadłużenia SP. Aby sfinansować zakup dewiz w banku centralnym MF musiałoby bowiem wyemitować nowe papiery dłużne. W efekcie nie zmieniłyby się rozmiary długu SP, lecz jego struktura, w kierunku zwiększenia udziału zadłużenia krajowego. Dodatkowo, po ograniczeniu lub zlikwidowaniu nadpłynności sektora bankowego, NBP nie musiałby już sprzedawać bonów pieniężnych w ramach operacji otwartego rynku na taką skalę jak dotychczas. Wydrenowanie nadpłynności mogłoby wręcz powodować potrzebę częściowego zasilania systemu bankowego w ramach regularnych operacji otwartego rynku (repo). NBP nabywałyby wówczas obligacje skarbowe na rynku wtórnym, udostępniając w ten sposób płynność bankom komercyjnym. Bank centralny stałby się istotnym graczem na rynku obligacji skarbowych, co mogłoby mieć stabilizujący wpływ na ten rynek, ograniczając zmienność cen [Czekaj, 2015, s. 6].

## Zakończenie

W małych otwartych gospodarkach takich jak Polska utrzymywanie odpowiedniego poziomu rezerw walutowych ma bardzo ważne, stabilizujące znaczenie [Barwiński i in., 2003, s. 6]. Rezerwy gwarantują bezpieczeństwo płatnicze kraju oraz stanowią oręż banku centralnego w zapewnianiu stabilności kursu walutowego. Zarządzanie rezerwami polega na ich zdywersyfikowanym inwestowaniu, jednak nie przynosi to zazwyczaj wysokiej stopy zwrotu, ponieważ priorytetem jest bezpieczeństwo lokat.

W polskich warunkach silny wzrost rezerw walutowych zanotowany w ostatnich latach spowodowany był nie tyle autonomiczną polityką NBP, lecz raczej bezprecedensowym napływem środków unijnych i decyzjami MF w sprawie ich wymiany w banku centralnym. Polityka MF w tym względzie przyczyniła się do rozrostu aktywów rezerwowych NBP powyżej adekwatnych poziomów. Nadmiar rezerw generuje koszty finansowe, głównie ze względu na konieczność absorpcji nadpłynności z krajowego systemu bankowego. Stopa zwrotu z inwestowania rezerw jest ponadto o wiele niższa niż średnie koszty obsługi długu zagranicznego SP.

Wszystko to powoduje, iż pożądana byłaby modyfikacja bieżących działań NBP i MF w tym zakresie i ich lepsza koordynacja. Krokiem we właściwym kierunku byłoby uszczuplenie stanu rezerw dewizowych w celu spłaty części zadłużenia zagranicznego SP, a zarazem likwidacja nadpłynności w systemie bankowym. Nie zagrażałoby to równowadze płatniczej kraju oraz nie ograniczałoby skuteczności polityki pieniężnej w dążeniu do osiągnięcia jej nadrzędnych celów. Rezultatem byłaby natomiast poprawa efektywności finansowej działań operacyjnych NBP.

## Bibliografia

- Barwiński M. i in. [2003], *Przełanki oceny poziomu rezerw dewizowych*, "Materiały i Studia, NBP", z. 170.
- Bernanke B.S., Mishkin F.S. [1997], *Inflation targeting: a new framework for monetary policy?*, "The Journal of Economic Perspectives", vol. 11, no. 2.
- Czekaj J. [2015], *Dlaczego NBP nie kupuje polskich obligacji*, „Rzeczpospolita”, 5.05.2015.
- IMF [2011], *Assessing Reserve Adequacy*, <https://www.imf.org/external/np/pp/eng/2011/021411b.pdf>
- Kazimierczak A. [2008], *Polityka pieniężna w gospodarce otwartej*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- MF [2014], *Strategia zarządzania długiem sektora finansów publicznych w latach 2015–2018*, Warszawa.
- Mishkin F.S. [2004], *The economics of money, banking and financial markets*, Seventh edition, Pearson – Addison Wesley.
- NBP [2003], *Strategia polityki pieniężnej po 2003 roku*, Warszawa.
- NBP [2012], *System operacyjny Narodowego Banku Polskiego w latach 2008–2012*, Warszawa.

- NBP [2014], *Płynność sektora bankowego. Instrumenty polityki pieniężnej NBP, Raport roczny 2013*, Warszawa.
- NBP [2015a], *Płynność sektora bankowego. Instrumenty polityki pieniężnej NBP, Raport roczny 2014*, Warszawa.
- NBP [2015b], *Raport roczny 2014*, Warszawa.
- NBP [2015c], *Założenia polityki pieniężnej na rok 2016*, Warszawa.
- Palacio-Vera A. [2011], *Quantitative easing, functional finance and the neutral interest rate*, Levy Economics Institute, Working Paper 685.
- Pronobis M., Pronobis M. [2011], *Wpływ transferów unijnych na kurs walutowy i politykę pieniężną w Polsce po 2004 roku*, w: *Funkcjonowanie unii gospodarczej i walutowej w teorii i praktyce*, „Prace Naukowe UE we Wrocławiu”, nr 233, Wrocław.
- Przybylska-Kapuścińska W. [2005], *Operacje otwartego rynku w absorpcji nadpłynności*, w; *Studia z bankowości centralnej*, red. W. Przybylska-Kapuścińska, Wydawnictwo UE, Poznań.

## **FOREIGN EXCHANGE RESERVES AND THE COSTS OF MANAGING EXCESSIVE LIQUIDITY IN POLAND'S BANKING SYSTEM**

### **Abstract**

The aim of the paper is to assess the operations of the National Bank of Poland (NBP) in terms of their financial effects. The purpose is to calculate the financial costs and revenues resulting from day-to-day operations conducted by the Polish central bank and to identify measures to make monetary policy less expensive.

The research shows that profits from investing Polish currency reserves are smaller than the average costs of servicing foreign debt. Poland's official reserve assets have strongly increased and exceeded a safe level in recent years. Excessive foreign reserves imply higher financial costs for monetary policy, mainly because of the need to absorb surplus liquidity from the banking sector.

The conclusion is that the Polish central bank and Finance Ministry should modify and better coordinate their day-to-day operations. Poland's currency reserves should be reduced by 30% to pay back a portion of the country's foreign debt. That would help eliminate surplus liquidity in the banking sector without threatening the economy's external balance or reducing the efficiency of monetary policy in achieving its final targets. As a result, the financial effectiveness of the central bank's operations would improve.

**Keywords:** monetary policy, central bank, currency reserves, foreign debt, liquidity operations

**JEL classification codes:** E44, E52, E58, E61

---