



ATHENÆUM

Polskie Studia Politologiczne

vol. 42/2014

wydawnictwo
adam marszałek

RADA PROGRAMOWA: Henryk Cwiąg (AJD w Częstochowie) – najnowsza historia polityczna, Tadeusz Dmochowski (UG) – międzynarodowe stosunki polityczne, Jan Garlicki (UW) – socjologia polityki, Jan Grosfeld (UKSW) – etyka polityczna, Adam Gwiazda (UKW) – międzynarodowe stosunki ekonomiczne i polityczne, polityka gospodarcza, Ryszard Herbut (UWr) – systemy polityczne Europy Zachodniej, Jan Iwanek (UŚ) – współczesne systemy polityczne, stosunki USA z Ameryką Łacińską, Zbigniew Karpus (UMK) – stosunki międzynarodowe, Kazimierz Kik (UJK w Kielcach) – myśl polityczna, systemy polityczne, Barbara Krauz-Mozer (UJ) – metodologia i teoria polityki, Jerzy Kojkoł (AMW w Gdyni) – polska myśl polityczna, Krzysztof Łabędź (UP im. KEN w Krakowie) – najnowsza historia polityczna, Ewa Maj (UMCS) – stosunki międzynarodowe, Andrzej Małkiewicz (UZ) – globalizacja, Tomasz Nałęcz (AH w Pułtusk) – najnowsza historia Polski, Agnieszka Pawłowska (UR) – administracja publiczna i samorząd terytorialny, Wiesława Piątkowska-Stepaniak (UO) – komunikacja społeczna, medioznawstwo, Eugeniusz Ponczek (UŁ) – teoria polityki, polska myśl polityczna, Tomasz Sikorski (US) – myśl polityczna, ruchy polityczne, najnowsza historia Polski, Stanisław Wójcik (KUL) – samorząd terytorialny, myśl narodowa, Arkadiusz Żukowski (UWM) – system polityczny RP, systemy polityczne, Marek Żyromski (UAM) – systemy polityczne

MIĘDZYNARODOWA RADA DORADZCA: Flavio Felice (Centro Studie Ricerche, Pontificia Universita Lateranense, Rzym, Włochy), Mark C. Henrie (Intercollegiate Studies Institute, Wilmington, Delaware, USA), Vit Hlousek (Univerzitet Masaryka, Brno, Czechy), Lyaila Ivatova (Kazachski Univerzitet Państwowy, Almaty), Lubomír Kopeček (Univerzitet Masaryka, Brno, Czechy), Aleksander Lipatow (Rosyjski Państwowy Univerzitet Humanistyczny, Moskwa), Mark J. Rozell (George Mason University, Arlington, Virginia, USA), Claes G. Ryn (Catholic University of America, Washington D.C., USA), Ulrich Schmid (Universität St. Gallen, Szwajcaria), G. Jesus Velasco (Tarleton State University, Stephenville, Texas, USA), Klaus Ziemer (Fachbereich III, Politikwissenschaft, Universität Trier, Niemcy)

REDAKTOR NACZELNY: Roman Bäcker

ZESPÓŁ REDAKCYJNY: Joanna Marszałek-Kawa (zastępca redaktora naczelnego), Bartłomiej Michalak (sekretarz redakcji), Marta Dorenda-Zaborowicz (redaktor wydania anglojęzycznego), Zuzanna Osmólska (redaktor techniczny), Dariusz Góra-Szopiński (redaktor bibliografii), Beata Stachowiak (redaktor statystyczny), Karolina Kukowska (redaktor językowy)

REDAKTORZY TEMATYCZNI:

KOMUNIKOWANIE POLITYCZNE: Dorota Piontek (Wydział Nauk Politycznych i Dziennikarstwa UAM); **METODOLOGIA I TEORIA POLITYKI:** Tomasz Godlewski (Instytut Nauk Politycznych UW), Kamil Minkner (Instytut Politologii UO), Łukasz Młyńczyk (Instytut Politologii UZ), Beata Słobodzian (Instytut Politologii UG), Paweł Ścigaj (Instytut Nauk Politycznych i Stosunków Międzynarodowych UJ); **MYŚL POLITYCZNA:** Dariusz Faszczka (Wydział Nauk Politycznych AH im. A. Gieysztora w Pułtusk); **POLITYKI SEKTOROWE:** Małgorzata Kuś (Instytut Nauk Politycznych Akademii im. J. Długosza w Częstochowie), Katarzyna Kobielska (Instytut Politologii UWr); **STOSUNKI MIĘDZYNARODOWE:** Wojciech Gizicki (Instytut Nauk Politycznych i Spraw Międzynarodowych KUL), Anna Jaroń (Instytut Politologii UKSW), Katarzyna Kącka (Wydział Politologii i Studiów Międzynarodowych UMK), Stanisław Konopacki (Wydział Studiów Międzynarodowych i Politologicznych UŁ), Katarzyna Marzęda-Młynarska (Wydział Politologii UMCS), Agnieszka Zaremba (Instytut Nauk Politycznych UJK w Kielcach), Krzysztof Żarna (Katedra Politologii UR); **SYSTEMY POLITYCZNE:** Adam Hołub (Instytut Nauk Politycznych UWM), Izabela Kapsa (Instytut Nauk Politycznych UKW), Krzysztof Kowalczyk (Wydział Humanistyczny US), Magdalena Mikołajczyk (Instytut Politologii UP im. KEN w Krakowie), Robert Radek (Instytut Nauk Politycznych i Dziennikarstwa UŚ).

ADRES REDAKCJI: „Athenaeum. Polskie Studia Politologiczne”, Wydział Politologii i Studiów Międzynarodowych UMK, ul. Batorego 39L, 87-100 Toruń, e-mail: athena@umk.pl; internet: www.athenaeum.umk.pl

Redaktor techniczny: Paweł Banasiak **Projekt okładki i logo:** PMK Design **Korekta:** Zespół

Wersją pierwotną pisma jest wersja drukowana

© Copyright by the Authors

© Copyright by Wydawnictwo Adam Marszałek

ISSN 1505-2192

Publikacja dofinansowana przez Ministra Nauki i Szkolnictwa Wyższego

Wydawnictwo prowadzi sprzedaż wysyłkową: tel./fax 56 648 50 70, marketing@marszalek.com.pl

WYDAWNICTWO ADAM MARSZAŁEK, ul. Lubicka 44, 87-100 Toruń,
tel. 56 660 81 60, fax 56 648 50 70, e-mail: info@marszalek.com.pl, www.marszalek.com.pl
Drukarnia nr 2, ul. Warszawska 52, 87-148 Łysomice, tel. 56 659 98 96

PRAWNE I FINANSOWE ASPEKTY ZARZĄDZANIA REZERWAMI DEWIZOWYMI W POLSCE

*Magdalena Redo**

ABSTRACT: The aim of this study was to analyse the rules of the foreign exchange reserves management in Poland and its legal basis. Having international currencies and/or easy access to them determine now a day the external solvency, credibility and stability of economies, and that's why the emerging market economies accumulate foreign exchange reserves in order to become more attractive for investors and creditors. *Constitutional guaranteed central bank independence* gives fully autonomy in defining of strategy and conducting of foreign exchange reserves policy based on internal regulations of the National Bank of Poland's decision-making bodies. These legal solutions in Poland are consistent with international standards and trends in the way of risk management in foreign exchange reserves investment. *Security* and *liquidity* remains a *priority*. Current structure of National Bank of Poland international reserves reflects these rules. They are invested in the most reliable instruments denominated in the main international currencies.

* Wydział Politologii i Studiów Międzynarodowych, Uniwersytet Mikołaja Kopernika w Toruniu.

WPROWADZENIE

REZERWY DEWIZOWE KRAJU to waluty obce znajdujące się w posiadaniu i pod kontrolą banku centralnego. Nadmiar walut obcych w gospodarce – pochodzących w głównej mierze z wpływów eksportowych, napływu zagranicznego kapitału inwestycyjnego czy z zagranicznych pożyczek – trafia za pośrednictwem banków komercyjnych do banku centralnego, jako do instytucji spełniającej funkcję „banku banków”. Z czysto praktycznego i ekonomicznego powodu są one następnie inwestowane lub przechowywane na rachunkach bankowych w zagranicznych instytucjach finansowych, z zachowaniem wysokiego poziomu bezpieczeństwa i płynności. Rezerwy dewizowe kraju stanowią bowiem niezwykle ważny element bezpieczeństwa finansowego całej gospodarki – to swego rodzaju „zapasowa pula” walut obcych gwarantująca wypłacalność gospodarki w skali międzynarodowej, czyli m.in. zabezpieczająca na przyszłość wypłacalność importerów czy kredytobiorców w walutach obcych oraz możliwość wycofania się zagranicznych inwestorów – decydująca więc o warunkach międzynarodowej współpracy handlowej, zdolności kredytowej, czy zainteresowaniu zagranicznych inwestorów¹. Rezerwy dewizowe stanowią ponadto ekwiwalent złotych wyemitowanych na potrzeby wymiany nadmiaru walut obcych na walutę krajową, dokonywanej przez banki komercyjne w banku centralnym. Ich poziom i sposób zainwestowania lub ulokowania decydują więc istotnie o wartości i stabilności własnej waluty – zarówno w wymiarze zewnętrznym, czyli kursu walutowego, jak i wewnętrznym, czyli stabilności siły nabywczej pieniądza krajowego, a więc poziomie inflacji.

Rezerwy dewizowe wchodziły w skład większego zasobu tzw. aktywów rezerwowych, jakie gromadzą banki centralne, stanowiąc jednocześnie jego dominującą część – w Polsce ponad 90% (por. tabela 1).

Do aktywów rezerwowych NBP zalicza się ponadto złoto, Specjalne Prawa Ciągnięcia (*Special Drawing Rights* – SDR) oraz transzę rezerwową w Międzynarodowym Funduszu Walutowym. Niska elastyczność i specyficzny charakter tych zasobów sprawia, że przedmiotem aktywnego zarządzania aktywami rezerwowymi NBP są jedynie rezerwy dewizowe, czyli papiery wartościowe, lokaty i gotówka (*foreign exchange*) oraz inne aktywa rezerwowe. To w stosunku do nich NBP opracowuje strategię zarządzania i dostosowuje ją na bieżąco do zmieniających się warunków gospodarczych w kraju i na świecie.

¹ Szerzej por. M. Redo, *Istota i znaczenie oficjalnych aktywów rezerwowych w gospodarkach rozwijających się*, „Zeszyty Naukowe Wyższej Szkoły Bankowej we Wrocławiu” 2013, nr (5) 37, s. 193–206.

**Tabela 1. Struktura aktywów rezerwowych w Polsce
(stan na koniec grudnia 2013 r.)**

aktywa rezerwowe	w %	w mln USD	w mln EUR
	100,0	106 219,5	77 144,3
rezerwy dewizowe	93,6	99 347,8	72 153,6
w tym: a. foreign exchange	88,5	93 973,4	68 250,3
b. inne aktywa rezerwowe	5,1	5 374,4	3 903,3
złoto monetarne	3,7	3 975,7	2 887,4
SDR	1,5	1 635,5	1 187,8
transza rezerwowa w MFW	1,2	1 260,5	915,5

Źródło: Narodowy Bank Polski, *Statystyka bilansu płatniczego. Oficjalne aktywa rezerwowe. Stan oficjalnych aktywów rezerwowych*, stan na koniec grudnia 2013 r., http://nbp.pl/home.aspx?f=/statystyka/aktywa_rezerwowe.html, odczyt z dn. 04.02.2014.

Celem niniejszego opracowania jest analiza zasad zarządzania rezerwami dewizowymi w Polsce i ich podstaw prawnych. Z uwagi na wyjątkowe znaczenie rezerw dewizowych dla stabilności i wiarygodności gospodarki, Narodowy Bank Polski nie upublicznia szczegółowych informacji w tej materii, ponieważ mogłoby to zostać wykorzystane przez spekulantów i doprowadzić nie tylko do załamania się kursu walutowego, czy siły nabywczej złotówki, ale i zagrozić stabilności sektora bankowego, a nawet całego rynku finansowego w kraju. Z tego też powodu przeprowadzona analiza ma ograniczony w stosunku do zamierzonego charakter.

PODSTAWY PRAWNE ZARZĄDZANIA REZERWAMI DEWIZOWYMI W POLSCE

Art. 3 ust. 2 *Ustawy z dnia 29 sierpnia 1997 r. o Narodowym Banku Polskim*² (w dalszej części: ustawa o NBP) w katalogu zadań przekazanych do wyłącznej realizacji przez bank centralny wymienia w pkt. 2 prowadzenie gospodarki rezerwami dewizowymi, które to zadanie związane jest z realizacją przez

² *Ustawa z dnia 29 sierpnia 1997 r. o Narodowym Banku Polskim*, „Dziennik Ustaw” 2005, nr 1, poz. 2.

NBP funkcji banku państwa³. Art. 52 ust. 1 przywołanej ustawy konkretyzuje pojęcie „prowadzenie gospodarki” stanowiąc, iż realizacja przez NBP funkcji centralnej bankowej instytucji dewizowej następuje poprzez: gromadzenie rezerw dewizowych, zarządzanie rezerwami dewizowymi oraz podejmowanie czynności bankowych i innych mających na celu zapewnienie bezpieczeństwa obrotu dewizowego i płynności płatniczej kraju. Należy zwrócić uwagę na brak szczegółowych regulacji zawartych w aktach prawa powszechnie obowiązującego, odnoszących się do sposobu i zasad dysponowania oficjalnymi aktywami rezerwowymi, co jest związane z konstytucyjną gwarancją niezależności banku centralnego, także w kwestii samodzielnego ustalania reguł prowadzenia gospodarki rezerwami dewizowymi. Do takiego wniosku może prowadzić treść art. 52 ust. 4 ustawy o NBP, zgodnie z którym bank centralny może posiadać wartości dewizowe i dokonywać obrotu tymi wartościami we własnym imieniu i na własny rachunek. Wynika to z posiadania przez NBP osobowości prawnej (art. 2 ust. 1 ustawy o NBP) i, na podstawie art. 34 Kodeksu cywilnego⁴, statusu odrębnej od Skarbu Państwa państwowej osoby prawnej, której przysługuje prawo własności należących do niego składników mienia. Zgodnie z powyższym NBP gospodaruje i zarządza rezerwami dewizowymi, ponieważ środki te zaliczane są do jego majątku, a przychody uzyskiwane z tych środków stanowią dochód NBP.

Zaliczenie rezerw dewizowych do majątku banku centralnego powoduje, że szczegółowe zasady gromadzenia i zarządzania tymi środkami są regulowane poprzez akty o charakterze wewnętrznym, które nie podlegają publikacji na zasadach dotyczących ogłaszania aktów normatywnych⁵. Utrudnia to ocenę racjonalności podejmowanych przez NBP działań, mimo że wpłaty z zysku wygenerowanego przez bank centralny, na który składa się również zysk z prowadzonej działalności inwestycyjnej dokonywanej z wykorzystaniem rezerw dewizowych, stanowią potencjalny dochód budżetu państwa i mają charakter środków publicznych⁶.

³ E. Fojcik-Mastalska, *Bank Centralny*, [w:] *System prawa finansowego*, t. IV, red. J. Głuchowski, Warszawa 2010, s. 121.

⁴ Art. 34 stanowi, że w stosunkach cywilnoprawnych Skarb Państwa jest podmiotem praw i obowiązków, które dotyczą mienia państwowego nienależącego do innych państwowych osób prawnych. *Ustawy z dnia 23 kwietnia 1964 r. – Kodeks cywilny*, „Dziennik Ustaw” 1964, nr 16, poz. 93.

⁵ Obowiązkowej publikacji w „Dzienniku Urzędowym Monitor Polski” lub „Dzienniku Urzędowym Narodowego Banku Polskiego” podlegają tylko i wyłącznie akty wskazane w art. 53 i 54 ustawy o NBP.

⁶ Por. art. 69 ust. 4 ustawy o NBP w związku z art. 5 ust. 2 pkt 2 *Ustawy z dnia 27 sierpnia 2009 r. o finansach publicznych*, „Dziennik Ustaw” 2009, nr 157, poz. 1240.

Analiza zapisów ustawy o NBP wskazuje, że organem odpowiedzialnym za regulowanie i kierowanie procesem zarządzania rezerwami dewizowymi jest zarząd, który zgodnie z art. 17 ust. 3 ustawy podejmuje uchwały w sprawach niezastrzeżonych w ustawie do wyłącznej kompetencji innych organów NBP. Ust. 4 omawianego artykułu wprowadza katalog działań będących w wyłącznej kompetencji zarządu, wśród których wymieniono m.in. uchwalanie planu działalności i planu finansowego oraz rocznego sprawozdania z działalności NBP, a także sporządzanie rocznego sprawozdania finansowego NBP. Dokumenty te, zatwierdzone i przygotowywane przez zarząd, zawierają informacje dotyczące procesu zarządzania oficjalnymi aktywami rezerwowymi⁷, który obejmuje analizę sytuacji na rynkach finansowych, monitorowanie ryzyka rynkowego (kursu walutowego i stopy procentowej) oraz kredytowego, a także zarządzanie płynnością wraz z parametrami struktury walutowej i inwestycyjnej, co stanowi podstawę do wykonywania operacji wartościami dewizowymi na międzynarodowych rynkach finansowych.

Zgodnie z art. 7 ust. 1 ustawy o NBP bank centralny wykonuje swoje zadania przez centralę i inne jednostki organizacyjne, które powołuje i przekształca zarząd NBP w drodze stosownych uchwał⁸. Treścią wspomnianych uchwał są również szczegółowe zakresy działania poszczególnych departamentów. W procesie zarządzania rezerwami dewizowymi wiodącą rolę odgrywają dwie komórki organizacyjne: Departament operacji zagranicznych (odpowiedzialny za realizację zadań związanych z zarządzaniem rezerwami dewizowymi w oparciu o określone strategie inwestycyjne oraz ustanowione przez zarząd cele i priorytety) oraz Departament zarządzania ryzykiem finansowym (w zakresie jego zadań znajduje się m.in. działalność kontrolna w zakresie ponoszonego przez NBP ryzyka finansowego związanego z działalnością inwestycyjną i opracowywanie zasad

⁷ Por. Narodowy Bank Polski, *Plan działalności Narodowego Banku Polskiego na lata 2013–2015*, Warszawa 2012 (cel D i zadania dotyczące jego realizacji), Narodowy Bank Polski, *Sprawozdanie z działalności NBP w 2012 roku* (rozdział 5 – Zarządzanie rezerwami dewizowymi). Opracowywanie planów działalności NBP, okresowych raportów o stanie ich realizacji oraz rocznych sprawozdań z działalności NBP należy do zadań gabinetu prezesa (jednostka odpowiedzialna za obsługę kancelaryjno-organizacyjną zarządu).

⁸ Zgodnie z art. 12 ust. 2 pkt. 2 w związku z art. 17 ust. 4 pkt 9 ustawy o NBP zakres działania poszczególnych jednostek organizacyjnych jest szczegółowo określany przez zarząd w drodze uchwały (nieopublikowana, ponieważ nie znajduje się w katalogu dokumentów NBP podlegających obowiązkowej publikacji w dziennikach urzędowych, NBP odmówił udostępnienia Regulaminu organizacyjnego). Natomiast analizowanie, projektowanie i wdrażanie zasad organizacji oraz zmian w strukturze organizacyjnej i w podziale zadań w NBP jest zadaniem gabinetu prezesa.

zarządzania rezerwami dewizowymi, obejmujących przygotowanie propozycji benchmarków: strategicznego i taktycznego, a także alokację i monitorowanie ryzyka finansowego). Należy pozytywnie ocenić rozdzielenie funkcji oceny ryzyka inwestycyjnego od faktycznego zarządzania rezerwami dewizowymi, które realizują dwa niezależne od siebie ww. departamenty.

Należy zaznaczyć, że w realizację zadań związanych z zarządzaniem rezerwami dewizowymi są zaangażowane także inne niż wskazane powyżej jednostki. *Plan działalności NBP na lata 2013–2015* wyznaczając Cel D obejmujący obszar „optymalizacji poziomu i struktury rezerw dewizowych oraz procesu zarządzania nimi” (czyli odnoszący się wprost do procesu gospodarowania oficjalnymi aktywami rezerwowymi) wskazał większość z funkcjonujących w strukturze organizacyjnej jednostek organizacyjnych centrali NBP odpowiedzialnych i współpracujących przy realizacji następujących zadań zmierzających do osiągnięcia ww. celu⁹:

- 1) rozwój metod kompleksowej analizy wysokości rezerw dewizowych – Departament Zarządzania Ryzykiem Finansowym (we współpracy z Instytutem Ekonomicznym¹⁰, Departamentami: Statystyki, Systemu Finansowego i Operacji Krajowych);
- 2) rozszerzenie instrumentarium inwestycyjnego w zakresie zarządzania częścią rezerw o niższej wymaganej płynności – Departament Zarządzania Ryzykiem Finansowym (we Współpracy z Departamentami: Operacji Zagranicznych i Operacyjno-Rachunkowym);
- 3) optymalizacja instrumentarium inwestycyjnego w procesie zarządzania rezerwami dewizowymi – Departament Operacji Zagranicznych (we Współpracy z Departamentami: Zarządzania Ryzykiem Finansowym, Operacyjno-Rachunkowym i Prawnym);
- 4) rozwój symulacji oczekiwanych stóp zwrotu – Departament Zarządzania Ryzykiem Finansowym we Współpracy z Instytutem Ekonomicznym;
- 5) rozwój metod analizy czynników oddziałujących na stopę zwrotu rezerw walutowych – Departament Zarządzania Ryzykiem Finansowym we Współpracy z Departamentem Informatyki i Telekomunikacji.

Powyższe zadania, zaplanowane do realizacji w latach 2013–2015, mają na celu wypracowanie procedur i dobór narzędzi zwiększających efektywność

⁹ Narodowy Bank Polski, *Plan działalności Narodowego Banku Polskiego...*, op.cit., s. 21–24.

¹⁰ Jednostka organizacyjna centrali NBP odpowiedzialna za prowadzenie prac badawczych i analitycznych.

dokonywanych operacji na rezerwach dewizowych, przez co będą miały wpływ na proces podejmowania decyzji w zakresie zarządzania rezerwami dewizowymi, który odbywa się na podstawie odpowiedniej uchwały zarządu NBP¹¹ na trzech poziomach:

- 1) strategicznej alokacji aktywów, w której zarząd określa coroczne parametry benchmarku strategicznego oraz wyznacza ramy, w których muszą się zawierać taktyczne decyzje określone w procesie taktycznej alokacji aktywów;
- 2) taktycznej alokacji aktywów w zakresie benchmarku taktycznego ustalanego przynajmniej raz na kwartał przez Komitet Inwestycyjny Rezerw Dewizowych¹², który wyznacza krótkoterminowe ramy inwestowania dla Departamentu Operacji Zagranicznych oraz
- 3) aktywnego zarządzania portfelami, za które odpowiada Departament Operacji Zagranicznych.

Podsumowując, proces gospodarowania rezerwami dewizowymi, rozumiany jako gromadzenie i zarządzanie tym składnikiem majątku NBP charakteryzuje fragmentaryczna regulacja w aktach prawa powszechnie obowiązującego. Bank centralny, będąc formalnie właścicielem oficjalnych aktywów rezerwowych, ma w zasadzie nieograniczoną możliwość swobodnego nimi dysponowania, a wszelkie ograniczenia i procedury wynikają tylko i wyłącznie z aktów wewnętrznych, które (również ze względu na specyfikę i poufność materii będącej przedmiotem regulacji) nie podlegają publikacji w trybie przewidzianym dla aktów normatywnych. Taka sytuacja, wynikająca z pozycji ustrojowej banku centralnego i gwarancji niezależności, uniemożliwia zewnętrzną weryfikację racjonalności i efektywności prowadzonych przez NBP inwestycji ze środków zgromadzonych w ramach rezerw dewizowych. Sytuacja taka nie odbiega jednak od standardów wyznaczonych przez Międzynarodowy Fundusz Walutowy, którego Polska jest członkiem. Polskie władze monetarne mają obowiązek wdrażania w warunkach

¹¹ *Uchwała zarządu NBP w sprawie zarządzania rezerwami* (nieopublikowana, ponieważ nie znajduje się w katalogu dokumentów NBP podlegających obowiązkowej publikacji w dziennikach urzędowych, NBP odmówił udostępnienia niniejszego aktu).

¹² Należy przyjąć, że jest to organ opiniodawczo-doradczy w rozumieniu §18 *Regulaminu zarządu Narodowego Banku Polskiego*, który stanowi załącznik do *Uchwały zarządu z dnia 10 kwietnia 1998 r. w sprawie regulaminu zarządu NBP* („Monitor Polski” 1998, nr 12, poz. 203). Organ opiniodawczo-doradczy jest powoływany w drodze uchwały Zarządu, w której określa się skład osobowy i zakres działań. Nie ma ona charakteru normatywnego, co skutkuje brakiem obowiązku publikacji w dziennikach urzędowych. NBP odmówił udostępnienia aktu konstytuującego Komitet Inwestycyjny Rezerw Dewizowych.

krajowych rekomendowanych przez MFW rozwiązań prawnych. Zgodnie z częścią II *Wytycznych Międzynarodowego Funduszu Walutowego w zakresie zarządzania rezerwami dewizowymi*¹³ konstytuującą zasady dotyczące odpowiedzialności i przejrzystości w procesie zarządzania rezerwami, państwa członkowskie powinny m.in.:

- zapewnić upublicznienie i wyjaśnienie podziału kompetencji pomiędzy podmiotami biorącymi udział w tym procesie;
- określić i upublicznić ogólne cele zarządzania rezerwami;
- zapewnić powszechny dostęp do informacji dotyczących oficjalnych aktywów rezerwowych oraz
- upublicznić ogólne zasady regulujące relacje jednostki zarządzającej rezerwami dewizowymi z kontrahentami poprzez wskazanie obiektywnych kryteriów ich wyboru oraz przejrzystych zasad gwarantujących uczciwość i bezstronność (ze względu na specyfikę i poufność informacji o charakterze operacyjnym, poza treścią omawianej dyrektywy są dane, które mogą wpływać na osłabienie pozycji rynkowej dysponenta rezerw dewizowych oraz dotyczące szczegółowych relacji z poszczególnymi kontrahentami).

W upublicznianych przez NBP dokumentach brakuje realizacji ostatniej z ww. rekomendacji MFW dotyczących organizacji systemu zarządzania rezerwami dewizowymi.

STRATEGIA ZARZĄDZANIA REZERWAMI DEWIZOWYMI NBP

Zarządzanie rezerwami dewizowymi w Polsce odbywa się obecnie na podstawie *Długoterminowej strategii zarządzania rezerwami dewizowymi* Narodowego Banku Polskiego z października 2007 r., w której określone zostały wizja, misja, wartości, uwarunkowania, cele i działania strategiczne NBP na lata 2007–2012 w obszarze zarządzania rezerwami walutowymi. Począwszy od 2009 r. na początku każdego roku sporządzana jest aktualizacja Strategii na kroczący okres pięciu następnych lat¹⁴.

¹³ International Monetary Fund, *Guidelines for Foreign Exchange Reserve Management*, 20.08.2001, <https://www.imf.org/external/np/mae/ferm/eng/index.htm#I>, odczyt z dn. 09.02.2014.

¹⁴ Narodowy Bank Polski, *Długoterminowa strategia zarządzania rezerwami dewizowymi*, październik 2007.

Realizując zapisy powyższej Strategii NBP dąży do uzyskania jak najwyższej dochodowości rezerw dewizowych przy jednoczesnym wysokim poziomie bezpieczeństwa i niezbędnej płynności inwestowanych środków¹⁵, co wynika z głównego celu Strategii, jakim jest „maksymalizacja dochodowości rezerw dewizowych NBP w długim okresie, w ramach akceptowanego poziomu ryzyka finansowego i w ramach ograniczeń wyznaczonych przez misję”¹⁶. W tym celu zarząd NBP definiuje co roku tzw. strategiczną alokację aktywów na następny rok, określając w niej:

- strukturę walutową – w jakie waluty będą inwestowane rezerwy dewizowe;
- strukturę inwestycyjną – klasy aktywów, w które mogą być one inwestowane;
- limity w stosunku do powyższego;
- tolerancję na ryzyko (poziomą tzw. modified duration, czyli miarę ryzyka stopy procentowej, określającą wrażliwość portfeli inwestycyjnych na zmiany rentowności instrumentów finansowych¹⁷);
- ramy dla krótkoterminowej taktyki inwestycyjnej¹⁸.

Wszystko to po to, by ograniczyć liczne ryzyka towarzyszące inwestowaniu rezerw dewizowych¹⁹: kredytowe (niewywiązania się kontrahenta z warunków umowy), kursu walutowego (poniesienia strat wskutek niekorzystnych zmian relacji kursowych), stopy procentowej (poniesienia strat wskutek niekorzystnych zmian poziomu rynkowych stóp procentowych), płynności (utruty możliwości bieżącej obsługi dewizowej banków czy Skarbu Państwa), czy operacyjne (wystąpienia błędów w systemach informatycznych lub mechanizmach kontroli wewnętrznej)²⁰. Umiejętna ich identyfikacja podnosi bowiem skuteczność zarządzania ryzykiem, a w konsekwencji efektywność zarządzania rezerwami dewizowymi. Monitorowaniem ryzyka i analizą efektywności realizowanej strategii inwestycyjnej zajmuje się Departament Zarządzania Ryzykiem Finansowym NBP.

¹⁵ Narodowy Bank Polski, *Raport roczny 2012*, Warszawa 2013, s. 59.

¹⁶ Narodowy Bank Polski, *Długoterminowa strategia zarządzania rezerwami...*, op.cit.

¹⁷ Narodowy Bank Polski, *Raport roczny 2012...*, s. 59.

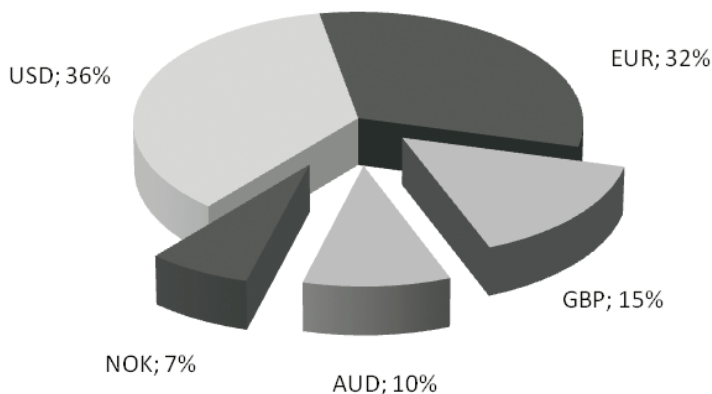
¹⁸ Narodowy Bank Polski, *Długoterminowa strategia zarządzania rezerwami...*

¹⁹ Nie należy pomijać również ryzyka prawnego, mogącego spowodować straty finansowane związane z niedostosowaniem się do przepisów prawa – por. J. Karwowski, *Zasady zarządzania rezerwami walutowymi*, [w:] *Współczesna bankowość centralna*, red. W.L. Jaworski, A. Szelańska, Warszawa 2012, s. 279.

²⁰ Narodowy Bank Polski, *Raport roczny 2006*, Warszawa 2007, s. 62.

Obecnie rezerwy dewizowe NBP utrzymywane są w pięciu walutach: dolarze amerykańskim, euro, funcie brytyjskim, dolarze australijskim i koronie norweskiej (por. wykres 1).

Wykres 1. Struktura walutowa benchmarku NBP w latach 2011–2012



Źródło: opracowanie własne na podstawie: Narodowy Bank Polski, *Raport Roczny 2012*, Warszawa 2013, s. 59.

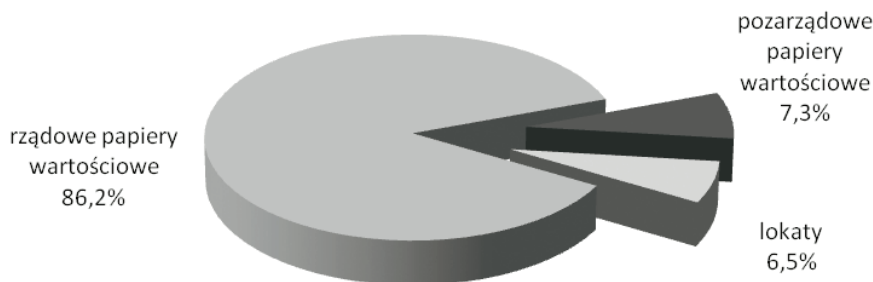
Dolar australijski i korona norweska to stosunkowo młode waluty w strukturze polskich rezerw dewizowych. NBP zaczął angażować się w nie dopiero odpowiednio w latach 2007 (AUD) i 2008 (NOK) w odpowiedzi na utrzymujący się od 2002 r. spadek wartości dolara amerykańskiego. W 2008 r. NBP poczynił też niewielkie inwestycje lokacyjne w jenie japońskim²¹. Istotne zmiany w wiarygodności emitentów, jakie spowodował kryzys z 2008 r. oraz pogłębiające się problemy fiskalne w strefie euro wymuszają dalszą dywersyfikację walutową rezerw dewizowych. Motorem działań w tym kierunku powinna być nie tylko chęć zabezpieczenia przez spadkiem wartości walut rezerwowych, ale także próba zarobienia na inwestycjach w waluty aprecjujące.

Narodowy Bank Polski utrzymuje rezerwy dewizowe w klasycznych instrumentach, w jakich lokują swe rezerwy inne kraje. Gros rezerw dewizowych NBP

²¹ Szerzej por. M. Redo, *Analiza poziomu i struktury rezerw dewizowych w Polsce w latach 1989–2013*, „Zeszyty Naukowe Wyższej Szkoły Bankowej we Wrocławiu” [w druku].

(w 2012 r. aż 86,2%) zainwestowane było w skarbowe papiery wartościowe najbardziej wiarygodnych gospodarek, charakteryzujące się najwyższym stopniem bezpieczeństwa i płynności – por. wykres 2.

Wykres 2. Udział instrumentów inwestycyjnych w rezerwach dewizowych NBP w 2012 r.



Źródło: opracowanie własne na podstawie: Narodowy Bank Polski, *Raport Roczny 2012...*, op.cit., s. 59.

W pozarządowych papierach wartościowych utrzymywana jest niewielka część rezerw (raptem 7,3% w 2012 r.). Są to w głównej mierze emisje instytucji międzynarodowych oraz agencji rządowych. Podobnie nieduża część rezerw (6,5%) jest utrzymywana w formie transakcji lokacyjnych zawieranych z bankami o wysokiej wiarygodności²². Zbliżona struktura inwestycyjna utrzymuje się od lat²³.

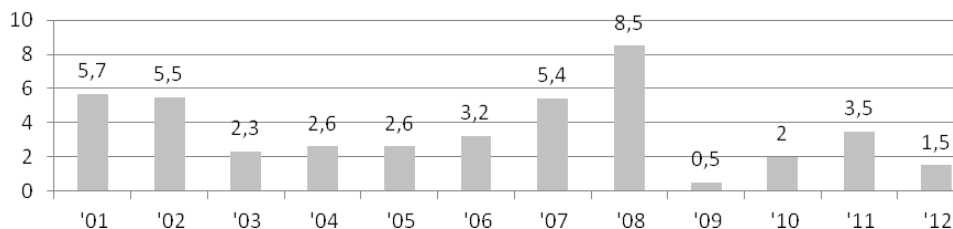
Tak bezpieczny i płynny sposób utrzymywania rezerw dewizowych skutkuje oczywiście ich niską dochodowością²⁴ – por. wykres 3. Jest to obecnie (od jesieni 2008 r.) spotęgowane bardzo niskim poziomem stóp procentowych na świecie, zwłaszcza w gospodarkach posiadających główne waluty międzynarodowe.

²² Ibidem.

²³ Por. *Raporty Roczne Narodowego Banku Polskiego za lata 2007–2012*.

²⁴ Co wpisuje się w globalny trend dotyczący konserwatywnych strategii inwestowania przez banki centralne, por. J. Karwowski, *Stopa zwrotu rezerw walutowych*, [w:] *Współczesna bankowość centralna*, red. W.L. Jaworski, A. Szelańska, Warszawa 2012, s. 293.

Wykres 3. Dochodowość rezerw dewizowych w Polsce (w %, w walucie instrumentów, bez uwzględniania wpływu zmian kursów walutowych)



Źródło: opracowanie własne na podstawie *Raportów Rocznych Narodowego Banku Polskiego za lata 2001–2012*.

Należy jednak zwrócić uwagę, że także i przed kryzysem (np. w latach 2003–2006) dochodowość rezerw wynosiła raptem 2–3% rocznie, co jest konsekwencją generalnej tendencji obserwowanej już od lat – sukcesywnego obniżania się dochodowości najbezpieczniejszych inwestycji na świecie, za jakie uchodzą papiery dłużne gospodarek o najwyższej wiarygodności. Jest to więc dodatkowy argument na rzecz zmiany zasad inwestowania rezerw dewizowych, zwłaszcza że ich relatywnie dość wysoki poziom w Polsce pozwalały oczekiwać wyższych zysków – nawet o miliardy złotych rocznie. Zaktualizowany w 2013 r. *Plan działalności Narodowego Banku Polskiego na lata 2014–2016* nie zakłada jednak w najbliższych latach istotniejszych zmian. W zadaniu nr 22 zdefiniowano wprawdzie „rozszerzenie instrumentarium inwestycyjnego w zakresie zarządzania częścią rezerw o niższej wymaganej płynności”, planując jednak samą analizę potencjalnego spektrum inwestycyjnego dopiero na pierwszą połowę 2015 r.²⁵ Zważywszy że również w poprzednich edycjach Planu działalności NBP znajdowały się podobne postulaty, nie należy oczekiwać w bliższej przyszłości bardziej odważnych działań inwestycyjnych. Szanse na takie zmiany zwiększyć by mogło wstąpienie Polski do strefy euro.

²⁵ Narodowy Bank Polski, *Plan działalności Narodowego Banku Polskiego na lata 2014–2016*, Warszawa 2013, s. 23.

ZMIANA STRATEGII ZARZĄDZANIA REZERWAMI DEWIZOWYMI NBP W SYTUACJI PODJĘCIA DECYZJI O PRZYJĘCIU EURO

Ewentualna decyzja o przystąpieniu Polski do strefy euro wywrze bowiem istotne zmiany w zakresie całej polityki pieniężnej NBP, w tym także w zakresie polityki rezerw dewizowych. W pierwszym etapie decyzja taka skutkuje włączeniem złotówki do systemu stabilizacji kursów walutowych ERM II (Exchange Rate Mechanism II) i koniecznością stabilizowania jej w ramach reguł systemu, czyli w paśmie wahań $\pm 15\%$ od wyznaczonego kursu centralnego do euro (lub w węższym paśmie, jeśli taka będzie wola ze strony Polski). W konsekwencji konieczne będzie zwiększenie udziału rezerw dewizowych o najwyższej płynności dla skutecznej realizacji interwencji kursowych w ramach systemu ERM II. Sytuacja taka będzie trwać przez minimum dwa lata od momentu włączenia złotego do systemu ERM II, gdyż zgodnie ze zdefiniowanymi przez traktat z Maastricht kryteriami konwergencji warunkującymi członkostwo w strefie euro, kraj musi wykazać się względną stabilnością swej waluty przez okres minimum dwóch lat²⁶. Po tym czasie i przy jednoczesnym wypełnieniu pozostałych kryteriów zbieżności – wraz z przyjęciem euro – rezerwy dewizowe nie będą musiały już spełniać funkcji interwencyjnej²⁷, a zapotrzebowanie na nie ulegnie jednocześnie istotnemu ograniczeniu. Dlatego też od momentu przejścia na euro strategia zarządzania rezerwami dewizowymi w Polsce będzie mogła ulec istotnej modyfikacji. Powyższe pozwoli na położenie znacznie większego nacisku na dochodowość rezerw dewizowych, a więc na ograniczenie ilości najbardziej płynnych aktywów, na istotne zdywersyfikowanie rezerw, na zwiększenie udziału bardziej ryzykownych, a dzięki temu potencjalnie bardziej zyskowych instrumentów, albo na zmianę klas dotychczasowych aktywów na takie o wyższej dochodowości, na zaangażowanie się w nowe instrumenty, dotychczas uznawane za zbyt ryzykowne, na poszerzenie listy dopuszczalnych kontrahentów i emitentów, czy wreszcie na zaangażowanie się w mniej stabilne waluty rynków wschodzących. Przyjęcie euro powinno więc przełożyć się na wzrost dochodowości rezerw dewizowych w Polsce. Przy obecnym ich poziomie ok. 100 mld USD jeden punkt procentowy dochodowości więcej, to bagatela 1 mld USD, które z korzyścią dla całej gospodarki widzielibyśmy w zwiększonych

²⁶ *Traktat o funkcjonowaniu Unii Europejskiej (wersja skonsolidowana)*, „Dziennik Urzędowy UE” 26.10.2012, C 326, art. 140.

²⁷ Narodowy Bank Polski, *Długoterminowa strategia zarządzania rezerwami...*, op.cit.

o tę kwotę dochodach budżetu państwa. Do tego jednak konieczna będzie gruntowna zmiana strategii zarządzania rezerwami dewizowymi – bardziej elastyczna i otwarta na inne sposoby inwestowania na światowych rynkach, aktywnie poszukująca bardziej zyskowych inwestycji, przy jednoczesnym zachowaniu ich wysokiego poziomu bezpieczeństwa, tzn. dopuszczająca wyższy poziom ryzyka inwestycyjnego, przy jednoczesnym umiejętnym jego zabezpieczeniu, a przede wszystkim wymagająca znacznie większego wysiłku intelektualnego od osób na co dzień ją realizujących, albo po prostu skorzystania z usług specjalistów od inżynierii finansowej.

PODSUMOWANIE

Analiza aktów prawnych odnoszących się do systemu zarządzania rezerwami dewizowymi w Polsce wskazuje, że regulacje odpowiadają w znacznym stopniu standardom określonym przez Międzynarodowy Fundusz Walutowy w *Wytycznych w zakresie zarządzania rezerwami dewizowymi*. Ze względu na specyfikę tego procesu nie jest możliwe podawanie do publicznej wiadomości szczegółowych informacji dotyczących strategii i wykorzystywanych instrumentów inwestycyjnych. Wiadomo jednak, że zarządzanie rezerwami dewizowymi w Polsce odbywa się na klasycznych zasadach, praktykowanych przez dużą część banków centralnych na świecie. Opiera się ono na zachowaniu maksymalnego poziomu bezpieczeństwa i płynności rezerw dewizowych, co siłą rzeczy skutkuje niską dochodowością tych aktywów. Polska, jako gospodarka rozwijająca się i dalece uzależniona od zagranicznego kapitału, musi legitymować się wysokim, stabilnym poziomem rezerw dewizowych i w takich warunkach dotychczasowa polityka zarządzania rezerwami dewizowymi NBP wydaje się być właściwa. Jednak z uwagi na potencjalne miliardy dolarów utraconych korzyści w związku z tak zachowawczym i niewykorzystującym szerokiej gamy nowych instrumentów finansowych sposobem ich inwestowania, polityka ta jest mało ekonomiczna. Zwłaszcza że dokonujące się od czasu zmiany ustroju przemiany i postępujący rozwój oraz towarzysząca im odpowiedzialna polityka gospodarcza powinny skutkować po dwudziestu pięciu latach rosnącym poziomem stabilności i wiarygodności polskiej gospodarki, a więc większą swobodą w dostępie do zagranicznego kapitału i mniejszym znaczeniem rezerw dewizowych.