

*Inwestowanie w długim okresie: złoto jako filar strategii zarządzania rezerwami przez  
NBP*

Prof. Adam Glapiński, Prezes Narodowego Banku Polskiego (NBP) dla cfi.co, lato 2021

Działalność banków centralnych zazwyczaj kojarzona jest z prowadzeniem polityki pieniężnej. Ale banki centralne pełnią jeszcze inne ważne role, do których należy utrzymywanie rezerw dewizowych i zarządzanie nimi. Zgodnie z Ustawą o Narodowym Banku Polskim – swoistym statutem polskiego banku centralnego – bank centralny nie tylko utrzymuje rezerwy walutowe i zarządza nimi, ale także prowadzi działania mające na celu zapewnienie bezpieczeństwa operacji walutowych oraz utrzymanie płynności płatniczej Polski wobec kontrahentów zagranicznych. Na koniec maja 2021 r. oficjalne aktywa rezerwowe Narodowego Banku Polskiego wynosiły 162,7 mld dol., co stanowi około sześciokrotny wzrost w stosunku do 27,5 mld dol. w 2000 r. i niemal podwojenie stanu aktywów wyrażonych w dolarach amerykańskich w ciągu ostatniej dekady.

W strategii polityki pieniężnej opartej na płynnym kursie walutowym – prowadzonej w Polsce – rolą rezerw walutowych jest przede wszystkim podniesienie wiarygodności finansowej kraju, a tym samym obniżenie kosztów finansowania na światowych rynkach oraz ograniczenie zmienności kursu wymiany złotego, a także zmniejszenie ryzyka nagłego odpływu kapitału. Poza tym rezerwy walutowe mogą posłużyć jako wsparcie stabilności rynków finansowych lub sektora bankowego w przypadku wystąpienia poważnych zakłóceń w ich funkcjonowaniu.

Dlatego też NBP jako publiczny inwestor różni się od typowego podmiotu zarządzającego aktywami tym, że utrzymuje szeroki portfel inwestycyjny, przywiązując największą wagę nie do maksymalizacji zysków, lecz do zachowania płynności i bezpieczeństwa posiadanych aktywów. Zasada jest prosta: jeżeli rezerwy walutowe nie zostaną wykorzystane do przeciwdziałania nadzwyczajnym zagrożeniom dla stabilności finansowej lub bilansu płatniczego, należy je przechować, a najlepiej pomnożyć i przekazać kolejnym pokoleniom.

Przy tak ściśle określonym mandacie inwestycyjnym prawdopodobnie nie zaskoczy nas fakt, że NBP uważa złoto za szczególnie istotny element swoich oficjalnych aktywów

rezerwowych. Cechy złota sprawiają, że kruszec ten bardzo dobrze wpisuje się w ostrożnościową funkcję utrzymywania rezerw walutowych i gromadzenia kapitału w długiej perspektywie, przetrzymania okresów stresu i stawienia czoła zmiennym warunkom rynkowym.

Złoto oferuje wyjątkowe walory inwestycyjne – jest pozbawione ryzyka kredytowego, jego wartość nie spada pod wpływem błędnie prowadzonej polityki pieniężnej lub fiskalnej kraju, i chociaż jego ogólna podaż jest ograniczona, właściwości fizyczne gwarantują jego trwałość i niezniszczalność. Z tych wszystkich powodów złoto uważa się za najlepsze strategiczne zabezpieczenie finansowe.

Z praktycznego punktu widzenia złoto zachowuje się jak aktywa typu „bezpieczna przystań” (ang. *safe haven asset*), co oznacza, że jego wartość zwykle wzrasta w sytuacji podwyższonego ryzyka wystąpienia finansowych bądź politycznych kryzysów lub zawirowań. Innymi słowy, cena złota zwykle jest wysoka właśnie w czasach, gdy bank centralny zmuszony jest sięgnąć po swoją „amunicję”.

Ostatni kryzys wywołany pandemią COVID-19 jest doskonałym tego przykładem. Na początkowym etapie pandemii, gdy wysoki stopień niepewności i otoczenie ekstremalnie niskich stóp procentowych spowodowały zdecydowaną ucieczkę inwestorów w stronę jakości, w pierwszej połowie 2020 r. cena złota w przeliczeniu na dolary amerykańskie wzrosła prawie o 17 proc., znacznie wyprzedzając wszystkie inne główne klasy aktywów, a szczególnie amerykańskie akcje, które dopiero czekało odrabianie strat po ponad 30 proc. spadku wartości.

Zdarzenie to podkreśla bardziej fundamentalną, pożądaną cechę złota, czyli jego niski poziom korelacji z głównymi klasami aktywów i walutami rezerwowymi. Taki niski poziom korelacji wzmacnia korzyści z dywersyfikacji portfela rezerw dzięki poprawie profilu zysku i ryzyka. Jest to szczególnie istotne w przypadku NBP, ponieważ – zgodnie z globalnymi trendami – dolar amerykański nadal odgrywa dominującą rolę w naszym portfelu rezerw dewizowych (51 proc.). Jako że poziom korelacji między złotem a dolarem amerykańskim – wyrażonej w złotych – jest niewielki i w rzeczywistości maleje, złoto może być postrzegane jako naturalne zabezpieczenie naszej „długiej” pozycji walutowej w dolarach.

Uwzględniając stopniowy wzrost stanu oficjalnych aktywów rezerwowych oraz cechy złota jako aktywa rezerwowego, w 2018 r. Narodowy Bank Polski podjął strategiczną decyzję o znacznym powiększeniu rezerw złota. Decyzja ta była uzasadniona tym, że zasoby złota znajdujące się w posiadaniu NBP były mniejsze niż mogłoby to wynikać z ogólnej wielkości jego portfela rezerw w porównaniu z innymi krajami.

W wyniku zakupów 125,7 ton złota w latach 2018–2019 zapasy złota w NBP wzrosły do 228,7 ton. W rankingu wielkości zasobów złota Polska przesunęła się z 34. na 22. miejsce wśród banków centralnych na świecie oraz z 15. na 11. miejsce w Europie, wyprzedzając wszystkie kraje regionu.

Pod koniec grudnia 2020 r. udział złota w oficjalnych aktywach rezerwowych NBP wynosił 9 proc., podczas gdy średni udział złota w rezerwach walutowych banków centralnych na świecie wynosił 13 proc., a w Europie – 25 proc. Należy jednak pamiętać, że niektóre banki centralne o najwyższym udziale złota w rezerwach walutowych, takie jak Rezerwa Federalna, są emitentami walut rezerwowych świata, co powoduje, że nie posiadają one dużych zasobów oficjalnych aktywów rezerwowych, co z kolei niejako sztucznie zawyża udział złota w ich rezerwach. W związku z tym zapasy złota można również rozpatrywać w kontekście sumy bilansowej danego banku centralnego. Zgodnie z takim alternatywnym podejściem udział złota w rezerwach NBP jest porównywalny z udziałem złota w rezerwach Niemiec czy Stanów Zjednoczonych.

Po podjęciu decyzji o zwiększeniu rezerw złota Zarząd Narodowego Banku Polskiego w 2019 r. postanowił dokonać dywersyfikacji miejsc przechowywania złota i przemieszczeniu 100 ton złota z Banku Anglii do skarbców na terenie kraju. Dywersyfikacja lokalizacji przechowywania złota jest praktyką często spotykaną w bankach centralnych. Ma ona na celu zmniejszenie ryzyka geopolitycznego, które mogłoby doprowadzić do utraty fizycznego dostępu do złota lub znacznego ograniczenia swobodnego dysponowania nim.

Po zakończonym w listopadzie 2019 r. transporcie części zasobów złota do Polski, w skarbcu Banku Anglii nadal przechowywane są prawie 124 tony złota. Ze względu na strategiczny charakter złota na ogół nie jest ono postrzegane jako źródło dochodów banków centralnych. Niemniej przechowywanie złota w Londynie daje NBP możliwość zwiększenia rentowności oficjalnych rezerw poprzez lokowanie złota na rynku międzybankowym.

Pomimo zakupu znacznych zasobów złota w ostatnim okresie, NBP nie powiedział jeszcze ostatniego słowa w tej sprawie. Strategia zarządzania rezerwami walutowymi przyjęta przez Zarząd Narodowego Banku Polskiego w 2020 r. zakłada dalsze zwiększanie zasobów złota, a skala i tempo tego procesu będą zależały od dynamiki oficjalnych aktywów rezerwowych i uwarunkowań rynkowych.

Być może Szekspir miał rację mówiąc, że „nie wszystko, co się lśni, jest złotem, [...] grób złoty bywa tuczny błotem”. Jest to również prawda życiowa. Jednak w zarządzaniu rezerwami walutowymi w NBP przyjmujemy nieco węższą filozoficzną perspektywę, a odrobina blasku w naszym portfelu aktywów na pewno nam nie zaszkodzi.