

Bolesław Wójtowicz *  <https://orcid.org/0000-0003-4399-7085>

e-mail: b.wojtowicz@yahoo.co.uk

Rola rezerw złota w zasobach Narodowego Banku Polskiego

https://doi.org/10.25312/2391-5129.34/2022_04bw

Artykuł stanowi dogłębne spojrzenie na funkcjonalność rezerw złota w Narodowym Banku Polskim. Stanowi jednocześnie próbę odpowiedzi na pytanie o ich celowość. Autor rozpoczyna od przedstawienia specyficznej odwróconej korelacji roli złota i dolara amerykańskiego, czyli poprzedniego i aktualnego nieoficjalnego aktywa rezerwowego świata. Stara się wyjaśnić przy tym indywidualną funkcjonalność każdego z nich w rezerwach banków centralnych oraz zaznacza konieczność dywersyfikacji. Należy bardzo specyficzną negatywną korelację pomiędzy tymi dwoma aktywami, którymi są obecna i poprzednia nieoficjalna waluta rezerwowa świata.

Następnie w pracy przedstawiono szczegółowy obraz aktywów posiadanych przez Narodowy Bank Polski oraz ich zmiany w ciągu ostatnich kilku lat. Rodzime rezerwy złota zaprezentowane są na tle kilku wybranych jurysdykcji wraz z komentarzem. Ważnym elementem pracy jest omówienie ostatnich regulacji Bazylea III i sposobu, w jaki zmieniły one rolę złota z aktywa spekulacyjnego na godne zaufania. Autor zarysowuje odwrócenie trendu sprzedażowego przez banki centralne oraz prawne rozdzielenie złota fizycznego i „papierowego”. Ustanawiając ramy formalno-prawne, autor skupia się na złocie w rezerwach polskiego banku centralnego. Przedstawia historyczne spojrzenie na to, jak zmieniały się one w latach 1939–2021, a następnie szczegółowo pokazuje, jak są one podzielone pomiędzy polskie skarbcę i rynek londyński. Wyjaśnia powody takiej dywersyfikacji, a także podaje informacje o przyszłych deklarowanych zmianach wolumenu.

* Mgr Bolesław Wójtowicz – niezależny analityk surowcowy, historyk, zawodowo księgowy. Współtwórca i autor blogu finansowo-geopolitycznego bogaty.men; współpracował między innymi z portalem finansowym bithub.pl, oraz think tankiem Instytut Nowej Europy. Autor licznych analiz surowcowych, freelancer.

Konkluzją pracy jest to, że biorąc pod uwagę obecną sytuację na rynkach finansowych oraz trwający ponad dekadę trend w zakupach netto złota przez banki centralne, dywersyfikowanie aktywów w posiadaniu poprzez dodanie do nich złota należy uznać za logiczne i jednocześnie innowacyjne.

Słowa kluczowe: bank centralny, rezerwy złota, zarządzanie rezerwami złota

Wprowadzenie

Ewolucja nadała współczesnym bankom centralnym daleko posuniętą niezależność względem organów ministerialnych. Sprawia to, że są one w większości przypadków instytucjami niezależnymi, pełniąc jednocześnie funkcję banku banków, banku emisyjnego oraz banku państwa. W swojej wielorakiej funkcji emitenta, księgowego, regulatora, twórcy polityki monetarnej oraz najważniejszego kontrolera rynku finansowego jurysdykcji stanowią one jednocześnie część międzynarodowego systemu pełniącego funkcje profilaktyczne, ostrożnościowe, zabezpieczające oraz przeciwdziałające kryzysom. Przynależność do ponadnarodowych struktur daje możliwość wzmocnienia narzędzi w posiadaniu oraz koordynowania działań i polityki na poziomie międzynarodowym. Jednak w powyższych obszarach liczba głosów może być ustalana na przykład według liczby udziałów w posiadaniu, co pozwala najważniejszym uczestnikom struktur na utrzymanie swobodnego dyktatu większości (*Statutes of the Bank for International Settlements*, 2016: 10–11).

Przynależność do międzynarodowych struktur finansowych wiąże się zarówno z przywilejami, jak i wymogami. Jednym z nich jest przestrzeganie wymagań dotyczących możliwych klas aktywów w posiadaniu oraz wymogów ich raportowania. W ostatniej dekadzie obserwowaliśmy w powyższym kontekście ważną zmianę w zakresie aprecjacji roli złota w percepcji dotychczas niechętnych kruszcowi banków centralnych. Najpierw związana ona była z rosnącym wolumenem zakupów, następnie znalazła potwierdzenie w opracowywanym ponadnarodowo zestawie regulacyjnym Bazylea III. Zmianę tę należy rozumieć jako jakościową i wynikającą z licznych czynników rynkowych i regulacyjnych.

Celem analizy jest opisanie zmian zachodzących dla rodzimych rezerw złota zarządzanych przez Narodowy Bank Polski (dalej: NBP). Poza spojrzeniem na ewolucję wolumenu oraz formy zarządzania rezerwą istotne będzie umiejscowienie rodzimego złota w odniesieniu do innych typów rezerw w posiadaniu NBP. Konieczne będzie przy tym osadzenie rezerw kruszcu banku centralnego w makrokosmosie międzynarodowych rynków złota. Ważny element stanowiąc będą również wspomniane zmiany legislacyjne, dotyczące banków centralnych, inwestycyjnych oraz międzynarodowych rynków obrotu kruszczem.

W analizie przyjęto następujące problemy badawcze:

1. Problem główny: odpowiedź na pytanie o celowość posiadania rezerw złota przez NBP.
2. Problemy szczegółowe:
 - a) Określenie przyczyn wyjątkowości amerykańskiego dolara i złota względem innych aktywów w rezerwach banków centralnych.
 - b) Prezentacja stanu rezerw z jednoczesnym uwzględnieniem przeszłej oraz planowanej ewolucji wolumenu złota będącego pod zarządem NBP.
 - c) Formy zarządzania i administracji rezerwami złota zdeponowanymi na terytorium Polski oraz na londyńskim rynku London Bullion Market Association (dalej: LBMA).

W procesie badawczym wykorzystano następujące metody:

- analizę danych statystycznych i faktograficznych na podstawie danych publikowanych przez NBP oraz regulacyjne bankowe podmioty międzynarodowe,
- analizę danych statystycznych i faktograficznych w oparciu o cykliczne zestawienia danych dokonywane przez organizacje zajmujące się czynnie i biernie handlem metalami szlachetnymi,
- analizę aktów prawnych powstałych na gruncie polskim, europejskim i in.,
- analizę problemową opracowań (ujęto opracowania z zakresu ekonomii i analizy finansowej).

Ponadnarodowe aktywa w posiadaniu banków centralnych – dolar

Pośród aktywów w rezerwach banków centralnych istnieją dwa, których rozpoznawalność wydaje się ponadczasowa oraz powszechna. Pierwszym jest oficjalny środek płatniczy Stanów Zjednoczonych, czyli dolar amerykański. W okresie trwania układu Bretton Woods (1944–1971) dolar został usankcjonowany międzynarodowo jako waluta rezerwowa świata (zob. Morawski, 2002: 173–190). Jego aktualny nieformalny status waluty rezerwowej zawdzięczamy wytworzeniu układu petrodolarowego (1974–1975) w ramach systemu pieniądza dłużnego, czyli fiducjarnego, opartego na zaufaniu (zob. Morawski, 2002: 196–202). Istnieje on po dziś dzień, choć być może jesteśmy świadkami jego stopniowego upadku. Dolar, czyli tzw. *dollar onshore*, pełni funkcję waluty USA, ale jest również oficjalnym środkiem płatniczym między innymi w Salwadorze. Co jednak znacznie ważniejsze, pełni on funkcję medium płatniczego i kredytowego o zasięgu globalnym. W ujęciu międzynarodowym zjawisko to znane jest jako rynek eurodolarowy, czyli *dollar offshore* (Murau, Rini, Haas, 2020: 767–783). Pożyczki udzielane w ten sposób przez banki komercyjne są denominowane w USD i obsługiwane przez Londyn. Przestrzeń *offshore* należy zatem do dolarowego obszaru walutowego, ale jest ona umiejscowiona w innej jurysdykcji monetarnej, która za jej zgodą dokonuje kreacji pieniądza. Główną zasługą takiego rozwiązania

jest utrzymanie umiędzynarodowienia dolara na rynkach finansowych. Ponad 60% międzynarodowego długu oraz ponad 55% pożyczek udzielonych na poziomie międzynarodowym pozostaje denominowane w dolarze (*The euro's global role in a changing world: a monetary policy perspective. Speech by Benoît Cœuré*, 2019).

Swego rodzaju dwoistość dolarowa jako medium płatniczego USA i w świecie tworzy paradoks opisany w latach sześćdziesiątych przez belgijskiego ekonomistę Roberta Triffin i nazwany od jego nazwiska. Kraj, na którego walutę będącą jednocześnie globalną walutą rezerwową istnieje silny popyt zagraniczny, musi być skłonny zwiększyć jej podaż celem zaspokojenia światowego popytu. Może to prowadzić do napięcia pomiędzy narodową i globalną polityką monetarną danej jurysdykcji i znajduje odzwierciedlenie w fundamentalnej nierównowadze bilansu płatniczego. Pewne cele zakładane wymagają odpływu dolarów ze Stanów Zjednoczonych, podczas gdy inne ich napływu. W efekcie amerykański System Rezerwy Federalnej ze względu na politykę wewnętrzną i bilans handlowy może dążyć do osłabienia dolara. Z kolei na rynkach międzynarodowych, ze szczególnym uwzględnieniem rynków wschodzących (ang. *emerging markets*), możemy w tym samym czasie doświadczyć głodu dolarowego windującego kurs USD na rynkach forex, co z kolei wyrażone będzie między innymi poprzez indeks DXY. Rezultatem będzie znaczne zwiększenie kosztu obsługi kredytów międzynarodowych zaciągniętych w dolarze.

O wadze amerykańskiej waluty dla globalnego systemu finansowego świadczy fakt, że nawet teraz, podczas geopolityczno-finansowego rozpadu zdominowanego przez Stany Zjednoczone porządku światowego (ang. *pax americana*) na rzecz systemu bipolarnego, czy nawet wielobiegunowego, dolar pozostaje najpowszechniejszą i najważniejszą walutą używaną międzynarodowo. Co prawda, silny nurt dedolaryzacyjny, zainicjowany przez Rosję i Chiny sprawia, iż w zbiorczych rezerwach banków centralnych dolara jest coraz mniej, jednak wciąż stanowi on dominantę (Prasad, 2019: 2). W trzecim kwartale 2021 roku udział w rezerwach banków centralnych liczony jako waluta i obligacje denominowane w USD wyniósł 59,23% w porównaniu do 71,1% z 2000 roku oraz szczytowych poziomów 85% z 1977 roku (*Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves*, 2021). Z kolei udział USD w systemie rozliczeniowym SWIFT aktualnie wynosi nieznacznie powyżej 40%. Wciąż pozostaje jednak najczęściej używaną walutą na świecie. Do nurtu dedolaryzacyjnego zaliczyć należy również coraz powszechniejsze użytkowanie walut lokalnych w kontaktach bilateralnych pomiędzy krajami, co widać zwłaszcza na przykładzie relacji handlowych Rosji i Chin (Simes, 2020).

Aktualnie obserwowane przepływy kapitału kierujące się na rynek amerykański oraz cykl podnoszenia stóp procentowych w USA przyczyniają się znacznie do aprecjacji USD względem pozostałych aktywów czy walut – ze szczególnym uwzględnieniem walut rynków wschodzących. Wśród będących obecnie w użyciu walut narodowych nie istnieje taka, która mogłaby wyprzeć amerykańskiego dolara z jego aktualnej pozycji. Pewną alternatywą mogą być natomiast pannarodowe projekty posiadające

wsparcie w postaci koszyka surowcowego zawierającego między innymi złoto i używane na poziomie rozliczeń międzynarodowych. Nad takową inicjatywą pracują wybrane państwa bloku BRICS. Natomiast ze względu na szerokie spektrum domniemywań i brak detalicznych informacji trudno na ten moment określić dokładne szczegóły.

Ponadnarodowe aktywa w posiadaniu banków centralnych – złoto

Złoto jest z kolei aktywem, którego podaż zależna jest od czynników naturalnych. Wyklucza to jego ewentualny „dodruk”. Jako surowiec jest ono aktywem ponadnarodowym. Tradycyjnie uznaje się je natomiast za tak zwane aktywo *safe haven*, czyli ostateczne zabezpieczenie.

Warto wspomnieć również o jego cechach fizycznych. Złoto charakteryzuje się wysoką gęstością cząsteczkową jako metal. Umożliwia to przechowanie większej wartości nabywczej w fizycznie mniejszej przestrzeni niż w przypadku pieniądza fiducyjnego. Istnieją przy tym oczywiście wyżej wyceniane surowce. Pallad jest metalem posiadającym jednostkowo większą cenę, jednak za złotem przemawiają w tym kontekście mniejsze procentowo zapotrzebowanie z sektora technologicznego oraz częstotliwość występowania. Dodatkowo złoto zaliczamy do grupy tak zwanych siedmiu metali planetarnych, czyli metali znanych w starożytności. Możliwości technologiczne ich ekstrakcji, a następnie formowania w przedmioty ozdobne, militarne lub użytku codziennego zdeterminowały ludzką percepcję uznania tych najrzadziej występujących za najcenniejsze. W przypadku mieniącego się w promieniach światła żółtego metalu o cechach fizycznych umożliwiających łatwe kształtowanie jego występowanie i nasycenie rudy było na tyle niskie, że dawne pokolenia zaczęły postrzegać złoto jako cenne.

Użycie kruszcu w formie płacidła bądź też w ustabilizowanych systemach monetarnych przez praktycznie całość okresu cywilizacyjnego ludzkości sprawiło, iż cieszy się on pewną estymą, a ponadto globalną rozpoznawalnością. W nowocześniejszych systemach Gold Standard (1871–1914), Gold Bullion Standard / Gold Exchange Standard (okres międzywojenny), a następnie w systemie Bretton Woods (1944–1971) złoto wykorzystywane było już jako niosące obietnicę wymiany banknotów na kruszec zabezpieczenie w systemie rezerwy cząstkowej. W systemie Bretton Woods miało się to odbywać w stosunku 35 USD za uncję trojańską (31,1 g), a uprawnione do wymiany były rządy krajowe i reprezentujące je lokalne banki centralne.

W 1971 roku, po zawieszeniu możliwości wymiany dolara na kruszec w wyniku tak zwanego Szoku Nixona (ang. *Nixon Shock*) podjęto próbę rewaluacji złota oraz stałych kursów międzywalutowych i utrzymania powiązania w postaci Porozumienia Smithsoniańskiego (ang. *Smithsonian Agreement*). Z powodu braku zaufania do dolara nowy układ nie był jednak możliwy do zrealizowania. Ostatecznie w 1973 roku

nastąpiło zerwanie powiązania złotowo-dolarowego (zob. Davies, 2002: 522–524). Podjęto przy tym odgórne próby mające na celu eliminację złota z rezerw banków centralnych. Dyskutowano również o możliwości wprowadzenia zakazu kupna złota przez instytucje centralne. Było to wynikiową chęcią bilansowania rezerw innymi walutami i zastąpienia kruszcu ponadnarodowym koszykiem walutowym SDR wytworzonym przez Międzynarodowy Fundusz Walutowy (IMF), jako że sytuacja rynków światowych ulegała ciągłej stabilizacji. W rezultacie rozpoczęło to trwający kilka dekad proces przemieszczania znacznych ilości kruszcu z rąk instytucjonalnych w prywatne. Dla porównania w 1991 roku złoto w rezerwach banków centralnych stanowiło średnio 25%, a w 2001 roku już tylko 11% (Wójtowicz, 2020c).

Swego rodzaju wyprzedaż trwała do 2009 roku włącznie i nie pozostała oczywiście bez wpływu na bilans oraz cenę kruszcu, która na przełomie milleniów oscylowała wokół 300 USD za uncję (Wójtowicz, 2018). Z końcem stycznia 2022 roku jest to około 1800 USD. Spowodowało to pojawianie się oskarżeń wymierzonych w banki centralne o sztuczne zaniżanie kursu „królewskiego metalu”. W rezultacie banki centralne świata zachodniego zawarły serię porozumień o nazwie *Central Bank Gold Agreement* (CBGA) mających na celu limitowanie wolumenów sprzedawanych. Układy te odnawiane w cyklach pięcioletnich zawarto kolejno w latach 2000, 2005, 2010 oraz 2015. W wyniku kryzysu finansowego w latach 2007–2009, działań wspierających rynki w postaci luzowania ilościowego (ang. *quantitative easing*) oraz rosnącego ryzyka systemowego tendencja sprzedażowa się odwróciła. Od 2010 roku banki centralne stały się ważnymi kupcami kruszcu, a co za tym idzie układy CBGA straciły na znaczeniu i przestały być kontynuowane (Wójtowicz, 2020a).

Aktualnie dla banków centralnych złoto pełni funkcję jednego z wielu aktywów w posiadaniu. Należy przy tym zaznaczyć, że każdy z nich kieruje się jednak innymi przesłankami i strategią inwestycyjną co do aktywów posiadaniu. Złoto można zdefiniować w powyższym kontekście jako aktyw o bliskim zeru ryzyku kredytowym, będące strategicznie ostatecznym zabezpieczeniem i pełniące funkcję dywersyfikacyjną. W narracji często pojawia się jeszcze silny historycznie czynnik antyinflacyjny (ang. *inflationary hedge*). W ujęciu średnio- czy krótkoterminowym oraz w obliczu licznych narzędzi dających ekspozycję na rynek złota i niepodpartych kruszczem albo też zabezpieczonych w nikłym procencie jest to aspekt dyskusyjny. Cechy te pozwoliły jednak na określenie złota mianem bezpiecznej przystani, czyli *safe haven* (Nugee, 2017: 14–15).

Kruszec posiada uniwersalną rozpoznawalność. Sprzyja jej fakt, że międzynarodowe rynki złota, mimo iż nieliczne, charakteryzują się wysoką płynnością i dużą kapitalizacją. Najważniejszymi są amerykański rynek futures Comex, londyński LBMA i Shanghai Gold Exchange. W kontekście kapitalizacji rynkowej autor w grudniu 2020 roku dokonał własnych wyliczeń, opublikowanych w artykule *O rozmiarach rynków złota, kryptowalut i innych*. Szacunkowa kapitalizacja całkowicie wydobytego w historii złota to 11,64 bln USD (anglo-saksoński *trillion*). Do powyższego

wliczamy jednak skarby kultury i sztuki wykonane z użyciem kruszcu, tym samym odzierając je z dodatkowej wartości historyczno-kulturowej na rzecz tylko zawartości metalu. Powyższą liczbę należałoby więc zmniejszyć. Skupiając się tylko na fizycznym kruszcu z przeznaczeniem inwestycyjnym jak sztaby i monety bulionowe, powinniśmy uzyskać liczbę około 4,65 bln USD (Wójtowicz, 2020b).

Warto zaznaczyć, że można by do powyższego dodać rynki pochodnych narzędzi finansowych, jak opcje i futures, które tę liczbę zwielokrotnią. Sam rynek LBMA określany jako *Over-the-Counter*, będący największym globalnie rynkiem obrotu złotem, dokonał szacunkowo tylko w grudniu 2021 roku transakcji wartych około jednej trzeciej rocznej podaży ze źródeł pierwotnych i wtórnych (*LBMA Trade Data*, 2021).

Złoto w posiadaniu banków centralnych

Światowa Rada Złota (World Gold Council, dalej: WGC) poinformowała, że z końcem 2021 roku rezerwy złota w posiadaniu Narodowego Banku Polskiego wynosiły łącznie 231,8 tony (*Monthly central bank statistics*, 2021). Oczywiście nie należy powyższego traktować jako stałej i niezmiennej kwoty ani też będącej tylko przedmiotem stałego wzrostu. Jest rzeczą całkowicie zwyczajną i związaną z cyklicznością rynkową, iż ulega ona fluktuacji, zmieniając swoje proporcje względem innych klas aktywów w posiadaniu NBP. W kontekście kruszcu będącego w posiadaniu instytucji centralnych daje to Polsce z końcem 2021 roku miejsce 24 w rankingu światowym. Nasz rodzimy bank centralny posiada mniej złota w porównaniu chociażby do Holandii (612,5 t) czy Europejskiego Banku Centralnego (504,8 t), jednak na bardzo podobnym poziomie, co Belgia (227,4 t) czy rozwijająca się Tajlandia (244,2 t), gdzie kruszec pełni jednocześnie rolę znacznie bardziej prominentną i tradycyjną.

Co warto zaznaczyć, w rankingu WGC wyżej niż Polska znajdują się głównie kraje, w których złoto z przyczyn różnorodnych cieszy się silnym sentymentem kulturowym, historycznym, systemowym albo też miksem powyższych. Przed Polską plasują się między innymi:

- Stany Zjednoczone, gdzie do 1973 roku złoto pełniło systemowe zabezpieczenie siły amerykańskiego dolara w ramach zawartego w 1944 roku układu Bretton Woods, gwarantując przy tym pozycję amerykańskiego dolara jako globalnej waluty rezerwowej. W podobny sposób należy rozpatrywać Szwajcarię, która pełni od zawsze nie tylko prominentną rolę w świecie finansowym, ale również w świecie złota.
- Niemcy, gdzie szeroko pojęte konotacje historyczne oraz strach przed demonami inflacyjnymi i hiperinflacyjnymi Republiki Weimarskiej sprawiają, że sentyment wobec złota traktowanego jako aktywo antyinflacyjne jest stosunkowo silny.
- Turcja, gdzie rola złota jest silna trojako. Primo, wpisane jest ono w silny sentyment tradycyjny i historyczny, gdzie najpierw Cesarstwo Wschodnio-

- Rzymskie, następnie Konstantynopol, a później Imperium Osmańskie stanowiły ważne centra handlowe spajające świat europejski z azjatyckim i afrykańskim aż do czasu odkryć geograficznych renesansu. Secundo, związane jest to z polityką wewnętrzną prowadzącą do dewaluacji tureckiej liry (TRY) na rynkach międzynarodowych i poszukiwaniem środków przechowania wartości nabywczej. Tertio, spowodowane jest to zmianami w polityce tureckiego banku centralnego, który umożliwił bankom komercyjnym utrzymywanie wymaganej rezerwy obowiązkowej w złocie zamiast w silnie dewaluującej się lirze.
- Włochy, Francja, Portugalia, Holandia, gdzie większy niż 50% udział złota w rezerwach lokalnych banków centralnych jest spadkiem po istnieniu imperiów kolonialnych.
 - Wielka Brytania – złoto w rezerwach Banku Anglii stanowi nieproporcjonalnie mniejszy procent, niżby mogło wynikać z jej przeszłości kolonialnej. Przyczyną są mające miejsce na przełomie milleniów wyprzedaże. Niemniej jednak pomimo stosunkowo niskich rezerw w Wielkiej Brytanii znajduje się LBMA, czyli najważniejszy rynek międzynarodowy dla obrotu złotem fizycznym.
 - Byłe republiki radzieckie: Rosja, Kazachstan, Uzbekistan, wszystkie posiadające liczące się w świecie operacje wydobywcze. W przypadku Rosji dochodzi do tego jeszcze długotrwały czynnik dedolaryzacyjny, gdzie Rosyjski Bank Centralny dokonuje procesu dedolaryzacji, zwiększając w ramach zastępstwa między innymi swoje wolumeny złota. Trochę inaczej ma się sprawa w Uzbekistanie. Na jego terenie znajduje się jedna z największych globalnie operacji wydobywczych złota na świecie – Muruntau. W rezultacie ten środkowo-azjatycki kraj pozostaje liczącym się uczestnikiem międzynarodowych rynków złota.
 - Ciekawy *casus* stanowią Chiny – kraj, w którym złoto od zawsze pełniło ważną i tradycyjną funkcję. Oficjalne rezerwy deklarowane to 1948 ton, jednak liczne analizy przepływów kruszcu z obszaru UE, Wielkiej Brytanii czy via Szwajcaria i Hongkong zwracają uwagę na znaczne wolumeny złota kierujące się od lat do Państwa Środka. W zachowawczych wyliczeniach przyjmuje się zatem, iż rezerwy złota w posiadaniu Pekinu mogą wynosić 4 tys. ton. Zakres maksymalny tego typu analiz sięga natomiast wolumenu liczącego 20–25 tys. ton.

W każdym z powyższych przykładów procent udziału złota w rezerwach lokalnego banku centralnego waha się pomiędzy 20% a 70% względem pozostałych aktywów.

Należy zaznaczyć, że w przypadku rodzimych rezerw złota – poza oczywistym, to jest ekonomicznym aspektem finansów – istnieje również ważny element historyczny, grający przy tym na sentymentalnych tonach rodzimej dumy narodowej. Mowa tu o ewakuacji polskiego złota z kraju we wrześniu 1939 roku.

Aktywa w posiadaniu Narodowego Banku Polskiego

Zmieniając perspektywę z globalnej na lokalną, zaobserwujemy, że w bilansie oficjalnych aktywów rezerwowych w posiadaniu NBP złoto zawiera się w przedziale 7,7–8,6% ze średnią dla całego 2021 roku wynoszącą 8,1%. Ogromną, bo około 90-procentową większość aktywów rezerwowych NBP liczących całościowo w sierpniu 2022 roku 154,8 mld USD (*Aktywa rezerwowe Polski w sierpniu 2022 r.*, 2022), stanowią obligacje dłużne różnych jurysdykcji. Jako aktywa charakteryzują się one płynnością, czyli rozpoznawalnością i zbywalnością na rynkach międzynarodowych.

We wspomnianych 90% rezerwy denominowanej w walutach zagranicznych blisko 83% stanowiły zagraniczne rządowe obligacje dłużne, dające przede wszystkim ekspozycję na sektory technologiczny i elektroniczny, energetyczny oraz opieki zdrowotnej. Oczywiście należy pamiętać, że poszczególne kraje mogą dokonywać emisji swojego długu w obcej walucie (*vide* niedawna emisja obligacji trzyletnich przez Polskę dokonana w CHRL-D w juanach renminbi lub wcześniejsza, z 2020 roku w EUR). Niemniej jednak zwyczajowo preferuje się dokonywanie tego w walucie własnej tak, aby uniknąć zwiększenia proporcji długu walutowego. W ten sposób unika się ryzyka związanego ze zmianami kursowymi (Frączyk, 2021).

Polska posiada przede wszystkim papiery dłużne denominowane w dolarze, euro i funcie szterlingu. Według danych z okresu od 2016 do 2018 roku 44% z powyższych 90% w posiadaniu NBP denominowane było w amerykańskim dolarze, czyli nieformalnej walucie rezerwowej świata. Ze względu na uczestnictwo Polski w Unii Europejskiej logiczne było posiadanie również znaczącej ekspozycji w euro związanej z przynależnością do bloku i zachowaniem swojej własnej waluty. I rzeczywiście, mimo że udział procentowy EUR spadł z 40% w 2006 roku do 27% w latach 2016–2018, to aktywa denominowane w głównej walucie unijnej stanowią nadal silną pozycję w rezerwach walutowych NBP. Z kolei w ujęciu historycznym ostatniej półtorej dekady aktywa denominowane w funcie szterlingu (GBP) zawierały się pomiędzy 12% a 15% i w okresie 2016–2018 wynosiły 12%. NBP posiadał również papiery dłużne denominowane w walutach krajów surowcowych, czyli Australii, Nowej Zelandii i Norwegii, a nawet przez pewien czas przynależnych do rynków rozwijających się: Brazylii i Meksyku (Berłowska, Bezzubik, Żaczek, 2018: 226).

Ze względu na nurt rozdzielenia banków centralnych od struktur rządowych, którego propagatorem są ponadnarodowe organizacje, jak Międzynarodowy Fundusz Walutowy oraz Bank Rozrachunków Międzynarodowych (dalej: BIS), ogromna liczba banków centralnych nie może finansować pokrywania deficytu budżetowego poprzez bezpośredni skup rodzimych papierów dłużnych. W Polsce jest to dodatkowo określone przez zapis konstytucyjny w art. 220 ust. 2 Konstytucji RP (Konstytucja Rzeczypospolitej Polskiej z dnia 2 kwietnia 1997 r. uchwalona przez Zgromadzenie Narodowe w dniu 2 kwietnia 1997 r.). NBP nie może zatem zakupić bezpośrednio od skarbu państwa obligacji dłużnych rządu Rzeczypospolitej Polskiej. Stąd też brak

rodzinych papierów dłużnych w portfolio NBP albo też ich nieliczny procent nabyty niedawno na rynku wtórnym.

Warto nadmienić, dlaczego w ten sposób kształtują się proporcje rezerw. Wynika to z funkcji Narodowego Banku Polskiego jako banku centralnego i nadzorcy systemowego w Polsce. Posiadanie w rezerwach aktywów płynnych pozwala na bieżącą realizację zobowiązań krótko- i długoterminowych oraz realizację polityki pieniężnej państwa. Dlatego też duży jest udział papierów dłużnych między innymi Stanów Zjednoczonych w rezerwach NBP. W pewien sposób świadczy to również o przynależności NBP i Polski do systemów monetarnych i finansowych świata zachodniego w odróżnieniu od nurtu dedolaryzacyjnego w Chinach i Rosji. W tym kontekście złoto, które dopiero od niedawna traktowane jest *de jure* jako aktywum nieniosące ryzyko, stanowić ma twardą rezerwę – tu rozumianą jako ostateczne zabezpieczenie.

Ze względów na międzynarodowe wymogi formalne oraz pozycję instytucji centralnej Rzeczypospolitej Polskiej NBP nie może sobie pozwolić na posiadanie aktywów wychodzących poza pewien określony zestaw narzędzi inwestycyjnych. Będąc ważnym uczestnikiem rynku Europy Środkowo-Wschodniej oraz posiadając pewną wagę jako członek Unii Europejskiej, NBP zobligowany jest do implementacji regulacji międzynarodowych dotyczących między innymi klas aktywów w posiadaniu i standardu ich raportowania. Bezpośrednio omawianego zagadnienia dotyczyć będzie zestaw regulacji Bazylea III.

Bazylea III, czyli regulacyjne zmiany dla aktywów

Zestaw regulacji Bazylea III powstał pod auspicjami BIS i tworzy go 28 najważniejszych banków centralnych świata plus inne instytucje doradcze. Jest on teoretycznie dobrowolny, natomiast lokalnie jego wymogi zebrane są w unijnym rozporządzeniu o wymogach kapitałowych oraz w dyrektywie o wymogach kapitałowych i obowiązują we wszystkich państwach członkowskich UE od 1 stycznia 2014 roku (*Implementing Basel III in Europe*, 2021). Wdrażane są one jednak stopniowo z docelowym terminem 2025 roku. Poza krajami unijnymi sygnatariuszami są również USA i Wielka Brytania. Narodowy Bank Polski nie wlicza się do wspomnianych projektantów, jednak w 2021 roku podpisał wspólnie z licznymi bankami europejskimi list intencjonalny potwierdzający chęć i konieczność wdrożenia proponowanych regulacji (*Narodowy Bank Polski popiera pełne przyjęcie w UE zapisów pakietu Bazylea III*, 2021).

Bazylea III to rozpoczęta w 2010 roku reforma zasad ostrożnościowych w sektorze bankowym, będąca odpowiedzią na ówczesny kryzys globalny. Podczas akcji ratowniczej okazało się, że banki komercyjne wykorzystywały liczne luki prawne umożliwiające im obchodzenie obowiązkowych wymogów kapitałowych. O ile z początku determinacja wprowadzania nowych regulacji była dość duża, z czasem stopniowo zaczęła wygasać. Szczególnie w strefie euro, która po ostatnim kryzy-

sie przedcovidowym nie potrafiła się podnieść bez użycia narzędzi luzowania ilościowego, czyli skupu obligacji prywatnych i państwowych przez Europejski Bank Centralny. Analogiczny schemat można było zaobserwować również w USA, gdzie z początku wprowadzono regulacje w postaci *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act* ze sławną poprawką Volckera, następnie odkładano ich wdrożenie w czasie, aby ostatecznie uchylić część ustawy (Puzzanghera, 2017).

Zmiany zainicjowane w 2019 roku w regulacjach Bazylea III zmieniły pozycję systemową złota jako aktywa, stawiając je w księgowości bankowej na równi z walutami i rządowymi papierami dłużnymi, dotychczas uznawanymi za nienoszące ryzyka. Taki transfer zwiększył płynność banków, ale jednocześnie zyskał ważne miejsce w percepcji miłośników złota. W obecnym szybko zmieniającym się świecie złoto ma posłużyć jako aktywo poprawiające płynność w księgowości instytucjonalnej, a dodatkowo jako *hedge* zabezpieczający w obliczu zmian rentowności papierów dłużnych i wyceny walut.

Przed 1 kwietnia 2019 roku obowiązujący układ Bazylea III definiował trzy typy grup aktywów, jakie mogły być w posiadaniu banków. Każdy poziom dotyczył różnych klas i określał stopień ryzyka w poszczególnych grupach. Na przykład za poziom trzeci uznawano aktywa spekulacyjne, poziom pierwszy był z kolei traktowany jako nienoszący ryzyka. Ponadto relacje pomiędzy poszczególnymi poziomami były ustalane proporcjonalnie. Mianowicie wartość aktywów z poziomu trzeciego nie powinna przekraczać wartości 250% aktywów z poziomu pierwszego. Miało to także odzwierciedlenie w księgach banków centralnych, ponieważ aktywa najryzykowniejszej grupy trzeciej można było deklarować tylko jako 50% ich wartości. Przed 1 kwietnia 2019 roku waluty i obligacje państwowe były aktywem poziomu pierwszego, a złoto jednym z aktywów poziomu trzeciego. Po tej dacie weszła w życie reklasyfikacja poszczególnych grup aktywów, w wyniku której złoto trafiło do grupy pierwszej (Wójtowicz, 2020c). Było to w pewien sposób potwierdzenie statusu nieformalnego, czyli zaznaczonego wcześniej zwrotu w polityce zakupowej banków centralnych. Oznaczałoby to jednocześnie trzy typy korzyści dla banków centralnych w kontekście posiadanego kruszcu:

- zwiększenie wartości aktywów w posiadaniu poprzez możliwość raportowania ich pełnej wartości w bilansach,
- zwiększenie wartości złota w rezerwach poprzez aprecjację cenową kruszcu w H2 2020 roku, której szczytowym momentem było wyznaczenie nowych nominalnych rekordów cenowych przez kruszec,
- powiększenie możliwości płynnościowych wraz z jednoczesnym powiększeniem buforu bezpieczeństwa poprzez dodanie nowego aktywa o zerowym ryzyku kredytowym i wysokiej płynności na poziomie instytucjonalnym.

W ramach zmian statusu złota określonych w Bazylei III istnieje jeszcze jedna ważna zasada wdrożona w życie przez Unię Europejską i Szwajcarię w 2021 roku i odnosząca się do Wielkiej Brytanii i jej rynku LBMA z początkiem roku 2022. Jest

to oddzielenie definicyjne złota w formie fizycznej od narzędzi pochodnych dających ekspozycję na kruszec, takich jak opcje czy *futures* – znanych rynkowo pod mianem papierowego złota. Złoto w formie alokowanej i fizycznej będzie traktowane jako aktywo poziomu pierwszego. Z kolei złoto w formie niealokowanej czy też w formie narzędzi pochodnych dających ekspozycję przynależne będzie do klasy trzeciej. Oznacza to rozdział legislacyjny pomiędzy kruszczem w formie fizycznej a wielokrotnie większym pod względem kapitalizacji rynkiem narzędzi inwestycyjnych i spekulacyjnych (Mandrzzato, 2021).

Zarys historyczny stanu polskich rezerw złota

Po dwóch dekadach niepodległości międzywojennej, we wrześniu 1939 roku Bank Polski SA wchodził z rezerwami złota o łącznym tonażu 79,5 tony zlokalizowanymi w większości w skarbcu centralnym w Warszawie oraz w oddziałach na terenie kraju. Kruszec posiadał w okresie międzywojennym funkcję zabezpieczenia rezerwy częściowej. Będąc członkiem międzywojennego Gold Exchange Standard, Polska zobowiązywała się do zabezpieczenia wartości 30% wyemitowanych banknotów złotem w swoim posiadaniu. Innymi słowy, zwiększanie bazy monetarnej wymagało zakupu złota.

Już podczas ewakuacji w 1939 roku z blisko 80 ton należało odjąć 4 tony kruszczu. Trzy złożone zostały jako depozyt w Narodowym Banku Rumunii, natomiast jedną sprzedano, pozyskując w ten sposób środki potrzebne na bieżące potrzeby. Ewakuacja polskiego złota przeprowadzona została przez Sztambuł do Syrii i Libanu, a stamtąd do Francji. Po klęsce sojusznika wiosną 1940 roku polskie złoto ewakuowano do Casablanki, a następnie zdeponowano do 1944 roku na terenach Sahary Francuskiej. Nie obyło się przy tym bez problemów, bo rząd Vichy odmawiał wydania kruszczu władzom emigracyjnym i strona polska musiała wnioskować o „zaaresztowanie” analogicznej części francuskich depozytów złożonych w Nowym Jorku, aby wymusić jego uwolnienie (*Polskie rezerwy złota*, 2019). W 1944 roku polskie złoto podzielono na trzy części i przetransportowano do Nowego Jorku, Ottawy i Londynu. Konieczność finansowania wydatków wojennych armii polskiej na Zachodzie spowodowała, że wojnę zakończono ze stanem 67,3 tony. Do strat wlicza się kilkanaście ton bezprawnie zajętych przez Brytyjczyków pod pretekstem wydatków poniesionych na potrzeby Polski, notabene do dziś nieudokumentowanych (*Polskie złoto wczoraj, dziś i jutro*, 2021).

Wraz z oficjalnym uznaniem nowych władz w Polsce na gruncie międzynarodowym utrzymano przez okres kilku lat stan współistnienia międzywojennego Banku Polskiego SA na obczyźnie i posiadającego prerogatywy banku centralnego Narodowego Banku Polskiego w kraju. Nowej władzy umożliwiło to uzyskanie dostępu do zasobów złota zdeponowanych za granicą. Wszystkie umowy i ugody, jakie Bank Polski SA zawarł w czasie wojny z rządami państw zachodnich i ich bankami

centralnymi, zapewniały władzom w Warszawie możliwość pożyczania pieniędzy na rynkach międzynarodowych pod zasoby złota Banku Polskiego SA. Te, jak i inne aktywa, zostały formalnie przekazane na konta NBP do 1950 roku. Dokonano również zwrotu depozytu pozostawionego w 1939 roku w Rumunii. Pozwoliło to władzom komunistycznym na stopniową sprzedaż polskich rezerw złota, najpierw w ramach potrzeb wynikających z konieczności odbudowy kraju, a następnie w celu pozyskania dewiz i pokrycia zobowiązań międzynarodowych. W rezultacie upadku komunizmu doczekało zaledwie 15 ton kruszcu w posiadaniu NBP.

Należy zaznaczyć, że na rynku wewnętrznym 28 października 1950 roku wprowadzono ustawę o zakazie obrotu walutami, platyną i złotem (Ustawa z dnia 28 października 1950 r. o zakazie posiadania walut obcych, monet złotych, złota i platyny oraz zaostrzeniu kar za niektóre przestępstwa dewizowe). Za posiadanie powyższych groziło od 15 lat pozbawienia wolności aż po „ostateczny wyrok” wykonany rękoma władzy ludowej. Zniesienie restrykcji nastąpiło dopiero w listopadzie 1956 roku. Złagodzone wówczas kary, ale też otwarto państwowy skup złota i walut po cenach zbliżonych do rynkowych. Z czasem umożliwiono również wymianę kruszcu na dobra Pewexowe.

Uwarunkowania rynkowe sprawiały, że opłacało się przywozić do Polski złoto zza granicy, bo na rynku wewnętrznym „najweselszego z baraków” za kruszec płacono więcej. Ponadto duży popyt na złoto likwidował potencjalny nawis inflacyjny, ściągając z rynku i zamrażając pewien nadmiar wyemitowanej gotówki. Władza ludowa przymykała zatem oczy na proceder, który trwał do 1990 roku, kiedy NBP wydał pierwsze prywatne zezwolenie na handel złotem.

Z końcem lat dziewięćdziesiątych dokonano dalszych zakupów, w wyniku których stan polskich rezerw złota ustabilizował się na dość długo na poziomie 102,9 tony. Na kolejne zakupy należało poczekać do 2018 i 2019 roku. W okresie lipiec–październik 2018 roku kupiono 25,7 tony, następnie, w okresie maj–lipiec 2019 roku kolejnych 100 ton (*Monthly central bank statistics*, 2021). NBP tłumaczył powyższe koniecznością zbilansowania dywersyfikacji aktywów. Warto zaznaczyć, że zakupu z 1998 roku dokonano w okresie lokalnego dołka cenowego, a zakupów z 2019 roku tuż przed tym, gdy złoto opuściło utworzony w 2013 roku horyzontalny kanał cenowy zwany w branży potocznie Linią Maginota. Rok później złoto miało osiągnąć nowe nominalne szczyty cenowe. Zakupy te dały asumpt do branżowych żartobliwych opinii i spekulacji, że NBP „ma nosa do zakupów kruszcu”.

W okresie maj–wrzesień 2021 roku NBP dokonał zakupu dalszych 5 ton złota, jednocześnie sprzedając 1,9 tony. W szczególności ta ostatnia transakcja poróżniła krajowych komentatorów finansowych. Przeciwnicy polityczni ubiegającego się o reelekcję prezesa Narodowego Banku Polskiego porównywali wręcz działania autoryzowane przez Adama Glapińskiego do wyprzedazy kruszcu dokonywanej przez władze komunistyczne.

Zarządzanie rodzimymi rezerwami złota w Polsce

Złoto będące w posiadaniu NBP podzielone jest pomiędzy dwie główne lokalizacje. W Polsce znajduje się 104,9 tony, a w Wielkiej Brytanii pozostałe 125,4 tony. Tak zwana repatriacja złota do Polski miała miejsce jesienią 2019 roku, a fakt ten podciągnięto medialnie pod obchody 100-lecia odzyskania niepodległości. Obecnie kruszec zdeponowany jest w skarbcach kilku krajowych placówek NBP. Choć dokładne lokalizacje, jak i podział wolumenu nie są znane, to przypuszcza się, iż depozytariuszami są placówki NBP w Warszawie i Poznaniu (Wróblewski, 2021). W Polsce nie istnieje główny skarbiec centralny, gdzie można by zdeponować kruszec, choć w przeszłości pojawiał się pomysł stworzenia takowego. Realizacji jednak zaniechano ze względu na to, że złoto polskie znajdowało się wówczas w całości w Wielkiej Brytanii i nie planowano jego szybkiego powrotu.

W kontekście rodzimych rezerw złota 5 października 2021 roku w wywiadzie prezes NBP Adam Glapiński stwierdził: „[...] w celu dalszego zwiększania bezpieczeństwa finansowego Polski będziemy kontynuować dotychczasową politykę, na pewno będziemy dążyć do powiększania naszych zasobów złota. Jednakże skala i tempo zakupów będą zależały m.in. od dynamiki zmian oficjalnych aktywów rezerwowych oraz bieżących warunków rynkowych” (*Kolejne 100 ton złota w 2022 roku*, 2021).

Deklaracje prezesa Glapińskiego dotyczą również sprowadzenia z rynku LBMA do Polski kolejnych 50 ton złota oraz zakupu na rynkach złota kolejnych 100 ton tego kruszcu w 2022 roku. Istnieje przy tym jednak możliwy podział, gdzie część złota trafi do kraju, a część w ramach dywersyfikacji na amerykański Comex.

Powodem aktualnego transferu złota na teren Polski były względy bezpieczeństwa w sytuacji, gdy istnieje silna zmienność czy też ryzyko systemowe na rynkach finansowych. Warto zaznaczyć, że repatriacji dokonano jeszcze przed wybuchem pandemii, która zwiększyła to ryzyko kilkukrotnie. Posiadanie rezerw z dostępem bezpośrednim umożliwia szybki nimi obrót w sytuacji konieczności nabycia płynności finansowej. Wcześniejsze działanie repatriacyjne nosi znacznie mniejszy wymiar ryzyka, niż gdyby próbować wycofać złoto w trakcie trwania kryzysu finansowego, kiedy analogicznych wniosków może być wiele. Dotyczy to również sytuacji, gdy wniosek formalny może być z jakiegoś powodu kontestowany. Ostatnimi laty można było obserwować interesujące działania dotyczące dwóch odmiennych wolumenów należących do Niemiec i Wenezueli. W tym pierwszym przypadku proces przenosin około 3,4 ton niemieckiego złota z międzynarodowych rynków trwa już kilka lat, jako że jest to znaczny wolumen wypożyczony pod zabezpieczenie licznych transakcji. W tym drugim Bank Anglii – depozytariusz wenezuelskiego złota – odmówił jego wydania, kontestując legalność władzy prezydenta Wenezueli Nicolása Maduro.

Należy pamiętać, że złoto samo w sobie nie generuje odsetek, wprost przeciwnie – utrzymanie infrastruktury oraz systemu bezpieczeństwa dla przechowywanego w kraju kruszcu generować będzie koszty. Generację zysku umożliwia natomiast

wypożyczanie metalu szlachetnego pod zastaw lub czerpanie korzyści ze zmienności jego kursu. Dla instytucji zazwyczaj konieczne jest przy tym uczestnictwo na jednym z wysoce płynnych rynków metali szlachetnych. Dlatego też decyzja o sprowadzeniu złota do kraju nie może być podjęta *ad hoc*, a wynikać musi z narastających negatywnych warunków rynkowych bądź makroekonomicznych.

Zarządzanie rodzimymi rezerwami złota w Londynie

W zupełnie innej sytuacji znajduje się pozostałe polskie złoto zdeponowane w Londynie. W naszej szerokości geograficznej i w świecie LBMA jest najważniejszym rynkiem do transakcji na fizycznym złocie. Ze względu na lokalizację regulatorem i depozytariuszem złota innych banków centralnych jest tu Bank Anglii. To właśnie w skarbcach jednego z najstarszych banków centralnych świata znajduje się pozostały należący do NBP tonaż. Zdeponowany jest on w formie sztab, zgodnych z wytycznymi London Good Delivery obowiązującymi na rynku LBMA. Mowa tu o czystości 999,9 oraz standaryzowanej wadze 400 uncji trojańskich (12,44 kg) dla pojedynczej sztaby. W takiej samej formie przechowywane jest złoto, które powróciło do Polski. Warto przy tym zaznaczyć, że pojedynczy minimalny tak zwany lot transakcyjny na LBMA wynosi 2000 uncji. Innymi słowy, nie da się dokonać mniejszego zamówienia (Wójtowicz, 2020c).

Złoto NBP w Banku Anglii i będące przedmiotem transakcyjnym na LBMA zdeponowane jest w ogromnej większości na koncie alokowanym. LBMA Allocated Gold Account to typ konta, gdzie bank depozytariusz przechowuje fizyczne złoto w imieniu klienta i działa jako jego strażnik. Bank depozytariusz nie ma do tego depozytu żadnego prawa, nie wpisuje go do swojego bilansu księgowego i formalnie działa tylko jako dobrze opłacony magazynier i strażnik. Klient ma prawo do odbioru dokładnie tych samych pod względem wybitego numeru i wagi sztab, jak zapisano na listach inwentarzowych w momencie składania depozytu.

Powyższe jest przeciwieństwem popularniejszego typu konta, czyli LBMA Unallocated Gold Account, jeszcze do niedawna stanowiącego 95% kont utworzonych na LBMA. Tutaj klient posiada tylko roszczenie na złoto, a na przykład bank bulionowy ma u klienta dług o tej samej wartości. Słowo *niealokowany* nabiera znaczenia „nieuregulowanego zadłużenia”. Koszt prowadzenia takiego typu konta jest znacznie mniejszy, bo jest ono tylko kontem w systemie rozliczeniowym, a nie fizycznym skarbcem. Używa się go do przeprowadzania transakcji na rynku LBMA, wymagających zaledwie częściowego zabezpieczenia danej pozycji wolumenem kruszcu. Jednak w sytuacji potencjalnej niewypłacalności banku bulionowego ta część złota fizycznego wynikająca ze swoistej rezerwy cząstkowej i przypisana w sposób proporcjonalny do kont „niealokowanych” formalnie należy do wierzycieli instytucjonalnych.

Depozyty NBP mogą zostać wypożyczone w różnych formach (na przykład *swap* lub *collateral*, czyli różnego typu pożyczki zastawne) podobnie jak inne aktywa

walutowe. Dokonując wypożyczenia bankowi bulionowemu czy inwestycyjnemu, który na przykład chce otworzyć pozycję wymagającą zabezpieczenia złotem, bank centralny zyskuje na zmniejszonych kosztach przechowywania i zabezpieczenia oraz zarabia w postaci opłat leasingowych i depozytowych. Ze względu na rodzaj aktywa wypożyczenia dokonuje się jedynie bankom bulionowym o znanej i rozpoznawalnej marce i renomie. Odpowiedź na interpelację poselską nr 26867 podaje przykładowe dane finansowe dotyczące obrotu naszym złotem za pierwszą połowę 2014 roku (*Odpowiedź podsekretarza stanu w Ministerstwie Finansów – z upoważnienia ministra – na interpelację nr 26867 w sprawie polskich rezerw złota znajdujących się w Wielkiej Brytanii*, 2014). Ówczesne 98 ton polskiego złota zdeponowane w Banku Anglii (pozostałe 4,9 tony znajdowało się wówczas w Polsce) wygenerowało koszt utrzymania rządu 143 tys. zł oraz przychód w wysokości 4,2 mln zł. Bardziej aktualne dane cyklicznie publikuje NBP (*Statystyka i sprawozdawczość. Rachunki finansowe. Kwartalne rachunki finansowe*, 2021).

Przy transakcji wypożyczenia z konta alokowanego nie zachodzi potrzeba dokonywania fizycznego transportu. Na LBMA transferów dokonuje się poprzez zmiany zapisu księgowego w ramach systemu rozliczeń Loco London. Złoto NBP zdeponowane w Banku Anglii poprzez powyższy system może znajdować się przykładowo na wypożyczeniu u kilku dużych banków bulionowych. Ze względu na dalsze umowy każdy ze wspomnianych lotów może zostać przy tym podzielony na mniejsze i użyty jako zabezpieczenie jeszcze innych transakcji. Do tego typu informacji wgląd mają jednak tylko jej strony. W dniu zapadalności umowy następuje oczywiście „zwrot” leasingowanego złota. Ponieważ wypożyczenie nastąpiło w systemie Loco London, wymaga ono tylko zmiany balansów na kontach.

Wycofanie kruszcu z rynku LBMA w formie fizycznej w trakcie trwania umowy byłoby jej złamaniem i potencjalnie naraziło reputację NBP na szwank, a dalsze strony umowy na znaczne straty finansowe. Po wypożyczeniu złoto może być przecież obłożone licznymi transakcjami pomiędzy uczestnikami rynku, a mowa tu między innymi o największych globalnie międzynarodowych bankach bulionowych, inwestycyjnych czy kompaniach górniczych.

Podsumowanie, czyli perspektywa na przyszłość

Przed Narodowym Bankiem Polskim już teraz stoją wielkie wyzwania dotyczące utrzymania stabilności systemowej i ograniczania rozwijającej się inflacji. Problemem jest to, że są to zjawiska o naturze zarówno lokalnej, jak i globalnej, istniejące w różnej skali w systemie naczyń wzajemnie powiązanych, jakimi są rynki światowe.

Jeżeli nałożyć na to cykliczność rynków, wydłużony znacznie w czasie cykl ostatniej hossy, absurdalne działania ratunkowe w postaci luzowania ilościowego, dochodzący według licznych prognoz do końca swojej egzystencji system monetarny pieniądza dłużnego, gwałtownie przyspieszające prace nad cyfrowym pienią-

dzem banków centralnych (CBDC), rosnącą z licznych względów inflację PPI, jak i CPI oraz dodać do tego teorię długookresowych cykli koniunkturalnych Nikołaja Kondratiewa, to nawet będąc sceptycznie nastawionym, należy przynajmniej wziąć pod uwagę istnienie zwiększonego ryzyka systemowego. Dodatkowo wydaje się, że znacznie pogłębia to przyspieszający nurt deglobalizacyjny, rosnąca w siłę wielobiegunowość polityczna świata oraz naruszenie łańcuchów logistycznych przez pandemię i lockdowny.

W zaistniałym zarysie nawet pomimo ryzyka znacznej, czasowej zmiany cenowej na złocie spowodowanej umacnianiem się amerykańskiego dolara – co wynika z odwróconej korelacji pomiędzy tymi dwiema klasami aktywów – dywersyfikacja aktywów w posiadaniu banku centralnego jest elementem niezbędnym. Jest ona logiczną kontynuacją trwającej od poprzedniego kryzysu finansowego polityki zakupowej prowadzonej przez instytucje centralne i wynika z opisanej na początku roli regulacyjno-zabezpieczającej NBP oraz innych banków centralnych dla swoich jurysdykcji. Tym bardziej że mowa tu o współzależności dwóch spośród nielicznych aktywów uniwersalnie rozpoznawalnych, posiadających płynne rynki umożliwiające ich zbyt w sytuacji potrzeby. Kruszec należy rozpatrywać zatem jako uniwersalnie rozpoznawalne aktywo o dużej płynności na poziomie instytucjonalnym. Bynajmniej nie jest ono jednak lekiem na wszystkie bolączki świata finansowego, jak chciałaby narracja jego propagatorów.

Paradoksalnie włączenie złota, czyli aktywa będącego spadkiem poprzednich systemów monetarnych oraz pokoleń, do klasy najbardziej zaufanych aktywów oraz zwiększanie jego udziału procentowego w ramach zdywersyfikowanych rezerw banków centralnych, w tym NBP, stanowi dla instytucji centralnych swoistą formę innowacyjności oraz potwierdzenia, iż w okresie geopolitycznej i ekonomiczno-finansowej niepewności konieczne jest zwiększenie dywersyfikacji o aktywa pewne i uniwersalnie płynne, mające przy tym służyć jako zabezpieczenie ostateczne.

Bibliografia

- Aktywa rezerwowe Polski w sierpniu 2022 r.* (2022), https://www.nbp.pl/home.aspx?f=aktualnosci/wiadomosci_2022/rezerwy_sierpien_2022.html [dostęp: 13.09.2021].
- Berłowska B., Bezzubik B., Żaczek M. (2019), *Reserves accumulation and diversification: the case of Poland*, „BIS Papers”, nr 104.
- Claessens S., Klingebiel D., Schmukler S. (2003), *Government Bonds in Domestic and Foreign Currency*, „Policy Research Working Paper”, nr 2986.
- Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves* (2021), <https://data.imf.org/?sk=E6A5F467-C14B-4AA8-9F6D-5A09EC4E62A4> [dostęp: 1.01.2022].

- Davies G. (2002), *A History of Money – From Ancient Times to the Present Day*, University of Wales Press, Cardiff.
- Frączyk J. (2021), *Ministerstwo Finansów planuje emisję obligacji na rynku chińskim. To może być nowe otwarcie w relacjach*, <https://businessinsider.com.pl/finanse/obligacje-chinskie-panda-bonds-ministerstwo-finansow-planuje-emisje-to-moze-byc-nowe/9eslf2z> [dostęp: 18.01.2022].
- Implementing Basel III in Europe* (2021), <https://www.eba.europa.eu/regulation-and-policy/implementing-basel-iii-europe> [dostęp: 8.01.2022].
- Kolejne 100 ton złota w 2022 roku* (2021), https://www.nbp.pl/home.aspx?f=aktualnosc/wiadomosci_2021/zloto2022.html [dostęp: 27.12.2021].
- Konstytucja Rzeczypospolitej Polskiej z dnia 2 kwietnia 1997 r. uchwalona przez Zgromadzenie Narodowe w dniu 2 kwietnia 1997 r., Dz.U. 1997, nr 78, poz. 483.
- LBMA Trade Data* (2021), <https://www.lbma.org.uk/prices-and-data/lbma-trade-data> [dostęp: 10.01.2022].
- Mandruzzato G. (2021), *Gold and Basel III*, <https://www.efginternational.com/fr/insights/2021/gold-and-basel.html> [dostęp: 27.12.2021].
- Monthly central bank statistics* (2021), <https://www.gold.org/goldhub/data/monthly-central-bank-statistics> [dostęp: 3.12.2021].
- Morawski M. (2002), *Zarys powszechnej historii pieniądza i bankowości*, Trio, Warszawa.
- Murau S., Rini J., Haas A. (2020), *The evolution of the Offshore US-Dollar System: past, present and four possible futures*, „Journal of Institutional Economics”, Vol. 16(6).
- Narodowy Bank Polski popiera pełne przyjęcie w UE zapisów pakietu Bazylea III* (2021), https://www.nbp.pl/home.aspx?f=aktualnosc/wiadomosci_2021/basel.html [dostęp: 29.12.2021].
- Nugee J. (2017), *Foreign exchange reserves management*, <https://www.bankofengland.co.uk/ccbs/foreign-exchange-reserves-management> [dostęp: 27.12.2021].
- Odpowiedź podsekretarza stanu w Ministerstwie Finansów – z upoważnienia ministra – na interpelację nr 26867 w sprawie polskich rezerw złota znajdujących się w Wielkiej Brytanii* (2014), <https://www.sejm.gov.pl/sejm7.nsf/InterpelacjaTresc.xsp?key=73C15193> [dostęp: 27.12.2021].
- Polskie rezerwy złota* (2019), <https://www.cpnbp.pl/wystawa/wystawy-czasowe/polskie-rezerwy-zlota> [dostęp: 27.12.2021].
- Polskie złoto wczoraj, dziś i jutro* (2021), <https://goldenmark.com/blog/polskie-zloto/> [dostęp: 27.12.2021].
- Prasad E. (2019), *Has the dollar lost ground as the dominant international currency?*, „Global Economy and Development at Brookings”, Vol. 09.

- Puzzanghera J. (2017), *House votes along party lines to repeal key Dodd-Frank financial reforms*, <https://www.latimes.com/business/la-fi-dodd-frank-repeal-20170608-story.html> [dostęp: 17.01.2022].
- Simes D. (2020), *China and Russia ditch dollar in move toward 'financial alliance'*, <https://asia.nikkei.com/Politics/International-relations/China-and-Russia-ditch-dollar-in-move-toward-financial-alliance> [dostęp: 27.12.2021].
- Statutes of the Bank for International Settlements* (2016), <https://www.bis.org/about/statutes-en.pdf> [dostęp: 10.01.2022].
- Statystyka i sprawozdawczość. Rachunki finansowe. Kwartalne rachunki finansowe* (2021), https://www.nbp.pl/home.aspx?f=/statystyka/pieniężna_i_bankowa/krf.html [dostęp: 17.01.2022].
- The euro's global role in a changing world: a monetary policy perspective. Speech by Benoît Cœuré* (2019), <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2019/html/ecb.sp190215~15c89d887b.en.html> [dostęp: 27.12.2021].
- Ustawa z dnia 28 października 1950 r. o zakazie posiadania walut obcych, monet złotych, złota i platyny oraz zaostrzeniu kar za niektóre przestępstwa dewizowe, Dz.U. 1950, nr 50, poz. 460.
- Wójtowicz B. (2018), *Bank of England cz. 4 – Wojna Idei (1970–2017)*, <https://www.bogaty.men/bank-of-england-cz-4-wojna-idei-1970-2017/> [dostęp: 27.12.2021].
- Wójtowicz B. (2020a), *Jak regulacje finansowe zmieniają pozycję złota?*, <https://bithub.pl/bithub-plus/jak-regulacje-finansowe-zmieniaja-pozycje-zlota/> [dostęp: 27.12.2021].
- Wójtowicz B. (2020b), *O rozmiarach rynków złota, kryptowalut i innych*, <https://bithub.pl/bithub-plus/o-rozmiarach-rynkow-zlota-kryptowalut-i-innych/> [dostęp: 1.01.2022].
- Wójtowicz B. (2020c), *Złoto jako Aktywo Centralne*, <https://www.bogaty.men/zloto-jako-aktywo-centralne/> [dostęp: 27.12.2021].
- Wróblewski P. (2021), *Gdzie leży polskie złoto? W sekrecie przewieziono je z Londynu do Polski. Potem schowano w dwóch skarbcach*, <https://warszawa.naszemiasto.pl/gdzie-lezy-polskie-zloto-w-sekrecie-przewieziono-je-z/arc1-7471751> [dostęp: 17.01.2022].

Summary**The role of gold reserves among the assets held by the National Bank of Poland**

This article is an in-depth look at the functionality of gold reserves at the National Bank of Poland. At the same time, it attempts to outline the purpose of the gold reserves.

The author begins with presenting the specific inverted correlation of the role of gold and the US dollar, which are the previous and current unofficial reserve asset of the world. In doing so, he tries to explain the individual functionality of each of them in the reserves of central banks and outlines the necessity for diversification.

The article discusses in detail the overall assets held by the National Bank of Poland and how they have changed over the past few years. For comparison, domestic gold reserves are presented against several selected jurisdictions, with detailed comments.

An important part of the article is the discussion on the recent Basel III regulations and how they changed the role of gold from speculative asset to a trusted one. In this section the author also focuses on reversal of the selling trend by central banks and the legal separation of physical and 'paper' gold.

Establishing a formal and legal framework, the author focuses on gold in the reserves of the Polish central bank. The article provides a historical overview of how the composition of reserves have changed between 1939 and 2021, and shows in detail how Polish gold is currently divided between Polish treasuries and the London market. The author explains the reasons for such diversification, and provides information on future declared volume changes.

The article concludes that based on the current situation in the financial markets and the decade long trend in net gold purchases by central banks, the diversification of assets by adding gold should be considered as logical and innovative at the same time.

Keywords: central bank, gold reserves, management of gold reserves