

Wykorzystać rezerwę NBP

Wykorzystanie części rezerwy rewaluacyjnej Narodowego Banku Polskiego w celu sprostania m. in. kosztom integracji Polski z Unią Europejską, a nade wszystko stworzenia lepszych warunków do finansowania szybkiego rozwoju społeczno-gospodarczego, jest głęboko uzasadnione racjami makroekonomicznymi i zarazem jest możliwe z punktu widzenia reguł konstytucyjnych oraz obowiązującego porządku prawnego.

Chodzi tu o rezerwę na pokrycie ryzyka zmian kursu złotego do walut obcych. Piętnaście miesięcy temu rezerwa rewaluacyjna NBP wynosiła 27,4 miliarda złotych. Teraz (w warunkach porównywalnych) oscyluje ona już wokół 34 miliardów. Odzwierciedla to zysk NBP wynikający z faktu zakupu walut obcych przez bank centralny w przeszłości po cenie mniejszej, aniżeli kształtuje się ona obecnie. Rezerwa ta zabezpiecza ryzyko spadku wartości walut w stosunku do złotego. Rezerwa spadłaby do zera (jeśli reguły tworzenia tej rezerwy byłyby właściwie skonstruowane), gdyby wartość walut spadła do przeciętnego kursu ich zakupu, czyli do poziomu około trzech złotych za dolara. A to jest przecież niemożliwe.

Wątpliwe zastrzeżenia

NBP formułuje kilka zastrzeżeń co do zasadności i możliwości (a to są dwie różne sprawy) ewentualnego wykorzystania rezerwy rewaluacyjnej, przedstawiając swoje – składniad zmieniające się co jakiś czas – kontrargumenty.

Zastrzeżenie 1 – *przekazanie jakiegokolwiek części rezerwy rewaluacyjnej do budżetu oznaczać będzie wzrost podaży pieniądza, a tym samym będzie rodzić skutki inflacyjne.*

Zarzut ten staje się zupełnie bezzasadny, jeśli środki z rezerwy rewaluacyjnej przekazane do budżetu byłyby wykorzystane na zakup walut w NBP w celu obsługi zadłużenia zagranicznego lub pokrycia płatności do budżetu Unii Europejskiej. W takim wypadku wszystkie transfery odbywałyby się z pominięciem zarówno polskiego obiegu pieniężnego, jak i rynku walutowego. Taka operacja byłaby zatem całkowicie neutralna z punktu widzenia polityki monetarnej i sytuacji na rynku walutowym.

Poziom naszych płatności wynikających z kosztów obsługi długu zagranicznego i konieczności wpłat do budżetu UE jest tak wysoki, że swobodnie mógłby zaabsorbować całą kwotę rezerwy rewaluacyjnej, jeśli została ona rozwiązana. Wówczas rząd mógłby – a nawet powinien – porzucić wcześniejsze pomysły dotyczące wykorzystania środków z rezerwy rewaluacyjnej na współfinansowanie programów unijnych. Nawiasem mówiąc, skala zwiększenia podaży pieniądza z tego tytułu byłaby relatywnie niewielka (około 6 procent w odniesieniu do kategorii M3), co praktycznie nie miałoby znaczenia. Niemniej jednak postuluję, aby środki z rezerwy rewaluacyjnej były wykorzystane tylko do płatności zagranicznych.

Zastrzeżenie 2 – *rezerwa rewaluacyjna odzwierciedla niezrealizowane zyski; są to pieniądze wirtualne, jakoby istniejące tylko na papierze.*

Zarówno w teorii, jak i praktyce gospodarczej nie ma żadnej różnicy między aktywami, z którymi wiąże się dochód w wysokości 10 procent, a aktywami, których wartość w tym samym czasie zwiększyła się o 10 procent. Wystarczy jedynie sprzedać 10 procent aktywów i zrealizować w ten sposób dochód, podczas gdy wartość naszych aktywów pozostaje niezmienną. Różnica między typami aktywów (przy założeniu braku kosztów transakcyjnych i kwestii podatkowych, które mogą powodować powstawanie różnic) wynika tylko z konwencji rachunkowych.

Zyski zakumulowane jako rezerwa rewaluacyjna nie są więc wirtualne i łatwo mogą być zrealizowane. Za każdym razem, gdy rząd kupuje w NBP miliard dolarów, wirtualne zyski NBP wynikające z różnicy poziomu kursu, po jakim NBP nabył te rezerwy i po jakim je teraz sprzedaje, materializują się w postaci rzeczywistego zysku banku centralnego (w tym wypadku, zważywszy na przeciętną cenę zakupu walut i ich aktualną wartość rynkową, w wysokości około 250 milionów dolarów), z czego 85 procent mocą ustawy jest przekazywane do budżetu w następnym roku budżetowym. Załóżmy zatem, że oto rząd kupił od NBP miliard dolarów i sprzedał mu tę samą kwotę z powrotem po dokładnie takim samym kursie. Wówczas dokładnie taka sama kwota z rezerwy rewaluacyjnej powinna być zamieniona na zrealizowane już zyski, z czego 85 procent zostałyby przekazane do budżetu państwa w kolejnym roku. Oczywiście, nikt nie postuluje takiej operacji, która służyłaby tylko przetransferowaniu zysków niezrealizowanych w zrealizowane, ale przytoczony przykład pokazuje, że są to rzeczywiste zyski, a nie jakieś zasoby wirtualne czy też „pieniądze istniejące tylko na papierze”.

Tak więc środki z rezerwy rewaluacyjnej mogłyby być wykorzystywane do zakupu walut na rynku walutowym. Korzyści z deprecjacji kursu wynikającej z rządowych zakupów walut na rynku walutowym byłyby niewielkie i tylko tymczasowe w porównaniu z istotnym i trwałym zyskiem z powodu dostępu do rezerwy rewaluacyjnej NBP.

Zastrzeżenie 3 – *rozwiązanie nawet części rezerwy rewaluacyjnej i przekazanie jej do budżetu byłoby sprzeczne z zasadami księgowymi NBP, a także stosowanymi w krajach OECD i UE.*

Polska Ustawa o rachunkowości nie obejmuje NBP. W Ustawie o NBP nie ma ponadto jakiegokolwiek formalnego zobowiązania nakazującego stosowanie się do reguł księgowych obowiązujących w Organizacji Rozwoju Gospodarczego i Współpracy (OECD) czy Unii Europejskiej. Reguły księgowe NBP są ustalane przez Radę Polityki Pieniężnej i, jeśli to konieczne, mogą być zmienione także przez RPP. W praktyce decyzja o rozwiązaniu części czy całości rezerwy rewaluacyjnej należy wyłącznie do RPP.

Cudze doświadczenia

Istnieje wiele precedensów w krajach zarówno OECD, jak i UE przekazania przez banki centralne środków z rezerwy rewaluacyjnej w sposób, jaki postuluje się obecnie w Polsce. W Niemczech w 1998 roku nadzwyczajne zyski Bundesbanku w wysokości 24,2 miliarda marek, wynikające ze zmiany wartości rezerw walutowych będących w posiadaniu Bundesbanku, zostały praktycznie w całości przekazane do budżetu, gdzie użyto je do wykupu zadłużenia zagranicznego. W roku 2001 i 2002 Riksbank (Bank Szwecji) przekazał budżetowi w drodze dwóch jednorazowych płatności (po 20 miliardów koron każda) środki z rachunków, które w większości reprezentowały niezrealizowane zyski wynikające z operacji na walutach obcych. Żaden z tych wypadków nie spotkał się z jakąkolwiek negatywną reakcją ze strony organów UE, Międzynarodowy Fundusz Walutowy czy OECD. Pozytywnie również na te posunięcia odreagowały rynki finansowe, które raczej niepokoić może nieuzasadniona merytorycznie i w istocie oddziaływująca destabilizująca obstrukcja banków centralnych, tak jak ma to, niestety, miejsce w Polsce. W Szwajcarii przekazano do budżetu całe zyski banku centralnego, również te niezrealizowane, powstałe w wyniku dodatkowe, ponad wcześniejsze szacunki, realnego wzrostu PKB. Podobnie stało się w Danii, gdzie przeszacowano wartość rezerw walutowych do ich realnego poziomu, zaś zysk stąd płynący został przejęty przez budżet państwa. Nawet MFW posłużył się mechanizmem rewaluacji w odniesieniu do posiadanych rezerw złota, a uzyskane w ten sposób środki użyto do redukcji długów biednych krajów z grupy HIPC (ang. Highly Indebted Poor Countries).

Te przykłady pokazują, że międzynarodowe standardy są na tyle elastyczne, iż umożliwiają przeprowadzenie tego typu operacji bez łamania obowiązujących reguł księgowości. Zależy to tylko i wyłącznie od dobrej woli i chęci porozumienia się niezależnych banków centralnych z rządami i parlamentami w trosce o interesy narodowe i z uwzględnieniem obiektywnych potrzeb współfinansowania rozwoju społeczno-gospodarczego.

Zastrzeżenie 4 – *przy obecnym poziomie i strukturze stóp procentowych koszty sterylizacji wynikające z przekazania rezerwy rewaluacyjnej do budżetu byłyby wyższe niż koszt zaciągnięcia takiej samej ilości długu publicznego.*

To zastrzeżenie jest formułowane przy założeniu, że przekazanie rezerwy rewaluacyjnej do budżetu będzie się wiązało ze zwiększoną podażą pieniądza, co z kolei oznaczałoby konieczność podjęcia przez NBP działań sterylizacyjnych, a więc zmierzających do ograniczania nadmiernej ilości pieniądza na rynku. Otóż zauważmy, że – jeśli środki z rezerwy rewaluacyjnej wykorzystane zostaną wyłącznie do płatności zagranicznych – to nie będziemy mieć wówczas do czynienia ze zwiększoną ekspansją monetarną, więc nie pojawi się także potrzeba sterylizacji.

Racjonalne rezerwy

Zastrzeżenie 5 – *poziom rezerw walutowych w Polsce nie jest wystarczający i nie powinien być zmniejszany poprzez sprzedawanie walut rządowi.*

Bezużyteczne rezerwy walutowe, z których dochody są mniejsze niż koszty wynikające z konieczności ich sterylizacji, nie zawsze są zjawiskiem pozytywnym. Według wszelkich standardów poziom polskich rezerw walutowych jest więcej niż wystarczający i będzie taki nawet wówczas, gdy część rezerw walutowych będzie wykorzystana przez państwo i jego budżet w wyniku rozwiązania rezerwy rewaluacyjnej.

Z punktu widzenia możliwości finansowania importu rezerwy walutowe powinny pokrywać co najmniej trzymiesięczny import. Obecnie w Polsce rezerwy przekraczają już 35 miliardów dolarów i pozwalają na pokrycie ośmiomiesięcznego importu. Nawet po ewentualnym przekazaniu pełnej kwoty rezerwy rewaluacyjnej do budżetu polskie rezerwy walutowe starczałyby na pokrycie wartości importu za okres sześciu-, siedmiomiesięczny. Biorąc pod uwagę pokrycie bazy monetarnej można stwierdzić, że NBP byłby w stanie zamienić wszystkie złote w obiegu na euro (pieniądz gotówkowy i depozyty banków komercyjnych w NBP) i nadal dysponowałby kwotą znacznie przekraczającą 20 miliardów dolarów dla prowadzenia działalności jako kredytodawca ostatniej instancji. Tak więc rezerwa rewaluacyjna w swoim obecnym kształcie pozwala na pokrycie ryzyka aprecjacji złotego o około 35 procent, co w dającej się przewidzieć przyszłości i w obliczu integracji z Unią Europejską nie wchodzi w rachubę.

Wnioski przedstawione przez MFW po jego misji, która gościła w Polsce w marcu 2003 roku, są nader wymowne: „Duże zakupy walut w warunkach szybkiej deprecjacji złotego w połowie lat 90-ych skutkowały znacznym zwiększeniem rezerwy rewaluacyjnej, która może być wyższa niż to jest konieczne do zabezpieczenia prawdopodobnej aprecjacji złotego”. Tak więc polskie rezerwy walutowe faktycznie zawierają w sobie znaczne nadwyżki, które można roztropnie wykorzystać – i to bezinflacyjnie – dla sfinansowania przyspieszenia tempa wzrostu gospodarczego.

Zastrzeżenie 6 – *rezerwa rewaluacyjna jest częścią środków własnych NBP, które są na relatywnie niskim poziomie.*

Nawet rzut oka na bilans NBP pozwala zauważyć, że rezerwa rewaluacyjna nie stanowi automatycznie części środków własnych NBP. Tylko 2% zrealizowanych zysków NBP jest corocznie przekazywane na zwiększenie środków własnych. Niezrealizowane zyski

przeto nie mogą być częścią środków własnych NBP, jeśli nie zostaną zrealizowane. A nawet gdyby byłyby zrealizowane, to i tak zasilą środki własne tylko w minimalnej części. Zapewnienie odpowiedniego poziomu kapitałów własnych banku centralnego wymaga szczegółowego rozważenia, ale nie powinno się to odbywać w drodze manipulowania przez NBP poziomem rezerwy rewaluacyjnej. Rzecz w tym, że przekazaniu części rezerwy rewaluacyjnej do budżetu mogłoby towarzyszyć przesunięcie pozostałej części rezerwy do środków własnych NBP, co oznaczałoby zwiększenie, a nie zmniejszenie kapitalizacji NBP.

Zastrzeżenie 7 – *przekazanie do budżetu jakiegokolwiek części rezerwy rewaluacyjnej oznaczałoby naruszenie niezależności NBP w prowadzeniu polityki monetarnej.*

Bynajmniej. Jak już wiemy, wykorzystanie środków z rezerwy rewaluacyjnej wyłącznie do płatności zagranicznych nie spowoduje zwiększenia podaży pieniądza. Powstaje zatem pytanie, czy podaż pieniądza zwiększy się w porównaniu z sytuacją, w której nie doszłoby do wykorzystania rezerwy rewaluacyjnej? W obliczu wyboru rozwiązania polegającego na zwiększeniu deficytu budżetowego sfinansowanego poprzez zaciągnięcie długu publicznego odpowiedź brzmi „nie”. Odpowiedź brzmi „tak”, jeśliby brakujące środki były pozyskane w drodze zwiększenia obciążeń podatkowych, ale nawet w takim przypadku nie mamy do czynienia ze wzrostem podaży pieniądza w porównaniu od poprzedniego okresu.

Jeśli zaś NBP zechciałby zwiększyć podaż pieniądza, to czy zdolność do tego byłaby zmniejszona w drodze transferu środków do budżetu i obniżenia poziomu rezerw walutowych w następstwie tej operacji? Odpowiedź znowu brzmi „nie”. Raz jeszcze można powołać się na argumenty merytoryczne, a także opinię MFW: „NBP może w każdej chwili zwiększyć podaż pieniądza wykupując swoje bony pieniężne będące w posiadaniu banków komercyjnych (...) i/lub redukując poziom rezerw obowiązkowych”.

Reguły obowiązują

Co ciekawe i ważne, sam NBP od kilku lat nie stosował się do ustalonych przez siebie reguł. Odbywało się to na dwa sposoby. Pierwszy polegał na tym, że oto zyski zrealizowane na niektórych operacjach walutowych przeprowadzanych do roku 1999 nie zostały sklasyfikowane jako zysk NBP. Tym samym nie zostały one – chociaż powinny – przekazane do budżetu i pozostają nadal ukryte pod postacią części rezerwy rewaluacyjnej. Jest to niebagatelna kwota; zdaniem niezależnych ekspertów wynosi ona kilkanaście miliardów złotych. Drugi sposób wiąże się z zasadami stosowanymi w NBP w odniesieniu do tworzenia rezerwy rewaluacyjnej. Wynika z nich, że nawet w przypadku likwidacji całości rezerw walutowych nadal istniałaby ogromna kwota rezerwy rewaluacyjnej, która przecież w takim przypadku powinna spaść do zera.

Tak więc kwota utrzymywana w ramach rezerwy rewaluacyjnej jest znacznie wyższa niż wynika to z przyjętych przez NBP zasad. Przekształcenie nadmiernie wysokich niezrealizowanych zysków zgromadzonych w postaci rezerwy rewaluacyjnej w zyski zrealizowane może odbyć się w drodze korekty w bilansie NBP, co skądinąd zaleca niezależna komisja badająca bilans i sprawozdanie z działalności NBP.

Zdolność NBP do prowadzenia całkowicie niezależnej polityki pieniężnej – zgodnie z Konstytucją RP i obowiązującym ustawodawstwem – nie jest w jakikolwiek sposób zagrożona przez przekazanie środków z rezerwy rewaluacyjnej do budżetu. Taki zabieg może jedynie pomóc polskiemu Państwu i społeczeństwu w rozwiązywaniu trudnych problemów, które piętrzą się przed nami. Zastosowanie proponowanego instrumentu ma jedynie dobre strony, nie pociąga za sobą większych kosztów alternatywnych, lecz – przeciwnie – mniejsze.

Jeśli w tak trudnych czasach tak oczywista szansa nie zostanie wykorzystana, autorom tej patologii trudno będzie się wytłumaczyć przed historią.