

## ZARZĄDZANIE PORTFELEM W EBC

### ARTYKUŁY

#### Zarządzanie portfelem w EBC

EBC posiada trzy rodzaje portfeli, którymi zarządza: portfel rezerw walutowych: portfel funduszy własnych i portfel funduszu emerytalnego. Poniższy artykuł przedstawia podejście stosowane w zarządzaniu tymi portfelami i dostarcza informacji na temat działalności w tej sferze. Krótko nakreśla również jej główne aspekty operacyjne, informatyczne i prawne.

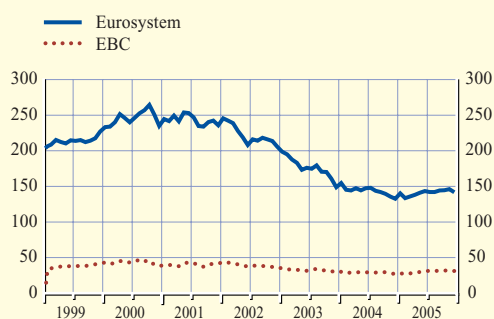
### I OGÓLNY OPIS SYSTEMU ZARZĄDZANIA PORTFELEM

EBC ma obecnie trzy rodzaje portfeli. Pierwszy i największy obejmuje rezerwy walutowe EBC, które na koniec 2005 r. stanowiły równowartość około 41 miliardów euro, z czego około 31 miliardów euro trzymano w walutach obcych – dolarze amerykańskim i japońskim jenie – zaś 10 miliardów w złocie i specjalnych prawach ciągnięcia (SDR). Rezerwy walutowe EBC są jednym ze składników rezerw walutowych Eurosystemu, których drugim składnikiem są rezerwy walutowe krajowych banków centralnych (KBC) strefy euro. Na koniec 2005 r. łączne rezerwy walutowe Eurosystemu wzrosły do około 320 miliardów euro, z czego 142 miliardy trzymano w aktywach walutowych, a 178 miliardów złocie, SDR-ach i pozycjach rezerwowych MFW. Odzwierciedlając w dużej mierze decyzje KBC w sprawie struktury portfela, w latach 1999-2005 rezerwy walutowe Eurosystemu – po uwzględnieniu zmian w kursach walutowych – systematycznie spadały. Dla odmiany – abstrahując od wydarzeń jednorazowych w postaci interwencji na międzynarodowych rynkach walutowych we wrześniu i w listopadzie 2000 r. – w szerszym ujęciu rezerwy zagraniczne EBC utrzymywały się na stałym poziomie, zaś zmiany odzwierciedlały głównie fluktuacje kursów walutowych i skumulowane zwroty z portfela (patrz wykres 1).

Celem istnienia portfela rezerw walutowych EBC jest zagwarantowanie, że w razie potrzeby Eurosystem będzie miał wystarczającą ilość płynnych środków dla prowadzenia operacji walutowych z wykorzystaniem walut innych niż unijne, takich jak interwencje, które miały miejsce w we wrześniu i listopadzie 2000 r.<sup>1</sup> Należy zauważyć, że zdolność EBC do inter-

Wykres 1 Rezerwy walutowe Eurosystemu i EBC

(równowartość w mld EUR)



Źródła: EBC.

Uwaga: Oficjalne rezerwowe aktywa walutowe nie obejmują złota, SDR-ów i pozycji rezerwowych MFW; wartość rynkowa.

weniowania na rynku walutowym nie jest ograniczona przez jego własne rezerwy walutowe. Dzieje się tak, ponieważ:

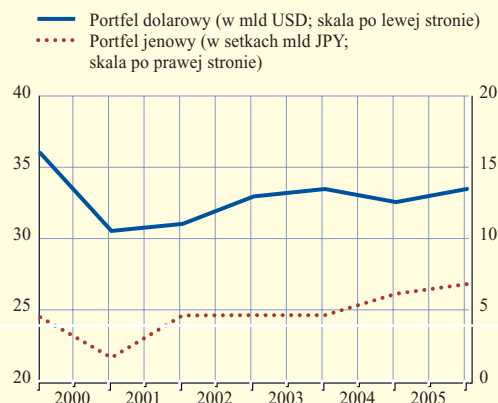
- KBC są zobowiązane do dostarczenia EBC dodatkowych rezerw walutowych, jeżeli pojawi się taka potrzeba;
- EBC może sfinansować interwencje bez sięgania do rezerw walutowych, na przykład używając swapów walutowych przy transakcjach z rynkiem lub odpowiednimi bankami centralnymi;
- operacje walutowe z użyciem walut unijnych, w tym interwencje związane z mechanizmem ERM II, mogą być finansowane w ramach ESCB<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> Dalsze informacje na temat operacji walutowych Eurosystemu dostępne są pod następującym adresem internetowym: <http://www.ecb.int/ecb/orga/tasks/html/foreign-exchange.en.html>.

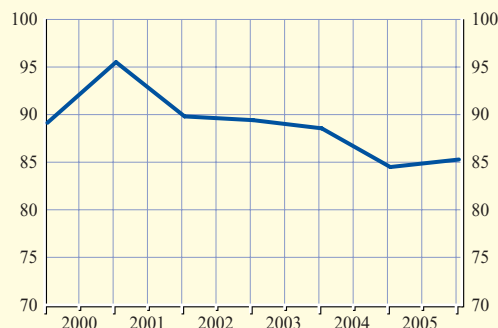
<sup>2</sup> ESCB składa się z EBC i krajowych banków centralnych wszystkich 25 państw członkowskich UE.

## Wykres 1 Dystrybucja walut w rezerwach walutowych EBC

### a) Wielkość portfeli dolarowych i jenowych (wartość rynkowa)



### b) Procentowy udział rezerw walutowych EBC zainwestowanych w dolary amerykańskie (wartość rynkowa; równowartość w EUR)



Źródła: EBC.

Uwaga: Wielkości portfeli oblicza się dodając do oficjalnych aktywów rezerwowych depozyty rezydentów w walutach obcych i odejmując wcześniej ustalone odpływy netto na aktywach w walutach obcych, wynikające z transakcji typu repo i forward.

Dystrybucja środków pomiędzy aktywa nominowane w dolarach amerykańskich i japońskich jenach odzwierciedla zarówno szacowane potrzeby na wypadek interwencji, jak i optymalizację ryzyka. Na początku 1999 r. stosunek aktywów dolarowych do jenowych wynosił 90/10. Na koniec 2005 r., w wyniku fluktuacji na rynku walutowym i pewnych operacji korygujących stosunek ten wynosił około 85/15 (patrz wykres 2).

Drugi portfel to portfel funduszy własnych. Bazą dla tego portfela, którego wartość na

koniec 2005 r. wynosiła około 6,4 miliarda euro, jest wniesiony kapitał i ogólny fundusz rezerwowy EBC. Celem posiadania portfela funduszy własnych jest zapewnienie EBC rezerw na pokrycie ewentualnych strat. Portfel inwestowany jest w aktywa nominowane w euro. Trzecim, i jak na razie najmniejszym portfelem jest portfel funduszu emerytalnego EBC, w którym inwestowane są środki programu emerytalnego EBC. Na koniec 2005 r. fundusz emerytalny EBC wynosił 161 milionów euro, z czego łączna wysokość składek wnoszonych przez EBC i jego pracowników wynosiła około 20 milionów euro. Aktywa funduszu emerytalnego znajdują się bezpośrednio w posiadaniu EBC, ale są wyodrębnione z myślą o programie emerytalnym; wynik finansowy z tytułu inwestycji tego portfela zwiększa środki funduszu.

Te trzy portfele różnią się znacząco, nie tylko pod względem wielkości, ale również jeśli chodzi o ich strukturę, cel i sposób zarządzania. EBC stosuje jednak pewne ogólne zasady zarządzania do wszystkich trzech portfeli.

– Po pierwsze, EBC stosuje tzw. zasadę neutralności rynkowej, czyli dokłada starań, by działaniami związanymi z zarządzaniem portfelem nie powodować żadnych niepożądanych zaburzeń cen rynkowych. W praktyce oznacza to, że działania EBC związane z zarządzaniem portfelem prowadzone są wyłącznie na rynkach na tyle głębokich i płynnych, by transakcje związane z zarządzaniem portfelem były łatwo absorbowane przy cenach wyznaczonych przez rynek.

– Po drugie, EBC stosuje zasady etyki zawodowej zawarte w „Kodeksie dobrych praktyk EBC” i „Zasadach profesjonalnego działania i zachowania tajemnicy służbowej”. Dokumenty te zawierają wskazówki dotyczące etyki zawodowej obowiązujące wszystkich pracowników EBC. W tym kontekście z oczywistych względów szczególne znaczenie mają zasady dotyczące transakcji z wykorzystaniem informacji poufnych, mające na celu uniknięcie wykorzystania takich informacji w prywatnych działaniach inwestycyjnych

podejmowanych przez osoby zaangażowane w zarządzanie portfelem<sup>3</sup>.

- Po trzecie, EBC stosuje ścisły rozdział pomiędzy zarządzaniem portfelem a innymi rodzajami działalności: Procedury tzw. Chińskiego Muru<sup>4</sup>, które znajdują odzwierciedlenie w strukturze organizacyjnej EBC, gwarantują, że osoby zaangażowane w zarządzanie portfelem nie otrzymują żadnych uprzywilejowanych informacji z innych jednostek organizacyjnych EBC. Ideą stojącą u podstaw takiego rozwiązania jest chęć zapobieżenia jakimkolwiek konfliktowi interesów pomiędzy polityką prowadzoną przez EBC a jego działalnością inwestycyjną.

## 2 ASPEKTY ORGANIZACYJNE

EBC w różny sposób zorganizował działania związane z zarządzaniem portfelem dla swoich rezerw walutowych, funduszy własnych oraz portfela funduszy emerytalnego, biorąc tym samym pod uwagę różne cele przypisane każdemu z portfeli.

W przypadku rezerw walutowych EBC celem zarządzania portfelem jest maksymalizacja zwrotu poprzez rozważne zarządzanie, które ograniczone jest ścisłymi wymogami dotyczącymi bezpieczeństwa i płynności, wynikającymi z celu istnienia portfela. Wytyczne inwestycyjne i wartości referencyjne (benchmarki) definiowane są w ramach EBC, przy pomocy wewnętrznie wypracowanych metod (patrz odpowiednio części 3 i 4).

Podczas gdy niektóre funkcje, takie jak ocena ryzyka i księgowość, realizowane są w scentralizowany sposób w EBC, większość działań transakcyjnych i funkcji zaplecza realizowana jest w sposób zdecentralizowany w obrębie Eurosystemu.

By odzwierciedlić to zdecentralizowane podejście, zdefiniowano dwa rodzaje zleceń<sup>5</sup> w odniesieniu do zarządzania portfelami:

- Pierwsze zlecenie, dotyczące rezerw walutowych EBC zakłada osiągnięcie wyników lepszych niż strategiczne benchmarki dla portfela rezerw walutowych (jednego w dolarach amerykańskich i drugiego w jenach japońskich) przy jednoczesnym przestrzeganiu wytycznych inwestycyjnych oraz unikaniu częstego zmieniania pozycji (zazwyczaj pozycje są poddawane analizie i mogą być zmieniane tylko raz w miesiącu). Zlecenie to zostało udzielone Komitetowi Inwestycyjnemu EBC, który odpowiada przed Zarządem. W rezultacie pozycje przedstawione przez Komitet Inwestycyjny i zaakceptowane przez Zarząd stanowią taktyczne benchmarki dla rezerw walutowych EBC (jeden w dolarach amerykańskich i jeden w jenach japońskich).

- Drugie zlecenie zakłada osiągnięcie wyników lepszych niż benchmarki taktyczne; obejmuje również realizację transakcji rynkowych niezbędnych do inwestowania rezerw walutowych EBC, w zgodzie ze szczegółowymi wytycznymi inwestycyjnymi. Powstały w efekcie system zarządzania portfelem i przydział zadań zostały pokazane na wykresie 3 i w tabeli 1.

Aż do końca 2005 r. to drugie zlecenie udzielane było na identycznych warunkach każdemu z krajowych banków centralnych. Od 1 stycznia 2006 r. KBC strefy euro mają możliwość rezygnacji z przyjęcia zlecenia zarządzania rezerwami zagranicznymi EBC. Te z nich, które zrezygnują ze zlecenia, nie będą zaangażowane w działania operacyjne związane z zarządzaniem rezerwami walutowymi EBC, ale będą uczestniczyć w działaniach strategicznych, takich jak prace nad benchmarkami i wytycznymi inwestycyjnymi. Te z krajowych banków

<sup>3</sup> Dalsze informacje na temat operacji walutowych Eurosystemu dostępne są pod następującym adresem internetowym: <http://www.ecb.int/ecb/orga/tasks/html/foreign-exchange.en.html>.

<sup>4</sup> Zasady Chińskiego Muru oznaczają, że jakiegokolwiek informacje poufne nie mogą być dostępne dla osób zaangażowanych w proces zarządzania portfelem.

<sup>5</sup> W tym kontekście termin „zlecenie” oznacza powierzenie odpowiedzialności za zarządzanie portfelem jednostce biznesowej lub jednostce zewnętrznej. Zlecenie określa portfel referencyjny, w stosunku do którego oceniany będzie wynik zarządzania portfelem, cele zarządzania portfelem i istotne wskazówki inwestycyjne, takie jak lista dozwolonych instrumentów i limit ryzyka.

**Tabela 1 Rozdział zadań przy zarządzaniu portfelem rezerw walutowych**

(\* = pełna odpowiedzialność za zadanie, ° = lokalna odpowiedzialność za udział w zadaniu)

Czynności		EBC	Banki narodowe
Decyzje inwestycyjne		•	•
Realizacja			•
Rozrachunek	Potwierdzenie i dopasowywanie		•
	Instrukcje dla powierników i korespondentów		•
Uzgodnienie	System zarządzania portfelem/wyciągi z subkont	•	•
	Wyciągi z subkont/księgowość	•	
Księgowość		•	
Rejestrowanie transakcji i system zarządzania ryzykiem		•	°
Zarządzanie ryzykiem (atrybucja transakcji, limity, dopuszczalne kraje/kontrahenci/emitenci)		•	
System zarządzania rezerwami walutowymi		•	(Komitet ESCB)

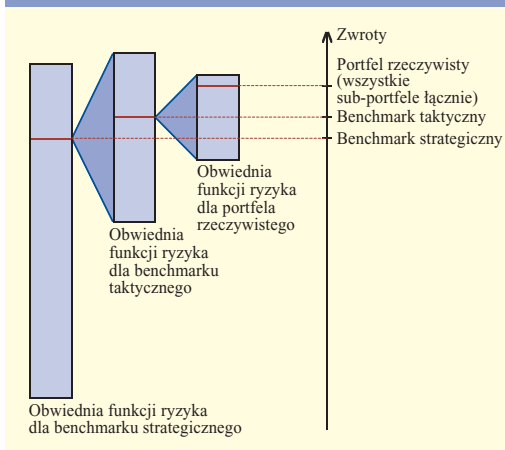
Źródło: EBC.

centralnych, które przyjmują zlecenie na zarządzanie rezerwami zagranicznymi EBC, są uprawnione do zarządzania albo subportfelem dolarowym, albo subportfelem jenowym. Deutsche Bank i Banque de France są uprawnione do przyjęcia obu zleceń. Wprowadzono zasadę, że przyznawanie zleceń będzie oceniane co trzy lata, lub za każdym razem, gdy pojawi się taka potrzeba. W porównaniu z systemem, który obowiązywał do końca 2005 r., nowy ma przynieść korzyści w postaci

większej efektywności. Wstępny rozdział zleceń na zarządzanie portfelem pokazany jest poniżej (patrz tabela 2). Jest on zasadniczo zgodny z kluczem subskrypcji kapitału EBC, czyli udziałem różnych KBC w kapitale wniesionym EBC<sup>6</sup>.

Jeśli chodzi o fundusze własne EBC, celem zarządzania portfelem jest generowanie w dłuższym okresie zwrotów przekraczających średnią główną stopę refinansową EBC. Sprecyzowane zostały wytyczne inwestycyjne oraz benchmark mający umożliwić realizację tego celu. Dział Inwestycyjny EBC otrzymał

**Wykres 3 Struktura zarządzania portfelem rezerw walutowych EBC**



Źródła: EBC.

Uwaga: Figury pokazują obwiednie ryzyka dla benchmarku strategicznego, benchmarku taktycznego i portfeli rzeczywistych; czerwone linie poziome reprezentują wybrane poziomy ryzyka, które odzwierciedlają, odpowiednio, wynik procesu konstrukcji benchmarku strategicznego, pozycjonowania benchmarku taktycznego i pozycjonowania portfela rzeczywistego; linia pionowa pokazuje zwroty wynikające z decyzji na portfelu.

<sup>6</sup> Więcej informacji o opłaconym kapitale EBC można uzyskać pod następującym adresem internetowym: <http://www.ecb.int/ecb/orga/capital/html/index.en.html>

**Tabela 2 Alokacja subportfeli rezerw walutowych EBC**

(na dzień 31 stycznia 2006 r.)

Portfel w dolarach amerykańskich (w mld USD)		Portfel w jenach japońskich (w setkach mld JPY)	
BE	1.398	DE	628
DE	11.039	FR	442
GR	1.040	NL	2.510
ES	4.262	AT	1.307
FR	7.765	PT	1.109
IE	505	FI	810
IT	7.153		
LU	121		

Źródło: EBC.

zlecenie osiągnięcia wyników lepszych niż benchmark portfela funduszy własnych, w zgodzie z określonymi wytycznymi inwestycyjnymi.

Dla funduszu emerytalnego EBC celem zarządzania portfelem jest maksymalizacja wartości aktywów funduszu i minimalizacja ryzyka, że zobowiązania programu emerytalnego przekroczą jego aktywa. Obecnie całym portfelem funduszu emerytalnego zarządza firma zewnętrzna wybrana przez EBC.

### 3 WYTYCZNE INWESTYCYJNE

Wytyczne inwestycyjne przekładają ogólne cele zarządzania portfelem na konkretne zasady i reguły, w tym kryteria kwalifikujące dotyczące emitenta i kontrahenta, oraz na system zarządzania ryzykiem rynkowym i kredytowym. Pod względem wytycznych inwestycyjnych istnieją znaczące różnice pomiędzy funduszem emerytalnym i dwoma pozostałymi rodzajami portfeli. Ramka 1 zawiera informacje dotyczące funduszu emerytalnego; poniższe komentarze odnoszą się tylko do dwóch pozostałych portfeli.

#### Ramka 1

#### PRAWNE ASPEKTY ZARZĄDZANIA PORFEMEM EBC

Poniższa ramka przedstawia główne aspekty prawne związane z zarządzaniem portfelem EBC w odniesieniu do rezerw walutowych EBC, funduszy własnych oraz funduszu emerytalnego, a także z ustanowionym niedawno systemem usług w zakresie zarządzania rezerwami Eurosystemu.

#### Zarządzanie rezerwami zagranicznymi

Na potrzeby dokumentacji operacji dotyczących rezerwowych aktywów walutowych EBC używa:

- umowy ramowej Federacji Bankowej Unii Europejskiej (*Fédération Bancaire Européenne* – FBE) dla transakcji finansowych, wersja z 2004 r., zwanej dalej „europejską umową ramową” zawieranych z kontrahentami podlegającymi jurysdykcji 15 krajów UE i prawa szwajcarskiemu dla (i) umów z przyrzeczeniem odkupu i transakcji typu *buy-sell/back*; (ii) transakcji na instrumentach pochodnych rynku pozagiełdowego oraz operacji walutowych.
- umowy ramowej Stowarzyszenia Rynków Obligacji (*The Bond Market Association* – TBMA), wersja z 1996 r., dla umów z przyrzeczeniem odkupu i transakcji typu *buy/sell-back*, zawieranych z kontrahentami podlegającymi amerykańskiemu prawu federalnemu lub stanowemu.
- globalnej umowy ramowej TBMA/ISMA dla umów z przyrzeczeniem odkupu i transakcji typu *buy/sell-back* zawieranych z kontrahentami podlegającymi prawu innemu niż prawo UE, Szwajcarii i Stanów Zjednoczonych.
- umowy ramowej ISDA (*International Swaps and Derivatives Association*) (wersja wielowalutowa, transgraniczna z 1992 r.) dla transakcji na instrumentach pochodnych rynku pozagiełdowego i operacji walutowych ze wszystkimi kontrahentami za wyjątkiem podlegających prawu 15 państw UE i ustawodawstwu szwajcarskiemu;

- ramowej umowy kompensacyjnej EBC dla dokumentowania operacji ze wszystkimi kontrahentami za wyjątkiem tych, z którymi EBC ma podpisaną europejską umowę ramową i które podlegają jednej z 14 jurysdykcji unijnych lub prawu szwajcarskiemu.

### **Zarządzanie funduszami własnymi**

Na potrzeby dokumentowania operacji na funduszach własnych EBC używa europejskiej umowy ramowej i umowy kompensacyjnej EBC. Postanowienia umowne dotyczące pożyczek papierów wartościowych w odniesieniu do portfela funduszy własnych EBC mają zagwarantować następujące cele:

- zminimalizować ryzyko związane z pożyczkami z portfela;
- ułatwić działalność pożyczkową;
- zapewnić poufność składu portfela EBC.

W tym celu umowa w sprawie pożyczek papierów wartościowych i usług agencyjnych gwarantuje m.in., że EBC jest zabezpieczony na wypadek jakichkolwiek ewentualnych strat powstałych w wyniku operacji z przyrzeczeniem odkupu i operacji odwracalnych w ramach programu pożyczek papierów wartościowych. Ważnym czynnikiem było to, by umowa została zawarta z podmiotem zlokalizowanym w strefie euro, który sam prowadzi działalność udzielania pożyczek papierów wartościowych, korzystając przy tym z gwarancji spółki-matki. By zapewnić, że skład portfela EBC będzie utrzymywany w tajemnicy, EBC wymaga, by stosowne (identyczne) środki poufności zostały podjęte zarówno przez agenta dokonującego pożyczek papierów wartościowych, jak i przez poszczególnych dopuszczalnych kontrahentów. Rozważa się zawarcie podobnej umowy w odniesieniu do aktywów dolarowych w portfelu rezerw walutowych.

### **Zarządzanie funduszem emerytalnym**

Fundusz emerytalny inwestowany jest w obligacje, akcje i instrumenty rynku pieniężnego. EBC, działając w imieniu funduszu emerytalnego, jest stroną umowy z dostawcami usług na rzecz tego funduszu. Do niedawna zawarty był tylko jeden kontrakt z dostawcą usług, który pełnił funkcję zarówno zarządzającego inwestycjami, jak i powiernika. Obecnie funkcje te rozdzielono i istnieje osobna umowa o zarządzanie inwestycjami, zawarta z dostawcą usług działającym jako zarządzający inwestycjami funduszu emerytalnego, oraz umowa o powiernictwo z instytucją powierniczą.

Jako podstawy użyto standardowej umowy stosowanej w branży, przystosowanej do specyficznych wymagań funduszu emerytalnego EBC. W odniesieniu do umów tego typu kluczową sprawą pozostają oczywiście kwestie zobowiązań funduszu. Dodatkowo zapewniona musi być kontrola EBC nad używaną siecią powierniczą i stosowanymi instrumentami finansowymi. Ze względu na podwójną strukturę (oddzielenie powiernictwa od działalności inwestycyjnej) ustanowiony musiał również zostać wyraźny podział odpowiedzialności między tymi dwoma dostawcami usług. Jeśli chodzi o zarządzającego inwestycjami, umowa musiała obejmować limity ryzyka rynkowego (zdefiniowane za pomocą koncepcji błędu odwzorowania), które zagwarantują, że wyniki zarządzanych portfeli nie będą się zasadniczo różnić od odpowiednich benchmarków. Dla pewnych kategorii aktywów przewidziano wykorzystanie już istniejących funduszy zarządzanych przez wybranego zarządzającego inwestycjami

i posiadających również innych inwestorów. By sprostać wymaganiom EBC fundusze takie musiały dokonać pewnych modyfikacji swojej polityki. W opisanej strukturze tej należało uwzględnić również specjalny status podatkowy EBC – obecnie odpowiednią obsługę podatkową i korporacyjną zagwarantować ma powiernik. Ze względu na stosunkowo złożoną strukturę niezbędne było również zidentyfikowanie i ujawnienie wszelkich opłat, którymi obciążany jest bezpośrednio EBC.

### KRYTERIA KWALIFIKUJĄCE EMITENTÓW I KONTRAHENTÓW

Portfele rezerw walutowych i funduszy własnych EBC inwestowane są w papiery dłużne, czyli instrumenty rynku pieniężnego, bony skarbowe i obligacje oraz odpowiadające im instrumenty pochodne.

Wybierając emitentów, w których papiery można inwestować rezerwy walutowe, EBC skupia się przede wszystkim na zagwarantowaniu, że rezerwy te są inwestowane zgodnie z podstawowymi celami operacyjnymi, czyli bezpieczeństwem i płynnością. W szczególności dopuszczalne są inwestycje: w papiery dłużne rządów Stanów Zjednoczonych, Japonii i Kanady; niektórych wysoko ocenianych agencji i organizacji międzynarodowych i ponadnarodowych, w których członkowie UE nie są akcjonariuszami większościowymi; oraz w papiery Banku Rozrachunków Międzynarodowych (BIS).

Emitenci, w których papiery może inwestować EBC są podzieleni na trzy kategorie: emitenci rządowi, emitenci nierządowi i emitenci obligacji zabezpieczonych (ang. *covered bonds*). Do emitentów rządowych zalicza się w szczególności państwa członkowskie UE i samorządy, zakładając, że spełniają one minimalne kryteria ratingowe. Do emitentów nierządowych zalicza się niektóre agencje i korporacje o wysokich ratingach oraz BIS. Dodatkowo zarówno papiery rządowe, jak i nierządowe mogą być wykorzystywane w zarządzaniu przez EBC własnymi funduszami, jeśli obraca się nimi na głębokim i płynnym rynku, czyli takim, na którym transakcje EBC mogą być łatwo wchłonięte

bez niepożądanego wpływu na ceny. Emitenci nierządowi muszą również posiadać minimalny rating i spełniać inne kryteria, w tym minimalną wielkość kapitału podstawowego.

Kontrahenci EBC w operacjach zarządzania rezerwami walutowymi i funduszami własnymi wybierani są na zasadzie ostrożności i wydajności operacyjnej. Muszą to być podmioty: (i) nadzorowane przez uznane organy nadzoru; (ii) z siedzibą w dopuszczalnym kraju; (iii) spełniające minimalne kryteria wiarygodności kredytowej ustalone przez EBC; (iv) indywidualnie zaaprobowane przez EBC. Kryteria minimalnej wiarygodności kredytowej są zróżnicowane w zależności od ryzyka kredytowego, jakie niosą za sobą poszczególne instrumenty. I tak minimalny poziom wiarygodności kredytowej będzie wyższy w przypadku transakcji tworzącej bezpośrednio ryzyko kredytowe, takich jak depozyty niezabezpieczone, a niższe w przypadku transakcji typu dostawa za płatność. W odniesieniu do funduszy własnych depozyty niezabezpieczone są dopuszczalne tylko w przypadku BIS. W przypadku kontrahenta nie posiadającego ratingu warunkiem wstępnym zawarcia transakcji jest formalna gwarancja pisemna od spółki-matki kontrahenta, która musi mieć stosowny rating. Obecnie minimalny rating kredytowy dla kontrahentów, z którymi EBC może zawierać transakcje niezabezpieczone wynosi A (jest to drugi najlepszy rating stosowany przez kilka międzynarodowych agencji ratingowych).

Tabela 3 podsumowuje liczbę dopuszczalnych kontrahentów, emitentów i krajów, z którymi EBC może zawierać transakcje zarządzając rezerwami walutowymi i swoimi funduszami własnymi.

**Tabela 3 Liczba dopuszczalnych kontrahentów, emitentów i krajów**

(na dzień 31 stycznia 2006 r.)

	Rezerwy walutowe	Fundusze własne
Łączna liczba kontrahentów	119 <sup>1)</sup>	26 <sup>2)</sup>
w tym: dopuszczonych do transakcji dostawa za płatność	81	26
w tym: dopuszczonych do depozytów	45	1 (BIS)
Dopuszczalni emitenci sektora prywatnego	1	521
Dopuszczalni emitenci sektora publicznego	8	35
Dopuszczalne kraje	21	2

Źródło: EBC.

1) W przypadku rezerw walutowych 53 kontrahentów jest dopuszczonych zarówno do depozytów, jak i transakcji typu dostawa za płatność.

2) W przypadku funduszy własnych BIS jest dopuszczony zarówno do depozytów, jak i transakcji typu dostawa za płatność.

Warto również zauważyć, że transakcje dokonywane w kontekście zarządzania portfelem EBC zawierają jeszcze jedno ograniczenie, a konkretnie zakaz finansowania sektora finansów publicznych zawarty w Traktacie i związany z nim rozporządzeniem Komisji<sup>7</sup>. W szczególności absolutnie zabronione jest nabywanie instrumentów dłużnych emitowanych przez państwa członkowskie lub Wspólnotę na rynku pierwotnym, zaś transakcje takie na rynku wtórnym, choć nie są zabronione, nie mogą być używane w celu obejścia zakazu. W tym kontekście zakupy na rynku wtórnym lub instrumenty dłużne emitowane przez państwa członkowskie podlegają określonym limitom. W kontekście portfela rezerw walutowych istnieje jednak wyjątek, który pozwala EBC na nabywanie instrumentów dłużnych emitowanych przez nieuczestniczące państwa członkowskie na rynku pierwotnym, jeśli zakupy te są prowadzone wyłącznie dla celu zarządzania rezerwami walutowymi<sup>8</sup>.

<sup>7</sup> Zakaz nawiązuje do art. 101 Traktatu, z którym powiązane jest Rozporządzenie Komisji (EC) nr 3603/93 z 13 grudnia 1993 r.

<sup>8</sup> Ten konkretny wyjątek wspomniany jest w art. 2 Rozporządzenia Rady (EC) nr 3603/93. Jak wspomniano wcześniej, wyjątek ten nie odnosi się do EBC, który zdecydował, że emisje przeprowadzane przez Państwa Członkowskie UE i międzynarodowe lub ponadnarodowe organizacje, w których państwa członkowskie są akcjonariuszami większościowymi nie mogą być brane pod uwagę przy zarządzaniu rezerwami zagranicznymi EBC.

## ZARZĄDZANIE RYZYKIEM KREDYTOWYM

Podczas gdy pierwsze ograniczenia inwestycyjne związane z ryzykiem kredytowym w kontekście rezerw walutowych i funduszy własnych EBC dotyczą spełniania przez emitenta lub kontrahenta kryteriów opisanych powyżej, do zarządzania ryzykiem kredytowym potrzebne są bardziej precyzyjne narzędzia. Są to limity, które gwarantują uniknięcie nadmiernego ryzyka i nadmiernej koncentracji. Poniżej przedstawiono różne rodzaje limitów wdrażanych i monitorowanych w ramach systemu zarządzania ryzykiem kredytowym EBC:

- limity ryzyka kraju. Zaangażowanie na poziomie kraju jest pochodną zaangażowania emitenta i kontrahenta, w związku z czym pod uwagę brany jest porządek prawny kraju ich pochodzenia. Limity krajowe zależą od znaczenia poszczególnych krajów w działalności inwestycyjnej EBC, ich ratingów kredytowych i ich rozmiarów pod względem PKB.
- limity ryzyka emitenta. Stosuje się je w stosunku do zaangażowania powstałego w wyniku posiadania papierów wartościowych emitenta lub grupy emitentów. Limity emitenta zależą od znaczenia emitentów, ich ratingów i rozmiarów niespłaconych emisji.
- limity ryzyka kontrahenta. Specyficzne limity dodatkowe dla ryzyka kontrahenta wynikają z niezabezpieczonych depozytów i stosowane są przy zarządzaniu rezerwami walutowymi. Limity kontrahenta zależą od ratingów kontrahentów (lub ratingów ich gwarantów) i ich kapitału. Co więcej, do wszystkich kontrahentów stosuje się ograniczenia pułapowe.
- limity rozrachunkowe kontrahenta. Limit ten stosuje się do zaangażowania powstałego w wyniku transakcji innych niż typu dostawa za płatność. W przypadku funduszy własnych EBC, ryzyko takie nie istnieje, ponieważ wszystkie transakcje są transakcjami tego typu.



Dla rezerw walutowych EBC łączne limity przyznane są krajowym bankom centralnym, które w zdecentralizowany sposób zarządzają subportfelami, zgodnie z kluczem dystrybucyjnym odzwierciedlającym wielkości portfela.

## ZARZĄDZANIE RYZYKIEM RYNKOWYM

Ryzyko rynkowe dla portfeli rezerw walutowych i funduszy własnych EBC zarządzane jest za pomocą wielowarstwowej struktury benchmarków i przedziałów odchyłeń zbudowanych wokół tych benchmarków dla działalności w zakresie zarządzania portfelem.

Zasadniczo całościowe ryzyko rynkowe zarządzane jest poprzez zagwarantowanie, że indywidualne portfele inwestycyjne mają przy ostrożnie określonym poziomie ufności unikać strat.

Stopień narażenia na ryzyko rynkowe wszystkich portfeli inwestycyjnych i przestrzeganie zasad zarządzania ryzykiem rynkowym monitorowane są codziennie przy użyciu narzędzi informatycznych opisanych w ramce 2. Narażenie na ryzyko rynkowe mierzone jest różnymi wskaźnikami, między innymi metodą „wartości zagrożonej” (*Value-at-Risk*, VaR) dla aktywów wyrażonych w walutach krajowych i euro, zmodyfikowanym okresem trwania, za pomocą

### Ramka 2

#### SYSTEMY INFORMATYCZNE DO ZARZĄDZANIA PORTEFEM EBC

Wszystkie czynności związane z zarządzaniem portfelem EBC (poza zarządzaniem funduszem emerytalnym) obsługuje jednolity, zintegrowany system informatyczny. System ten zapewnia, że wszystkie instrumenty dostępne w operacjach dotyczących rezerw walutowych i funduszy własnych EBC są prowadzone i monitorowane w zgodzie z zasadami obowiązującymi zarówno zespół transakcyjny, zespół kontroli transakcji jak i funkcje zaplecza EBC. W celu spełnienia specyficznych wymogów rachunkowości EBC opracowano specjalny moduł księgowy zintegrowany z systemem.

W 1997 r. ogłoszono przetarg na dostarczenie systemu. W wyniku procesu selekcyjnego na krótkiej liście znalazło się siedem ofert, które oceniono według kryterium zgodności z warunkami wstępnymi, by następnie wybrać jeden, który najlepiej spełniał funkcjonalne i techniczne wymogi EBC. System wdrażano w 1998 r., tak by mógł zacząć działać od 1 stycznia 1999 r.

Od tego czasu system kilkakrotnie aktualizowano, tak aby w każdej chwili spełniał zmieniające się potrzeby EBC, np. wspierał nowe cechy i instrumenty, wprowadzone w wyniku zmian zasad działalności inwestycyjnej EBC.

Od 1997 r. kilka krajowych banków centralnych w ramach ESCB wdrożyło ten sam system informatyczny do zarządzania własnymi portfelami. Rosnąca liczba banków centralnych używających tej samej platformy informatycznej dla własnych potrzeb stwarza wyjątkową okazję do podejmowania wspólnych projektów, wykorzystywania efektu synergii i lepszego zarządzania relacjami z dostawcą systemu.

Architektura techniczna gwarantuje, że zgodnie ze zdecentralizowaną strukturą każdy z krajowych banków centralnych uczestniczących w zarządzaniu rezerwami walutowymi EBC podłączony jest do tych samych serwerów centralnych, ale ma dostęp tylko do transakcji

związanych ze swoimi portfelami inwestycyjnymi i interwencyjnymi. Nie są zatem potrzebne żadne interfejsy ani transfery transakcji zbiorczych.

Choć system obejmuje również funkcje zaplecza, w EBC użytkowane są jedynie funkcjonalności zespołu transakcyjnego i zespołu kontroli transakcji, natomiast za rozrachunek transakcji poprzez własny system odpowiadają poszczególne krajowe banki centralne działające w roli agentów EBC.

EBC używa również kilku innych systemów w czynnościach dotyczących zarządzania portfelem. Należą do nich system administrowania funduszem emerytalnym, system uzgadniania transakcji gotówkowych i w papierach wartościowych, elektroniczną platformę handlową dla transakcji papierami wartościowymi oraz system analizy ryzyka. Obecnie trwają prace nad stworzeniem bazy danych na potrzeby analizy historycznej ryzyka i danych związanych z wynikami.

błędu odwzorowania i pomiaru zagrożeń charakterystycznych dla konkretnej klasy instrumentów<sup>9</sup>. Dane dotyczące VaR w odniesieniu do odpowiednich benchmarków obliczane są zarówno w ujęciu względnym, jak i bezwzględnym.

W ramach tej struktury przedziały odchyień wokół benchmarków wyrażone zmodyfikowanym okresem trwania i względnej VaR oferują pole manewru dla czynności zarządzania portfelem. Podczas gdy dane VaR są monitorowane od kilku lat, względne limity VaR zaczną obowiązywać dopiero w tym roku, a limity zmodyfikowanego okresu trwania odpowiednio przestaną być stosowane. Limity ryzyka rynkowego są określane po to, by zagwarantować możliwość zajmowania pozycji przy jednoczesnym utrzymaniu potencjalnego ryzyka rynkowego na rozsądnym poziomie. W przeszłości zajmowane pozycje pozostawały średnio poniżej dopuszczalnego przedziału odchyień, co odzwierciedlało ostrożne podejście do ryzyka ze strony zarządzających portfelami w EBC i w krajowych bankach centralnych. Benchmarki i przedziały odchyień są regularnie

korygowane, by zapewnić ich zgodność z ogólną polityką EBC dotyczącą ryzyka.

Profil ryzyka płynności dla rezerw walutowych EBC jest także monitorowany codziennie, by zagwarantować, że odpowiednia ilość aktywów trzymana jest w gotówce lub w wysoko płynnych papierach wartościowych.

#### 4 KONSTRUKCJA BENCHMARKU

Dla rezerw walutowych EBC określenie strategicznej alokacji aktywów jest procesem dwustopniowym. Pierwszym krokiem jest określenie składu rezerw walutowych, tak by udział w nich dolarów amerykańskich i japońskich jenów był optymalny z punktu widzenia, po pierwsze, potrzeb polityki EBC, a po drugie – ryzyka. Krokiem drugim jest propozycja optymalnej alokacji aktywów w ramach każdej z walut. Obecnie preferencje co do pożądanego zwrotu w kontekście dopuszczalnego ryzyka formułowane są osobno dla zarządzania alokacją walut i dla zarządzania subportfelami w dolarach amerykańskich i jenach japońskich.

Dla funduszy własnych EBC proces strategicznej alokacji aktywów jest zbliżony do drugiego kroku opisanego powyżej, jednak z różnymi do pewnego stopnia parametrami, odzwiercie-

<sup>9</sup> Zmodyfikowany okres trwania jest miarą ekspozycji portfela na poziom stóp procentowych. Odzwierciedla średnią ważoną okresu pozostałego do terminu zapadalności instrumentów trzymanych w portfelu. VaR jest szacunkiem maksymalnej możliwej straty przy danym poziomie ufności (np. 95%) w danym horyzoncie inwestycyjnym (np. jeden rok). Błąd odwzorowania to standardowe odchylenie różnic pomiędzy zwrotem z portfela a zwrotem z benchmarku, obserwowane z daną częstotliwością (np. codziennie) w danym okresie czasu (np. trzy miesiące).

**Tabela 4 Roczny wynik finansowy EBC od 1999 roku**

(w mln EUR)

Rok	Wynik finansowy
1999	-247
2000	1,990
2001	1,822
2002	1,220
2003	-477
2004	-1,636
2005	0

Źródło: EBC.

dlażącymi bardziej długoterminową orientację i niższe wymagania płynnościowe w przypadku funduszy własnych EBC.

Ze względu na wagę wyboru stosownych benchmarków inwestycyjnych (którą pokazało wiele badań empirycznych i teoretycznych) rozwój metodologii wykorzystywanej w procesie projektowania benchmarków pochłania znaczne ilości środków. W ramach pionu inwestycji w EBC opracowano celowościowy model ekonometryczny, który na podstawie publicznie dostępnych prognoz makroekonomicznych pozwala wyprowadzić oczekiwania dotyczące przyszłych zwrotów dla poszczególnych kategorii aktywów dostępnych w przestrzeni inwestycyjnej dla rezerw walutowych i funduszy własnych. Oparcie się na przyszłych zwrotach z inwestycji stanowi znaczący postęp w procesie konstruowania benchmarków w porównaniu z używaniem przeszłych zwrotów z inwestycji. Standardowa technika optymalizacji metodą średniej wariancji wspierana jest przez techniki alternatywne w celu wzmocnienia wiarygodności analizy. Proces projektowania benchmarku jest nieustannie analizowany pod kątem możliwych usprawnień i udoskonaleń.

## 5 WYNIKI ZARZĄDZANIA PORTFELEM

EBC ogłasza swoje wyniki finansowe w raportach rocznych. W 2005 r. zysk netto był równy zeru, wobec straty na poziomie 1,6 mld euro w 2004 r. (patrz tabela 4). Na wynik finansowy

EBC znaczący wpływ mają niekorzystne zmiany kursów walutowych: dla przykładu umocnienie się euro wobec dolara spowodowało straty w latach 2003-2004, ponieważ znaczną część aktywów EBC stanowią niezabezpieczone rezerwy walutowe. Zgodnie z ostrożną polityką księgową EBC, która uwzględnia to znaczące zaangażowanie, dodatnie różnice z aktualizacji wyceny nie są ujmowane jako przychód, lecz przenoszone na konto różnic z aktualizacji wyceny, podczas gdy ujemne różnice są ujmowane jako koszt. Efektem takiego asymetrycznego traktowania niezrealizowanych zysków i strat jest odraczanie zysków aż do czasu sprzedaży lub upływu terminu zapadalności odnośnych aktywów. Roczny wynik finansowy będzie się zatem różnił od tego, który sugerowałaby bieżąca wycena rynkowa.

Szoki wywołane zmianami kursów walutowych tylko po części tłumaczą zmiany zysków rocznych EBC. Dla przykładu, zyski z lata 2001 i 2002 wynikały w dużej mierze z ówczesnej sytuacji na rynku obligacji: rentowności obligacji spadły znacząco do bardzo niskich poziomów, pociągając za sobą istotne zyski kapitałowe. Jednak niskie stopy procentowe pozostawiły bardzo niewiele miejsca na to, by przychody odsetkowe zrównoważyły straty, poniesione w latach 2003-2004 z powodu zmian kursowych. Od 2004 r. poziom ryzyka stopy procentowej, na który narażone są trzy portfele znacząco się zmniejszył ze względu na niski poziom stóp procentowych oraz poziom ich zmienności.

Zlecenia na zarządzanie portfelem, które EBC zdefiniował dla swoich rezerw walutowych i funduszy własnych przypisują ważną rolę maksymalizacji wyników portfela ponad zwrot z benchmarku. Odzwierciedla to założenie, że w ramach ścisłych ograniczeń narzuconych przez rolę i cele portfeli, które znajdują odbicie w systemie zarządzania ryzykiem, zarządzający portfelami mogą wytworzyć po pewnym czasie wartość dodaną. Choć w niektórych okresach wyniki zarządzania portfelem były ujemne (szczególnie w 2002 r.), to przez większość czasu w okresie 1999-2005 były one dodatnie

## ARTYKUŁY

Zarządzanie portfelem w EBC

i dość wysokie. W związku z tym są też dodatnie w ujęciu skumulowanym. Jest to w dużej mierze zasługą codziennej aktywności różnych zarządzających portfelem.

Zarządzający portfelem wytwarzają także wartość dodaną dla portfeli EBC proponując dodawanie nowych instrumentów do przestrzeni inwestycyjnej. Stopniowo przestrzeń inwestycyjna EBC powiększa się poprzez dodawanie nowych kategorii instrumentów (np. obligacji zabezpieczonych), nowych emitentów w ramach dostępnych kategorii instrumentów oraz instrumentów pochodnych (np. kontraktów terminowych rynku pieniężnego i rynku obligacji). Zarządzający portfelem proponują również nowe zlecenia na zarządzanie portfelem, takie jak wspomniane powyżej pożyczki papierów wartościowych dla portfela funduszy własnych i dla portfela dolarowego rezerw zagranicznych.

Zarządzający portfelem odgrywają również ważną rolę w zakresie monitorowania rynku finansowego przez EBC i Eurosystem. Zarządzający portfelem muszą uważnie śledzić i analizować rozwój wydarzeń na rynku finansowym – zarówno bieżących, jak i strukturalnych – na różnym poziomie szczegółowości, od szerokich kategorii aktywów do poszczególnych instrumentów finansowych. Opierają się oni na wielu źródłach informacji, w tym w szczególności na badaniach i opiniach przedstawianych przez kontrahentów.

Powstała w wyniku tych działań, nieustannie uaktualniana wiedza na temat rozwoju rynków finansowych postrzegana jest jako istotna wartość dla EBC i Eurosystemu. By rozpowszechnić tę wiedzę, menadżerowie portfela są odpowiedzialni za przygotowywanie regularnych raportów na temat rozwoju rynku finansowego, widzianego z punktu widzenia inwestora. Dodatkowo odpowiadają także na pojawiające się niekiedy pytania dotyczące rynków finansowych. W ten sposób wiedza gromadzona w czasie procesu zarządzania portfelem pozwala na pogłębienie analiz rozwoju sytuacji na rynku finansowym oraz pojawiających się na nim innowacji i zmian strukturalnych.

## 6 SYSTEM ROZRACHUNKU

Dla różnych typów portfeli posiadanych przez EBC istnieją różne typy rozrachunku. Podczas gdy te krajowe banki centralne, które chcą partycypować w zarządzaniu rezerwami zagranicznymi EBC (obecnie są to wszystkie KBC strefy euro) dokonują rozrachunku regularnych transakcji EBC dotyczących rezerw walutowych, EBC samodzielnie rozlicza wszystkie transakcje dotyczące funduszy własnych. Transakcje związane z funduszem emerytalnym EBC są obecnie przetwarzane przez podmiot zewnętrzny.

EBC stara się wprowadzać najwyższe standardy przetwarzania transakcji dotyczących rezerw walutowych i funduszy własnych. We współpracy z kontrahentami podejmowane są również starania na rzecz dalszej poprawy bezpieczeństwa i skuteczności przetwarzania transakcji w całej branży, ze szczególnym uwzględnieniem stosowania najlepszych praktyk przy wymianie potwierdzeń zawarcia transakcji.

Krajowe banki centralne prowadzą operacje dotyczące aktywów wchodzących w skład rezerw walutowych EBC jako oficjalni przedstawiciele EBC. W związku z tym w kontaktach z kontrahentami rozróżniają one operacje prowadzone na własny rachunek i te prowadzone w imieniu i na rachunek EBC (tj. ich status jako przedstawiciela jest jawny). By ułatwić ten proces, rachunki do transakcji z pośrednikami finansowymi (np. bankami-korespondentami, powiernikami lub depozytariuszami papierów wartościowych i złota oraz instytucjami rozliczeniowymi dla handlu instrumentami pochodnymi) są otwierane w imieniu EBC, natomiast pełnomocnictwa do wykonywania operacji na tych rachunkach mają krajowe banki centralne. Ponadto w celu zachowania rozdziału aktywów EBC i krajowych banków centralnych określono wspólne wymagania i procedury dotyczące operacji EBC i operacji krajowych banków centralnych. Te wspólne wytyczne gwarantują również, że transakcje zarządzania rezerwami walutowymi EBC prowadzone są w zharmonizowany sposób w całym Eurosystemie, w zgodzie

z najlepszymi praktykami i najwyższymi standardami bezpieczeństwa. Wszelkonna kontrola prowadzona jest zarówno na poziomie EBC, jak i KBC. Obejmuje ona regularne, szczegółowe uzgadnianie zewnętrznych wyciągów z rachunków, na których trzymana jest należące do EBC gotówka, papiery wartościowe, złoto i kontrakty terminowe z danymi z różnych systemów wewnętrznych. Szczegółowe dane dotyczące błędów w rozrachunku są gromadzone i analizowane przez EBC, a regularne raporty w tej sprawie są przedstawiane organom decyzyjnym banku.

EBC i KBC aktywnie zarządzają zabezpieczeniami otrzymywanymi w ramach transakcji zarządzania funduszami własnymi EBC i rezerwami walutowymi. Po przeprowadzeniu kompensaty lub łączenia określonych operacji zabezpieczonych kalkulowane jest zaangażowanie wobec poszczególnych kontrahentów i oceniana ewentualna potrzeba złożenia wezwania do uzupełnienia depozytu zabezpieczającego<sup>10</sup>.

## 7 WNIOSKI

EBC posiada trzy rodzaje portfeli, którymi zarządza: portfel rezerw walutowych, portfel funduszy własnych i portfel funduszu emerytalnego. Każdy portfel powstał w określonym celu, który znajduje odzwierciedlenie w sposobie jego zarządzania. Działania EBC związane z zarządzaniem portfelami jest przedmiotem restrykcyjnych zasad, które gwarantują neutralność rynkową, etyczne zachowanie i rygorystyczne oddzielenie zarządzania portfelem od procesu podejmowania decyzji dotyczących polityki EBC. Stosuje się szczególne wytyczne inwestycyjne, które mają zagwarantować, że ryzyko rynkowe i kredytowe jest uważnie kontrolowane, a kryteriów doboru

dopuszczalnych emitentów i kontrahentów są jasne i uczciwe.

Znaczne środki przeznacza się na projektowanie benchmarków dla portfeli, które stanowią podstawowe determinanty zwrotu z danego portfela oraz ryzyka. Zlecenia na zarządzanie portfelem są definiowane i przyznawane z myślą o maksymalizacji (w ramach istniejących ograniczeń) wyników portfela powyżej benchmarku, przy jednoczesnym utrzymaniu kosztów administracyjnych i innych na najniższym możliwym poziomie. W odniesieniu do rezerw zagranicznych EBC w styczniu 2006 r. wprowadzono zmiany w procesie alokacji subportfeli, które mają doprowadzić do poprawy efektywności.

Uaktualnione informacje będą publikowane w miarę potrzeby, w szczególności w raporcie rocznym EBC.

<sup>10</sup> Wezwanie do uzupełnienia depozytu zabezpieczającego: procedura polegająca na tym, że jeżeli systematycznie mierzona wartość aktywów zabezpieczających spada poniżej określonego poziomu, bank centralny żąda od kontrahenta przekazania dodatkowych aktywów (lub środków pieniężnych).