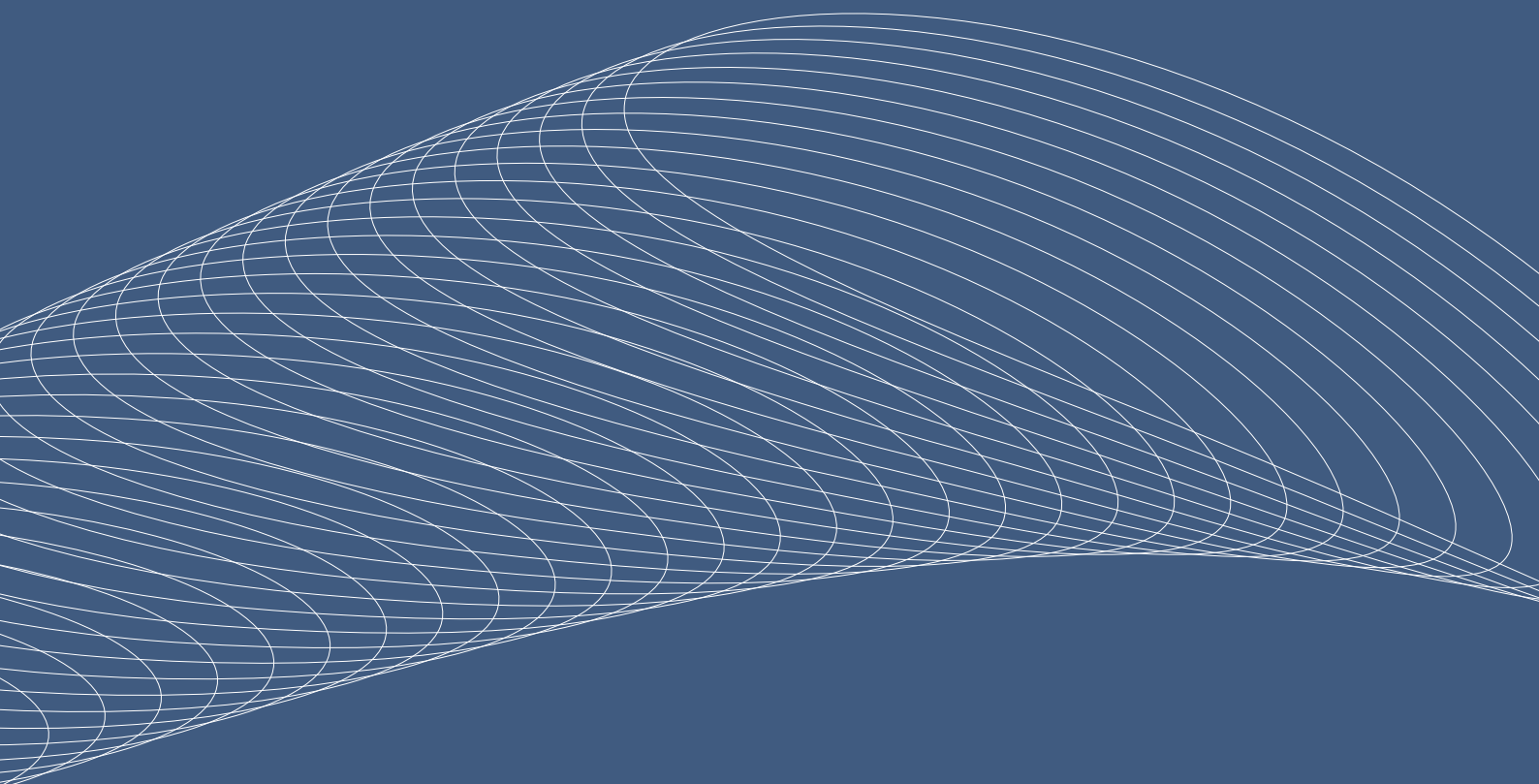


RAPORT  
O FUNKCJONOWANIU  
POLSKIEGO RYNKU  
FINANSOWEGO  
W UJĘCIU  
MIĘDZYSEKTOROWYM



Komisja  
Nadzoru  
Finansowego



**RAPORT O FUNKCJONOWANIU  
POLSKIEGO RYNKU FINANSOWEGO  
W UJĘCIU MIĘDZYSEKTOROWYM**

Urząd Komisji Nadzoru Finansowego  
Warszawa, maj 2011

DEPARTAMENT ANALIZ RYNKOWYCH UKNF

Artur Wolak (redaktor)

Agata Jagoda-Hacura

Mateusz Mokrogulski

Paweł Radwański

Izabela Sabała

Przemysław Sepielak

Robert Woreta

ISBN 978-83-930260-2-9

Skład i druk

Agencja Reklamowo-Wydawnicza A. Grzegorzcyk

[www.grzeg.com.pl](http://www.grzeg.com.pl)

SŁOWA KLUCZOWE: BANK, ZAKŁAD UBEZPIECZEŃ, TFI, FUNDUSZ INWESTYCYJNY, OFE, PPE, IKE,  
RYNEK REGULOWANY, GPW, RYZYKO

## SPIS TREŚCI

SYNTEZA .....	5
1 WSTĘP – MIĘDZYJARODOWE OTOCZENIE RYNKOWE I SYTUACJA GOSPODARCZA .....	7
1.1 Obraz rynku finansowego przez pryzmat powiązań międzysektorowych .....	7
1.2 Kryzys strefy euro .....	9
1.3 Sytuacja gospodarcza Polski.....	11
2 TOPOLOGIA POWIĄZAŃ MIĘDZYSEKTOROWYCH POLSKIEGO RYNKU FINANSOWEGO .....	17
2.1 Wprowadzenie.....	17
2.2 Zakres wykorzystywanych informacji statystycznych .....	17
2.3 Rozwój aktywów i pasywów finansowych sektorów gospodarki w Polsce na tle strefy euro .....	19
2.3.1 Rozwój polskiego sektora finansowego .....	19
2.3.2 Ewolucja aktywów i zobowiązań finansowych w ujęciu rachunków finansowych.....	20
2.4 Mapa powiązań międzysektorowych w Polsce.....	25
2.4.1 Gotówka i depozyty .....	25
2.4.2 Dłużne papiery wartościowe.....	26
2.4.3 Kredyty i pożyczki .....	27
2.4.4 Akcje, udziały kapitałowe i fundusze wspólnego inwestowania.....	28
2.4.5 Rezerwy techniczno-ubezpieczeniowe .....	29
2.4.6 Inne instrumenty finansowe.....	31
2.4.7 Kierunki powiązań międzysektorowych w gospodarce polskiej.....	31
2.5 Podsumowanie .....	33
3 SEKTORY RYNKU FINANSOWEGO.....	35
3.1 SEKTOR BANKOWY .....	35
3.1.1 Zagregowany bilans sektora bankowego .....	35
3.1.2 Powiązania w ramach grup kapitałowych .....	37
3.1.3 Powiązania z sektorem budżetowym (rządowym) .....	41
3.1.4 Powiązania z sektorem niefinansowym .....	43
3.1.5 Powiązania z innymi sektorami rynku finansowego.....	50
3.1.6 Inne monetarne instytucje finansowe działające w Polsce .....	51
3.2 SEKTOR UBEZPIECZEŃ .....	54
3.2.1 Główne linie biznesowe .....	54
3.2.2 Charakterystyka bilansowa sektora.....	56
3.2.3 Powiązania międzysektorowe .....	58
3.3 SEKTOR EMERYTALNY .....	63
3.3.1 Sektor otwartych funduszy emerytalnych (II filar) .....	64
3.3.2 Trzeci filar zabezpieczenia emerytalnego.....	71
3.4 RYNEK KAPITAŁOWY.....	76
3.4.1 Rynek instrumentów udziałowych (akcji).....	77
3.4.2 Rynek instrumentów dłużnych .....	84
3.4.3 Kontrakty terminowe.....	88
3.4.4 Instytucje rynku kapitałowego .....	90

4	INFRASTRUKTURA RYNKU FINANSOWEGO .....	95
4.1	System płatniczy .....	95
4.1.1	Systemy płatności detalicznych .....	97
4.1.2	Efektywność systemu płatniczego .....	98
4.2	Systemy rozrachunku papierów wartościowych .....	101
4.2.1	Instytucje organizujące obrót instrumentami finansowymi .....	102
4.2.2	Podmioty rozliczające transakcje .....	103
4.2.3	Efektywność systemów rozliczeń papierów wartościowych .....	107
4.3	Centralni partnerzy i repozytoria transakcji jako element rynku pozagiełdowych instrumentów pochodnych .....	109
4.3.1	Działania regulujące pozagiełdowy rynek instrumentów pochodnych podjęte na poziomie Unii Europejskiej .....	111
5	KONKLUZJE .....	119
	LITERATURA .....	121
	SPIS RYSUNKÓW .....	125
	SPIS TABEL .....	127
	ANEKS .....	129
	A.1 Szczegółowy schemat sektorów instytucjonalnych rynku finansowego .....	129
	A.2 Metoda maksymalnej entropii .....	131
	A.3 Kierunki powiązań międzysektorowych w podziale na instrumenty finansowe .....	134

## SYNTEZA

Jedną z fundamentalnych refleksji wynikających z doświadczeń kryzysu finansowego lat 2008-2009 jest dostrzeżenie szczególnego znaczenia powiązań w ramach systemu finansowego oraz istotności struktury zobowiązań pomiędzy jego sektorami. Analiza polskiego rynku w tym ujęciu, z uwzględnieniem relacji z sektorem realnym polskiej gospodarki oraz podmiotami zagranicznymi, prowadzi do następujących wniosków:

- Sektor monetarnych instytucji finansowych ma centralne znaczenie w sieci relacji sektorowych,
- W sensie powiązań bilansowych znaczenie podmiotów rynku kapitałowego jest ograniczone, co jest również związane z ich niewielkim wkładem do ryzyka systemu finansowego jako całości,
- Wzrost skali powiązań bilansowych oraz zagregowanej sumy aktywów finansowych w ramach krajowego systemu odbywał się w ostatnich latach przy niewielkich zmianach intensywności sieci powiązań,
- Znaczenie podmiotów zagranicznych na polskim rynku rośnie, a relacje z nimi są szczególnie ważne dla krajowych monetarnych instytucji finansowych, sektora publicznego oraz krajowego sektora niefinansowego,
- Efektywne monitorowanie przepływów między sektorami rynku finansowego oraz w ramach grup kapitałowych, które jest istotne zwłaszcza w okresach kryzysowych, wymaga zintegrowanego nadzoru nad rynkiem finansowym.

Prowadzone w Polsce działania nadzorcze i regulacyjne zmierzają do ograniczenia głównych rodzajów ryzyka identyfikowanych w relacjach sektora finansowego – tak z innymi segmentami rynku finansowego, jak również poszczególnymi segmentami krajowej sfery realnej oraz sektora zagranicznego.

Z punktu widzenia stabilności systemowej kluczowe znaczenie ma ryzyko związane z jakością portfela kredytowego oraz relacje w ramach grup kapitałowych (model „matka-córka” w odniesieniu do podmiotów sektora bankowego) oraz ryzyko koncentracji lokat w przypadku zakładów ubezpieczeń.

Ważną rolę w utrzymaniu stabilności systemu finansowego odgrywa ponadto infrastruktura rynkowa, na którą składają się systemy rozliczeń i płatności oraz podmioty zapewniające ich funkcjonowanie. Systemy te znajdują się pod nadzorem KNF i NBP, działają poprawnie a ich efektywność nie budzi zastrzeżeń. Wprowadzenie w życie europejskich inicjatyw regulacyjnych dotyczących centralnych partnerów może dodatkowo zwiększyć rolę scentralizowanych systemów rozliczeń i przyczynić się do zmiany mechanizmów funkcjonowania istotnej części krajowego rynku transakcji finansowych.



## 1 WSTĘP – MIĘDZYNARODOWE OTOCZENIE RYNKOWE I SYTUACJA GOSPODARCZA

### 1.1 Obraz rynku finansowego przez pryzmat powiązań międzysektorowych

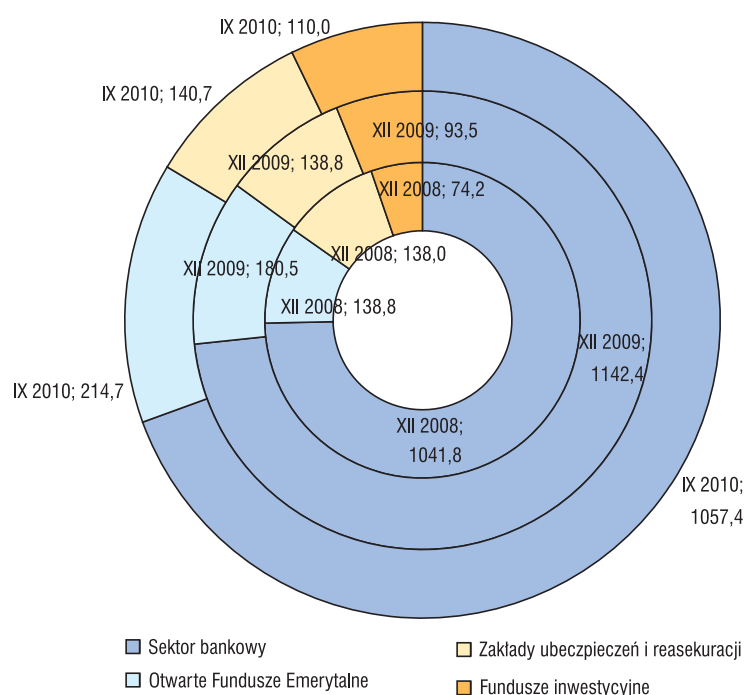
Światowy kryzys finansowy lat 2008–2009 spowodował wzrost zainteresowania analizą stabilności finansowej postrzeganej przez pryzmat wzajemnych powiązań bilansowych sektorów gospodarki. Istotą tego podejścia, bazującego na spójnym zestawie informacji statystycznej o aktywach i zobowiązaniach finansowych w gospodarce, jest identyfikacja rodzajów ryzyka mogących destabilizować działanie poszczególnych sektorów, jak i wskazanie kanałów, za pomocą których szoki mogą rozprzestrzeniać się w sieci wzajemnych relacji międzysektorowych. Świadomość potencjalnych zagrożeń, które w przypadku zmaterializowania się mogą doprowadzić do poważnych perturbacji systemu jest istotna z punktu widzenia oceny poziomu stabilności finansowej, jak i podejmowania wyprzedzających działań nadzorczych i regulacyjnych.

Ujęcie międzysektorowe umożliwia identyfikację ryzyk rozprzestrzeniania się szoków w systemie finansowym

Dla roli, jaką rynek finansowy odgrywa w systemie gospodarczym istotne znaczenie ma stan otoczenia makroekonomicznego, kondycja globalnej koniunktury oraz sytuacja na światowych rynkach finansowych. Z punktu widzenia krajowego rynku, kluczowe są zwłaszcza konsekwencje trwającego kryzysu strefy euro oraz znaczenie jakie mogą mieć dla europejskich grup finansowych działających na polskim rynku. Ryzyko trwałego pogorszenia wiarygodności poszczególnych państw jak też instytucji finansowych, które mają w tych państwach siedzibę, jest ściśle powiązane ze zdolnością dostępu do finansowania na rynku.

Dla stabilności krajowego systemu finansowego kluczowe znaczenie ma również sytuacja w strefie euro

Rysunek 1. Aktywa głównych sektorów polskiego rynku finansowego, lata 2008–2010



Źródło: UKNF



<p>Zastosowana metoda uwzględnia powiązania w sektorach krajowej gospodarki i sektora zagranicznego</p>	<p>Rozdział 2 przedstawia dezagregację przepływów w krajowym systemie finansowym z uwzględnieniem wszystkich sektorów gospodarki zgrupowanych w następujący sposób: (1) gospodarstwa domowe, (2) przedsiębiorstwa niefinansowe, (3) sektor publiczny, (4) monetarne instytucje finansowe, (5) zakłady ubezpieczeń i reasekuracji wraz z instytucjami systemu zabezpieczenia emerytalnego, (6) inne instytucje finansowe oraz (7) sektor zagraniczny, obejmujący wszystkie rodzaje podmiotów. Zastosowana metodologia pozwala na identyfikację najważniejszych powiązań pomiędzy sektorami oraz umożliwia porównanie rozwoju rynku w ujęciu historycznym (tendencji na rynku krajowym) oraz porównawczym, np. na tle systemu powiązań w ramach strefy euro.</p>
<p>Obraz powiązań ma charakter przybliżony</p>	<p>Należy zaznaczyć, że zastosowana metoda analityczna bazuje na danych pośrednich, dotyczących poszczególnych sektorów gospodarki, i daje przybliżony obraz powiązań w ramach systemu finansowego.</p>
<p>Charakter powiązań sektorów determinuje ich stabilność</p>	<p>Synteza poszczególnych sektorów krajowego systemu finansowego została przedstawiona w Rozdziale 3. Przyjmując perspektywę zaprezentowaną w Rozdziale 2 należy przyjąć, że bez względu na typ podmiotów finansowych ich sytuacja zależy od powiązań z innymi podmiotami z pozostałych sektorów rynku finansowego oraz sfery realnej i że te powiązania determinują ich stabilność. Szczególnie istotne z punktu widzenia nadzorczego są relacje obciążone szczególnym ryzykiem, w tym jakość portfela kredytowego banków, relacje w ramach grup kapitałowych oraz związane z tym problem koncentracji zaangażowań.</p>
<p>Rynek kapitałowy pełni szczególną rolę w systemie powiązań</p>	<p>Szczególną rolę dla prawidłowego funkcjonowania instytucji finansowych odgrywa rynek kapitałowy, a zwłaszcza rynek instrumentów dłużnych. Zgodnie z przedstawionymi propozycjami zmian w funkcjonowaniu systemu zabezpieczenia emerytalnego obecna struktura uczestników tego rynku (sekcja 3.4) ulegnie zmianie. Inne inicjatywy zmierzają do zwiększenia aktywności krajowego rynku nieskarbowych instrumentów dłużnych, którego skala jest znikoma w porównaniu do rozmiarów rynku papierów skarbowych.</p>
<p>Efektywne funkcjonowanie infrastruktury rynkowej jest kluczowe dla stabilności systemu</p>	<p>Elementem kluczowym dla stabilnego funkcjonowania wszystkich sektorów rynku finansowego, jak również sfery realnej, jest efektywne funkcjonowanie infrastruktury rynkowej (Rozdział 4). Jej głównymi składnikami są systemy płatnicze (rozliczeń pieniężnych) oraz systemy rozliczeń papierów wartościowych. Właściwe funkcjonowanie tych systemów wymaga stabilności działania prowadzących je podmiotów (w tym instytucji organizujących obrót instrumentami finansowymi oraz podmiotów rozliczających transakcje) oraz dostosowania ich funkcjonowania do rozwoju rynku finansowego.</p>
<p>Zasady rozliczeń mogą się istotnie zmienić w wyniku nowych inicjatyw regulacyjnych</p>	<p>Jedną z odpowiedzi regulacyjnych na wydarzenia kryzysu lat 2008–2009 było wprowadzenie obowiązku rozliczania niektórych typów transakcji pochodnych, które znajdują się w obrocie pozagiełdowym, przez scentralizowane izby rozliczeniowe. W Unii Europejskiej inicjatywy te przybrały postać centralnych partnerów oraz repozytoriów transakcji. Te nowe typy instytucji mogą istotnie zmienić charakter krajowego rynku instrumentów pochodnych oraz mieć korzystny wpływ na pewność rozliczeń oraz przejrzystość obrotu, choć z drugiej strony nie jest obecnie jasne na ile to rozwiązanie może zostać przystosowane do charakterystyki krajowego rynku.</p>

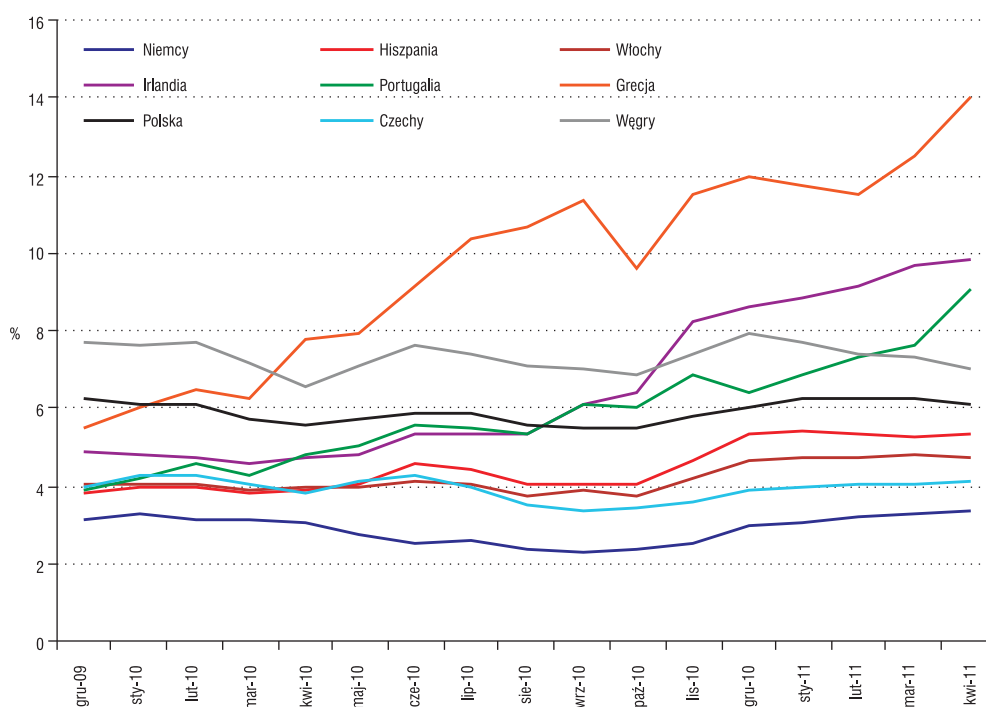
Istotne konkluzje oraz spostrzeżenia dotyczące funkcjonowania krajowego rynku w zastosowanym ujęciu zostały umieszczone w Rozdziale 5.

## 1.2 Kryzys strefy euro

Wydarzenia na europejskich rynkach finansowych stały na koniec roku 2010 i na początku roku 2011 pod znakiem kryzysu wypłacalności części krajów strefy euro. W szczególnie trudnej sytuacji pozostawały w tym okresie Hiszpania, Włochy, Portugalia, Irlandia i Grecja, przy czym trzy ostatnie państwa zostały objęte pomocą międzynarodową. Obawy uczestników rynku dotyczą również niektórych innych krajów, także ze względu na ewentualne skutki rozprzestrzeniającego się kryzysu dla funkcjonowania wspólnej waluty w przyszłości oraz konsekwencji, jakie może to nieść tak dla samych podmiotów suwerennych jak też całego europejskiego systemu finansowego. W rezultacie rentowności obligacji rządowych emitowanych przez większość państw europejskich rosła wraz z powiększaniem się tzw. premii za ryzyko, jakiej żądają nabywcy instrumentów dłużnych emitowanych przez zagrożone kraje oraz podmioty finansowe mające na ich terenie siedzibę.

Kryzys strefy euro pozostaje w roku 2011 najważniejszym czynnikiem ryzyka zewnętrznego

Rysunek 2. Rentowność 10-letnich obligacji rządowych w wybranych krajach Unii Europejskiej



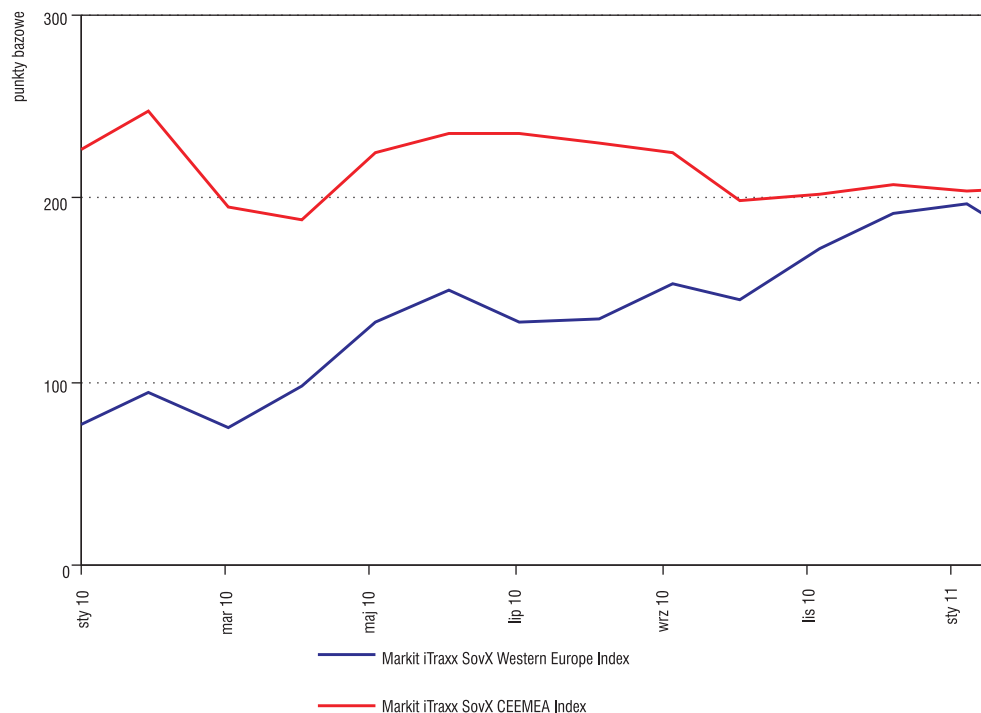
Źródło: Bloomberg

Jednym z ważnych skutków kryzysu wspólnej waluty jest zmniejszanie się różnicy w poziomach premii za ryzyko dla krajów tej strefy (głównie kraje tzw. Europy Zachodniej) w porównaniu z państwami Europy Środkowo-Wschodniej, w tym Polski. Efekt ten w syntetyczny sposób ilustruje Rysunek 3, na którym przedsta-

Poziom ryzyka inwestycyjnego pomiędzy krajami goszczącymi i macierzystymi wyrównuje się

wiono poziom indeksów kontraktów CDS<sup>1</sup> dla krajów Europy Zachodniej, Europy Środkowo-Wschodniej oraz Bliskiego Wschodu. Pod koniec 2010 roku dało się zauważyć tendencję zbliżania się poziomów tych indeksów do siebie, co oznacza, że region Europy Zachodniej zaczął być postrzegany jako obarczony podobnym ryzykiem inwestycyjnym co kraje Europy Środkowo-Wschodniej i Bliskiego Wschodu.

Rysunek 3. Indeksy CDS dla regionu Europy Zachodniej oraz Europy Środkowo-Wschodniej i Bliskiego Wschodu



Markit iTraxx SovX Western Europe Index jest oparty o kontrakty na 15 krajów strefy euro (z wyłączeniem Słowacji, Słowenii i Estonii) oraz Danię, Norwegię, Szwecję i Wielką Brytanię. Markit iTraxx SovX CEEMEA Index jest oparty o kontrakty 15 krajów głównie z Europy Środkowo-Wschodniej oraz Bliskiego Wschodu i Afryki<sup>2</sup>.  
Źródło: Bloomberg

Zachodzące zmiany mają szczególne znaczenie dla modelu obecności („matka-córka”) na krajowym rynku zagranicznych instytucji finansowych

Efekt ten ma istotne znaczenie dla funkcjonowania rynku finansowego w naszym regionie geograficznym ze względu na dominujący model obecności zagranicznych instytucji finansowych, zwłaszcza banków – tzw. model „matka-córka”. Zgodnie z nim podmiot zagraniczny („spółka-matka”) prowadzi działalność w kraju goszczącym poprzez zależną kapitałowo spółkę („spółkę-córkę”), która posiada odrębną osobowość prawną i poza związkami o charakterze właścicielskim pozostaje *de iure* niezależna. Model ten ukształtował się w przeszłości jako układ dostosowany do podwyższonego ryzyka działalności na rynkach lokalnych i minimalizujący ryzyko z punktu widzenia funk-

<sup>1</sup> *Credit Default Swap* – instrument pochodny służący do zabezpieczania ryzyka upadłości dłużnika. Ceny kontraktów są podawane w formie marży kredytowej wyrażonej w 1/100 punktu procentowego, przy czym wyższy poziom marży oznacza podmiot cechujący się wyższym ryzykiem niewypłacalności.

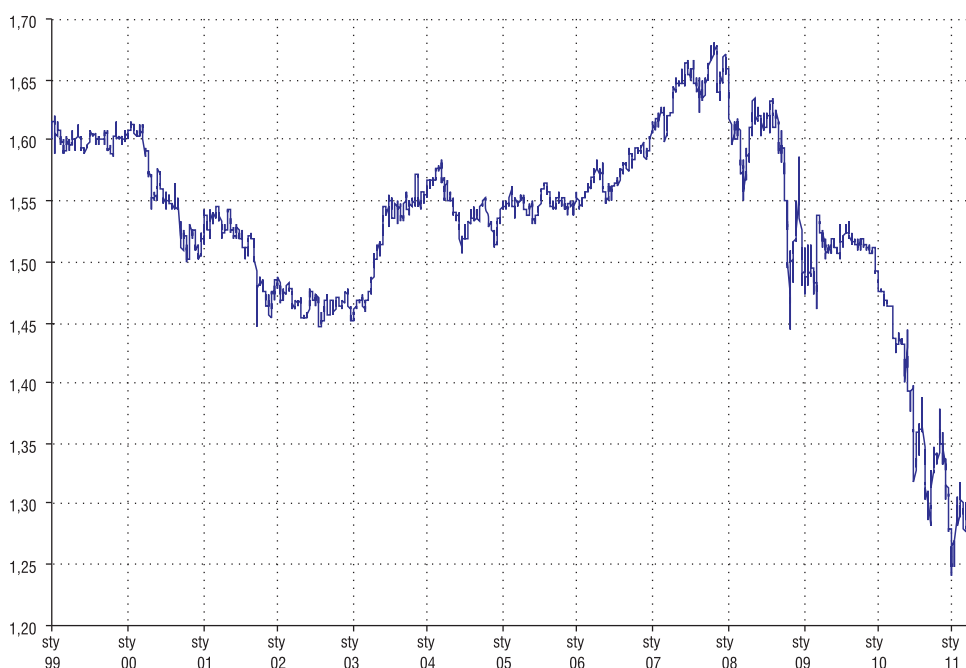
<sup>2</sup> W skład indeksu wchodzi kontrakty dla Republiki Czeskiej, Bułgarii, Chorwacji, Węgier, Kazachstanu, Łotwy, Litwy, Polski, Turcji, Ukrainy, Rosji, Kataru, Abu Dhabi oraz RPA. ([www.markit.com](http://www.markit.com))

cjonowania grupy kapitałowej oraz „spółki-matki”, których zaangażowanie kapitałowe na tych rynkach ogranicza się do transakcji ze „spółką-córką”. Charakterystyka funkcjonowania tego modelu jest w obecnych warunkach dodatkowym czynnikiem ryzyka dla stabilności rynku finansowego w krajach goszczących (patrz Ramka 1 w sekcji 3.1.2) tym bardziej, że część „spółek-matek” ma siedzibę w krajach strefy euro szczególnie dotkniętych kryzysem wiarygodności.

Inną konsekwencją kryzysu strefy euro jest osłabienie wspólnej waluty europejskiej na światowych rynkach walutowych w rezultacie zwiększonej awersji do ryzyka i obaw o stabilność finansową poszczególnych krajów oraz strefy euro jako wspólnego obszaru walutowego. W końcu 2010 r. kurs euro spadł do bezprecedensowego poziomu 1,25 względem franka szwajcarskiego (Rysunek 4). Można oczekiwać, że obserwowana deprecjacja euro przyczyni się do podniesienia konkurencyjności poszczególnych krajów wspólnego obszaru walutowego, co może mieć tym większe znaczenie stymulujące, jeśli gospodarka światowa wejdzie w fazę trwałego ożywienia.

Inną konsekwencją kryzysu strefy euro jest spadek wartości wspólnej waluty wobec franka szwajcarskiego

Rysunek 4. Kurs euro względem franka szwajcarskiego (notowania dzienne)



Źródło: Bloomberg

### 1.3 Sytuacja gospodarcza Polski

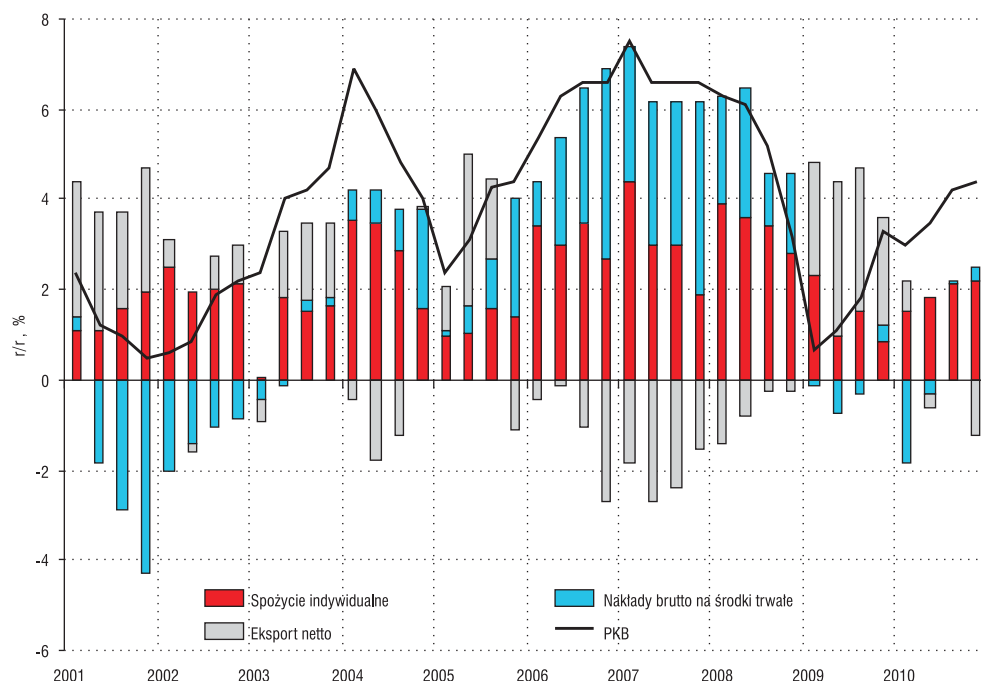
Dane ze sfery realnej z ostatnich miesięcy przekonują, że kondycja polskiej gospodarki ulega stopniowej poprawie. Przejawia się to głównie rosnącą dynamiką wzrostu gospodarczego, odzwierciedloną również w lepszej sytuacji na rynku pracy. Wśród zagrożeń należy natomiast wymienić stan finansów publicznych oraz podatność krajowego rynku na potencjalne efekty zarażania mające źródło w strefie euro.

Kondycja polskiej gospodarki ulega stopniowej poprawie

Istotnym  
czynnikiem  
wzrostu PKB  
pozostaje spożycie  
indywidualne

W IV kw. 2010 r. produkt krajowy brutto krajowej gospodarki zwiększył się o 4,4% w skali roku, co stanowi najlepszy odczyt od momentu rozpoczęcia światowego kryzysu finansowego. Spożycie indywidualne wzrosło o 4,1%, a inwestycje o 0,9%. W najbliższych kwartałach można się jednak spodziewać wyraźnego zmniejszenia stanu zapasów, których akumulowanie miało znaczny wpływ na dobry wynik w IV kw. 2010 r., co może oznaczać niższe tempo wzrostu gospodarczego w niedalekiej przyszłości. Ostatni kwartał 2010 roku charakteryzował się ponadto ujemną kontrybucją eksportu netto do wzrostu gospodarczego (-1,2%, w porównaniu do wyniku zerowego w III kw. 2010 r.).

Rysunek 5. Dynamika roczna PKB w cenach stałych roku poprzedniego i kontrybucja wybranych składników do wzrostu gospodarczego



We wszystkich kwartałach roku 2010 największą kontrybucją do wzrostu gospodarczego charakteryzowało się spożycie indywidualne

Źródło: GUS

Polska pozostaje jednym z liderów wzrostu PKB na tle krajów Unii Europejskiej, gdzie wskaźnik ten w IV kw. 2010 r. ukształtował się na poziomie 2,1% w skali roku (wobec 2,0% dla samej strefy euro)<sup>3</sup>.

Ożywienie  
na rynku pracy  
jest obserwowane  
od II kw. 2010 r.

Krajowy rynek pracy stopniowo wychodzi z fazy spowolnienia. Począwszy od II kw. 2010 r. zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw znajduje się w trendzie wzrostowym (w marcu 2011 r. zwiększyło się o 4,1% w skali roku). W tym samym czasie stopa bezrobocia rejestrowanego wyniosła 13,1% wobec 11,5% na jesieni 2010 roku, jednak obserwowany wzrost miał charakter sezonowy.

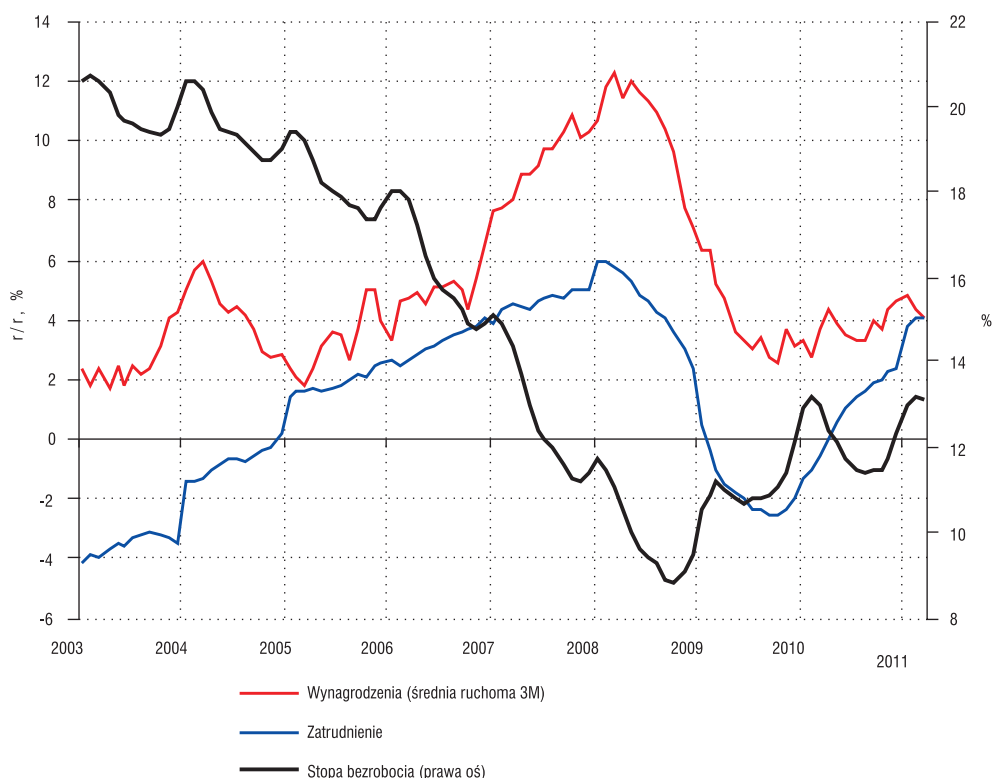
Zahamowanie tempa wzrostu stopy bezrobocia na początku 2011 roku przyniosło też pewną poprawę w strukturze bezrobotnych. Udział bezrobotnych w wieku do

<sup>3</sup> Dane o rachunkach narodowych dla krajów Unii Europejskiej są wyrównane sezonowo i skorygowane o liczbę dni roboczych w danym kwartale.

25. roku życia w ogólnej liczbie bezrobotnych wyniósł w styczniu 2011 r. 22,2% wobec 25% na koniec listopada 2010 r. i 21% przed kryzysem. Zmniejszeniu uległ też odsetek tzw. długotrwale bezrobotnych<sup>4</sup>, który wyniósł w styczniu 2011 r. 46%. Na początku 2011 r. osoby, które utraciły pracę podczas kryzysu wciąż miały jednak problemy ze znalezieniem nowego zatrudnienia a tempo wzrostu wynagrodzeń zaledwie umiarkowanie przewyższało inflację.

Jednocześnie poprawiają się tendencje dotyczące osób młodych oraz długotrwale bezrobotnych

Rysunek 6. Dynamika zatrudnienia i przeciętnego miesięcznego nominalnego wynagrodzenia w sektorze przedsiębiorstw oraz stopa bezrobocia rejestrowanego



Źródło: GUS

W marcu 2011 r. ceny towarów i usług konsumpcyjnych zwiększyły się o 4,3% w skali roku, co stanowi wartość wyższą od górnej granicy przedziału wahań celu inflacyjnego NBP. Już od połowy roku 2010 obserwowano zwiększoną presję inflacyjną ze strony cen produkcji sprzedanej przemysłu, co wynikało głównie z rosnących cen surowców na rynkach światowych. W kolejnych miesiącach roku 2011 spodziewany jest dalszy, rozłożony w czasie wzrost cen towarów i usług konsumpcyjnych w związku ze wzrostem kosztów, jak również jako rezultat podwyżek stawek podatku VAT od początku 2011 roku.

Wskaźnik inflacji CPI znalazł się w styczniu 2011 r. powyżej przedziału celu inflacyjnego

Istotnym problemem polskiej gospodarki był w 2010 roku przyrost długu publicznego. Źródła tego zjawiska można powiązać ze słabszą w ostatnich latach dynamiką rozwoju sfery realnej jak również z rosnącą skalą koniecznych dotacji do systemu zabezpieczenia emerytalnego. Na koniec lutego 2011 r. zadłużenie Skarbu Państwa wyniosło 726,2 mld zł, co oznacza

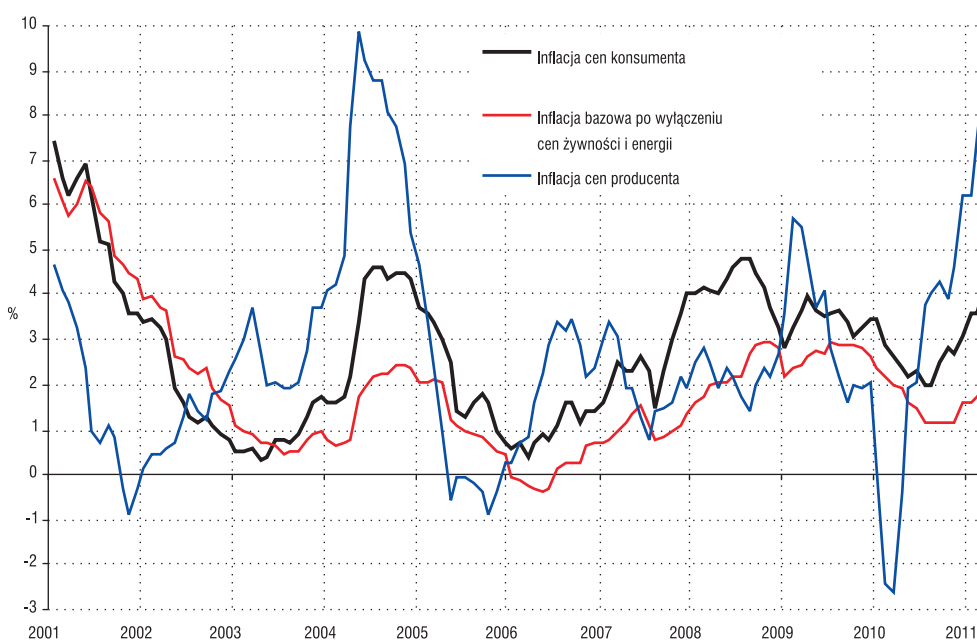
Niepokojący wzrost zadłużenia finansów publicznych

<sup>4</sup> Osoby pozostające w rejestrze bezrobotnych przez ponad 12 miesięcy w okresie ostatnich 2 lat.



wzrost o 10,4% w skali roku. Zadłużenie krajowe<sup>5</sup> zwiększyło się w tym okresie o 9,8%, a zagraniczne o 12,1%. Według prognoz Komisji Europejskiej deficyt sektora finansów publicznych w relacji do PKB ukształtuje się na poziomie 5,8% w 2011 r. i 3,6% w 2012 r. przy całkowitym zadłużeniu sektora finansów publicznych równym odpowiednio 57,2% oraz 59,6%. Tym samym w 2012 r. Polska może zbliżyć się do dozwolonego w konstytucji limitu wynoszącego 60% PKB<sup>6</sup>.

Rysunek 7. Wybrane mierniki inflacji



Źródło: GUS, NBP

Podwyżka stopy referencyjnej NBP w styczniu 2011 r. była oczekiwana przez rynki finansowe

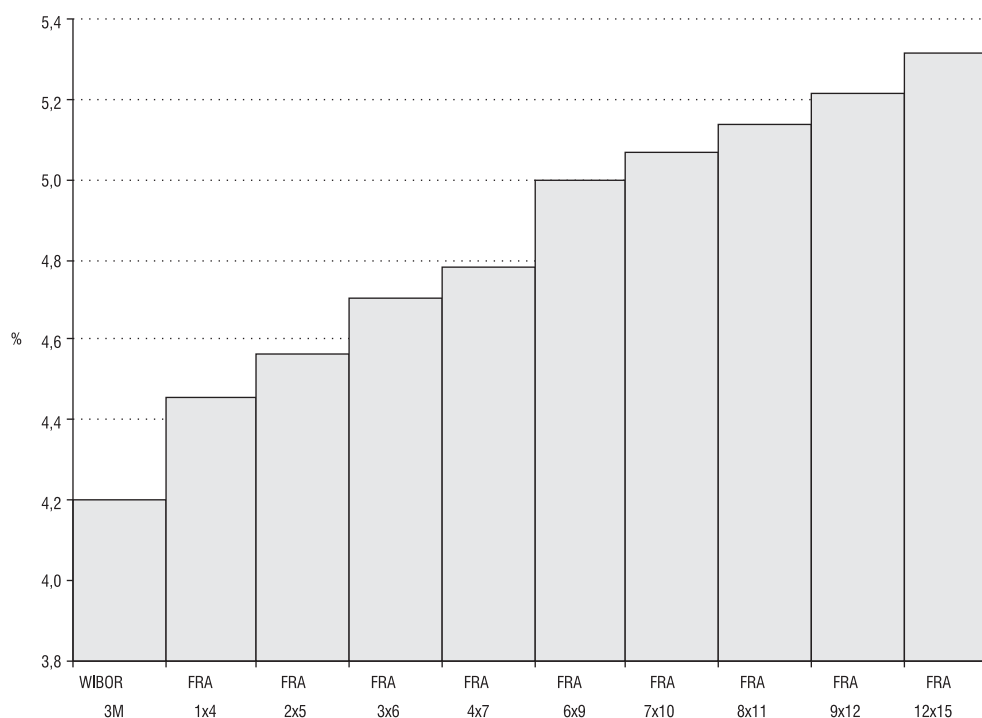
Od początku 2011 r. stopa referencyjna Narodowego Banku Polskiego wzrosła o 50 punktów bazowych do poziomu 4,25%. W uzasadnieniu do majowej podwyżki Rada Polityki Pieniężnej zwróciła uwagę na wysoki poziom cen surowców i żywności na świecie, wskazując jednak też na ryzyko presji inflacyjnej mającej źródło w wysokim wzroście gospodarczym. Wcześniej, w styczniu 2011 r. Rada zwracała z kolei uwagę na czynniki ryzyka dla wzrostu światowej gospodarki związane ze skutkami wysokiej nierównowagi fiskalnej oraz ekspansji monetarnej w wielu krajach świata.

Podwyżki stóp procentowych NBP oraz utrzymujące się wysokie dynamiki cen sprawiały, że na początku II kwartału 2011 r. rynki finansowe oczekiwały kolejnych podwyżek stóp procentowych w Polsce. Stan tych oczekiwań na koniec kwietnia 2011 r. prezentuje Rysunek 8.

<sup>5</sup> Według kryterium miejsca emisji.

<sup>6</sup> Limit jest ustalany wg polskiej metodyki, różniącej się od sposobu przyjętego przez Komisję Europejską, tj. metodyki ESA95.

**Rysunek 8. Stopa WIBOR 3M i stawki kontraktów terminowych na stopę procentową**



Kontrakty Forward Rate Agreement. Dane za 29.04.2011 r.  
Źródło: Bloomberg

Zacieśnienie parametrów polityki pieniężnej w Polsce w pierwszych miesiącach 2011 r. odbywało się w warunkach stabilizacji kursu walutowego EUR/PLN, który w okresie od początku sierpnia 2010 r. utrzymywał się wewnątrz pasma wahań 3,85-4,05. W tym samym czasie wartość polskiej waluty w relacji do franka szwajcarskiego obniżyła się o ok. 4% przy znacząco większej zmienności niż w przypadku relacji EUR/PLN.

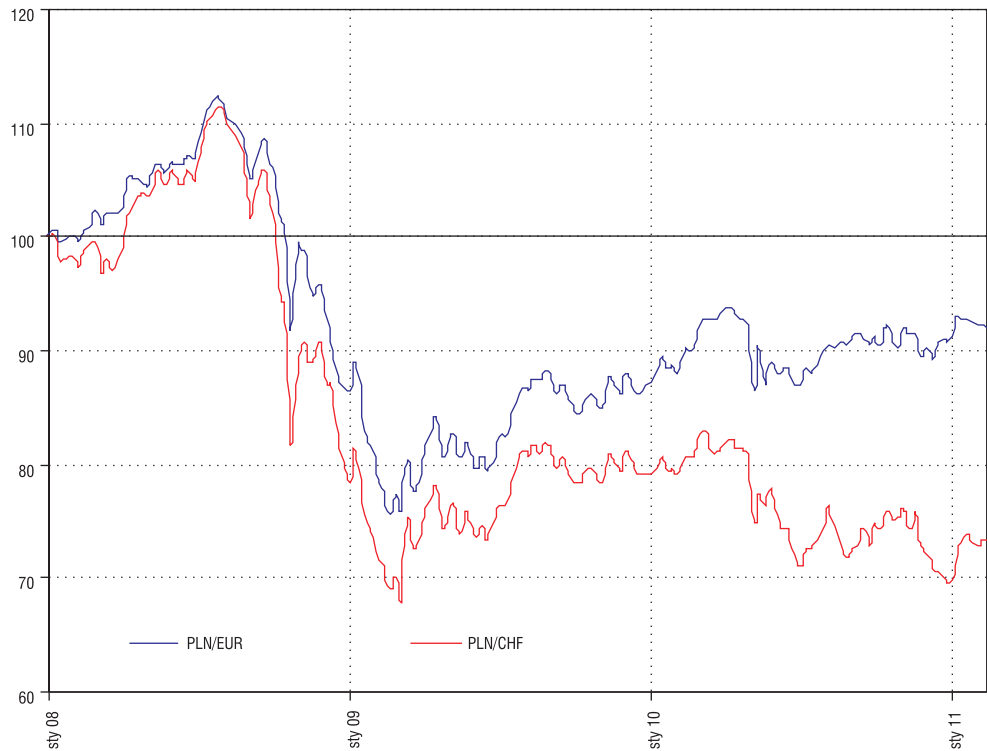
Od sierpnia 2010 r. obserwowana jest stabilizacja kursu EUR/PLN

Omawiając sytuację w gospodarce należy również podkreślić postępującą stabilizację nastrojów na krajowym rynku finansowym w okresie pokryzysowym oraz postępującym wygaszaniem się efektów szokowych. Przejawia się to między innymi mniejszą zmiennością dyskontowaną w cenach instrumentów finansowych i indeksach giełdowych jak np. WIG20 (Rysunek 10).

Mniejsza zmienność na rynku kapitałowym w okresie od początku 2010 r.

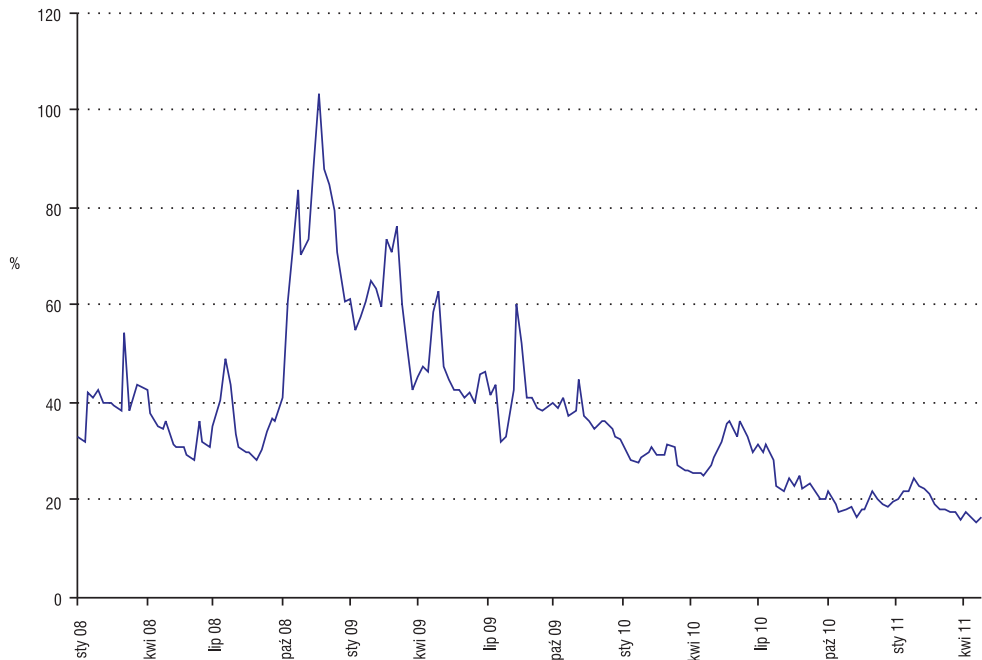


**Rysunek 9. Zmiana wartości złotego względem euro i franka szwajcarskiego**



Wartość złotego wyrażona w EUR i CHF, 1 stycznia 2008 r.=100. Dane tygodniowe.  
Źródło: Bloomberg

**Rysunek 10. Zmienność indeksu WIG20 implikowana z trzymiesięcznych opcji At-The-Money**



Dane tygodniowe.  
Źródło: Bloomberg

## 2 TOPOLOGIA POWIĄZAŃ MIĘDZYSEKTOROWYCH POLSKIEGO RYNKU FINANSOWEGO

### 2.1 Wprowadzenie

Włączając się w nurt aktualnie prowadzonych analiz mających na celu identyfikację rodzajów ryzyka systemowego dla stabilności systemu finansowego<sup>7</sup>, poniżej przedstawiono kompleksowe ujęcie powiązań bilansowych między sektorami instytucjonalnymi polskiej gospodarki. Podejście to bazuje na systemie rachunków finansowych i pozwala na analizę bilateralnych ekspozycji finansowych między poszczególnymi sektorami, przez co eksponuje sieć ich wzajemnych powiązań. Dzięki zachowaniu spójności analizy tych powiązań na poziomie całej gospodarki ujawnione zostają ryzyka międzysektorowe dotychczas nieznanne lub mało ważne w okresach braku zaburzeń na rynkach finansowych, które mogą destabilizować sieć wzajemnych powiązań w razie wystąpienia negatywnego szoku.

Powiązania międzysektorowe w polskiej gospodarce zostały przedstawione w oparciu o system rachunków finansowych

Przedstawiona w tym rozdziale mapa międzysektorowych powiązań bilansowych jest punktem wyjścia do dalszych prac i rozważań dotyczących kierunków rozprzestrzeniania się i siły oddziaływania różnego rodzaju potencjalnych szoków w systemie finansowym.

### 2.2 Zakres wykorzystywanych informacji statystycznych

Topologia powiązań międzysektorowych została przygotowana w oparciu o rachunki finansowe publikowane w ujęciu kwartalnym przez Narodowy Bank Polski. Jest to statystyka prezentująca zarówno przepływy jak i zasoby wszystkich aktywów i zobowiązań finansowych znajdujących się w dyspozycji podmiotów krajowych<sup>8</sup>. Konieczność zrównania poziomów zagregowanych aktywów i zobowiązań finansowych w gospodarce w celu domknięcia bilansu wymaga włączenia do systemu relacji poszczególnych podmiotów krajowych z zagranicą, co zostało w tych rachunkach uwzględnione.

Źródłem informacji statystycznej są nieskonsolidowane rachunki finansowe

Podmioty krajowe są pogrupowane w sektory instytucjonalne. W tym ujęciu *gospodarkę krajową* stanowią *rezydenci* mający miejsce zamieszkania lub swoją siedzibę w kraju oraz posiadający zdolność zaciągania zobowiązań i nabywania praw we własnym imieniu. Rezydentami są również znajdujące się w kraju oddziały, przedstawicielstwa i przedsiębiorstwa utworzone przez sektor zagranica (nierezydentów).

Rezydent jest definiowany w oparciu o stopień koncentracji jego zaangażowania ekonomicznego

Rachunki finansowe są zestawiane na podstawie standardów zawartych w europejskim systemie rachunków narodowych (ESA 95)<sup>9</sup>. Stanowią one spójny system

<sup>7</sup> Por. O. Castrén, I.K. Kavonius, *Balance Sheet Interlinkages and Macro-Financial Risk Analysis in the Euro Area*, European Central bank, Working Paper Series, No 1124, December 2009; N. Silva, *Inter-sector Relations in the Portuguese Economy: an Application of Contingent Claim Analysis*, in: *Financial Stability Report*, Banco de Portugal, November 2010.

<sup>8</sup> *Rachunki finansowe – aktywa finansowe i zobowiązania*, Narodowy Bank Polski, [http://www.nbp.pl/statystyka/pieniezna\\_i\\_bankowa/dwn/krf\\_objasnienia.pdf](http://www.nbp.pl/statystyka/pieniezna_i_bankowa/dwn/krf_objasnienia.pdf)

<sup>9</sup> *European System of Accounts 1995* – Aneks A do Rozporządzenia Rady (WE) Nr 2223/96 z dnia 25 czerwca 1996 roku w sprawie europejskiego systemu rachunków narodowych i regionalnych we Wspólnocie.

przepływu aktywów finansowych w gospodarce, w którym poszczególne aktywa finansowe jednego sektora znajdują swoje odzwierciedlenie po stronie pasywnej innych sektorów. W tym ujęciu definicja systemu finansowego jest szeroka i bazuje na terminologii rachunkowości.

Gospodarkę podzielono na siedem rozłącznych sektorów instytucjonalnych

System tworzy ściśle powiązana grupa siedmiu rozłącznych sektorów gospodarki, którą stanowią:

NFC	przedsiębiorstwa niefinansowe ( <i>non-financial corporations</i> ),
MFI	banki łącznie z NBP ( <i>monetary financial institutions</i> ),
OFI	pozostałe instytucje pośrednictwa finansowego i pomocnicze instytucje finansowe ( <i>other financial institutions</i> ),
INS	instytucje ubezpieczeniowe i fundusze emerytalne ( <i>insurance corporations and pension funds</i> ),
GOV	instytucje rządowe i samorządowe ( <i>general government</i> ),
HH	gospodarstwa domowe łącznie z instytucjami niekomercyjnymi działającymi na rzecz gospodarstw domowych ( <i>households including NPISH</i> ),
ROW	zagranica ( <i>rest of the world</i> ).

Szczegółowy zakres podmiotowy wyżej zdefiniowanych siedmiu grup przedstawiono w Aneksie A.1.

Obecne na rynku instrumenty finansowe zostały przyporządkowane do 7 grup

Na aktywa finansowe składają się instrumenty finansowe pogrupowane według rodzajów operacji finansowych. Są one klasyfikowane ze względu na stopień płynności i uwarunkowania prawne. W celu uproszczenia dalszej analizy powiązań bilansowych sektorów instytucjonalnych, zredukowaliśmy standardową klasyfikację aktywów finansowych prezentowaną w rachunkach finansowych do następujących siedmiu kategorii instrumentów finansowych:

CURR	gotówka i depozyty ( <i>currency and deposits</i> ),
DEBT	dłużne papiery wartościowe ( <i>debt securities</i> ),
LOAN	pożyczki ( <i>loans</i> ),
SHAR	akcje, inne udziały kapitałowe i udziały w funduszach wspólnego inwestowania ( <i>shares, other equity, mutual funds</i> ),
EQUI	udziały netto gospodarstw domowych w rezerwach ubezpieczeń na życie i w rezerwach funduszy emerytalnych ( <i>net equity of households in life insurance reserves and in pension fund reserves</i> ),
PREP	przedpłaty składek ubezpieczeniowych i rezerwy na niewypłacone roszczenia ( <i>prepayments of insurance premiums and reserves for outstanding claims</i> ),
OTHE	inne ( <i>others</i> ), które m.in. obejmują instrumenty pochodne; pozostałe kwoty do zapłacenia; złoto monetarne i specjalne prawa ciągnięcia (po stronie aktywów).

Warto zaznaczyć, że dane statystyczne prezentowane w rachunkach finansowych posiadają kilka istotnych cech:

- Obowiązuje dla nich zasada podwójnej rejestracji operacji, tj. dla wierzyciela (aktywa finansowe) i dłużnika (zobowiązania),
- Mogą być opracowywane w postaci nieskonsolidowanej lub skonsolidowanej. NBP prezentuje dane *nieskonsolidowane*, co ma ważne implikacje dla prowadzonej przez nas analizy. Takie podejście obejmuje bowiem powiązania finansowe nie tylko między poszczególnymi sektorami, lecz również w obrębie tych sektorów.

- Instrumenty finansowe są co do zasady *prezentowane w bilansie według wartości rynkowej. Jeżeli nie jest ona dostępna, to wówczas przyjmuje się wartość jej najbliższą.* W przypadku *depozytów, pożyczek i pozostałych kwot do otrzymania/zapłaćnia* stosowane jest ujęcie według wartości nominalnej, powiększonej o narosłe i niezapłacone odsetki. *Udziały netto gospodarstw domowych w rezerwach ubezpieczeń na życie i w rezerwach funduszy emerytalnych oraz przedpłaty składek ubezpieczeniowych i rezerwy na niewypłacone roszczenia są prezentowane zgodnie z wartością bilansową rezerw wykazywanych w bilansach instytucji ubezpieczeniowych i funduszy emerytalnych tworzących rezerwy.* W przypadku otwartych i pracowniczych funduszy emerytalnych wartość rezerw odpowiada wartości zgromadzonych przez członków środków w funduszu emerytalnym powiększonych/pomniejszonych o wypracowany przez fundusz emerytalny zysk/stratę (wartość aktywów netto funduszy emerytalnych).
- Dane prezentowane są według ujęcia memoriałowego, co oznacza że rejestracja w rachunkach finansowych następuje w momencie powstania, przekształcenia lub wygaśnięcia wartości ekonomicznej lub zobowiązania.
- Obejmują zestawienia danych bilansowych, tzw. bilans finansowy, oraz zestawienia o transakcjach.

Instrumenty finansowe są co do zasady wyceniane rynkowo i prezentowane według podejścia memoriałowego

Ze względu na wewnętrzną spójność, rachunki finansowe są odpowiednim za- kresem informacji do prowadzenia analizy mającej na celu identyfikację ryzyka międzysektorowego jak i kanałów rozprzestrzeniania się szoków poprzez różne kategorie instrumentów finansowych na poziomie sektorowym<sup>10</sup>.

Spójność rachunków finansowych sprzyja wykorzystaniu ich do analiz powiązań systemowych

## 2.3 Rozwój aktywów i pasywów finansowych sektorów gospodarki w Polsce na tle strefy euro

### 2.3.1 Rozwój polskiego sektora finansowego

Skala polskiego systemu finansowego jest związana z rolą, jaką pełni on w gospodarce narodowej. W porównaniu do średniej krajów Europy Zachodniej aktywa finansowe stanowią w Polsce niższą proporcję produktu krajowego brutto. Podobnie w odniesieniu do niektórych innych nowych krajów członkowskich UE 27 jak Czechy lub Węgry – w ich przypadku relacja do PKB jest wyższa niż w Polsce (Tabela 1).

Struktura polskiego systemu finansowego jest typowa dla modelu kontynentalnego, w którym dominującą formą pośrednictwa finansowego w gospodarce pozostaje bankowość. Udział sektora bankowego w łącznej sumie aktywów finansowych wynosi ok. 70% (Rysunek 1 w sekcji 1.1). Mimo tego, aktywa polskich banków są nieduże na tle strefy euro (wynosiły 0,9% aktywów EUR16 w 2009 r.). O stosunkowo niskim poziomie „ubankowienia” działalności gospodarczej w Polsce świadczy również relacja wolumenu kredytu do PKB na poziomie ok. jednej trzeciej średniego poziomu tej relacji w strefie euro.

Dominującą formą pośrednictwa finansowego w polskiej gospodarce pozostaje bankowość

<sup>10</sup> Warto podkreślić, że system ten jest ograniczony do przyływów finansowych, co w praktyce oznacza, że zmiany w niektórych ważnych ekonomicznie instrumentach (np. cenach aktywów mieszkaniowych) są wyłączone z analizy rachunków finansowych.

Tabela 1. Aktywa polskiego systemu finansowego na tle wybranych krajów (% PKB)

	2006	2007	2008	2009
Polska	96,5	103,1	110,3	111,0
Czechy	125,6	134,3	137,3	138,4
Węgry	128,5	140,9	153,5	165,3
Strefa euro	416,2	439,8	434,8	447,6

Źródło: NBP, narodowe banki centralne, EBC, GUS.

Z drugiej strony, warto podkreślić że sektor bankowy w Polsce cechuje się znaczącym potencjałem rozwojowym wyrażonym chociażby w dynamicznym wzroście kredytów hipotecznych (aczkolwiek niższym niż w UE), dużą liczbą działających instytucji kredytowych, wyższym poziomem koncentracji aktywów niż w UE oraz znacznym zaangażowaniem inwestorów zagranicznych.

Polski rynek kapitałowy ma mniejszy niż w strefie euro udział w finansowaniu przedsięwzięć gospodarczych

Polski rynek kapitałowy cechuje się również relatywnie niskim poziomem kapitalizacji rynku instrumentów udziałowych i ograniczoną rolą w finansowaniu przedsięwzięć gospodarczych (aczkolwiek jest największy w regionie Europy Środkowej pod względem kapitalizacji i liczby notowanych spółek – sekcja 3.4.1). Kapitalizacja rynku akcji nie przekracza jednej trzeciej PKB w Polsce, podczas gdy w strefie euro stanowi ponad połowę PKB.

W ostatniej dekadzie nastąpił dynamiczny wzrost rynku ubezpieczeń, wyrażony zarówno pod względem liczby towarzystw, zakresu oferowanych produktów jak i wartością składki przypisanej brutto (patrz Rozdział 3.2). Wzrost ten wystąpił zarówno w segmencie ubezpieczeń na życie jak i majątkowych. Mimo że sektor ubezpieczeniowy należy do najbardziej perspektywicznych z punktu widzenia dalszego rozwoju sektorów polskiej gospodarki, to jego aktywa są bardzo niskie na tle strefy euro (stanowiły tylko 0,8% wszystkich aktywów zakładów ubezpieczeniowych w EUR16 w 2009 r.).

### 2.3.2 Ewolucja aktywów i zobowiązań finansowych w ujęciu rachunków finansowych

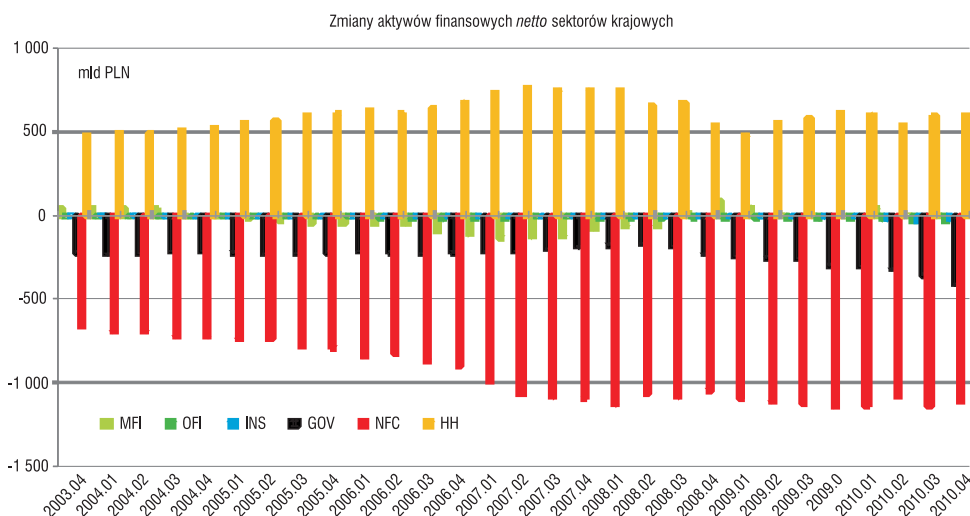
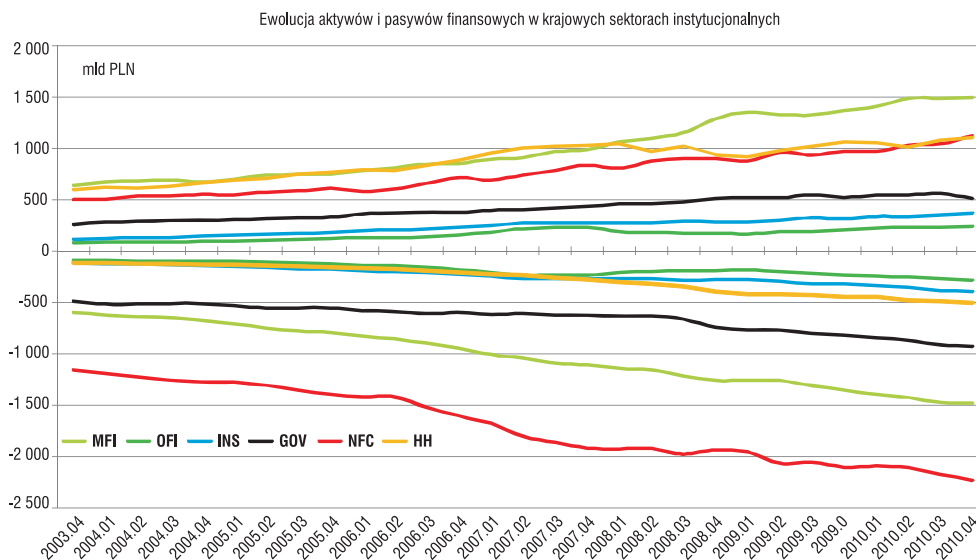
Od 2003 r. nastąpił znaczny wzrost rozmiarów ekspozycji bilansowych

Na tle wyżej przedstawionej ogólnej charakterystyki rozwoju polskich sektorów finansowych, poniżej pokazano ewolucję zasobów aktywów i pasywów finansowych sektorów krajowych w okresie od IV kw. 2003 r. do IV kw. 2010 r. (Rysunek 11). Cechą charakterystyczną jest znaczący wzrost rozmiarów ich ekspozycji bilansowych w badanym okresie, zarówno po stronie aktywów jak i pasywów. Warto jednak podkreślić, że rozwój powiązań finansowych między poszczególnymi sektorami polskiej gospodarki rozpoczynał się ze stosunkowo niskiego poziomu wyjściowego. W rezultacie, pomimo rozwoju ich wzajemnych powiązań finansowych, co przyczyniło się do rozłożenia ryzyka pomiędzy poszczególne sektory systemu finansowego, wciąż niski poziom pośrednictwa finansowego w polskiej gospodarce (na tle strefy euro) mógł sprzyjać ograniczonemu rozprzestrzenianiu się szoków w gospodarce w czasie kryzysu na światowych rynkach finansowych.

W systemie rachunków finansowych, zagregowane aktywa są równe zagregowanym zobowiązaniom na poziomie całego systemu finansowego. Jednak ta za-

leżność niekoniecznie jest spełniona na poziomie konkretnego sektora. Jak już wspomniano wyżej, niektóre sektory mogą wykazywać systematycznie deficyty w swoich rachunkach finansowych, podczas gdy inne sektory mogą raportować regularnie nadwyżki.

Rysunek 11. Ewolucja aktywów i pasywów finansowych sektorów krajowych



Źródło: Opracowania własne na podstawie danych z rachunków finansowych NBP

Przedsiębiorstwa niefinansowe i sektor publiczny w Polsce były dotychczas głównymi dłużnikami netto, podczas gdy gospodarstwa domowe były głównymi wierzycielami netto w gospodarce (Rysunek 11)<sup>11</sup>. Warto zauważyć, że o ile w przypadku przedsiębiorstw niefinansowych poziom ujemnych aktywów finansowych netto zaczął narastać już w latach 2005-2008, po czym się ustabilizował, to w przypadku sektora publicznego tendencja wzrostowa zarysowała się po wystąpieniu świa-

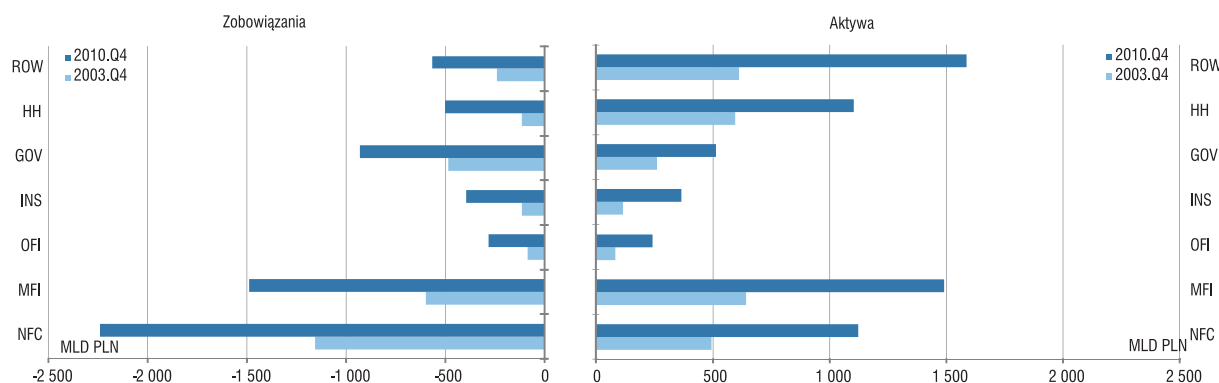
Struktura zobowiązań jest bardziej zdywersyfikowana od struktury aktywów

<sup>11</sup> Różnica między aktywami i zobowiązaniami finansowymi sektora stanowi wartość jego aktywów finansowych netto (inaczej majątek finansowy netto).



towego kryzysu finansowego. Jednocześnie względnie zbilansowane były aktywa netto sektorów finansowych (MFI, OFI i sektora ubezpieczeń), co potwierdza przeważający udział instrumentów finansowych w ich aktywach i zobowiązaniach, i uzasadnia analizę przeprowadzoną w dalszej części rozdziału dotyczącą omówienia bilateralnych powiązań sektorów za pomocą prezentacji ich wzajemnych ekspozycji brutto (sumy aktywów i pasywów finansowych). Z racji wykonywanych przez te sektory funkcji pośrednictwa finansowego posiadane przez nich aktywa niefinansowe (np. w postaci aktywów produkcyjnych czy nieruchomości) są relatywnie mniejsze w stosunku do pozostałych sektorów.

Rysunek 12. Wzrost wielkości aktywów i pasywów finansowych w gospodarce



Źródło: na podstawie danych z rachunków finansowych NBP

**Od końca 2004 r. rysuje się mniejsza rola krajowych gospodarstw domowych jako wierzyciela netto**

Między końcem 2004 r. a IV kwartałem 2010 r. istotnie wzrosła skala zagregowanego zadłużenia podmiotów krajowych, co wynikało nie tylko z rosnącej ujemnej nierównowagi sektora przedsiębiorstw niefinansowych i sektora publicznego, lecz również ze słabnącej roli gospodarstw domowych jako wierzyciela netto dostarczających gospodarce kapitału. Rosnące potrzeby pożyczkowe gospodarki były pokrywane przez zwiększenie jej finansowania przez sektor zagranicy (Rysunek 12). W przypadku przepływów finansowych ta tendencja jest z definicji odzwierciedlona w utrzymującym się deficycie salda obrotów bieżących bilansu płatniczego, a w przypadku stanów (zasobów) w narastającej ujemnej międzynarodowej pozycji inwestycyjnej netto.

**Polska gospodarka jest powiązana z zagranicą na poziomie porównywalnym do niektórych mniej rozwiniętych krajów strefy euro**

Polska jest uzależniona od finansowania zagranicznego na poziomie porównywalnym do niektórych mniej rozwiniętych krajów strefy euro, takich jak Portugalia (Tabela 2). Można to zinterpretować w ten sposób, że w warunkach ograniczonej efektywności krajowych kanałów pośrednictwa finansowego polskie podmioty gospodarcze w coraz większym stopniu poszukują za granicą źródeł finansowania rozwoju swojej działalności.

**Struktura powiązań bilansowych jest charakterystyczna dla poszczególnych sektorów**

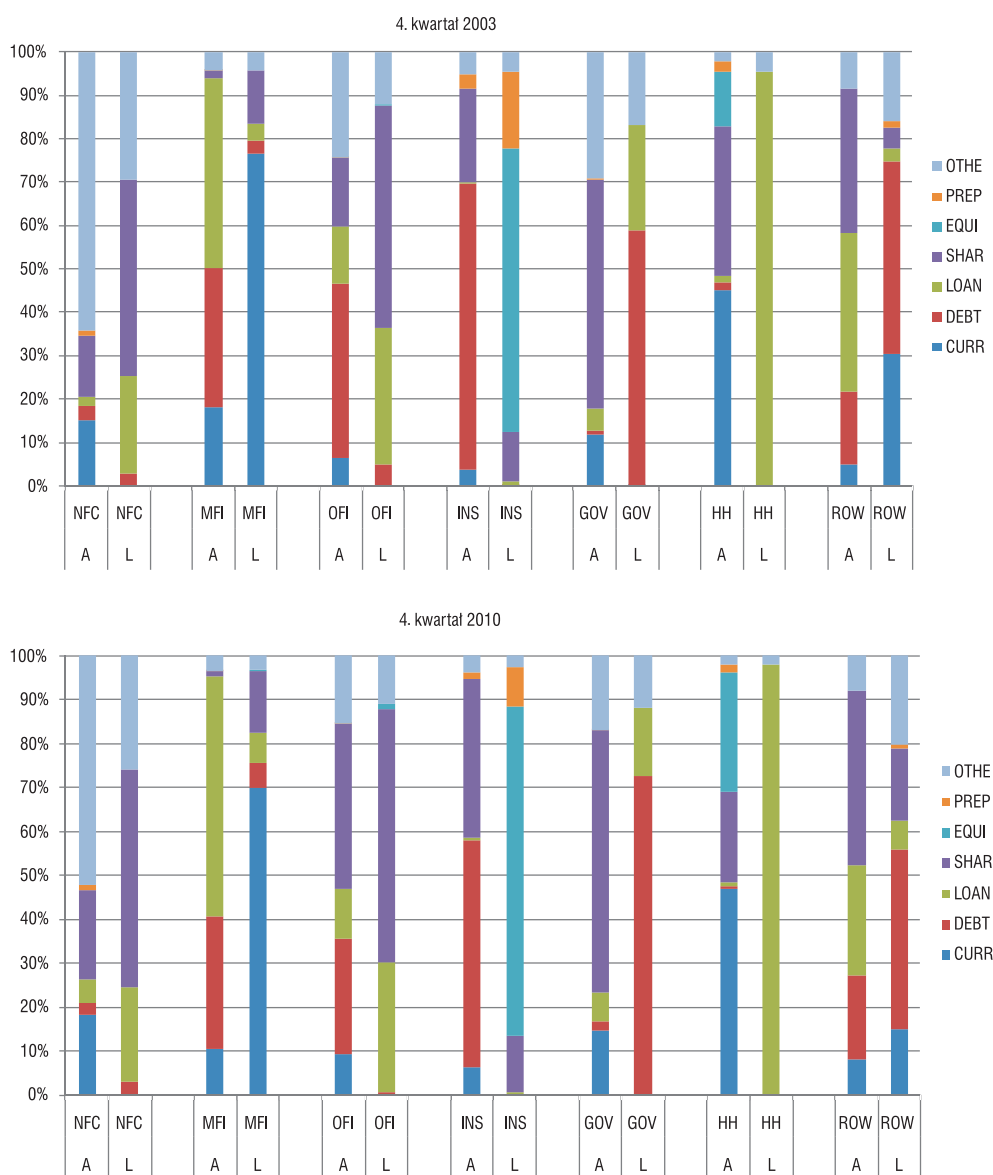
Proporcje udziału różnych kategorii instrumentów finansowych w aktywach i zobowiązaniach poszczególnych sektorów wykazywały w badanym okresie tendencję do stabilizacji. W przypadku większości sektorów aktywna strona bilansów jest zdominowana przez gotówkę i depozyty, dłużne papiery wartościowe oraz akcje i udziały kapitałowe (w różnych proporcjach). W aktywach MFI, zagranicy oraz w znacznie mniejszym stopniu OFI, pozostają również pożyczki udzielane innym sektorom gospodarki.

**Tabela 2. Pozycja finansowa netto sektora w stosunku do ogólnego wolumenu aktywów finansowych w gospodarce (IV kw. 2009 r.)**

	Polska	Portugalia	Strefa euro
NFC	-17,8%	-13,8%	-8,4%
MFI	0,1%	0,3%	0,4%
OFI	-0,4%	-1,0%	0,0%
INS	-0,1%	0,1%	0,1%
GOV	-4,7%	-4,5%	-4,6%
HH	9,7%	9,9%	11,1%
ROW	9,1%	9,0%	1,6%

Źródło: NBP, dla Portugalii i strefy euro – dane z: N. Silva, Inter-sector relations in the Portuguese economy: an application of contingent claim analysis

**Rysunek 13. Struktura aktywów i zobowiązań finansowych sektorów instytucjonalnych**



Struktura aktywów i pasywów sześciu sektorów krajowych oraz zagranicy nie zmieniła się znacznie pomiędzy końcem 2003 r. i IV kwartałem 2010 r.

Źródło: na podstawie danych z rachunków finansowych NBP

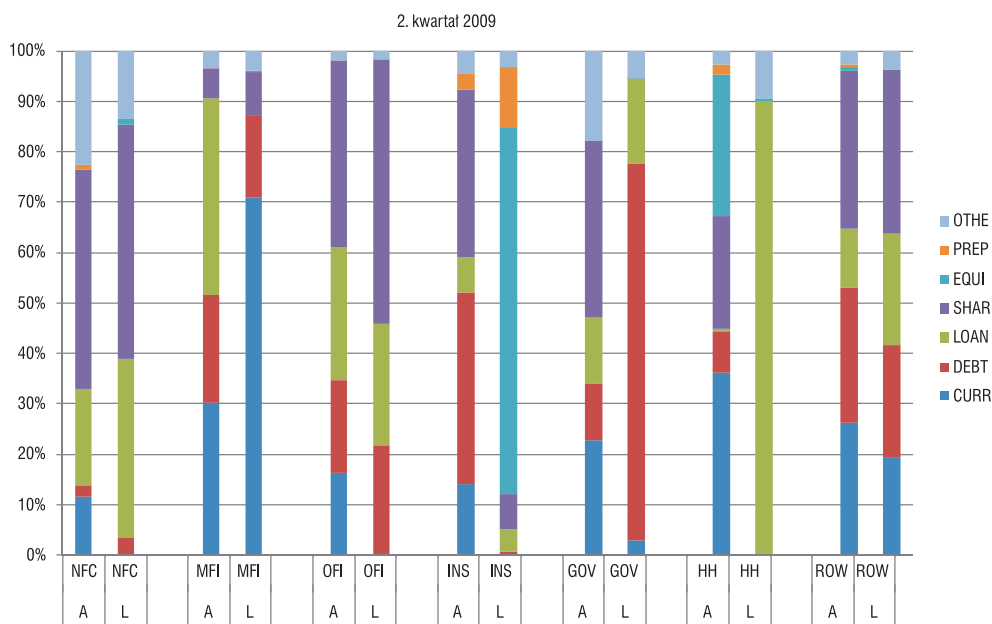


Można również zidentyfikować inne aktywa, o mniejszej wartości, takie jak udziały netto gospodarstw domowych w rezerwach ubezpieczeń na życie i w rezerwach funduszy emerytalnych czy przedpłaty składek ubezpieczeniowych i rezerwy na niewypłacone roszczenia.

Pasywa sektorów krajowych mają bardziej zróżnicowany charakter, niż aktywa

Zobowiązania finansowe poszczególnych sektorów krajowych wykazują bardziej zróżnicowany charakter. Pasywa przedsiębiorstw niefinansowych składają się głównie z emitowanych przez nie akcji i udziałów kapitałowych, jak również z zaciąganych pożyczek. Dla sektora publicznego, największą część pasywów stanowią obligacje i bony skarbowe. Zobowiązania gospodarstw domowych składają się prawie całkowicie z pożyczek bankowych finansujących wydatki mieszkaniowe i konsumpcyjne. Równocześnie zobowiązania banków tworzą głównie depozyty sektora prywatnego i innych banków, jak również (choć w stosunkowo niedużym stopniu) akcje i inne udziały kapitałowe. Większość zobowiązań pozostałych instytucji pośrednictwa finansowego stanowią udziały w funduszach wspólnego inwestowania i pożyczki długoterminowe, podczas gdy największy udział zobowiązań sektora ubezpieczeń składa się z udziałów netto gospodarstw domowych w rezerwach funduszy emerytalnych i ubezpieczeń na życie. Bilans sektora zagranicy jest podzielony między dłużne i udziałowe papiery wartościowe oraz gotówkę i depozyty.

Rysunek 14. Struktura aktywów i zobowiązań finansowych w strefie euro



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych z rachunków finansowych strefy euro, EBC

Analiza porównawcza struktury aktywów i zobowiązań finansowych sektorów instytucjonalnych w Polsce i w strefie euro pozwala na identyfikację istotnych prawidłowości.

W strefie euro sektor MFI odgrywa większą niż w Polsce rolę na rynku udziałowych i dłużnych papierów wartościowych

W obu systemach kluczową rolę odgrywa sektor monetarnych instytucji finansowych w systemie rachunków finansowych. Jako główny pośrednik finansowy, utrzymuje zobowiązania w formie depozytów zbieranych głównie od gospodarstw domowych, przedsiębiorstw i zagranicy, podczas gdy trzyma aktywa w formie pożyczek głównie

skierowanych do tych sektorów. Jednak w strefie euro sektor MFI odgrywa znacznie bardziej aktywną rolę na rynkach udziałowych i dłużnych papierów wartościowych<sup>12</sup>.

Sektor pozostałych instytucji pośrednictwa finansowego jest znacznie bardziej rozwinięty w strefie euro niż w Polsce. W szczególności jego znaczenie w zakresie udzielania pożyczek innym sektorom jest relatywnie większe w strefie euro niż w Polsce. W obu przypadkach znaczące udziały w pasywach tego sektora stanowią tytuły uczestnictwa w funduszach wspólnego inwestowania. W strefie euro występuje natomiast większa aktywność sektora na rynku dłużnych papierów wartościowych niż w Polsce.

Znacznie bardziej rozwinięty jest również sektor pozostałych instytucji finansowych

W aktywach przedsiębiorstw niefinansowych strefy euro występuje więcej papierów wartościowych emitowanych przez inne podmioty nie należące do sektora rządowego. Po czwarte, w strefie euro nastąpił znaczący rozwój podmiotów specjalnego przeznaczenia (*SPV – special purpose vehicle*) do celów sekurytyzacji oraz innych pozabilansowych struktur.

## 2.4 Mapa powiązań międzysektorowych w Polsce

Chociaż rachunki finansowe tworzą zamknięty system powiązań (co oznacza, że każde z aktywów jednego sektora ma swój odpowiednik po stronie zobowiązań innego sektora), nie dostarczają one szczegółowej informacji na temat „kto pożycza/jest winien komu” w odniesieniu do konkretnego instrumentu. Informacje te uzupełnia się poprzez szacowanie bilateralnych relacji między sektorami. Dysponując danymi statystycznymi z rachunków finansowych (nieskonsolidowanych) na temat zagregowanej wartości aktywów (zobowiązań) poszczególnych sektorów dla każdego instrumentu finansowego można przyporządkować alokację tych zagregowanych aktywów do pasywów zarówno w obrębie danego sektora, jak i danego sektora względem innych sektorów za pomocą metody maksymalnej entropii (szczegółowy opis metody zamieszczono w aneksie).

Analiza rachunków finansowych umożliwia szacunek powiązań pomiędzy sektorami gospodarki

Z punktu widzenia oceny siły powiązań międzysektorowych istotne jest przeprowadzenie w pierwszej kolejności analizy skali ekspozycji brutto zdefiniowanej jako suma wielkości aktywów i pasywów występujących w bilateralnych relacjach między sektorami. W dalszej części zaprezentowano oszacowane za pomocą metody maksymalnej entropii ekspozycje bilansowe brutto (sumy aktywów i zobowiązań finansowych) między sektorami gospodarki polskiej w podziale na poszczególne kategorie instrumentów finansowych. Wielkość punktów węzłowych określa skalę ekspozycji wewnątrz sektora, natomiast grubość linii łączącej poszczególne sektory wyznacza siłę powiązań międzysektorowych. Analizy porównawczej dokonano na danych za IV kw. 2003 r. i IV kw. 2010 r.

### 2.4.1 Gotówka i depozyty

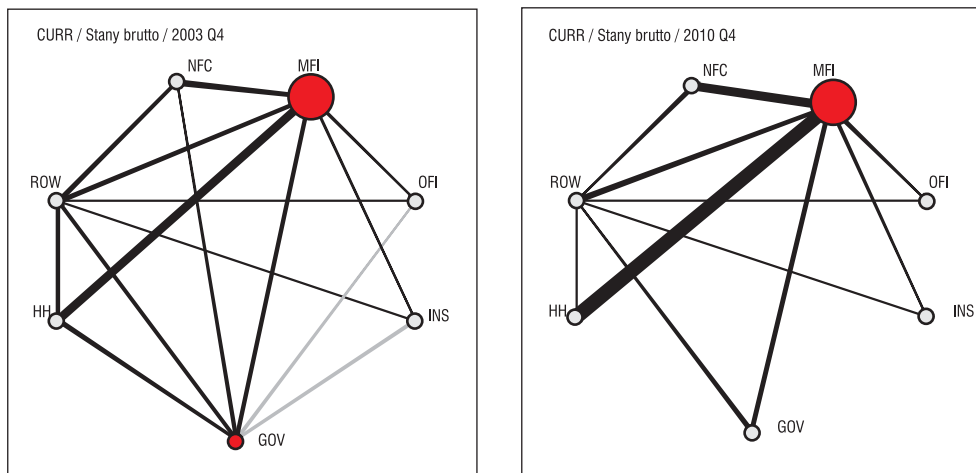
W kategorii *gotówka i depozyty (CURR)* systematycznie rosła ekspozycja brutto sektora bankowego w wyniku powiększania portfela depozytów lokowa-

Głównym źródłem rosnących depozytów w MFI pozostawał HH. W dalszej kolejności bazę depozytową powiększały NFC, a w mniejszym stopniu ROW i GOV

<sup>12</sup> O. Castrén, I.K. Kavonius, *Balance Sheet Interlinkages and Macro-Financial Risk Analysis in the Euro Area*, European Central bank, op.cit.

nych w bankach przez gospodarstwa domowe i przedsiębiorstwa niefinansowe, a w mniejszym stopniu również przez zagranicę i sektor publiczny. Głównym źródłem dopływu depozytów do sektora bankowego pozostawał sektor gospodarstw domowych (Rysunek 15), który dostarczał prawie połowę zagregowanej wartości bazy depozytowej. Wysokość wszystkich aktywów finansowych w tej kategorii lokowanych przez MFI na rynku międzybankowym wzrosła na koniec IV kw. 2010 r. natomiast tylko o jedną trzecią w stosunku do wielkości notowanej na koniec IV kw. 2003 r. (patrz sekcje 3.1.2 i 3.1.4).

Rysunek 15. Międzysektorowe powiązania w kategorii gotówka i depozyty (CURR)



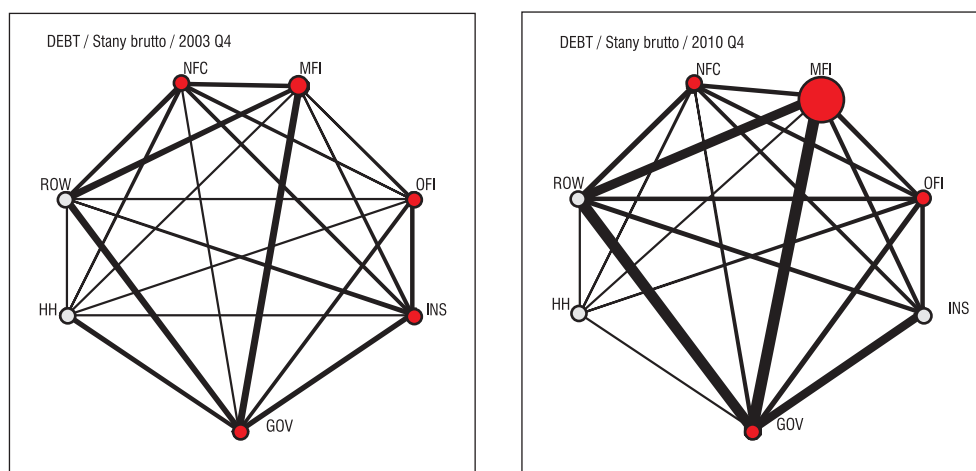
Źródło: Oszacowania własne MME na podstawie bilateralnych ekspozycji wielkości aktywów finansowych brutto

#### 2.4.2 Dłużne papiery wartościowe

**Kategoria DEBT to głównie papiery skarbowe emitowane przez GOV**

Kategoria *dłużnych papierów wartościowych (DEBT)*, do której zalicza się m.in. bony skarbowe, obligacje skarbowe, obligacje emitowane przez podmioty inne niż Skarb Państwa (np. przedsiębiorstwa niefinansowe, banki, gminy) czy listy zastawne, jest zdominowana w krajowym systemie finansowym przez papiery skarbowe.

Rysunek 16. Międzysektorowe powiązania w kategorii dłużne papiery wartościowe (DEBT)



Źródło: Oszacowania własne MME na podstawie bilateralnych ekspozycji wielkości aktywów finansowych brutto

Na koniec IV kw. 2010 r. większość aktywów finansowych w tej kategorii generował sektor publiczny w postaci długoterminowych papierów wartościowych (sekcja 3.1.3). Pozostałą część stanowiły krótkoterminowe papiery sektora publicznego, a także środki ulokowane przez rezydentów polskich w krótkoterminowych papierach wartościowych za granicą oraz wartości polskich papierów wartościowych w posiadaniu nierezydentów.

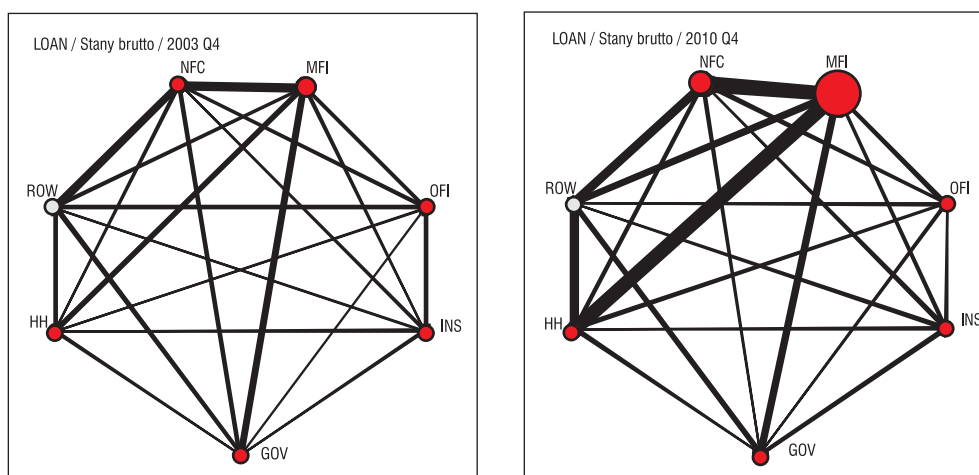
W badanym okresie zapotrzebowanie na finansowanie ze strony sektora publicznego znacząco wzrosło (Rysunek 16), w wyniku czego wartość znajdujących się w obrocie długoterminowych papierów wartościowych sektora zwiększyła się prawie 2,4 raza (patrz sekcja 3.4.2). Na koniec IV kw. 2010 r. najwięcej aktywów finansowych w tej kategorii posiadał krajowy sektor bankowy, który lokował swoje środki zarówno w krajowych jak i zagranicznych dłużnych papierach wartościowych. Oprócz MFI, zagranica i instytucje emerytalno-ubezpieczeniowe aktywnie inwestowały w tym segmencie instrumentów finansowych. Sektor OFI również lokował swoje aktywa finansowe w dłużne papiery wartościowe, jednak skala ulokowanych środków w te instrumenty była znacznie mniejsza niż w przypadku wcześniej wymienionych sektorów.

### 2.4.3 Kredyty i pożyczki

W ramach kategorii pożyczki (LOAN) wyróżnia się należności/zobowiązania o charakterze pożyczkowym, w tym kredyty udzielone bądź zaciągnięte przez banki, pożyczki udzielone bądź zaciągnięte na podstawie prawa cywilnego, należności i zobowiązania z tytułu zrealizowanych gwarancji i poręczeń czy leasingu finansowego, operacje repo (z wyłączeniem tych operacji o charakterze krótkoterminowym), a także obligacje skarbowe oszczędnościowe.

W kategorii LOAN dominuje finansowanie długoterminowe

Rysunek 17. Międzysektorowe powiązania w kategorii pożyczki (LOAN)



Źródło: Oszacowania własne MME na podstawie bilateralnych ekspozycji wielkości aktywów finansowych brutto

W tej kategorii dominują w Polsce pożyczki długoterminowe. Największymi dłużnikami pozostają w polskim systemie finansowym gospodarstwa domowe i przedsiębiorstwa niefinansowe, których poziom zadłużenia z tego tytułu systematycznie wzrastał w badanym okresie (Rysunek 17). W mniejszym stopniu

z tego instrumentu finansowego korzystają sektor publiczny i pozostałe instytucje pośrednictwa finansowego. Początkowo, wartość pożyczek długoterminowych zaciągniętych przez sektor publiczny systematycznie malała, a od IV kw. 2008 r. zaczęła rosnąć do poziomu 115,5 mld zł na koniec IV kw. 2010 r.

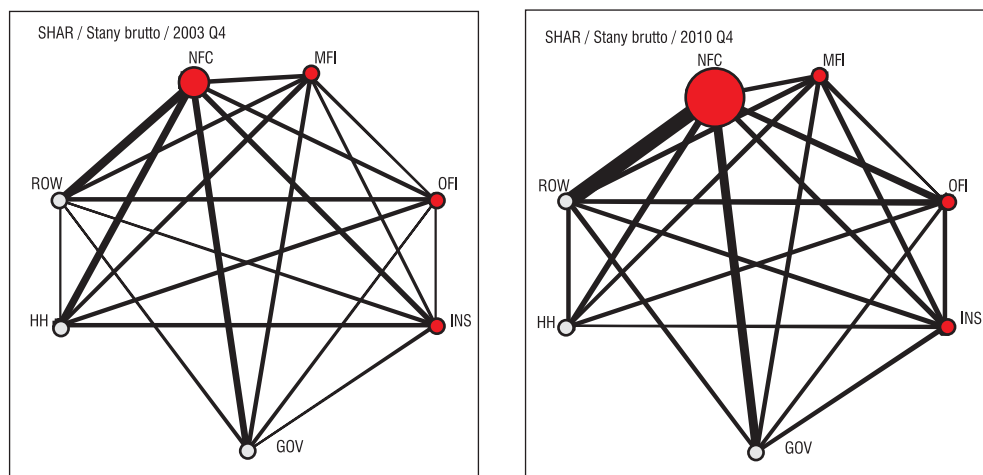
Rosnące potrzeby pożyczkowe wymienionych wyżej sektorów były zaspokajane przez sektor MFI i sektor zagraniczny. Ich aktywa finansowe z tytułu udzielonych pożyczek długoterminowych powiększyły się ponad trzykrotnie w sektorze MFI i prawie półtorakrotnie w sektorze zagranicy.

#### 2.4.4 Akcje, udziały kapitałowe i fundusze wspólnego inwestowania

Pozycja SHAR obejmuje udziały kapitałowe i tytuły uczestnictwa w funduszach wspólnego inwestowania

Jedną z najbardziej zdywersyfikowanych kategorii z punktu widzenia ekspozycji międzysektorowych są akcje, udziały kapitałowe i fundusze wspólnego inwestowania (SHAR). W skład tej kategorii wchodzi wszystkie formy instrumentów udziałowych. Włączono tu również udziały w funduszach wspólnego inwestowania, które mogą być zorganizowane w formie funduszy inwestycyjnych, powierniczych lub innych programów wspólnego inwestowania. Do pozycji tej są zaliczane m.in. jednostki uczestnictwa funduszy inwestycyjnych i certyfikaty inwestycyjne. Pozycja ta *nie obejmuje* natomiast środków zgromadzonych w ramach pracowniczych programów emerytalnych (PPE) oraz środków zgromadzonych w ramach indywidualnych kont emerytalnych (IKE), które są ujęte w podkategorii *udziały netto gospodarstw domowych w rezerwach funduszy emerytalnych (EQU)*.

Rysunek 18. Międzysektorowe powiązania w kategorii akcje, udziały kapitałowe, fundusze wspólnego inwestowania (SHAR)



Źródło: Oszacowania własne MME na podstawie bilateralnych ekspozycji wielkości aktywów finansowych brutto

Rosły inwestycje HH w fundusze wspólnego inwestowania

W badanym okresie prawie dwukrotnie wzrosło zaangażowanie w instrumenty udziałowe przedsiębiorstw niefinansowych (Rysunek 18). Instrumenty te były chętnie nabywane przez sektor zagranicy, w wyniku czego jego aktywa w tej kategorii wzrosły ponad sześciokrotnie. Sektor zagraniczny miał (do tej pory) ograniczony udział w rozwoju rynku funduszy wspólnego inwestowania. Również sektor publiczny lokował coraz więcej swoich aktywów finansowych w różne formy tytułów własności przedsiębiorstw niefinansowych (głównie podmioty spoza obrotu publicznego).



Rosło ponadto zainteresowanie sektora MFI pozyskiwaniem kapitału na krajowym rynku instrumentów udziałowych, aczkolwiek jego poziom pozostawał stosunkowo niski w badanym okresie, podobnie jak z tytułu obrotu innymi udziałami kapitałowymi. W przypadku gospodarstw domowych, spadkowi zaangażowania w akcje nienotowane na giełdzie i inne udziały kapitałowe towarzyszył wzrost inwestowania w fundusze wspólnego inwestowania, stopniowo wprowadzanych do obrotu przez sektor OFI. Warto jednak podkreślić, że po okresie dynamicznego wzrostu inwestycji gospodarstw domowych w fundusze wspólnego inwestowania, w wyniku wzrostu awersji do ryzyka spowodowanej światowym kryzysem finansowym nastąpiło odwrócenie tej tendencji. W rezultacie, ponowny wzrost zainteresowania tymi instrumentami finansowymi przez gospodarstwa domowe wystąpił dopiero od II kw. 2009 r., aczkolwiek ich aktywa wynosiły na koniec 2010 r. niecałe 66% poziomu z drugiej połowy 2007 r. W fundusze wspólnego inwestowania lokował również środki finansowe sektor ubezpieczeń, choć jego aktywa nie przekroczyły w tym przypadku 32 mld zł.

Zainteresowanie tymi formami lokowania środków finansowych przez MFI, a także OFI i INS jest stosunkowo niskie

Warto odnotować także ogólną tendencję utrzymywania się relatywnie niewysokiej ekspozycji sektorów OFI i INS na rynku instrumentów kapitałowych. W przypadku sektora ubezpieczeń można było wprawdzie zaobserwować tendencję wzrostową, aczkolwiek poziom zaangażowania sektora pozostawał niski (patrz sekcje 3.2.3 i 3.3.1)

#### 2.4.5 Rezerwy techniczno-ubezpieczeniowe

Rachunki finansowe dostarczają również danych dotyczących zmian stanu rezerw techniczno-ubezpieczeniowych tworzonych głównie przez sektor instytucji ubezpieczeniowych i funduszy emerytalnych na zabezpieczenie środków na wypłaty świadczeń. Dla celów niniejszej analizy rezerwy techniczno-ubezpieczeniowe pogrupowano w dwie kategorie.

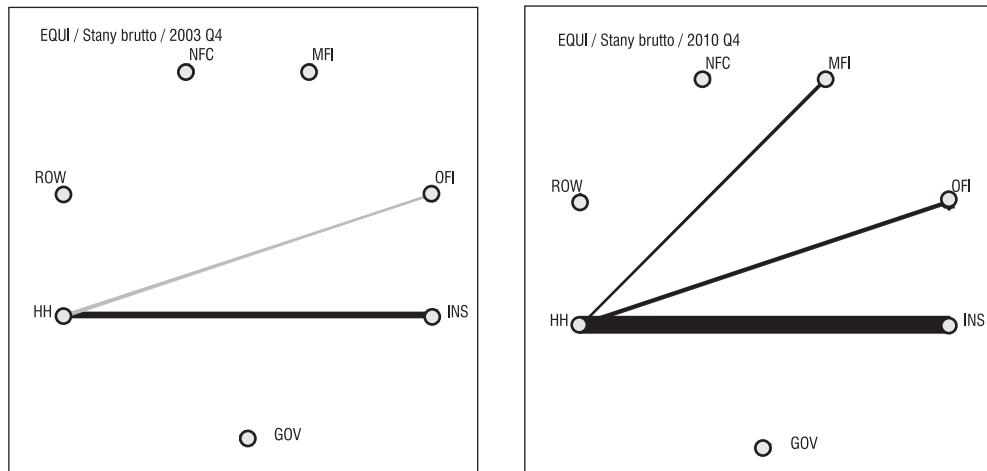
Pierwsza kategoria, nazwana EQUI, obejmuje udziały netto gospodarstw domowych w rezerwach ubezpieczeń na życie oraz w rezerwach funduszy emerytalnych<sup>15</sup>.

Do kategorii EQUI zalicza się udziały netto HH w rezerwach ubezpieczeń na życie i w rezerwach funduszy emerytalnych

W badanym okresie systematycznie zwiększał się udział netto gospodarstw domowych zarówno w rezerwach ubezpieczeń na życie, jak i rezerwach funduszy emerytalnych (Rysunek 19), przy czym o ile aktywa HH wzrosły prawie dwupięciokrotnie w pierwszym przypadku (do poziomu około 72 mld zł), to w drugim zwiększyły się pięciokrotnie (do poziomu około 229 mld zł). Prawie cała ekspozycja sektora gospodarstw domowych była skoncentrowana na sektorze instytucji ubezpieczeniowych i funduszy emerytalnych, a tylko w bardzo niewielkim stopniu na sektorze pozostałych instytucji pośrednictwa finansowego. Relatywnie niewielkie pozostaje zainteresowanie lokowaniem środków finansowych związane z długim horyzontem czasowym, co widać na przykładzie małej popularności pracowniczych programów emerytalnych czy indywidualnych kont emerytalnych.

<sup>15</sup> Do tej kategorii zaliczane są: rezerwy techniczno-ubezpieczeniowe związane z ubezpieczeniami na życie, w tym z ubezpieczeniami w formie ubezpieczeniowych funduszy kapitałowych, rezerwy tworzone przez fundusze emerytalne na wypłaty emerytur dla swoich członków, a także środki gromadzone w ramach PPE innych niż pracownicze fundusze emerytalne oraz na indywidualnych kontach emerytalnych.

**Rysunek 19. Międzysektorowe powiązania w kategorii udziały netto gospodarstw domowych w rezerwach ubezpieczeń na życie i w rezerwach funduszy emerytalnych (EQUI)**

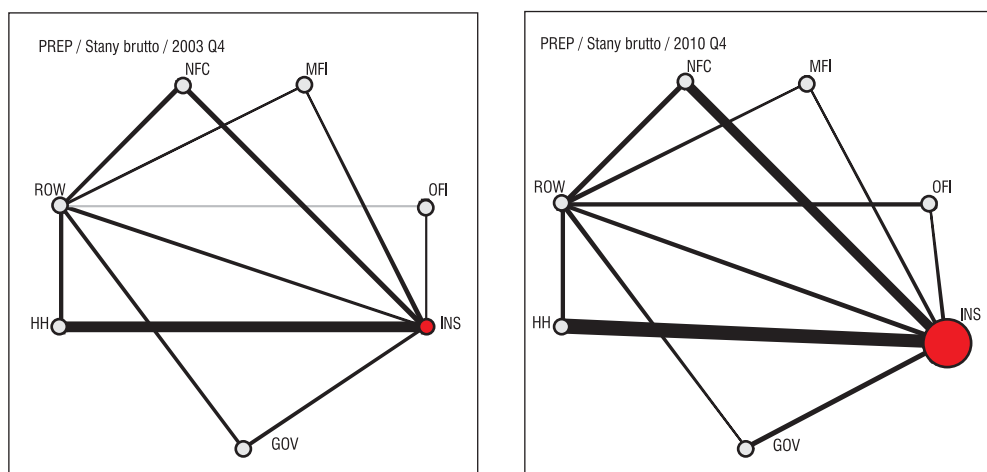


Źródło: Oszacowania własne MME na podstawie bilateralnych ekspozycji wielkości aktywów finansowych brutto

Do kategorii PREP zalicza się przedpłaty składek ubezpieczeniowych i rezerwy na niewypłacone roszczenia

Drugą kategorię, nazywaną PREP, tworzą przedpłaty składek ubezpieczeniowych i rezerwy na niewypłacone roszczenia<sup>14</sup>. Stanowią one zobowiązania instytucji ubezpieczeniowych oraz aktywa różnych sektorów instytucjonalnych. Wraz z rozwojem sektora ubezpieczeniowego w Polsce widać wzrost powiązań finansowych zarówno w obrębie samego sektora, jak i w jego relacjach z gospodarstwami domowymi i przedsiębiorstwami niefinansowymi (Rysunek 20). Powiązania instytucji ubezpieczeniowych z zagranicą mogą wynikać z potrzeby reasekuracji części ryzyka ubezpieczonego (łącznie z odpowiednią częścią składek) innemu zakładowi ubezpieczeniowemu za granicą. Może to świadczyć o ograniczonych możliwościach bądź niemożności reasekuracji pewnych rodzajów ryzyka w kraju czy atrakcyjnej ofercie zagranicznych reasekuratorów.

**Rysunek 20. Międzysektorowe powiązania w kategorii przedpłaty składek ubezpieczeniowych i rezerwy na niewypłacone roszczenia (PREP)**



Źródło: Oszacowania własne MME na podstawie bilateralnych ekspozycji wielkości aktywów finansowych brutto

<sup>14</sup> Są to rezerwy techniczno-ubezpieczeniowe tworzone przez instytucje ubezpieczeniowe w odniesieniu do składek, które powinny być przypisane do następnego okresu sprawozdawczego oraz rezerwy tworzone przez instytucje ubezpieczeniowe na niewypłacone roszczenia.

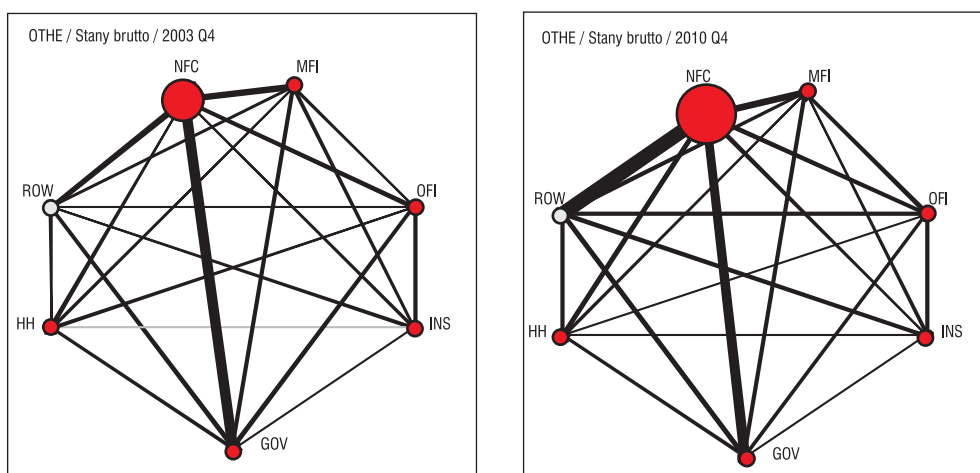
## 2.4.6 Inne instrumenty finansowe

Do kategorii inne (OTHE) zalicza się należności/zobowiązania wynikające z rozbieżności pomiędzy terminem zawarcia transakcji a terminem dokonania płatności związanej z tą transakcją (kredyty handlowe i zaliczki powstające z bezpośredniego udzielenia kredytu przez dostawców odbiorcom towarów i usług).

Wyraźnie widoczny jest wzrost znaczenia tego typu płatności w działalności przedsiębiorstw niefinansowych (Rysunek 21). Świadczy o tym zarówno wzrost tych transakcji w obrębie samego sektora NFC jak i w jego relacjach z zagranicą. Można domniemywać, że wskazanym tendencjom sprzyja rozwój wymiany towarowej w niektórych branżach polskiego przemysłu (np. produkcji komputerów, wyrobów elektronicznych i optycznych, metali, pojazdów samochodowych, czy urządzeń elektrycznych) w oparciu o handel wewnątrz korporacyjny, który korzysta z importowanych surowców i półproduktów. Ponadto, do tej kategorii włączono również instrumenty pochodne oraz złoto monetarne i specjalne prawa ciągnięcia utrzymywane przez władze monetarne.

Do kategorii OTHE zalicza się m.in. kredyty handlowe i wzajemne rozliczenia w obrocie gospodarczym

Rysunek 21. Międzysektorowe powiązania w kategorii inne (OTHE)



Kategoria obejmuje pozostałe kwoty do zapłacenia, instrumenty pochodne, złoto monetarne i SDR.

Źródło: Oszacowania własne MME na podstawie bilateralnych ekspozycji wielkości aktywów finansowych brutto

## 2.4.7 Kierunki powiązań międzysektorowych w gospodarce polskiej

W celu odpowiedzi na pytanie „kto komu pożycza/jest winien” w gospodarce polskiej wykorzystano informacje z rachunków finansowych do oszacowania nie tylko wagi lecz również kierunków powiązań międzysektorowych w poszczególnych kategoriach finansowych. Podobnie jak w przypadku ekspozycji brutto również w tym przypadku zastosowano MME. Poniżej przedstawiono łącznie dla wszystkich instrumentów wzajemne powiązania finansowe netto między poszczególnymi sektorami, tj. różnice między ich aktywami i zobowiązaniami finansowymi (Rysunek 22), a dezagregację powiązań finansowych w podziale na poszczególne kategorie instrumentów finansowych przedstawiono w aneksie. Zidentyfikowano w ten sposób, które sektory są wierzycielami netto względem innych, a które dłużnikami netto w gospodarce polskiej. Analizę przeprowadzono zarówno na

W badanym okresie wzrosła siła wzajemnych powiązań, a ich kierunki nie uległy istotnym zmianom

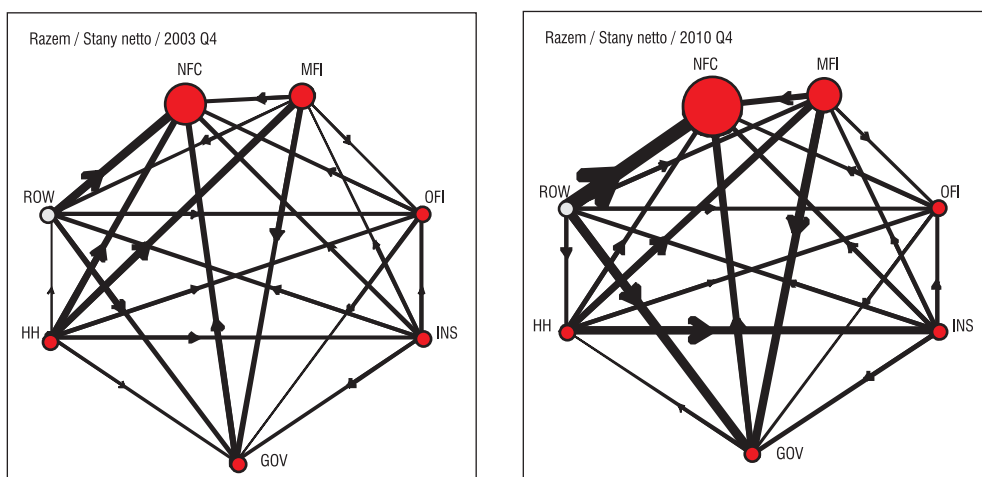


danych z IV kw. 2003 r. jak i z IV kw. 2010 r., aby porównać zmiany kierunków i wagi tych powiązań w czasie.

Analiza powiązań przedstawiona na rysunku prowadzi do zaobserwowania generalnych prawidłowości dotyczących polskiego systemu finansowego.

Na przestrzeni niemal całego badanego okresu wzrastała siła powiązań międzysektorowych jak i wielkość aktywów przepływających w obrębie niektórych sektorów, natomiast kierunki powiązań międzysektorowych nie uległy istotnym zmianom.

Rysunek 22. Gospodarka Polski ogółem – powiązania międzysektorowe netto



Źródło: Oszacowania własne MME na podstawie bilateralnych ekspozycji wielkości aktywów finansowych netto

**Zaangażowanie sektora MFI na rynku kapitałowym jest niewielkie**

MFI odgrywa coraz większą rolę w gospodarce, nie tylko jako pośrednik zasobów finansowych w gospodarce, lecz również jako wierzyciel netto części dłużnych papierów wartościowych. Jego rola wciąż pozostaje znacząca na tle pozostałych segmentów polskiego sektora finansowego, zwłaszcza pozostałych instytucji pośrednictwa finansowego OFI i sektora ubezpieczeń INS. Stosunkowo słabe jest natomiast zaangażowanie sektora na rynku kapitałowym, w odróżnieniu od sektora zagranicy, którego bilateralne powiązania silnie rozwinęły się z większością sektorów krajowych (oprócz OFI i INS).

Należy zwrócić również uwagę na rosnące powiązania finansowe w obrębie kategorii obejmujących przedsiębiorstwa niefinansowe jak i instytucje finansowe. Dla przedsiębiorstw niefinansowych wynika to m.in. z rosnącego udziału w jego działalności handlu wewnątrz korporacyjnego, a w przypadku MFI z rozwoju rynku międzybankowego, który jednak został zahamowany w następstwie światowego kryzysu finansowego.

## 2.5 Podsumowanie

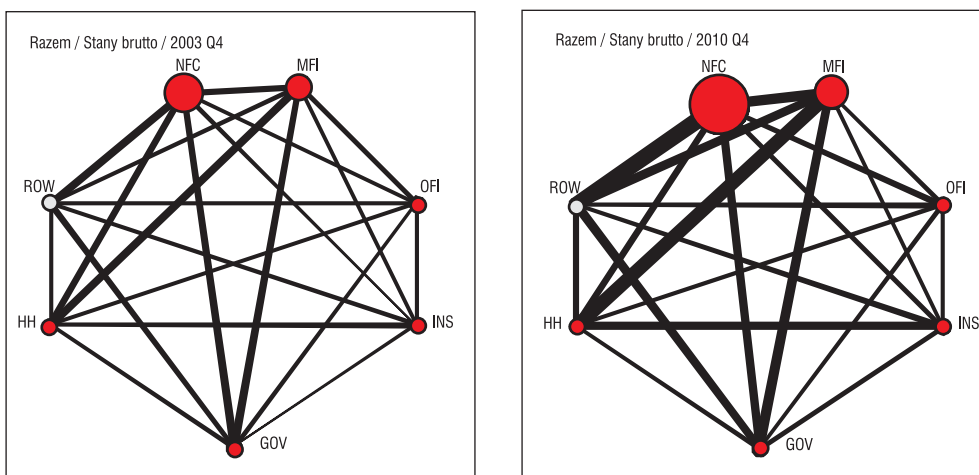
Analiza bilateralnych ekspozycji brutto prowadzi do wniosku, że w badanym okresie rosło znaczenie sektora MFI w gospodarce polskiej (łącznie sieć powiązań dla gospodarki polskiej prezentuje Rysunek 23). Wzrost jego roli nie ograniczał się tylko do klasycznego pośrednictwa finansowego polegającego na realokacji środków finansowych pomiędzy przedsiębiorstwami finansowymi i gospodarstwami domowymi, lecz również wynikał z powiązań z sektorem publicznym w zakresie transakcji papierami skarbowymi.

Rola sektora MFI w polskiej gospodarce rośnie

W następstwie postępujących procesów globalizacyjnych, jak również procesu integracji w ramach UE, wzrasta znaczenie sektora zagranicznego w polskim systemie przepływów finansowych. Aktywność tego sektora była dotychczas związana głównie z rosnącymi powiązaniem z sektorem przedsiębiorstw niefinansowych i monetarnych instytucji finansowych, a także bezpośrednio z sektorem publicznym. Rośnie zarówno bezpośrednia ekspozycja brutto zagranicy na sektory przedsiębiorstw niefinansowych czy sektor publiczny jak i pośrednia zależność krajowych sektorów od zagranicy wynikająca ze zwiększenia podaży kapitału za pośrednictwem sektora MFI. Należy podkreślić wyższą aktywność tego sektora na polskim rynku kapitałowym w porównaniu do sektorów krajowych.

Wzrost zaangażowania ROW jest widoczny również na rynku kapitałowym

Rysunek 23. Gospodarka Polski ogółem – powiązania międzysektorowe



Źródło: Oszacowania własne MME na podstawie bilateralnych ekspozycji wielkości aktywów finansowych brutto

Warto podkreślić zarówno stosunkowo słabe więzi w obrębie polskiego sektora finansowego *sensu stricto*, tj. między MFI, OFI i INS, jak i relatywnie nieduże znaczenie OFI i INS w stosunku do MFI w polskim systemie finansowym. Z jednej strony, stosunkowo słabo rozwinięte zależności międzysektorowe mogły powstrzymać rozprzestrzenianie się negatywnych szoków wynikających z problemów płynnościowych polskiego systemu finansowego wywołanych światowym kryzysem finansowym. Z drugiej jednak strony mogą one być przeszkodą dla sprawowania efektywnego pośrednictwa finansowego w polskiej gospodarce poprzez szczupły dostęp do alternatywnych źródeł finansowania długoterminowego (np. listów zastawnych) i generalnie słabiej rozwinięty rynek nieskarbo-

Polski system finansowy charakteryzuje się względnie słabymi powiązaniem między MFI, OFI i INS

wych instrumentów dłużnych (patrz sekcja 3.4.2). Jak wynika z przeprowadzonej analizy rośnie finansowanie działalności przedsiębiorstw poprzez więzi o charakterze handlowym i kredytu kupieckiego.

Zarówno w przypadku strefy euro jak i Polski, MFI odgrywa kluczową rolę w systemie rachunków finansowych

Porównanie systemu finansowego w Polsce i w strefie euro prowadzi do obserwacji, że kluczową rolę w systemie rachunków finansowych odgrywa sektor MFI. Jako główny pośrednik finansowy, utrzymuje zobowiązania w formie depozytów zbieranych głównie od HH, NFC i ROW, podczas gdy trzyma aktywa w formie pożyczek głównie skierowanych do tych sektorów. Jednak w strefie euro sektor MFI odgrywa znacznie bardziej aktywną rolę na rynkach udziałowych i dłużnych papierów wartościowych, ponieważ emituje te papiery do HH, INS, OFI i ROW oraz trzyma papiery wartościowe emitowane głównie przez NFC, OFI, sektor rządowy i ROW. Skala powiązań między MFI i pozostałymi sektorami w strefie euro (w tym również z OFI i INS) wskazuje na jego kluczową centralną rolę w sieci i potencjalnie negatywny wpływ na ewentualne rozprzestrzenianie się kryzysu na pozostałe sektory niż sektor MFI w Polsce.

W strefie euro znacznie bardziej istotną rolę odgrywa OFI niż w Polsce

W ciągu ostatnich 10 lat w strefie euro znacząco wzrosła rola sektora OFI. Oznacza to nie tylko rozwój funduszy inwestycyjnych, ale również dynamiczny rozwój na obszarze wspólnej waluty podmiotów specjalnego przeznaczenia (*SPV – Special Purpose Vehicle*) do celów sekurytyzacji oraz innych pozabilansowych struktur OFI. Ten segment rynku jak również sieć jego powiązań z poszczególnymi sektorami gospodarki jest w strefie euro znacznie bardziej rozwinięty niż w Polsce.

### 3 SEKTORY RYNKU FINANSOWEGO

#### 3.1 Sektor bankowy

##### *Cykliczne publikacje UKNF dotyczące sektora*

Urząd prezentuje syntetyczne informacje o podmiotach sektora bankowego w formie kwartalnych opracowań analitycznych

##### **Informacja o sytuacji banków**

[http://www.knf.gov.pl/opracowania/sektor\\_bankowy/raporty\\_i\\_opracowania/publikacje\\_sektora\\_bankowego/index.html](http://www.knf.gov.pl/opracowania/sektor_bankowy/raporty_i_opracowania/publikacje_sektora_bankowego/index.html)

Od początku 2011 r. Urząd podaje do wiadomości szczegółowe dane dotyczące sektora bankowego w cyklu miesięcznym

##### **Sektor bankowy – podstawowe dane**

[http://www.knf.gov.pl/opracowania/sektor\\_bankowy/dane\\_o\\_rynku/Dane\\_miesieczne.html](http://www.knf.gov.pl/opracowania/sektor_bankowy/dane_o_rynku/Dane_miesieczne.html)

#### 3.1.1 Zagregowany bilans sektora bankowego

Na koniec 2010 r. suma bilansowa krajowego sektora bankowego wyniosła 1237 mld zł, co oznacza wzrost w porównaniu z końcem 2009 r. o 9,5%. W ostatnich kwartałach można było stwierdzić relatywnie niską dynamikę wzrostu zobowiązań od sektora niefinansowego, co jest związane z niską aktywnością w segmencie kredytów dla przedsiębiorstw oraz kredytów konsumpcyjnych. Tym niemniej relacja kredytów do depozytów sektora niefinansowego pozostawała w marcu 2011 r. powyżej jedności (Rysunek 24) co może oznaczać konieczność odwołania się do alternatywnych źródeł finansowania rozwoju akcji kredytowej w przyszłości (patrz sekcja 2.3.2).

W 2010 r. suma bilansowa krajowego sektora bankowego wzrosła o 9,5%

Po stronie aktywów krajowego sektora bankowego (Tabela 3) największą pozycję stanowią kredyty, pożyczki i inne należności od podmiotów krajowych oraz papiery wartościowe emitowane przez instytucje krajowe (głównie obligacje skarbowe). W pasywach krajowego sektora znaczną część stanowią depozyty i inne zobowiązania wobec podmiotów krajowych, jak również pasywa zagraniczne oraz kapitały i rezerwy.

Rysunek 24. Relacja kredytów do depozytów krajowego sektora niefinansowego



Kredyty bankowe dla podmiotów krajowych oraz depozyty i inne zobowiązania wobec podmiotów krajowych, z wyłączeniem podmiotów sektora publicznego i finansowego.

Źródło: Obliczenia własne na podstawie danych NBP

Tabela 3. Bilans zagregowany pozostałych monetarnych instytucji finansowych<sup>15</sup>  
(mld zł)

Aktywa		Pasywa	
Kredyty, pożyczki i inne należności od podmiotów krajowych <sup>1)</sup> w tym	865,01	Depozyty i inne zobowiązania wobec podmiotów krajowych	769,60
monetarne instytucje finansowe	82,55	monetarne instytucje finansowe	42,29
instytucje rządowe i samorządowe	58,34	instytucje rządowe szczebla centralnego	32,68
pozostałe sektory krajowe <sup>2)</sup>	724,12	pozostałe sektory krajowe <sup>6)</sup>	694,63
Dłużne papiery wartościowe wyemitowane przez podmioty krajowe:	234,42	– bieżące	354,91
monetarne instytucje finansowe	79,12	– terminowe	334,46
instytucje rządowe i samorządowe	150,07	– z terminem wypowiedzenia	0,09
pozostałe sektory krajowe <sup>2)</sup>	5,22	– operacje z przyrzeczeniem odkupu	5,17
Jednostki uczestnictwa w funduszach rynku pieniężnego	0,49	Jednostki uczestnictwa w funduszach rynku pieniężnego	1,00

<sup>15</sup> 1) Kredyty, pożyczki, operacje z przyrzeczeniem odkupu, zrealizowane gwarancje, skupione wierzytelności i inne należności, 2) Niemonetarne instytucje finansowe oraz sektor niefinansowy, 3) Łącznie z aktywami trwałymi finansowymi i jednostkami uczestnictwa w funduszach inwestycyjnych, 4) Z wyłączeniem finansowych aktywów trwałych ujętych w pozycji „Papiery z prawem do kapitału i udziały wyemitowane przez podmioty krajowe”, 5) Łącznie z prawami poboru, 6) Niemonetarne instytucje finansowe, instytucje samorządowe, fundusze ubezpieczeń społecznych oraz sektor niefinansowy, 7) Rezerwy celowe, umorzenia, odpisy z tytułu trwałej utraty wartości.

Papiery z prawem do kapitału i udziały wyemitowane przez podmioty krajowe <sup>3)</sup>	11,16	Emisja dłużnych papierów wartościowych	29,15
monetarne instytucje finansowe	5,67	Kapitał i rezerwy	166,86
pozostałe sektory krajowe <sup>2)</sup>	5,48	fundusze podstawowe	103,89
Aktywa zagraniczne	49,18	fundusze uzupełniające	2,08
Aktywa trwałe <sup>4)</sup>	39,15	rezerwy <sup>7)</sup>	60,89
Pozostałe aktywa <sup>5)</sup>	37,38	Pasywa zagraniczne	214,61
		Pozostałe pasywa	55,57
Aktywa ogółem	1236,78	Pasywa ogółem	1236,78

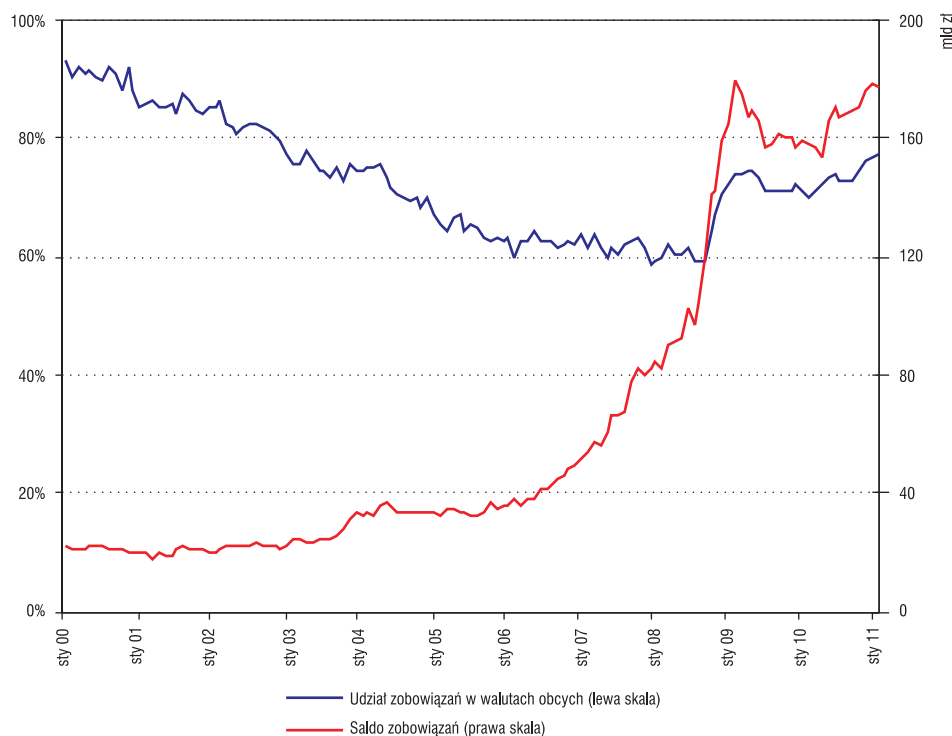
Źródło: NBP. Dane na koniec 2010 r.

### 3.1.2 Powiązania w ramach grup kapitałowych

Banki działające w ramach krajowego systemu finansowego w znacznym stopniu wykształciły zdolność sprawnego prowadzenia działalności w oparciu o źródła finansowania pochodzące z rynku krajowego. Jednakże właściwe funkcjonowanie systemu wspierane jest przez zapewnienie stabilnego dostępu do zdywersyfikowanych źródeł finansowania, co w wypadku krajowych banków działających w ramach międzynarodowych grup kapitałowych oznacza również wsparcie ze strony zagranicznych podmiotów dominujących. Saldo otrzymanych przez krajowe banki zobowiązań znacznie wzrosło w okresie do 2009 r., również w czasie kryzysu finansowego<sup>16</sup>. W okresie pokryzysowym kwota zobowiązań krajowego sektora bankowego wobec zagranicznych podmiotów finansowych pozostaje stabilna (Rysunek 25).

Rola wsparcia ze strony podmiotów dominujących jest istotna dla krajowych banków zależnych od zagranicznych instytucji

Rysunek 25. Zobowiązania sektora bankowego wobec nierezydentów – sektor finansowy



Źródło: Obliczenia własne na podstawie danych NBP

<sup>16</sup> UKNF, *Polski rynek finansowy w obliczu kryzysu finansowego w latach 2008–2009*, Warszawa 2010.

Istotną cechą finansowania, jakie krajowe banki otrzymują od podmiotów zagranicznych jest to, że są one w większości denominowane w walutach obcych. Na skokowy wzrost łącznego salda jak również udziału wyrażonych w złotych zobowiązań walutowych na przełomie 2008 i 2009 r. wpływ miał również spadek wartości polskiej waluty w tym okresie.

Finansowanie zagraniczne krajowej akcji kredytowej jest źródłem dodatkowego ryzyka

Finansowanie zagraniczne krajowej akcji kredytowej w ramach relacji „matka-córka” wiąże się z dodatkowym ryzykiem dla stabilności gospodarczej. Z jednej strony takie finansowanie ma charakter procykliczny i zwiększa ryzyko makroekonomiczne gospodarki. Z drugiej strony sama efektywność kanału „matka-córka”, jako źródła dostępu do oszczędności zagranicznych, jest uzależniona od szeregu czynników zależnych tak od kondycji indywidualnych podmiotów dominujących jak też sytuacji na macierzystym rynku pieniężnym. Omówienie tych czynników w odniesieniu do podmiotów dominujących mających siedzibę w krajach strefy euro zawiera Ramka 1.

*Ramka 1. Czynniki mające wpływ na efektywność modelu „matka-córka” w systemie bankowym jako źródła dostępu do oszczędności zagranicznych*

Wieloletnia średnia dynamika przyrostu kredytów w Polsce przekracza dynamikę przyrostu depozytów a kluczowy parametr LTD<sup>1</sup> jest większy od 1 (patrz Rysunek 24). Rodzi to pytanie o rolę zagranicznych instytucji finansowych, które są podmiotami dominującymi wobec krajowych banków („matka-córka”) oraz czynników mających wpływ na efektywność tego kanału dostępu do zagranicznych źródeł finansowania krajowej ekspansji kredytowej.

Analiza ilościowa rynków Europy Środkowo-Wschodniej wskazuje, że udział podmiotów zależnych ma pozytywny wpływ na stymulowanie wzrostu gospodarczego kraju goszczącego

Sytuacja krajowego sektora bankowego nie jest pod tym względem wyjątkowa na tle innych państw Europy Środkowo-Wschodniej. Daje to możliwość przeprowadzenia analizy ilościowej, jednocześnie w oparciu o dostępne szeregi czasowe dla poszczególnych rynków oraz w ujęciu przekrojowym. Tak przeprowadzona analiza, wg schematu regresji panelowej, dla 12 krajów naszego regionu geograficznego za lata 2004-2009<sup>2</sup> potwierdza ścisłą zależność stopy rozwoju gospodarczego od dynamiki kredytu oraz wskazuje też na pozytywny wpływ rozwoju sektora finansowego na pobudzanie wzrostu gospodarczego.

Z drugiej strony przeprowadzona analiza umożliwia wydobycie istotnej roli, jaką banki zależne od zagranicznych podmiotów odgrywają w stymulowaniu podaży kredytu oraz identyfikację i oszacowanie czynników ryzyka związanego z modelem „matka-córka”, który jest rozpowszechniony w krajach Europy Środkowo-Wschodniej. Jednocześnie widać zamykanie się w ostatnich latach luki w efektywności działania



(definiowanej jako tempo przyrostu portfela kredytów) banków o przeważającym kapitale krajowym.

Zdezagregowane równanie opisujące przyrost kredytu przyjmuje następującą postać:

$$\Delta cre_{it} = 0,122 + 1,004 \Delta gdp_{it} + 0,068 \Delta(A/GDP_{it}) - 0,335 \Delta RATING_{it} + \\ - 0,090 SPREAD_t + 0,090 OWNER_{it} + \varepsilon_{it};$$

(3,79)      (11,23)      (10,34)      (3,24)  
(3,69)      (1,67)

Gdzie:  $\Delta gdp$  – dynamika produktu krajowego brutto kraju goszczącego,  
 $\Delta(A/GDP)$  – relatywna miara aktywów „banku-córki”,  
 $\Delta RATING$  – zmiana oceny wiarygodności (ratingu) „banku-matki”,  
 $SPREAD$  – miara płynności rynku depozytów międzybankowych w euro,  
 $OWNER$  – zmienna jakościowa przyjmująca wartość 1 o ile bank jest zależny kapitałowo od podmiotu zagranicznego, 0 jeśli nie.

Statystycznie istotna większa dynamika akcji kredytowej „banków-córek” może być w tym ujęciu interpretowana jako przewaga wynikająca z dostępu do wsparcia w ramach grupy kapitałowej (z reguły od zagranicznego podmiotu dominującego).

Analiza czynników mających wpływ na efektywność funkcjonowania tego kanału wskazuje, że tempo przyrostu kredytu jest związane z płynnością na macierzystym (europejskim) rynku pieniężnym, której miarą jest różnica pomiędzy stawkami EURIBOR oraz rentownością niemieckich krótkoterminowych papierów skarbowych (Rysunek 26). Oznacza to, że aktywność „banków-córek” na rynkach lokalnych jest uzależniona od płynności europejskiego rynku finansowego i jest to istotny czynnik ryzyka z punktu widzenia stabilności dostępu do źródeł finansowania. Z drugiej strony w świetle uzyskanych wyników efekt zarażania lokalnych rynków finansowych w czasie kryzysu finansowego lat 2008-2009 nie może być wiązany z obecnością w lokalnych systemach bankowych podmiotów zależnych od instytucji zagranicznych.

Istotnym statystycznie czynnikiem ryzyka jest również sytuacja finansowa samego podmiotu dominującego (zmienna RATING). Spadek wiarygodności, wyrażony obniżeniem oceny przyznawanej przez agencje ratingowe, jest również skorelowany w sposób statystycznie istotny z mniejszą dynamiką akcji kredytowej zależnych od niego banków działających w krajach Europy Środkowo-Wschodniej.

<sup>1</sup> Loan-To-Deposit, iloraz salda kredytów i depozytów w systemie bankowym.

<sup>2</sup> M. Kruszka, Banki zależne od zagranicznych instytucji finansowych – wybrane aspekty stabilności systemów finansowych w krajach Europy Środkowo-Wschodniej, UKNF, Warszawa 2011

Finansowanie zagraniczne krajowej akcji kredytowej jest źródłem dodatkowego ryzyka

Istotne znaczenie ma stabilny dostęp do finansowania przez podmiot dominujący





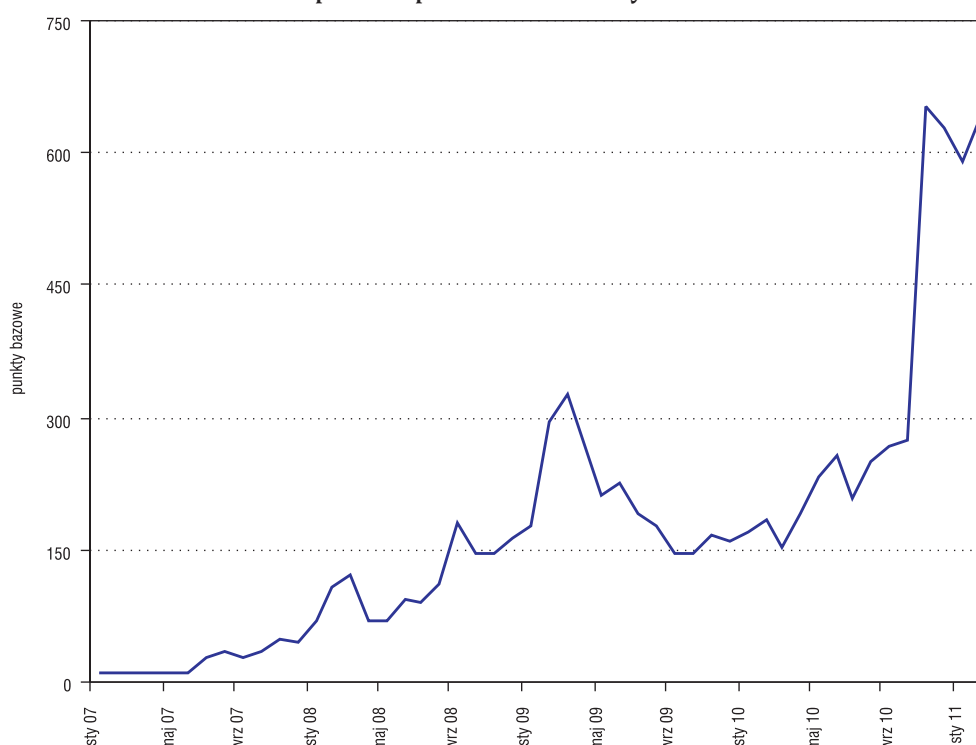
**W świetle wydarzeń w strefie euro znaczenia nabiera kwestia wiarygodności „banków-matek”**

W świetle wydarzeń w strefie euro z lat 2010 i 2011 (patrz sekcja 1.2) szczególnego znaczenia nabiera kwestia oceny wiarygodności kredytowej (ratingu) podmiotów dominujących wobec banków krajowych. W ostatnich miesiącach 2010 r. nastąpiło wyraźne pogorszenie zdolności kredytowej banków-matek, skorelowane z narastaniem ryzyka wypłacalności macierzystych krajów (Rysunek 27).

**Możliwość wykorzystania obecnej w systemie bankowym płynności do rozwoju akcji kredytowej jest ograniczona**

W sekcji 3.1.3 przedstawiono dynamikę portfela papierów skarbowych i bonów pieniężnych NBP, która jest m.in. symptomem rosnącej płynności krajowego sektora bankowego. W kontekście wspomnianego wyżej problemu finansowania akcji kredytowej możliwości wykorzystania tej dodatkowej płynności w sektorze bankowym są jednak ograniczone. Wynika to z konieczności zachowania odpowiednich standardów zarządzania płynnością przez poszczególne podmioty jak również z nierównomiernego rozłożenia rezerw płynności wśród podmiotów sektora – wobec wciąż niewielkiej aktywności rynku w zakresie lokat międzybankowych o dłuższych terminach nie ma obecnie efektywnego mechanizmu transferu płynności w ramach systemu bankowego. W związku z tym szczególnie istotne jest wsparcie ze strony grup kapitałowych w formie długoterminowego finansowania.

**Rysunek 27. Indeks ryzyka kredytowego banków-matek polskich podmiotów bankowych<sup>17</sup>**



Indeks ryzyka kredytowego zagranicznych banków działających na terenie Polski, oparty o średnią kwotowań 5-letnich stawek CDS w euro ważoną udziałami ich banków-córek w polskim sektorze bankowym.

Źródło: Opracowanie własne UKNF na podstawie danych serwisu Bloomberg

Innym źródłem ryzyka, które wynika z powiązań w ramach grup kapitałowych jest ryzyko koncentracji zaangażowań po stronie podmiotów krajowych. Zgodnie z Uchwałą KNF nr 382/2008 z dniem 1 stycznia 2009 r.<sup>18</sup> limity obowiązujące polskie banki uległy zmianie. Zaostrzeniu uległy limity zaangażowania tak w zagranicznych „bankach-matkach”, jak również w zarejestrowanych w Polsce podmiotach powiązanych kapitałowo. Uchwała uchyla obowiązujące do tej pory wyjątki od ogólnych regulacji wprowadzonych przez europejską dyrektywę w sprawie wymogów kapitałowych CRD<sup>19</sup>. Pomimo wprowadzonych zmian regulacyjnych ryzyko koncentracji zaangażowań pozostaje obecne w krajowym sektorze bankowym.

**Wciąż obecne jest ryzyko związane z koncentracją zaangażowań krajowych podmiotów zależnych**

### 3.1.3 Powiązania z sektorem budżetowym (rządowym)

#### Portfel papierów skarbowych i bonów pieniężnych NBP

W warunkach ograniczonej dynamiki innych pozycji aktywów, zwłaszcza kredytów, krajowe banki zwiększyły od początku 2010 r. zaangażowanie na rynku papierów dłużnych. Zgodnie z konserwatywnym modelem funkcjonowania banku

**W trakcie 2010 r. nastąpiło znaczące zwiększenie portfela papierów skarbowych banków**

<sup>17</sup> Obliczone na podstawie kwotowań CDS dla: Citigroup Inc., Fortis Bank SA/NV, Allied Irish Bank plc., ING Groep NV, Commerzbank AG, UniCredit Sp.A, Banco Comercial Portugues SA, KBC Groep NV, Deutsche Bank AG, EFG Eurobank Ergasias, Nordea Bank AB, Raiffeisen Bank International AG, BNP Paribas Societe Generale, DnB NOR ASA, General Electric Company, HSBC Bank plc.

<sup>18</sup> Niektóre przepisy szczegółowe zaczęły obowiązywać od II kw. 2009 r., inne od III kw. 2009 r.

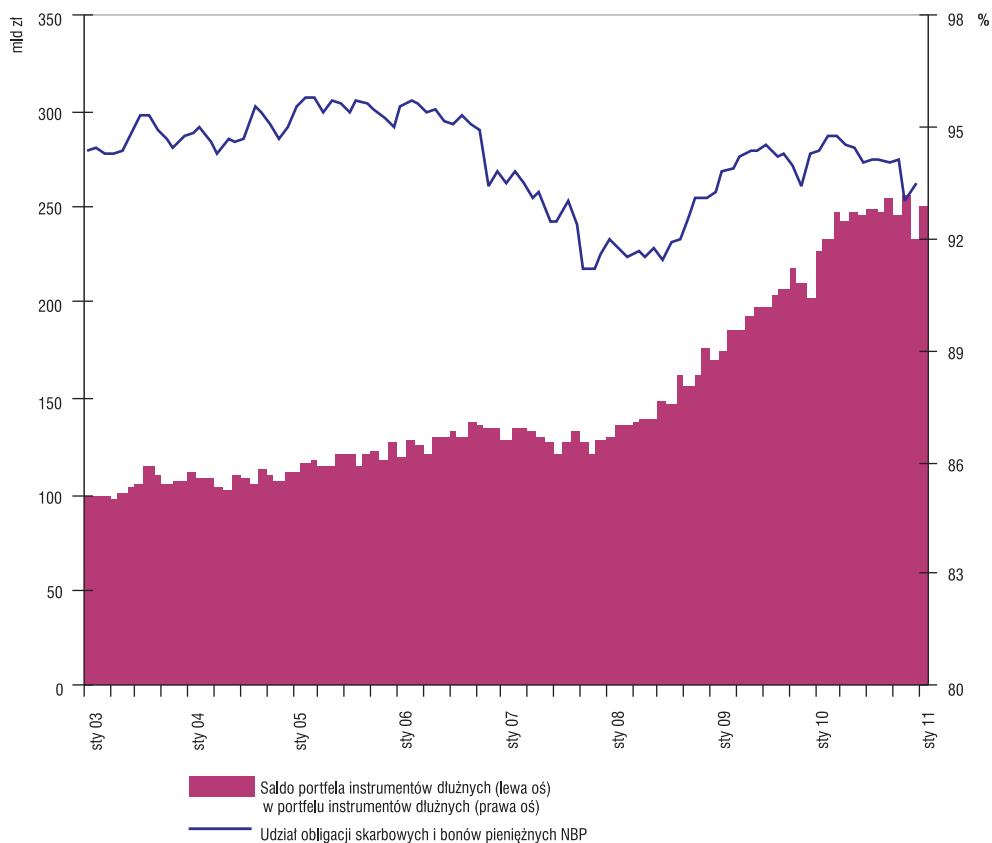
<sup>19</sup> Dyrektywy 2006/48/EC i 2006/49/EC z czerwca 2006 r. Więcej na ten temat w raporcie UKNF *Polski rynek finansowy w obliczu kryzysu finansowego w latach 2008–2009*, strona 16.

komercyjnego portfel ten jest w przeważającej części oparty na papierach skarbowych (obligacje Skarbu Państwa oraz bony skarbowe) oraz bonach pieniężnych NBP – na koniec marca 2011 r. udział papierów tej klasy w łącznym portfelu instrumentów dłużnych wyniósł prawie 94%.

Portfel instrumentów dłużnych jest kluczowym elementem rezerwy płynności banków<sup>20</sup> i wzrost salda tej pozycji wiąże się z poprawą wskaźników płynności banków.

W ciągu roku 2010 i na początku 2011 w strukturze portfela znacząco wzrósł udział bonów pieniężnych NBP, które są emitowane w ramach operacji otwartego rynku prowadzonych przez NBP. Na koniec marca 2011 r. wartość portfela bonów pieniężnych wynosiła 97 mld zł, co oznacza wzrost o 19,6 mld zł w porównaniu do stanu na koniec 2009 r.

Rysunek 28. Instrumenty dłużne w portfelach banków



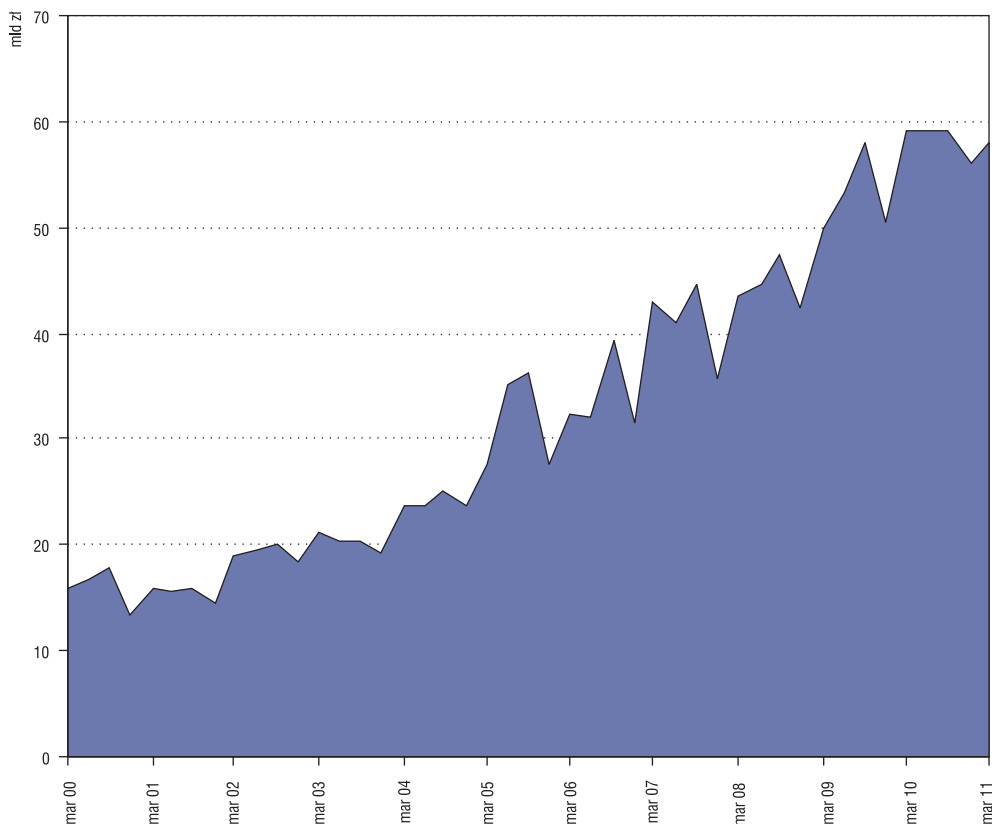
Na koniec 2010 r. portfel instrumentów dłużnych stanowił około 20% aktywów skonsolidowanego bilansu sektora bankowego.

Źródło: NBP

<sup>20</sup> Definicję rezerwy płynności oraz opis wiążące normy zarządzania płynnością zawiera Uchwała KNF nr 386/2008.

## Depozyty sektora rządowego i samorządowego

Rysunek 29. Depozyty sektora rządowego i samorządowego



Źródło: NBP

Dynamika salda depozytów sektora rządowego i samorządowego pozostaje w 2011 r. na umiarkowanym poziomie, niższym niż np. dla sektora niefinansowego. Od początku stycznia 2010 do marca 2011 r. saldo depozytów podmiotów tego sektora wzrosło o 15,6 mld zł, tj. o 33%, jednak dynamika wzrostu w drugiej połowie tego okresu znacząco spadła.

Wysoka dynamika depozytów sektora rządowego w pierwszej połowie 2010 r.

Depozyty te pozostają skoncentrowane podmiotowo w Banku Gospodarstwa Krajowego, który przyjął ponad jedną trzecią ogólnego salda depozytów tego typu w krajowym systemie bankowym. Należy zaznaczyć, że plan konsolidacji finansów publicznych zakłada m.in. przeniesienie obsługi rachunków większości podmiotów budżetowych do BGK, co będzie oznaczało kolejne transfery depozytów z innych banków i zmniejszenie ich bazy depozytowej.

### 3.1.4 Powiązania z sektorem niefinansowym

#### Kredyty

Zmniejszenie zaangażowania podmiotów krajowego sektora bankowego w finansowanie dla przedsiębiorstw obserwowane od końca 2009 do marca 2011 r. dotyczy głównie przedsiębiorstw dużych (-1,5 p. proc. w porównaniu z końcem 2009 r.), i jest w pewnym stopniu pochodną niższego popytu na kredyt w okresie pokryzysowym.

W okresie pokryzysowym zmniejszyła się dynamika akcji kredytowej dla przedsiębiorstw

Z drugiej strony efekt ten można interpretować jako reakcję banków na zwiększającą się wolumen kredytów zagrożonych, która przejawia się zaostrzeniem polityki udzielania kredytów i niechęcią do podejmowania ryzyka. Efekt ten dotyczy w różnym stopniu wszystkich segmentów krajowego rynku kredytowego. Mechanizm uzależniający skalę realizowanego popytu na kredyt od jakości portfela kredytów już udzielonych ma istotne znaczenie normatywne dla polityki nadzorczej, ponieważ ma silne działanie procykliczne i jest jednym z czynników ryzyka dla stabilności pośrednictwa finansowego w kanale kredytowym (patrz Ramka 2).

**Ramka 2. Efektywny popyt na kredyt – czynniki zaburzające akcję kredytową**

Stabilność pośrednictwa finansowego wykonywanego przez banki oznacza, że popyt ze strony kredytobiorców spełniających wymagane kryteria realizuje się i zostają zawarte odpowiednie umowy o finansowanie. Wpływ na faktyczną wielkość zrealizowanego w ten sposób popytu („efektywny popyt”) mają czynniki o charakterze makroekonomicznym (wysokość stopy referencyjnej, kurs walutowy) jak też charakteryzujące system bankowy (wysokość stosowanych marż kredytowych, jakość portfela kredytowego).

Analizę wpływu tych czynników na efektywny popyt można przeprowadzić w oparciu o ekonometryczny model, który został opracowany z myślą o polskim rynku kredytowym<sup>1</sup>. Założono podział kredytu ogółem na konsumpcyjny, mieszkaniowy dla gospodarstw domowych oraz kredyt dla przedsiębiorstw. Objasniono główne kategorie makroekonomiczne: konsumpcję indywidualną, nakłady inwestycyjne, inflację CPI, podaż pieniądza M2, stopy oprocentowania kredytów: konsumpcyjnych, mieszkaniowych i dla przedsiębiorstw.

**Tabela 4. Wrażliwość zagregowanego, efektywnego popytu na kredyt na czynniki ryzyka**

Zmienne podlegające zakłóceniu	Kolejne lata symulacji				
	1	2	3	4	
	odchylenia w punktach proc.				
Wzrost stopy referencyjnej NBP o 1 p. proc.	a	-0,1	-1,0	-1,0	-1,2
	b	-0,1	-1,0	-2,1	-3,4
Wzrost kursu franka szwajcarskiego o 10%.	a	0,0	-0,7	-0,9	-0,1
	b	0,0	-0,7	-1,7	-2,1
Wzrost marży kredytowej dla k. konsumpcyjnych o 1 p. proc.	a	-0,1	-0,3	-0,3	-0,3
	b	-0,1	-0,4	-0,7	-1,0
Wzrost marży kredytowej dla k. mieszkaniowego o 1 p. proc.	a	0,0	-0,3	-0,6	0,0
	b	0,0	-0,3	-1,0	-1,2
Wzrost marży kredytowej dla k. dla przedsiębiorstw o 1 p. proc.	a	0,0	-0,1	-0,2	-0,3
	b	0,0	-0,1	-0,3	-0,6
Wzrost udziału k. zagrożonych dla gospodarstw domowych o 10%	a	-0,2	-2,4	-1,2	-0,8
	b	-0,2	-2,5	-3,6	-4,0
Wzrost udziału k. zagrożonych dla przedsiębiorstw o 10%	a	0,0	-0,4	-1,3	-0,7
	b	0,0	-0,4	-1,5	-1,7

Wiersz „a” – zakłócenie impulsowe w pierwszym roku symulacji, „b” – w całym okresie.  
Źródło: UKNF

Efektywny popyt na kredyt jest uzależniony od otoczenia gospodarczego oraz sytuacji samych banków

W ramach analizy symulacyjnej zbadano efekty spowodowane zakłóceniem zmiennych objaśniających. Jednym z zagrożeń dla stabilności pośrednictwa finansowego jest między innymi sytuacja, w której ulega erozji portfel kredytowy, jako że wówczas banki zwykle zaostrzają politykę kredytową i efektywny popyt spada. Należy wyróżnić przy tym jakość portfela kredytów dla gospodarstw domowych oraz dla przedsiębiorstw.

Skutkiem pogorszenia jakości portfela kredytów dla gospodarstw domowych (w symulacji wzrost wolumenu kredytów zagrożonych o 10%) jest oczekiwane ograniczenie efektywnego popytu na kredyty **mieszkańcowskie (spadek o ok. 9-10%) i konsumpcyjne (spadek o ok. 5%)**. To doprowadziłoby pośrednio do umiarkowanego ograniczenia konsumpcji, inwestycji i w rezultacie również PKB.

Słabszych efektów należałoby spodziewać się w przypadku pogorszenia się portfela kredytów dla przedsiębiorstw. W tym przypadku finansowanie kredytem przez przedsiębiorstwa spadłoby ok. 4%.

Istotnym wnioskiem z punktu widzenia polityki regulacyjnej i nadzorczej jest spostrzeżenie, że **obniżanie standardów udzielania kredytów ma negatywny wpływ na kwotę zrealizowanego popytu**, a efekt ten jest najsilniejszy w segmencie kredytów mieszkaniowych.

<sup>1</sup> P. Wdowiński, Ekonometryczna analiza popytu na kredyt, UKNF, Warszawa 2011

W oparciu o przygotowany model zostało wykonane badanie symulacyjne

Wyniki wskazują na znaczną wrażliwość efektywnego popytu na jakość istniejących portfeli kredytowych, zwłaszcza w odniesieniu do kategorii kredytów mieszkaniowych

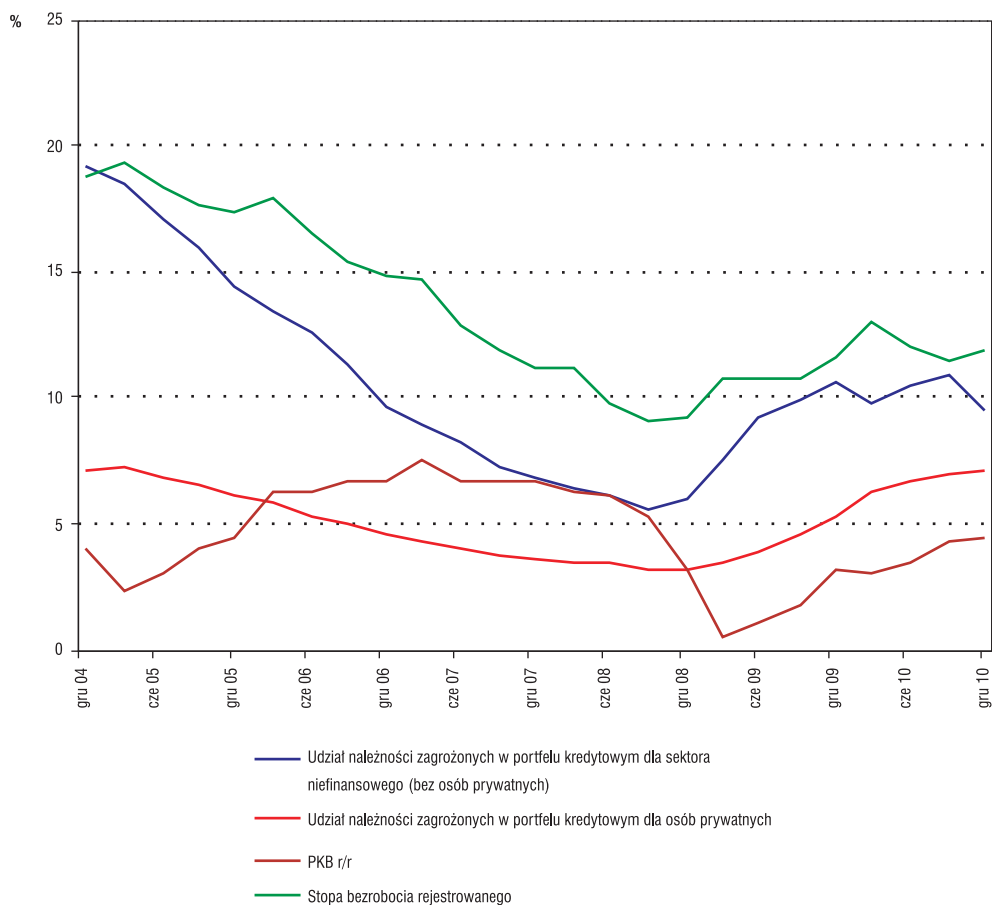
Jakość portfela kredytowego banków jest silnie skorelowana z sytuacją makroekonomiczną, w szczególności z tempem wzrostu produktu krajowego, poziomem zatrudnienia i płac realnych, przy czym zależności te nie mają charakteru jednoczesnego. Osłabienie wzrostu gospodarczego znajduje przełożenie na wzrost salda kredytów raportowanych przez banki z opóźnieniem.

Zmiany jakości portfela kredytowego są uzależnione od dynamiki PKB, poziomu zatrudnienia i płac

W segmencie kredytów dla gospodarstw domowych obserwowano istotny przyrost zaangażowania banków (o ponad 2,6 p. proc. w marcu 2011 r. wobec końca 2009 r.), który był głównie efektem wzrostu portfela kredytów mieszkaniowych. W tym obszarze działalności można było zaobserwować zjawiska takie jak łagodzenie polityki kredytowej, a także – w pewnym stopniu – obniżanie standardów udzielania tych kredytów tak w odniesieniu do oceny zdolności kredytowej, ustanawianych zabezpieczeń jak i ceny kredytu (marży).

W 2010 r. nastąpiło dalsze zwiększenie zaangażowania banków w kredytowanie nieruchomości mieszkalnych

Rysunek 30. Udział kredytów zagrożonych w portfelach polskich banków



Odsetek kredytów zagrożonych dla portfela kredytów dla osób prywatnych oraz portfela pozostałych kredytów dla sektora niefinansowego.

Źródło: UKNF. Od 2010 r. udział NPL liczony jest wg zmienionej sprawozdawczości

### Ramka 3. Kredyty walutowe

Praktyka udzielania kredytów walutowych niezabezpieczonym kredytobiorcom jest charakterystyczna dla krajów Europy Środkowo-Wschodniej

Praktyka banków udzielania kredytów walutowych<sup>1</sup> niezabezpieczonym kredytobiorcom stanowi istotny czynnik ryzyka, również systemowego, który jest aktualny w odniesieniu do niektórych krajów Europy Środkowo-Wschodniej. W Polsce kredyty walutowe stanowią większą część kredytów mieszkaniowych udzielonych przez banki osobom fizycznym, ale są również istotne dla kategorii kredytów dla przedsiębiorstw (Rysunek 32).

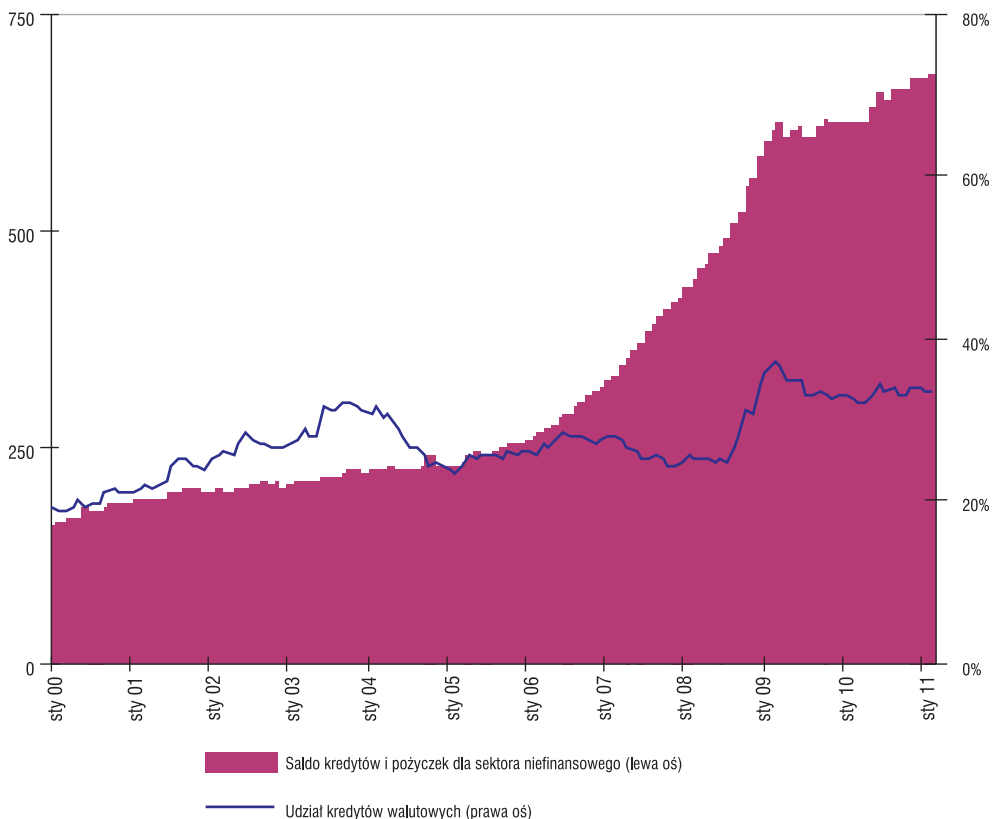
W ostatnich latach, a szczególnie w okresie pokryzysowym, temat zagrożeń związanych z kredytami walutowymi był przedmiotem wielu analiz, publikacji naukowych oraz opracowań banków centralnych i instytucji nadzorczych.

Obecność znacznego wolumenu zobowiązań wyrażonych w obcej walucie jest źródłem ryzyk o różnorodnym charakterze

Główne ryzyka generowane przez obecność znacznego wolumenu kredytów walutowych można zaliczyć do kategorii ryzyk leżących po stronie kredytobiorcy (które są powiązane z problematyką ochrony klientów, zwłaszcza osób fizycznych), ryzyk związanych z kredytującym podmiotem oraz ryzyka dla stabilności systemu finansowego (i szerzej dla stabilności gospodarczej).



Rysunek 31. Kredyty walutowe w portfelach polskich banków

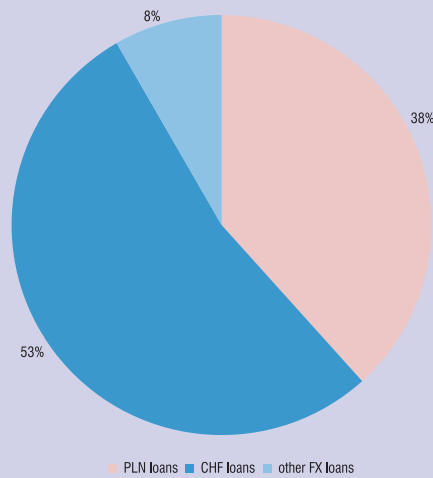
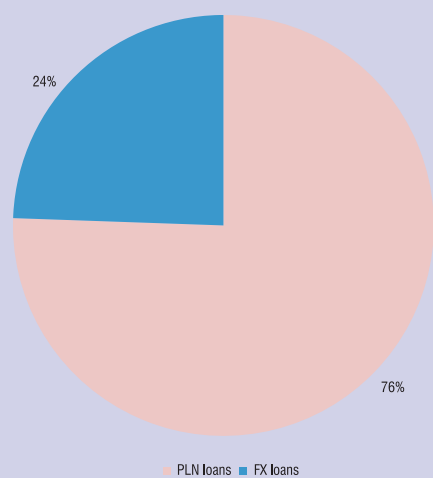


Źródło: NBP

Rysunek 32. Struktura walutowa udzielonych kredytów dla przedsiębiorstw i mieszkaniowych

Kredyty dla przedsiębiorstw

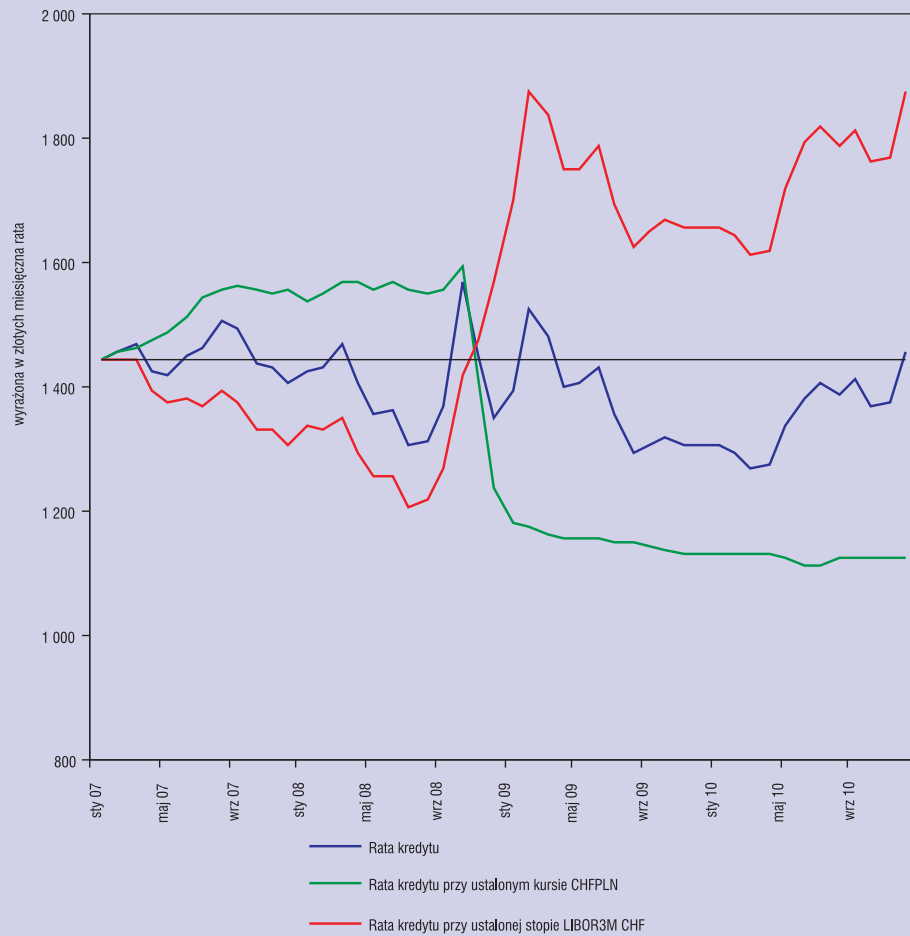
Kredyty mieszkaniowe dla osób fizycznych



Wg danych na koniec marca 2011 r.  
Źródło: UKNF

Źródła problemu związanego z powszechnym stosowaniem kredytowania w walutach obcych leżą w niedostatecznej ocenie ryzyka z tym związanego, zwłaszcza po stronie klientów nieprofesjonalnych. Podniesienie poziomu świadomości kredytobiorców co do ryzyka związanego z nieprzewidywalnością zmian kursowych tylko w oparciu o obserwację zmienności rat kapitałowych kredytów walutowych może być trudne w praktyce. Okres gwałtownego spadku wartości złotego na rynku walutowym w I poł. 2009 r. przypadł w czasie, kiedy znacznie obniżone zostały również stopy procentowe w Szwajcarii. To oznaczało m.in., że wyrażona w złotych rata typowego kredytu mieszkaniowego była w efekcie stabilna.

Rysunek 33. Ilustracja wyrażonego w złotych kosztu kredytu walutowego



Wyrażona w złotych wysokość raty annuitetowej kredytu indeksowanego zmianami kursu franka szwajcarskiego udzielonego na początku 2007 r. na kwotę 300 tys. zł z terminem całkowitej spłaty 30 lat.  
Źródło: Obliczenia własne

Rysunek 33 ilustruje wpływ zmian kursu walutowego oraz stopy procentowej CHF na wysokość raty kredytu indeksowanego. Czerwona linia przedstawia kwotę raty standardowego kredytu w złotych, przy założeniu niezmiennych stóp procentowych LIBOR CHF, jednak przy uwzględnieniu wahań kursu walutowego. Wzrost raty przeciętnego kredytu o ponad 400 zł stanowiłby istotne obciążenie dochodu dyspozycyjnego gospo-

darstw domowych, który musi znaleźć odbicie w obniżeniu oszczędności i konsumpcji. Należy też zaznaczyć, że wraz ze zmniejszaniem się okresu kredytowania, łączna rata kredytu staje się bardziej zależna od wahań kursowych niż od zmian stóp procentowych.

Działania nadzorcze KNF związane z problemem kredytów walutowych finansujących nieruchomości sięgają roku 2006, kiedy po raz pierwszy zostały wprowadzone szczegółowe regulacje dotyczące tego typu finansowania (Rekomendacja S). W styczniu 2011 r. KNF znowelizowała przepisy tej rekomendacji<sup>2</sup>, między innymi postulując zaostrożenie kryteriów przyznawania kredytów tego rodzaju oraz wprowadzając podwyższone standardy zarządzania ryzykiem przez kredytujący bank.

Nowelizacja  
Rekomendacji S  
zmierza  
do ograniczenia  
przyrostu salda  
kredytów tego typu

<sup>1</sup> Produkty kredytowe, które eksponują kredytobiorcę na ryzyko kursowe niezwiązane bezpośrednio z ekonomiczną treścią transakcji finansującej mogą mieć formę kredytów walutowych (udzielonych w walucie obcej), denominowanych w walucie obcej lub indeksowanych kursem waluty obcej. Są one tu łącznie określane jako „kredyty walutowe” ze względu na podobieństwo ryzyk, jakie generują.

<sup>2</sup> Rekomendacja S dotycząca dobrych praktyk w zakresie zarządzania ekspozycjami kredytowymi finansującymi nieruchomości oraz zabezpieczonymi hipotecznie.

Część krajowych podmiotów rozwijała również działalność kredytową denominowaną w walutach obcych (przy czym dominującą walutą referencyjną stało się euro). Na koniec listopada udział kredytów walutowych w całym portfelu kredytów mieszkaniowych wynosił 63,6% – patrz Rysunek 32). Znaczny udział kredytów walutowych udzielonych podmiotom, które nie są zabezpieczone przed ryzykiem kursowym, zwłaszcza osobom fizycznym, wiąże się ze znacznym poziomem ryzyka, również dla zaangażowanych podmiotów (patrz Ramka 3).

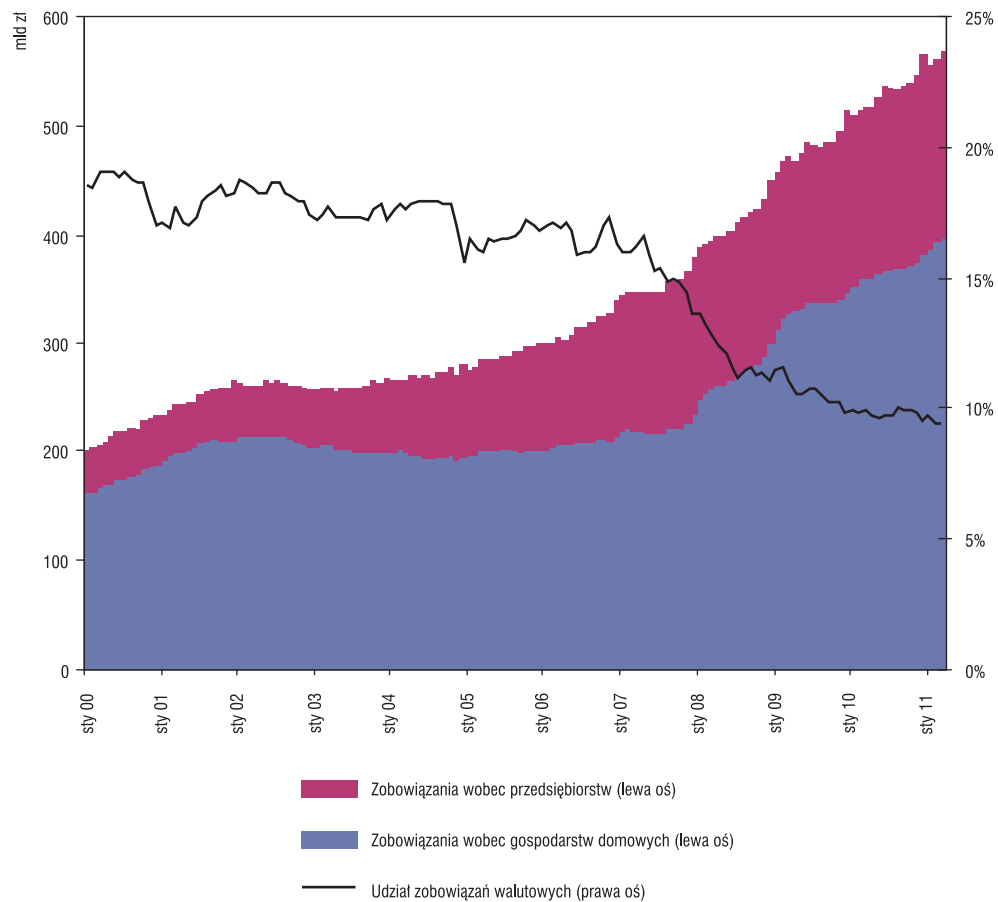
W ostatnim  
czasie większość  
nowych kredytów  
walutowych  
była udzielana  
w oparciu o euro

## Depozyty

Na przestrzeni roku 2010 tempo przyrostu depozytów od sektora niefinansowego było niższe niż w poprzednich latach. Do końca marca 2011 roku saldo depozytów gospodarstw domowych wzrosło do 425,2 mld zł (+10,6% r/r), a saldo depozytów przedsiębiorstw o 7,4% (do 171,8 mld zł). Spadek dynamiki depozytów był w omawianym okresie związany z ich mniejszą atrakcyjnością (względem innych produktów finansowych) po zakończeniu tzw. „wojny depozytowej” i obniżeniu stawek oferowanych przez banki na rynku detalicznym.

Dynamika  
depozytów  
w okresie  
pokryzysowym  
jest niższa niż  
poprzednio

**Rysunek 34. Struktura zobowiązań sektora bankowego wobec sektora niefinansowego – rezydent**



Tempo przyrostu wolumenu depozytów w systemie bankowym w okresie pokryzysowym jest niewielkie. Jednocześnie proporcja depozytów w walutach obcych pozostaje niska, co oznacza m.in. że polski system bankowy nie ma naturalnych źródeł finansowania do rozwoju akcji kredytowej w walutach obcych.

Źródło: UKNF, NBP

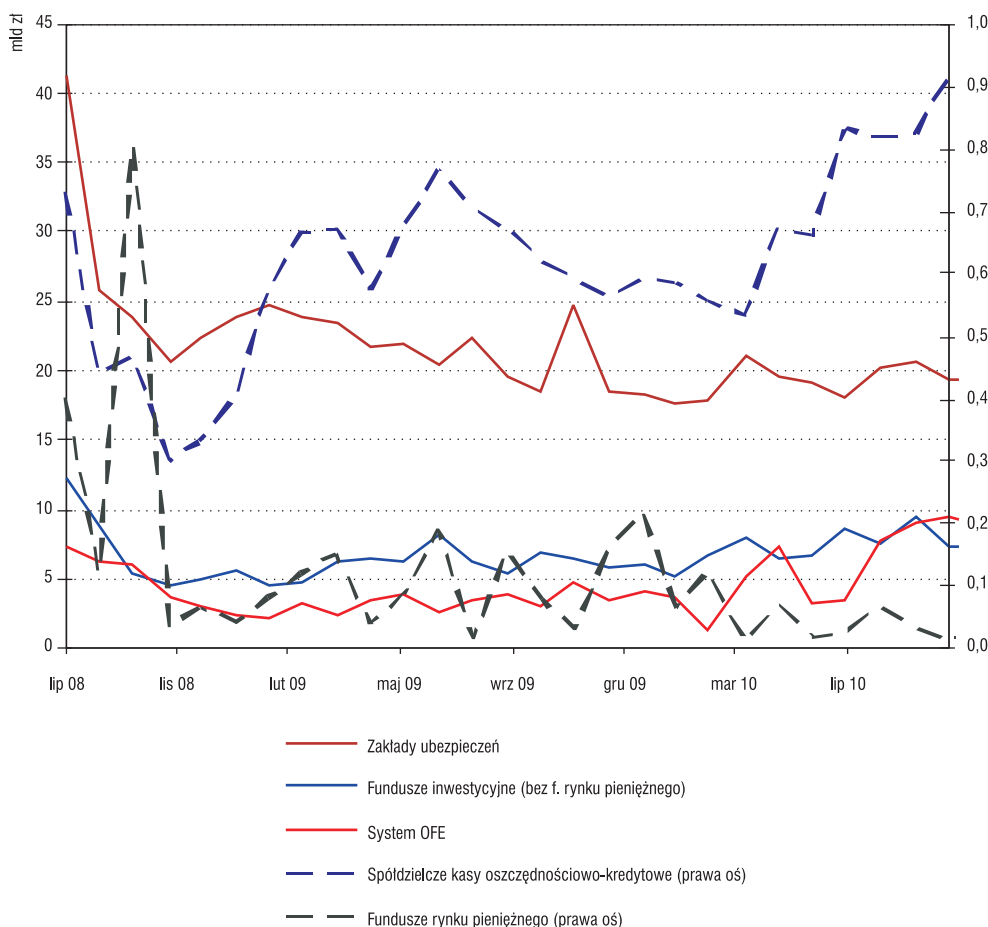
### 3.1.5 Powiązania z innymi sektorami rynku finansowego

Ze względu na typ relacji, powiązania sektora bankowego z pozostałymi segmentami rynku finansowego mają albo charakter związków kapitałowo-własnościowych, albo relacji komercyjnych.

**Istotne powiązania sektora bankowego w systemie finansowym mają formę relacji kapitałowo-własnościowych lub charakter komercyjny**

W zakresie powiązań o charakterze komercyjnym istotna jest zwłaszcza funkcja alokacji środków finansowych, która w przypadku banków polega na przyjmowaniu depozytów od podmiotów z innych segmentów rynku finansowego oraz na udzielaniu im kredytów. Te ostatnie stanowią jednak niewielki udział w łącznym portfelu kredytów. Łączna wartość należności sektora od pozostałych niemonetarnych instytucji finansowych i zagranicznych podmiotów finansowych wynosiła w marcu 2011 r. niespełna 37 mld zł, co stanowi niespełna 5,3% należności od sektora niefinansowego ogółem. W kontekście powiązań w obrębie rynku finansowego bardziej istotna pozostaje zatem kwestia struktury zobowiązań sektora bankowego.

**Rysunek 35. Zobowiązania ogółem sektora bankowego wobec innych segmentów rynku finansowego**



Źródło: UKNF, Dane obejmują rezydentów i nierezydentów

Ilustruje ją Rysunek 35, na którym przedstawiono kształtowanie się zobowiązań sektora bankowego od połowy roku 2008. Wyraźnie widoczna jest istotna rola sektora ubezpieczeń. Na kolejnych miejscach znajdują się otwarte fundusze emerytalne oraz fundusze inwestycyjne<sup>21</sup>.

### 3.1.6 Inne monetarne instytucje finansowe działające w Polsce

Działalność Spółdzielczych Kas Oszczędnościowo-Kredytowych (SKOK) reguluje ustawa Prawo spółdzielcze oraz ustawa o spółdzielczych kasach oszczędnościowo-kredytowych. Kasy nie są nadzorowane przez KNF.

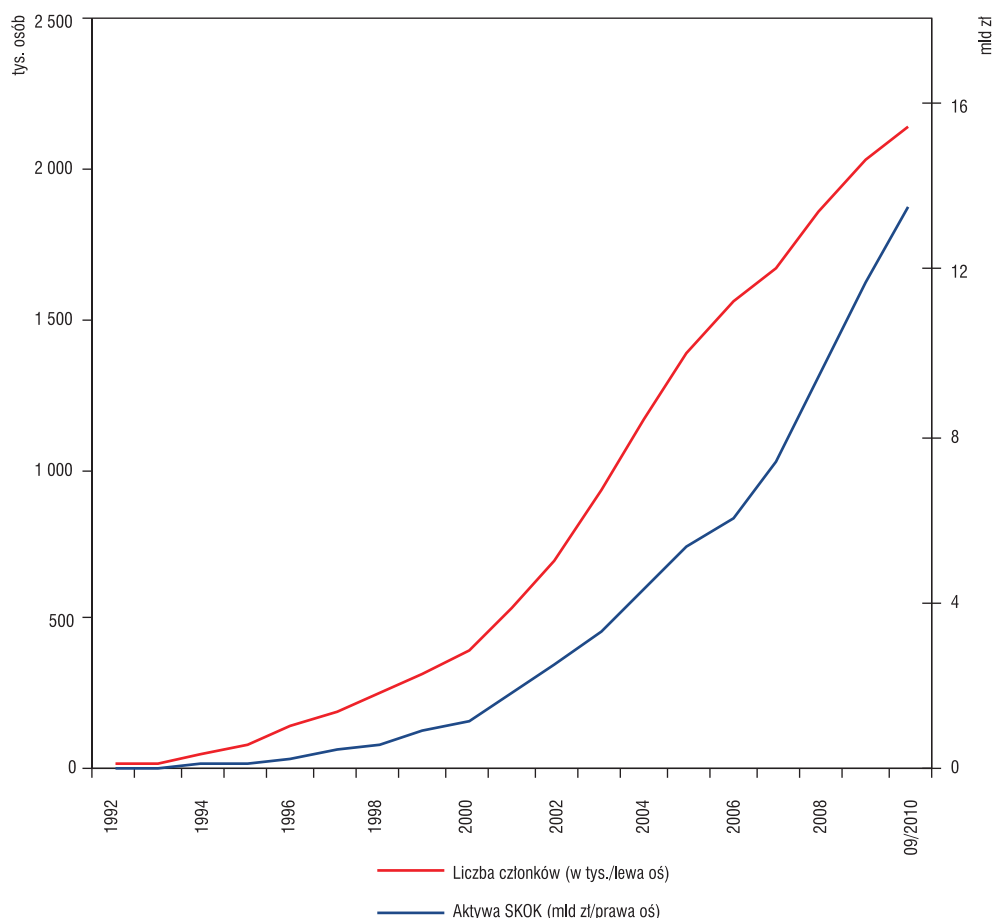
Spółdzielcze kasy oszczędnościowo-kredytowe są zaliczane do sektora monetarnych instytucji finansowych

Ze względu na podobieństwo działalności Kas do modelu działania banków, zwłaszcza w zakresie przyjmowania depozytów i udzielania pożyczek, są one zaliczane do innych monetarnych instytucji finansowych. Pomimo tego aktywność całego sys-

<sup>21</sup> Z pominięciem funduszy rynku pieniężnego.

temu SKOK obejmuje szeroki zakres usług i produktów finansowych oferowanych przez podmioty należące do różnych sektorów rynku finansowego<sup>22</sup>.

**Rysunek 36. Liczba członków i łączna wartość aktywów spółdzielczych kas oszczędnościowo-kredytowych**



Rola spółdzielczych kas oszczędnościowo-kredytowych w krajowym systemie finansowym stale rośnie. Mniejsza dynamika liczby kas, przy jednoczesnej kontynuacji wzrostu aktywów i liczby członków oznacza, że również poszczególne kasy stają się coraz większe.

Źródło: [www.skok.pl](http://www.skok.pl)

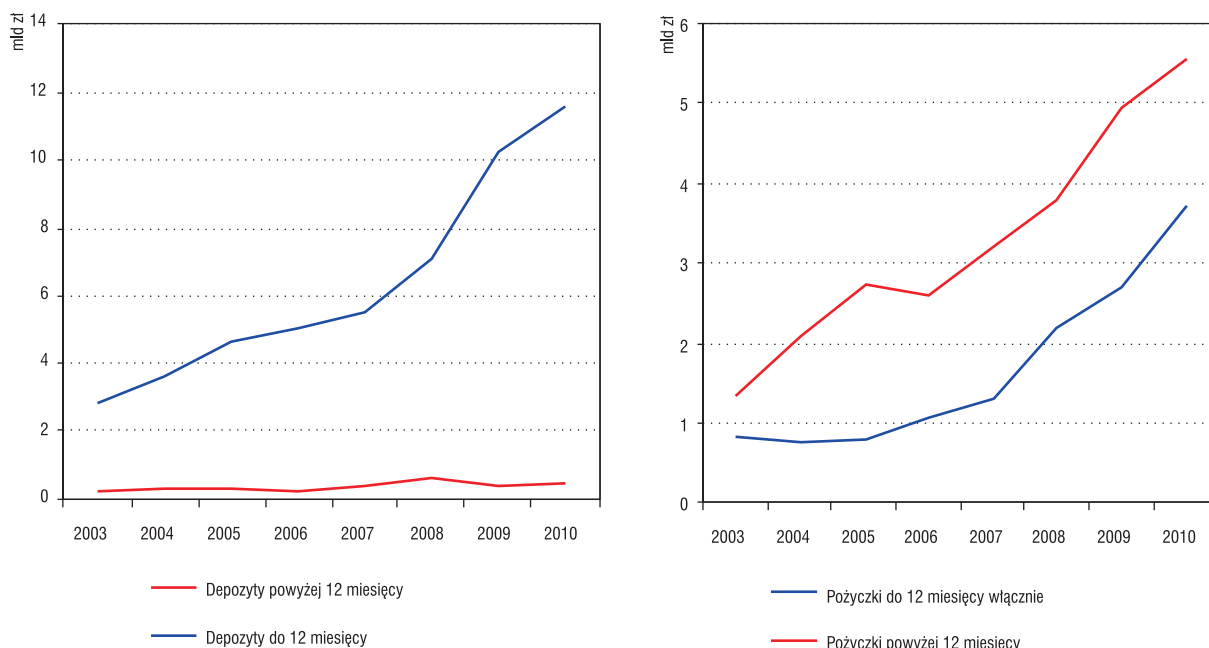
Dynamicznemu rozwojowi sieci placówek towarzyszy stały wzrost liczby członków kas, co wynika z koncentracji działalności na segmencie klientów detalicznych, w tym osób fizycznych prowadzących działalność gospodarczą.

W chwili przygotowywania tego raportu pełne dane dotyczące sytuacji finansowej ogółu tych instytucji nie są publicznie dostępne. Wynika to m.in. z faktu, że nie wszystkie kasy podlegają obowiązkowi poddawania sprawozdań finansowych weryfikacji biegłych rewidentów.<sup>23</sup> Obecnie Spółdzielcze Kasy Oszczędnościowo-Kredytowe podlegają obowiązkowi sprawozdawczym na zasadach takich jak podmioty niefinansowe.

<sup>22</sup> Ubezpieczenia na życie są oferowane przez Towarzystwo Ubezpieczeń na Życie Spółdzielczych Kas Oszczędnościowo-Kredytowych SA, ubezpieczenia majątkowe przez Towarzystwo Ubezpieczeń Wzajemnych SKOK. Od 2003 r. działa także Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych Spółdzielczych Kas Oszczędnościowo-Kredytowych SA.

<sup>23</sup> W związku z tym przedstawiane są postulaty zmiany w ustawie o rachunkowości.

**Rysunek 37. Depozyty i pożyczki spółdzielczych kas oszczędnościowo-kredytowych wg terminów zapadalności**



Podobnie jak to ma miejsce w sektorze bankowym, struktura terminowa udzielonych przez kasy pożyczek nie jest dopasowana do struktury terminowej depozytów, tzn. o ile większość udzielonego finansowania ma zapadalność powyżej 1 roku, mniej niż 5% depozytów jest zakontraktowana na taki okres lub dłuższy.

Źródło: GUS

Tym niemniej, z uwagi na obecne rozmiary, a także liczbę klientów, ten sektor krajowego rynku finansowego ma znaczenie systemowe i powinien zostać objęty nadzorem KNF – objęcie Kas publicznym, niezależnym nadzorem jest w tym ujęciu jednym z elementów bezpieczeństwa całego systemu. Ponieważ działalność dużych Kas, a także ich zasięg upodobił się do sposobu i skali funkcjonowania banków, to podmioty te powinny mieć możliwość korzystania z tych samych narzędzi systemowych, które umożliwiają bankom bezpieczny wzrost, czyli mechanizmów zabezpieczających ich płynność, wzmacniających kapitały i system gwarantowania depozytów.

**Rosnąca skala działania kas oraz ich znaczenie na rynku finansowym wskazują na potrzebę objęcia ich bardziej efektywnym nadzorem**



## 3.2 Sektor ubezpieczeń

### *Cykliczne publikacje UKNF dotyczące sektora*

Obszerne informacje o funkcjonowaniu podmiotów rynku ubezpieczeniowego, ich wynikach finansowych oraz wskaźnikach wypłacalności są publikowane w kwartalnym raporcie UKNF **Raport o stanie sektora ubezpieczeń** [www.knf.gov.pl/opracowania/rynek\\_ubezpiezen/Raporty\\_opracowania](http://www.knf.gov.pl/opracowania/rynek_ubezpiezen/Raporty_opracowania)

Ponadto Urząd publikuje szczegółowe informacje dotyczące podmiotów nadzorowanych w formie

#### **Biuletynu Kwartalnego**

[www.knf.gov.pl/opracowania/rynek\\_ubezpiezen/Dane\\_o\\_rynku/Dane\\_kwartalne](http://www.knf.gov.pl/opracowania/rynek_ubezpiezen/Dane_o_rynku/Dane_kwartalne)

#### **Biuletynu Rocznego**

[www.knf.gov.pl/opracowania/rynek\\_ubezpiezen/Dane\\_o\\_rynku/Dane\\_roczne](http://www.knf.gov.pl/opracowania/rynek_ubezpiezen/Dane_o_rynku/Dane_roczne)

### 3.2.1 Główne linie biznesowe

Zgodnie z klasyfikacją rodzajów ryzyka, działalność ubezpieczeniowa może być prowadzona w zakresie ubezpieczeń na życie (Dział I) lub pozostałych ubezpieczeń osobowych oraz ubezpieczeń majątkowych (Dział II)<sup>24</sup>.

Tabela 5. Składka przypisana brutto w działach ubezpieczeń (mld zł)

Okres	III kw. 08	IV kw. 08	I kw. 09	II kw. 09	III kw. 09	IV kw. 09	I kw. 10	II kw. 10	III kw. 10	IV kw. 10
Dział I i II łącznie	15,9	14,4	13,1	11,8	13,5	13,0	13,6	12,9	13,7	14,0
Dział I	10,8	9,5	7,4	6,5	8,4	8,0	7,7	7,4	8,1	8,2
Dział II	5,1	4,9	5,7	5,2	5,2	5,0	5,9	5,5	5,6	5,8

Źródło: UKNF

**W ramach ubezpieczeń na życie występują również produkty o charakterze oszczędnościowym lub inwestycyjnym**

Konstrukcja prawna ubezpieczenia na życie (Dział I) jest w polskich warunkach bardzo pojemna i obejmuje umowy o różnorodnym charakterze i funkcji ekonomicznej. W ostatnich latach szczególnie istotną rolę odgrywają produkty o charakterze inwestycyjnym lub oszczędnościowym. Są one z reguły oferowane przez zakłady ubezpieczeń we współpracy z podmiotami z innych sektorów rynku finansowego. Treść ekonomiczna tych umów jest zbliżona do typowych instrumentów rynku kapitałowego (np. jednostki uczestnictwa funduszy inwestycyjnych) lub sektora bankowego (lokaty bankowe). Funkcja ochronna jest tu ograniczona, i co za tym idzie również ekspozycja zakładów ubezpieczeń na ryzyko o charakterze ubezpieczeniowym nie odgrywa znaczącej roli. Jednocześnie konstrukcja tych produktów sprawia, że ryzyko lokacyjne (inwestycyjne) związane z nabywanymi przez zakład ubezpieczeń aktywami, a także sam dobór aktywów znajduje się w znacznym stopniu po stronie ubezpieczającego.

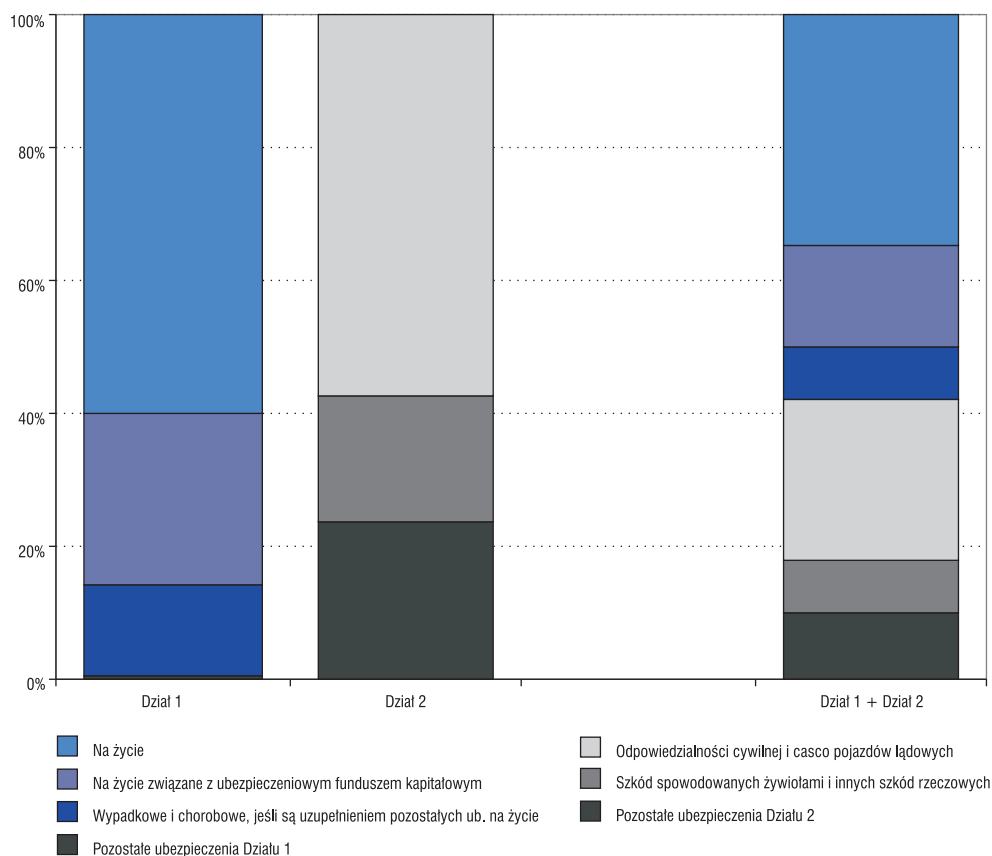
<sup>24</sup> Załącznik do ustawy z dnia 22 maja 2003 r. o działalności ubezpieczeniowej (Dz.U. z 2010 r. Nr 11, poz. 66 z późn. zm.)

Obserwowany w 2010 roku wzrost składki przypisanej brutto w Dziale I nastąpił głównie na skutek zwiększenia się tej pozycji w ramach grupy 3 (ubezpieczenia na życie, jeżeli są związane z ubezpieczeniowym funduszem kapitałowym), a zatem produktów o charakterze przede wszystkim lokacyjnym. Istotny spadek składki przypisanej brutto nastąpił z kolei w grupie I (ubezpieczenia na życie), co było związane m.in. z wprowadzeniem przez banki konkurencyjnych w stosunku do polis lokat produktów oszczędnościowych, takich jak lokaty z dzienną kapitalizacją odsetek, pozwalających (podobnie jak polis lokaty) uniknąć konieczności płacenia podatku od dochodów kapitałowych.

W zakresie ubezpieczeń Działu II (pozostałe ubezpieczenia osobowe oraz ubezpieczenia majątkowe) w roku 2010 można było zaobserwować znaczny wzrost popytu na ubezpieczenia szkód powodowanych przez żywioły. Niższą dynamikę odnotowano w zakresie sprzedaży polis komunikacyjnych.

Istotnym wydarzeniem w 2010 r. w zakresie ubezpieczeń Działu II był wzrost popytu na ubezpieczenia szkód powodowanych przez żywioły

Rysunek 38. Struktura składki przypisanej brutto



Znaczna część składki przypisanej brutto dotyczyła w 2010 r. polis na życie oraz ubezpieczeń na życie związanych z ubezpieczeniowym funduszem kapitałowym. W Dziale II dominują ubezpieczenia komunikacyjne grupy 3 (auto casco) i 10 (OC posiadaczy pojazdów lądowych)

Źródło: UKNF

Struktura rynku ubezpieczeń pod względem składki przypisanej brutto w 2010 r. potwierdza znaczny udział w rynku ubezpieczeń na życie, przy czym inne typy ubezpieczeń Działu I (w tym ubezpieczenia wypadkowe i chorobowe, które są uzupełnieniem ubezpieczenia na życie, polisy posagowe i rentowe) są już produktami niszowymi, o ograniczonym kręgu odbiorców.

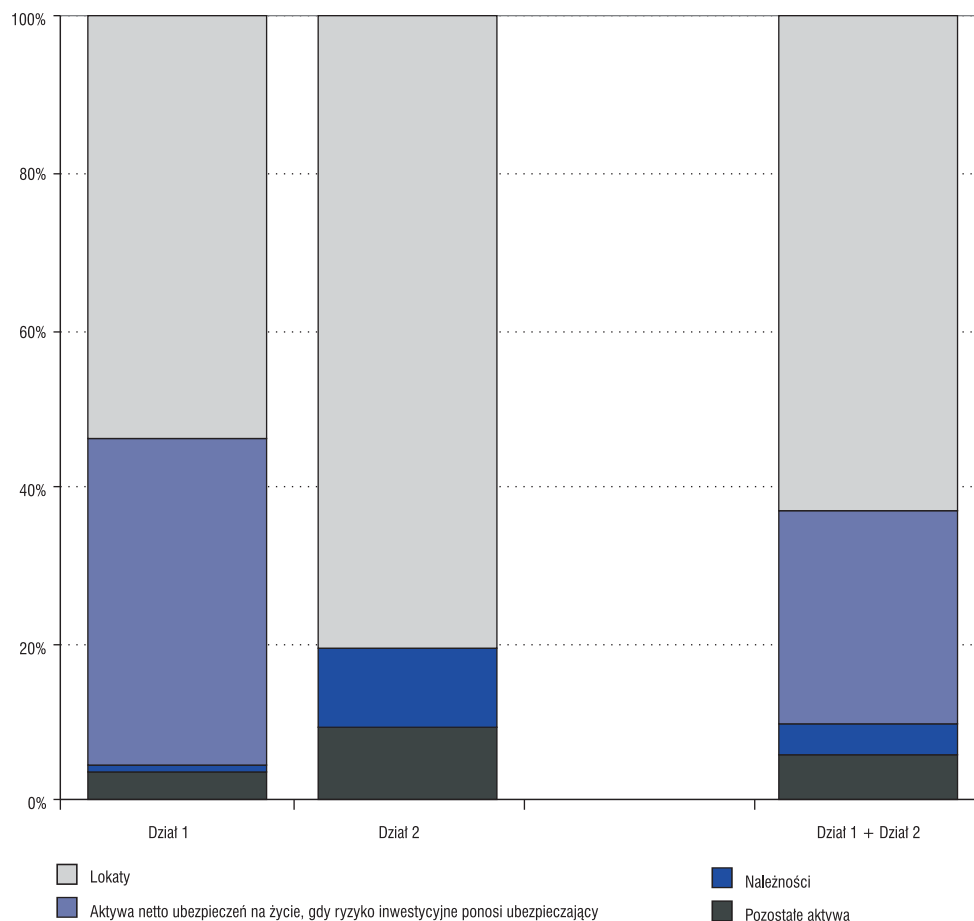
W 2011 r. można oczekiwać przeszacowania struktury składek ubezpieczeń majątkowych

Ponad  $\frac{3}{4}$  rynku w Dziale II należy do ubezpieczeń komunikacyjnych (obowiązkowych i typu auto casco) oraz ubezpieczeń szkód spowodowanych żywiołami i innych szkód rzeczowych. Można oczekiwać, że w zakresie głównych linii biznesowych może dojść w 2011 r. do istotnych zmian. W związku z pogarszającą się rentownością ubezpieczeń komunikacyjnych można oczekiwać przeszacowania wysokości składek i zwiększenia przychodów<sup>25</sup>. Również znaczne szkody w wyniku zdarzeń o charakterze katastroficznym w 2010 r. (powodzie) oraz wypłata znacznych odszkodowań z tytułu zawartych umów ubezpieczenia będą miały wpływ na popyt oraz przeszacowania struktury składek ubezpieczeń od szkód wywołanych żywiołami.

Najważniejszymi rodzajami ryzyka w zakresie działalności zakładów ubezpieczeń jest ryzyko rynkowe związane z polityką lokacyjną (sekcja 3.2.3), jak też ryzyko o charakterze ściśle ubezpieczeniowym.

### 3.2.2 Charakterystyka bilansowa sektora

Rysunek 39. Struktura aktywów zakładów ubezpieczeń



Na aktywa zakładów ubezpieczeń obydwu Działów składają się głównie lokaty (patrz sekcja 3.2.3). Należy zaznaczyć, że w przypadku niektórych rodzajów umów ubezpieczenia na życie ryzyko inwestycyjne nie obciąża zakładu ubezpieczeń i ponosi je ubezpieczający.

Źródło: UKNF. Dane na koniec IV kw. 2010 r.

<sup>25</sup> Niektóre zakłady już ogłosiły odpowiednie zmiany taryfikatorów składek.

Tabela 6. Suma bilansowa zakładów ubezpieczeń (mld zł)

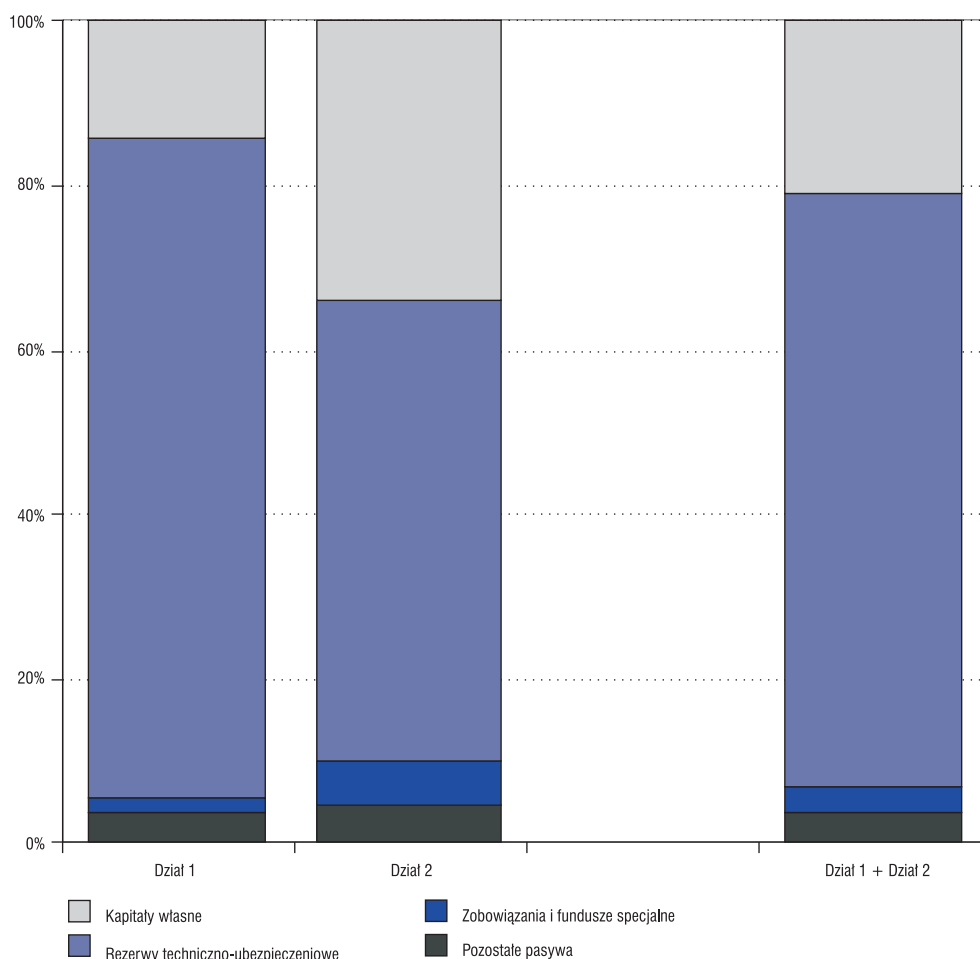
Okres	IV kw. 08	I kw. 09	II kw. 09	III kw. 09	IV kw. 09	I kw. 10	II kw. 10	III kw. 10	IV kw. 10
Dział I i II łącznie	137,0	138,1	140,3	144,4	138,8	141,7	135,2	140,7	145,1
Dział I	85,2	84,0	83,8	86,3	87,8	89,3	86,4	90,9	94,0
Dział II	52,8	54,0	56,5	58,1	51,0	52,4	48,8	49,7	51,1

Źródło: UKNF

Główną pozycją aktywów zakładów ubezpieczeń Działu I i Działu II są lokaty. W bilansach zakładów ubezpieczeń Działu I wyróżnia się aktywa związane z produktami, gdy ryzyko ponosi ubezpieczający (które w przypadku niektórych instytucji może stanowić znaczną część bilansu). W przypadku zakładów ubezpieczeń Działu II istotną pozycję stanowi saldo należności, związanych z podstawową działalnością ubezpieczeniową tych instytucji.

Zgodnie z modelem działania zakładów ubezpieczeń większość aktywów ich bilansu stanowią lokaty

Rysunek 40. Struktura pasywów zakładów ubezpieczeń



Dominującą pozycję pasywów zakładów ubezpieczeń stanowią rezerwy techniczno-ubezpieczeniowe, których wysokość powinna zapewnić pełne pokrycie wszelkich bieżących i przyszłych zobowiązań, jakie mogą wynikać z zawartych umów ubezpieczenia oraz kapitały własne.

Źródło: UKNF. Dane na koniec IV kw. 2010 r.

W pasywach dominują rezerwy techniczno-ubezpieczeniowe pokrywające przyszłe zobowiązania

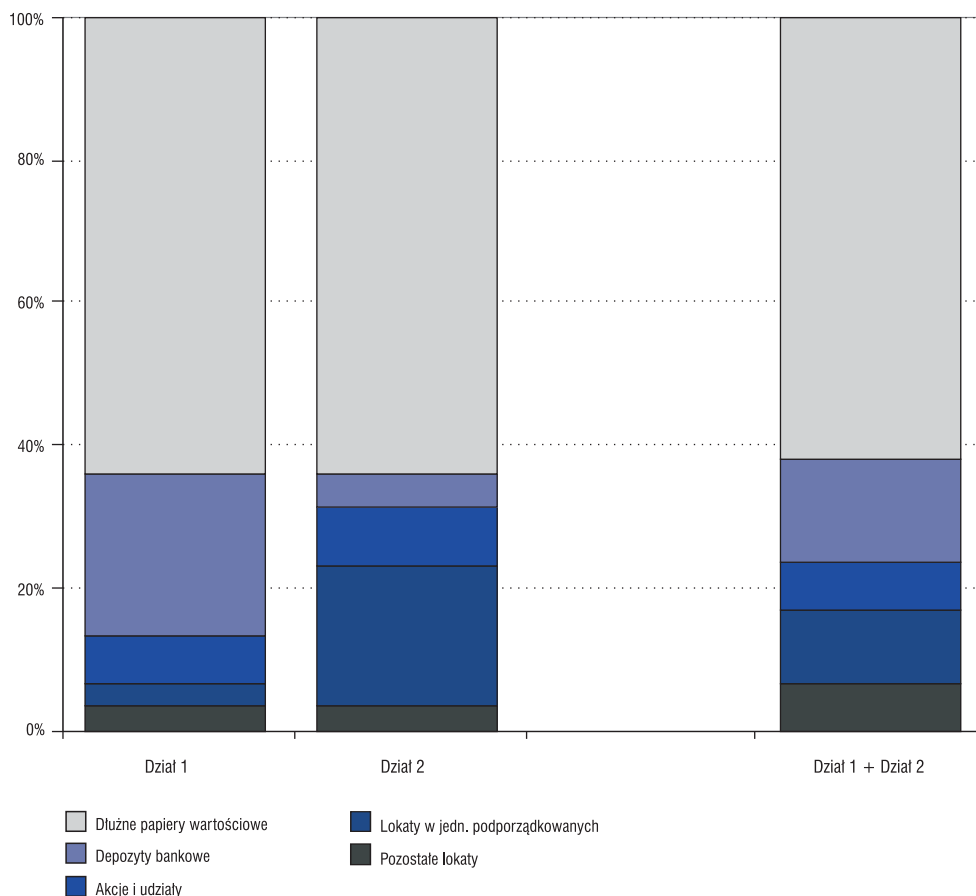
### 3.2.3 Powiązania międzysektorowe

Dobór typów lokat, oraz generalnie polityki inwestycyjnej prowadzonej przez poszczególne zakłady ubezpieczeń, jest związany z charakterem zawieranych przez te podmioty umów ubezpieczenia.

Zakłady ubezpieczeń inwestują konserwatywnie, a ich portfele są zbudowane w oparciu o instrumenty dłużne

Struktura lokat polskich zakładów ubezpieczeń obydwu działów jest zdominowana przez instrumenty dłużne, a także przez depozyty bankowe. Wynika to z konserwatywnego charakteru realizowanej przez zakłady ubezpieczeń polityki inwestycyjnej, która jest w znacznej mierze zdeterminowana przez regulacje prawne (ustawowe limity lokacyjne). Należy mieć również na uwadze, że w przypadku części produktów Działu I, które mają w istocie charakter inwestycyjny, decyzja o polityce lokacyjnej leży po stronie ubezpieczającego<sup>26</sup>. Konsekwentnie również ryzyko inwestycyjne, związane z tymi inwestycjami obciąża ubezpieczającego, a nie zakład ubezpieczeń. W efekcie faktyczny poziom ryzyka rynkowego związanego z lokatami po stronie podmiotów Działu I jest mniejszy niż wynikałoby z sumy ich aktywów.

Rysunek 41. Struktura lokat zakładów ubezpieczeń



Zagregowana struktura lokat ze względu na typ instrumentu dla zakładów ubezpieczeń Działu I jest zbliżona do struktury lokat dla zakładów ubezpieczeń Działu II. Różnica w strukturze lokat poszczególnych zakładów ubezpieczeń odzwierciedla zróżnicowanie portfeli oferowanych produktów ubezpieczeniowych.

Źródło: UKNF. Dane na koniec IV kw. 2010 r.

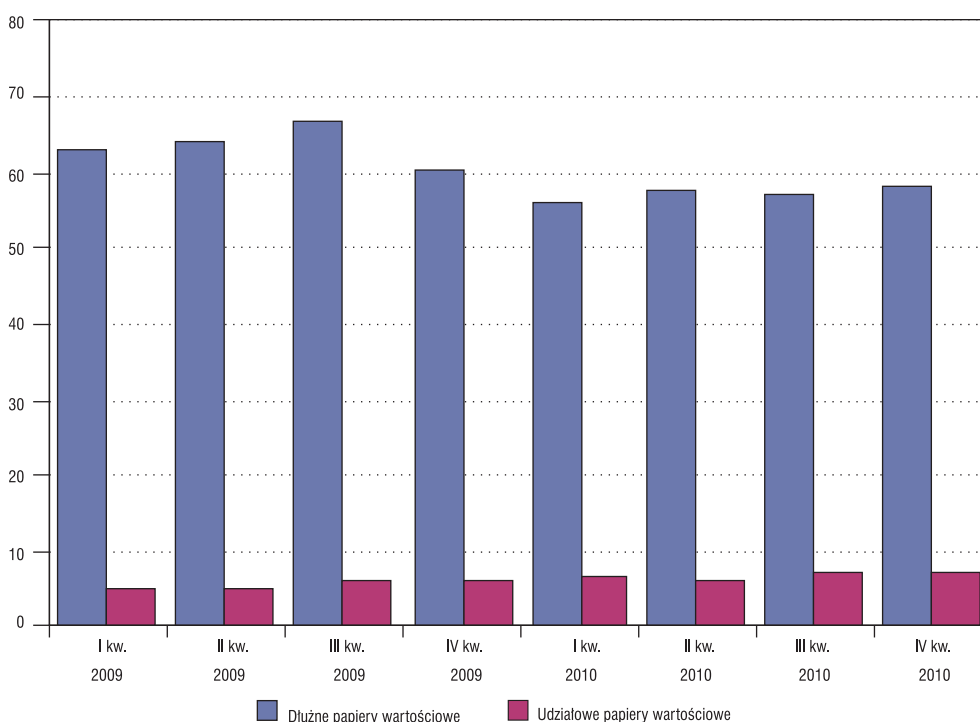
<sup>26</sup> W praktyce decyzja o polityce lokacyjnej może być przenoszona przez zainteresowane podmioty w drodze umowy na ubezpieczonego, w szczególności w przypadku ubezpieczeń grupowych. Co do zasady jednak, to ubezpieczający jest stroną umowy ubezpieczenia, nawet jeżeli jest ona zawarta na rzecz osoby trzeciej (ubezpieczonego).

## Instrumenty dłużne w portfelach lokacyjnych zakładów ubezpieczeń

Instrumenty dłużne stanowią podstawową pozycję lokat zakładów ubezpieczeń obydwu działów. Na koniec IV kw. 2010 r. inwestycje w instrumenty dłużne stanowiły 63,3% ogółu lokat zakładów ubezpieczeń obydwu działów.

Portfele instrumentów dłużnych zakładów ubezpieczeń konstruowane są głównie w oparciu o papiery skarbowe. W wypadku zakładów ubezpieczeń Działu I stanowiły one 95,8% ogółu inwestycji w instrumenty dłużne, a w wypadku zakładów ubezpieczeń Działu II – 95,0% tych inwestycji<sup>27</sup>.

Rysunek 42. Lokaty w instrumenty dłużne i udziałowe zakładów ubezpieczeń



Podane wielkości nie obejmują lokat, kiedy ryzyko inwestycyjne ponosi ubezpieczający. Obydwa działy.  
Źródło: UKNF. Dane w mld zł

Zwykle portfele zakładów ubezpieczeń Działu I cechują się dłuższą przeciętną zapadalnością, co jest związane z odpowiednio dłuższym horyzontem inwestycyjnym charakterystycznym dla ubezpieczeń na życie. Tym niemniej różnica w przeciętnej ekspozycji na ryzyko rynkowe pomiędzy zakładami ubezpieczeń obydwu typów działających w Polsce, mierzonej za pomocą *modified duration*, jest stosunkowo niewielka. Duracja<sup>28</sup> portfela skarbowych papierów wartościowych dla Działu I w końcu II kw. 2010 r. wynosiła średnio 4,45 lat, a dla Działu II – 3,19 lat<sup>29</sup>. Są to ponadto poziomy zbliżone do średniej dla całego rynku polskich pa-

**Inwestycje zakładów Działu I na rynku papierów skarbowych cechują się dłuższym średnim czasem trwania, przy czym różnica ta nie jest znaczna**

<sup>27</sup> Dane na koniec IV kw. 2010 r.

<sup>28</sup> Duracja (ang. *modified duration*) jest miarą ryzyka stóp procentowych związanego z inwestycjami w instrumenty o stałym dochodzie. Duracja jest wyrażona w jednostkach czasu i oznacza średni termin otrzymania wszystkich płatności z tytułu posiadanych instrumentów.

<sup>29</sup> Dane na koniec II kw. 2010 r.

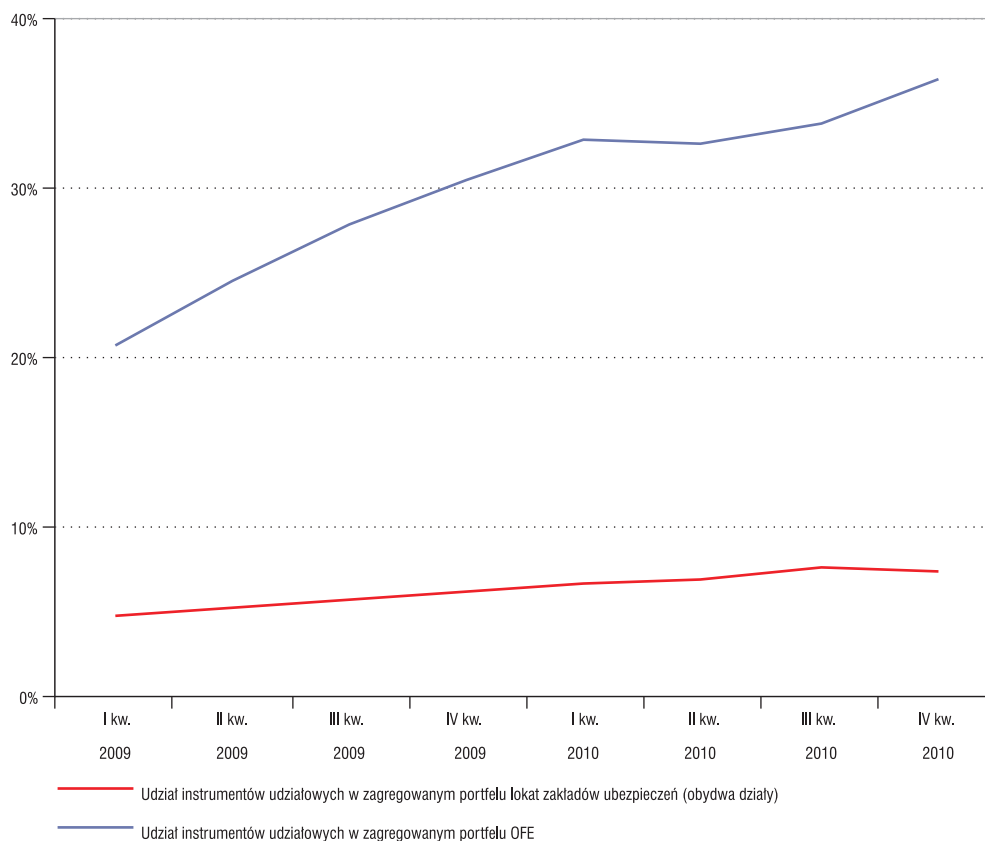
pierów skarbowych, co oznacza, że sektor ubezpieczeń w ujęciu zagregowanym nie zajmował aktywnej pozycji na rynku papierów skarbowych<sup>30</sup>.

### Instrumenty udziałowe w portfelach lokacyjnych zakładów ubezpieczeń

Tylko niewielka część portfela lokat zakładów ubezpieczeń jest inwestowana na rynku instrumentów udziałowych

Instrumenty udziałowe<sup>31</sup> stanowią mniejszy odsetek portfela lokat zakładów ubezpieczeń niż instrumenty dłużne. Na koniec IV kw. 2010 r. ich udział w portfolio lokat zakładów ubezpieczeń wynosił 7,4% (6,8 mld zł), co jest poziomem istotnie większym niż w końcu I kw. 2009 r. – okres największej bessy na rynku akcji – kiedy udział ten spadł do 4,9% (4,9 mld zł). Zwiększanie proporcjonalnej alokacji w aktywa udziałowe wraz z powrotem koniunktury na rynku instrumentów udziałowych w kolejnych kwartałach jest podobne do obserwowanych zmian w polityce alokacji aktywów OFE, dla których inwestycje te mają dużo większe znaczenie i które bardziej aktywnie zarządzają portfelem inwestycji (patrz sekcja 3.3.1).

Rysunek 43. Proporcja instrumentów udziałowych w portfelach lokacyjnych zakładów ubezpieczeń i OFE



Zmiany poziomu alokacji lokat zakładów ubezpieczeń w instrumenty udziałowe przebiegają stopniowo i w porównaniu z rynkiem OFE w mniejszym stopniu reagują na zmiany koniunktury rynkowej.  
Źródło: UKNF

<sup>30</sup> Należy podkreślić, że te spostrzeżenia odnoszą się jedynie do kategorii B lokat (z wyłączeniem lokat, gdzie ryzyko ponosi ubezpieczający) i wyłącznie pozycji bilansowych, bez uwzględnienia ewentualnych transakcji zabezpieczających.

<sup>31</sup> W niniejszym raporcie przez „instrumenty udziałowe” rozumie się kategorię bilansu zakładów ubezpieczeń „Udziały, akcje oraz inne papiery wartościowe o zmiennej kwocie dochodu oraz jednostki uczestnictwa i certyfikaty inwestycyjne w funduszach inwestycyjnych”. Nie zaliczają się do niej lokaty w akcje i udziały w jednostkach podporządkowanych.



## Lokaty bankowe

Depozyty w podmiotach sektora bankowego (oraz transakcje o podobnym charakterze, tzw. transakcje repo) stanowią podstawowy instrument, który ułatwia zakładom ubezpieczeń zarządzanie aktywami i zachowanie bieżącej płynności lokat. W tym celu zakłady ubezpieczeń wykorzystują głównie lokaty krótkoterminowe. Dodatkowo, w przypadku niektórych podmiotów Działu I, lokaty bankowe stanowią część strategii inwestycyjnej związanej z produktami o charakterze inwestycyjnym i oszczędnościowym. Oznacza to, że zakład ubezpieczeń lokuje środki np. w formie lokat bankowych w konkretnym banku na okres trwania umowy ubezpieczenia. W związku z tym pojawia się ryzyko koncentracji, które może być istotne jeśli znaczna część zgromadzonej składki jest inwestowana w ograniczonej liczbie banków.

Lokaty bankowe są podstawowym instrumentem zarządzania płynnością przez zakłady ubezpieczeń

### Ramka 4. Koncentracja lokat bankowych zakładów ubezpieczeń

Problem wysokiej koncentracji lokat w instytucjach kredytowych (powyżej 10%) występuje głównie w zakładach ubezpieczeń Działu I. Związane jest to ściśle z charakterem produktów oferowanych przez część zakładów ubezpieczeń na życie tj. produktów ubezpieczeniowych o charakterze inwestycyjnym, w przypadku których składka przeznaczona na część inwestycyjną, ze względu na element gwarancji wpłaconych przez klienta środków, lokowana jest w znaczącej części w depozyty bankowe.

Problem ten był obserwowany zwłaszcza w odniesieniu do zakładów działających w ramach grup kapitałowych.

Rozpowszechnienie niektórych typów produktów wiąże się z ryzykiem koncentracji lokat bankowych zakładów Działu I

Tabela 7. Wartość wskaźnika koncentracji lokat bankowych dla zakładów ubezpieczeń Działu I

Okres	IV 08	I 09	II 09	III 09	IV 09	I 10	II 10	III 10	IV 10
ogółem	0,08	0,08	0,07	0,09	0,08	0,11	0,17	0,15	0,15
dla banków powiązanych kapitałowo	0,23	0,24	0,20	0,22	0,20	0,40	0,39	0,40	0,39
bez banków powiązanych kapitałowo	0,12	0,09	0,07	0,13	0,13	0,06	0,05	0,09	0,13

Źródło: UKNF

UKNF podjął działania zmierzające do podniesienia standardów zarządzania ryzykiem kredytowym i koncentracji, które obejmowały m.in. monitorowanie prowadzonej przez poszczególne zakłady polityki lokacyjnej, ocenę struktury lokat oraz odpowiedniej zdolności do absorpcji ryzyka a także kontrolę działań zakładów w zakresie ograniczania ryzyka związanego z tym obszarem ich działalności<sup>1</sup>.

Od 2009 r. obserwuje się zwiększenie koncentracji lokat bankowych, szczególnie w odniesieniu do lokat zakładów Działu I w bankach powiązanych kapitałowo (Tabela 7). Miara koncentracji dla zakładów ubezpieczeń Działu II pozostaje relatywnie stabilna i w okresie IV kw. 2009 – IV kw. 2010

Od połowy 2009 r. rośnie koncentracja lokat zakładów ubezpieczeń

wyniosła średnio 0,06. Ponadto, w Dziale II znacząco mniejsza jest relacja depozytów w bankach powiązanych kapitałowo z zakładami ubezpieczeń do sumy depozytów – na koniec roku 2010 r. wynosiła ona 24% przy 56,7% dla Działu II.

<sup>1</sup> UKNF, Polski rynek finansowy w obliczu kryzysu finansowego w latach 2008-2009, Warszawa 2010.

W okresie od końca IV kwartału 2008 r. do końca IV kwartału 2010 r. wartość lokat terminowych w bankach dla zakładów ubezpieczeń Działu I i Działu II systematycznie malała (z 21,84 mld zł do 13,63 mld zł, co oznacza spadek o 37,6%), a udział tej pozycji w łącznej wartości lokat zakładów ubezpieczeń zmniejszył się z 21,92% do 14,85%. W Dziale I występuje dużo większy udział depozytów w lokatach ogółem – 23% na koniec 2010 r. W przypadku Działu II udział ten jest niewielki i wyniósł 4,8%. Jednocześnie ze spadkiem salda lokat bankowych w aktywach zakładów ubezpieczeń wzrósł współczynnik koncentracji lokat co jest równoznaczne ze zmniejszoną dywersyfikacją lokat.

#### Aktywa netto zakładów ubezpieczeń na życie, gdy ryzyko lokaty (inwestycyjne) ponosi ubezpieczający

Ryzyko związane z lokatami pozycji C aktywów ponosi ubezpieczający i nie obciąża ono zakładu ubezpieczeń

Jak wspomniano w sekcji 3.2.3 część umów ubezpieczenia na życie, jaka jest zawierana na polskim rynku ma charakter inwestycyjny, co oznacza m.in. że ryzyko związane z lokowaniem aktywów gromadzonych w ramach programu ponosi ubezpieczający. W związku z tym aktywa te są traktowane oddzielnie od lokat, co do których zakładów ubezpieczeń ponosi ryzyko i które są wykazane w pozycji C aktywów bilansu<sup>32</sup>.

Tabela 8. Kwota aktywów, gdy ryzyko ponosi ubezpieczający

IV kw. 08	I kw. 09	II kw. 09	III kw. 09	IV kw. 09	I kw. 10	II kw. 10	III kw. 10	IV kw. 10
26,4	25,3	27,7	30,3	31,7	34,4	33,9	36,3	39,2

Źródło: UKNF. Dane na koniec okresu, w mld zł

Należy zauważyć, że aktywa te są lokowane w większości na rynku kapitałowym (sekcja 3.4) i co do zasady są zarządzane przez wyspecjalizowane instytucje rynku kapitałowego.

<sup>32</sup> Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 28.12.2009 r. w sprawie szczególnych zasad rachunkowości zakładów ubezpieczeń i zakładów reasekuracji (Dz.U. z 2009 r., Nr 226, poz. 1825).

### 3.3 Sektor emerytalny

#### *Cykliczne publikacje UKNF dotyczące sektora*

Obszerne informacje o funkcjonowaniu rynku zabezpieczenia emerytalnego są prezentowane w następujących, cyklicznych publikacjach UKNF

- Informacja o działalności inwestycyjnej funduszy emerytalnych**
- Sytuacja finansowa powszechnych towarzystw emerytalnych**
- Pracownicze programy emerytalne**
- Raport o rynku indywidualnych kont emerytalnych**

[www.knf.gov.pl/opracowania/rynek\\_emerytalny/Raporty\\_i\\_opracowania](http://www.knf.gov.pl/opracowania/rynek_emerytalny/Raporty_i_opracowania)

Ponadto Urząd publikuje szczegółowe informacje dotyczące rynku OFE w formie komunikatów

#### **Dane miesięczne**

[www.knf.gov.pl/opracowania/rynek\\_emerytalny/dane\\_o\\_ryнку/rynek\\_ofe/Dane\\_miesieczne](http://www.knf.gov.pl/opracowania/rynek_emerytalny/dane_o_ryнку/rynek_ofe/Dane_miesieczne)

#### **Biuletyn Kwartalny. Rynek OFE.**

[www.knf.gov.pl/opracowania/rynek\\_emerytalny/dane\\_o\\_ryнку/rynek\\_ofe/Dane\\_kwartalne](http://www.knf.gov.pl/opracowania/rynek_emerytalny/dane_o_ryнку/rynek_ofe/Dane_kwartalne)

#### **Biuletyn Roczny. Rynek OFE.**

[www.knf.gov.pl/opracowania/rynek\\_emerytalny/dane\\_o\\_ryнку/rynek\\_ofe/Dane\\_roczne](http://www.knf.gov.pl/opracowania/rynek_emerytalny/dane_o_ryнку/rynek_ofe/Dane_roczne)

#### **36-miesięczne stopy zwrotu OFE**

[www.knf.gov.pl/opracowania/rynek\\_emerytalny/dane\\_o\\_ryнку/rynek\\_ofe/Stopy\\_zwrotu\\_OFE](http://www.knf.gov.pl/opracowania/rynek_emerytalny/dane_o_ryнку/rynek_ofe/Stopy_zwrotu_OFE)

W zakresie rynku PPE regularnie publikowane są następujące informacje:

#### **Biuletyn Kwartalny. Rynek PFE.**

[www.knf.gov.pl/opracowania/rynek\\_emerytalny/dane\\_o\\_ryнку/rynek\\_ppe\\_ike/dane\\_kwartalne\\_pfe](http://www.knf.gov.pl/opracowania/rynek_emerytalny/dane_o_ryнку/rynek_ppe_ike/dane_kwartalne_pfe)

#### **Biuletyn Roczny. Rynek PFE.**

[www.knf.gov.pl/opracowania/rynek\\_emerytalny/dane\\_o\\_ryнку/rynek\\_ppe\\_ike/Dane\\_roczne](http://www.knf.gov.pl/opracowania/rynek_emerytalny/dane_o_ryнку/rynek_ppe_ike/Dane_roczne)

Dla rynku IKE Urząd regularnie publikuje następujące biuletyny:

#### **Indywidualne konta emerytalne**

#### **Informacje liczbowe o rynku IKE**

#### **Lista instytucji finansowych prowadzących IKE**

[www.knf.gov.pl/opracowania/rynek\\_emerytalny/dane\\_o\\_ryнку/rynek\\_ppe\\_ike/Dane\\_IKE](http://www.knf.gov.pl/opracowania/rynek_emerytalny/dane_o_ryнку/rynek_ppe_ike/Dane_IKE)

### 3.3.1 Sektor otwartych funduszy emerytalnych (II filar)

Bilans sektora OFE  
wzrósł w I kw.  
2011 r. do 228,7  
mld zł

Od dnia 1 maja br. modyfikacji uległy zasady funkcjonującego w Polsce od 1999 r. systemu zabezpieczenia emerytalnego, którego elementem są inwestycje kapitałowe realizowane przez otwarte fundusze emerytalne (OFE). Zaprezentowane w niniejszej sekcji informacje historyczne odnoszą się do II filaru funkcjonującego według dotychczasowych zasad, natomiast wszystkie prognozy dotyczą nowego modelu funkcjonowania tego systemu.

#### Charakterystyka bilansowa sektora (OFE)

Rosnące w kolejnych latach znaczenie sektora OFE w krajowym systemie finansowym obrazuje dynamika przyrostu bilansu netto systemu, który od końca I kw. 2009 r. do końca I kw. 2011 r. wzrósł o prawie 67% do kwoty 228,7 mld zł. Z tej kwoty ok. 46,1 mld zł przypadało na przekazane składki na ubezpieczenie emerytalne oraz należne odsetki, oraz ok. 50,1 mld zł dodatniego wyniku finansowego OFE w tym okresie.

Tabela 9. Zagregowany bilans sektora OFE (mld zł)

Okres	I kw. 09	II kw. 09	III kw. 09	IV kw. 09	I kw. 10	II kw. 10	III kw. 10	IV kw. 10	I kw. 11
Aktywa	138,8	153,9	169,1	180,5	193,1	193,8	214,7	223,3	234,6
Zobowiązania ogółem	1,6	1,0	0,8	1,9	1,4	0,6	5,2	2,0	5,9
Bilans netto	137,2	152,9	168,3	178,6	191,7	193,2	209,5	221,3	228,7

Źródło: UKNF. Dane na koniec okresu

Zasady polityki  
inwestycyjnej  
realizowane przez  
OFE wynikają  
z unormowań  
prawnych

Polityka inwestycyjna OFE uregulowana została w ustawie<sup>35</sup> oraz w aktach wykonawczych do niej. Oznacza to, że zmiany alokacji w poszczególne klasy aktywów poszczególnych OFE oraz na poziomie zagregowanym ograniczone są ramami norm prawnych, natomiast większość portfela inwestycyjnego musi być oparta o krajowe instrumenty dłużne i udziałowe. Na koniec kwietnia 2011 r. papiery wartościowe gwarantowane lub emitowane przez Skarb Państwa lub przez NBP, stanowiły 55,5% składu zagregowanego portfela OFE, natomiast akcje oraz inne instrumenty o charakterze udziałowym, notowane na rynku regulowanym – ok. 36,9% portfela.

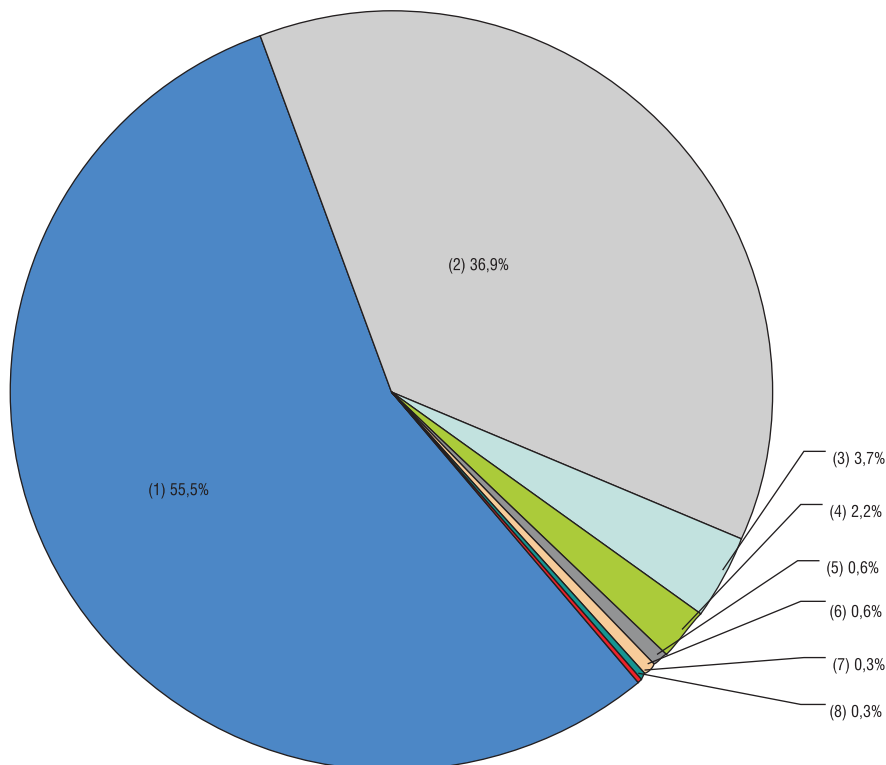
Instrumenty  
zagraniczne  
stanowią margines  
lokacji OFE

Inne instrumenty, dłużne i udziałowe, stanowiły niewielką część inwestycji OFE (łącznie ok. 2,9%). Należy również wskazać na marginalny udział w strukturze lokat OFE instrumentów emitowanych przez podmioty zagraniczne, który pozostawał znacznie poniżej limitu na tego rodzaju inwestycje (według obowiązującego ustawodawstwa 5% portfela każdego OFE – patrz Rysunek 44). Na koniec kwietnia 2011 r. instrumenty udziałowe emitowane przez podmioty zagraniczne stanowiły 0,5% portfela OFE, a instrumenty dłużne – 0,3% portfela OFE. Wartość zagranicznych inwestycji OFE wyniosła łącznie ok. 2 mld złotych.

<sup>35</sup> Ustawa z dnia 28 sierpnia 1997 r. o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych (Dz.U. z 2010 r. Nr 34, poz. 189 z późn. zm.)

W związku z powyższym najważniejsze powiązania finansowe systemu OFE po stronie aktywnej łączą ten sektor z sektorem rządowym (portfel instrumentów dłużnych), sektorem podmiotów niefinansowych (instrumenty udziałowe) i krajowymi monetarnymi instytucjami finansowymi (instrumenty udziałowe, depozyty bankowe).

Rysunek 44. Struktura lokat OFE



- 55,5% (1) A. Dłużne skarbowe  
 B. Dłużne gwarantowane lub poręczone przez SP lub bank centralny  
 S. Emitowane przez BGK obligacje autostradowe i inne gwarantowane lub poręczone przez Skarb Państwa
- 36,9% (2) E. Akcje i prawa z nimi związane spółek notowanych na regulowanym rynku giełdowym
- 3,7% (3) C. Depozyty i bankowe papiery wartościowe w walucie krajowej  
 D. Depozyty i bankowe papiery wartościowe w innych walutach
- 2,2% (4) N. Dłużne spółek publicznych  
 M. Dłużne całkowicie zabezpieczone, niezdematerializowane  
 O. Inne dłużne, zdematerializowane  
 Ł. Obligacje całkowicie zabezpieczone, zdematerializowane  
 L. Obligacje przychodowe
- 0,6% (5) J. Dłużne komunalne, zdematerializowane  
 K. Dłużne komunalne, niezdematerializowane
- 0,6% (6) F. Akcje i prawa z nimi związane spółek notowanych na regulowanym rynku pozagiełdowym lub nienotowane  
 G. Akcje NFI  
 H. Certyfikaty inwestycyjne
- 0,3% (7) P. Listy zastawne
- 0,3% (8) T. Inne inwestycje zagraniczne

Źródło: UKNF. Dane na koniec kwietnia 2011 r.

## Główne powiązania sektorowe

Tabela 10. Zagregowany portfel inwestycyjny sektora OFE w kolejnych kwartałach (mld zł)

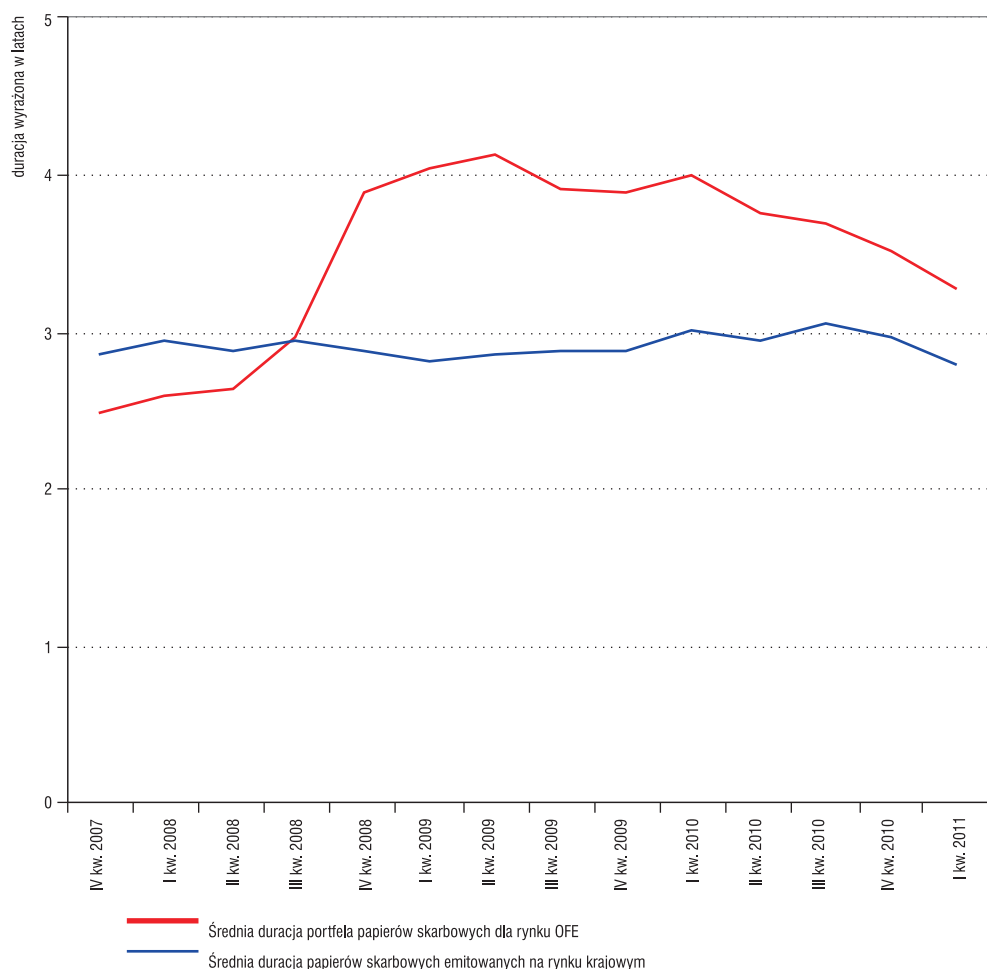
Okres	I kw. 09	II kw. 09	III kw. 09	IV kw. 09	I kw. 10	II kw. 10	III kw. 10	IV kw. 10	I kw. 11
Portfel inwestycyjny ogółem	137,7	152,8	167,9	179,0	192,2	193,1	212,5	221,5	230,7
Dłużne papiery wartościowe	104,9	110,4	116,2	119,7	124,4	124,9	131,0	131,7	137,4
Udziałowe papiery wartościowe	28,4	37,6	47,0	54,6	62,9	63,0	71,9	80,7	85,4

Źródło: UKNF, Dane na koniec okresu

Papiery wartościowe emitowane przez Skarb Państwa stanowią 94% wartości portfela instrumentów dłużnych OFE

W zgodzie z obowiązującymi do końca kwietnia 2011 r. zasadami funkcjonowania sektora OFE instrumenty dłużne stanowią podstawowy składnik portfela inwestycyjnego. OFE inwestują głównie na rynku emitowanych przez Skarb Państwa – na koniec I kw. 2011 r. udział papierów innych emitentów w zagregowanym portfelu instrumentów dłużnych wynosił zaledwie ok. 5,5%. Jednocześnie inwestycje zagraniczne nie przekraczały 0,5% całości portfela dłużnego.

Rysunek 45. Duracja portfela papierów skarbowych OFE w kolejnych kwartałach na tle średniej rynkowej



Źródło: UKNF, Ministerstwo Finansów. Dane na koniec okresu



Należy przy tym zaznaczyć, że sektor OFE był w ostatnich latach aktywnym uczestnikiem rynku papierów skarbowych nie tylko ze względu na regularnie zgłaszany popyt o znacznej skali, ale również ze względu na dostosowywanie ekspozycji portfeli do sytuacji rynkowej. W czasie kryzysu lat 2008-2009 zarządzający funduszami znacząco zwiększyli przeciętną zapadalność instrumentów w portfelach OFE i w połowie 2009 r. średnia duracja była niemal o 1,3 roku większa od średniej rynkowej (Rysunek 45). Przy relatywnie stabilnej strukturze terminowej wyemitowanych przez Skarb Państwa instrumentów oznacza to, że OFE przejęły od innych uczestników rynku część likwidowanych przez nich pozycji w instrumentach o bardziej odległej zapadalności. Efekt ten niewątpliwie przyczynił się do amortyzacji szoków na tym rynku w okresie światowego kryzysu<sup>34</sup>.

**Stabilizująca rola systemu OFE na rynku papierów skarbowych**

#### ***Ramka 5. Rola sektora OFE na rynku akcji***

Zgodnie z polityką lokacyjną OFE, która jest unormowana w ustawie, podmioty te są aktywnymi uczestnikami krajowego rynku instrumentów udziałowych. Tym niemniej dobór pozycji zajmowanych przez konkretne fundusze w poszczególnych okresach wynika z obranej przez dane PTE strategii inwestycyjnej, są autonomiczną decyzją zarządzających funduszami i wynika z oczekiwań co do przyszłego rozwoju sytuacji na rynkach finansowych.

Ze względu na bardziej odległy od większości innych uczestników rynku horyzont inwestycyjny, kolektywnie system OFE pełni istotną rolę stabilizacyjną na krajowym rynku akcji. Rola ta była szczególnie dobrze widoczna na okresie kryzysu lat 2008-2009.

W czasie największego załamania koniunktury na rynkach globalnych na przełomie 2008 i 2009 roku popyt ze strony OFE na krajowym rynku akcji stanowił znaczną część zrealizowanego obrotu. Przyjmując, że stabilność rynku finansowego oznacza stan, kiedy pełni on swoją podstawową funkcję w sposób ciągły i efektywny nawet w razie wystąpienia nieoczekiwanych i niekorzystnych zaburzeń o znacznej skali, należy stwierdzić, że obecność sektora OFE jest istotna dla stabilnego funkcjonowania krajowego rynku akcji.

Nabywanie akcji w czasie kryzysu przez OFE było z perspektywy czasu można ocenić, że powiększenie zaangażowania na rynku akcji było decyzją trafną i korzystną z punktu widzenia przyszłych emerytów.

Jednym z kierunkowych założeń obecnej korekty funkcjonowania systemu emerytalnego jest uznanie znaczenia inwestycji w akcje dla odpowiednio wysokiej oczekiwanej stopy zwrotu z portfela emerytalnego oraz związane z tym trzymanie roli OFE jako podmiotów prowadzących inwestycje na rynku instrumentów udziałowych w imieniu przyszłych emerytów.

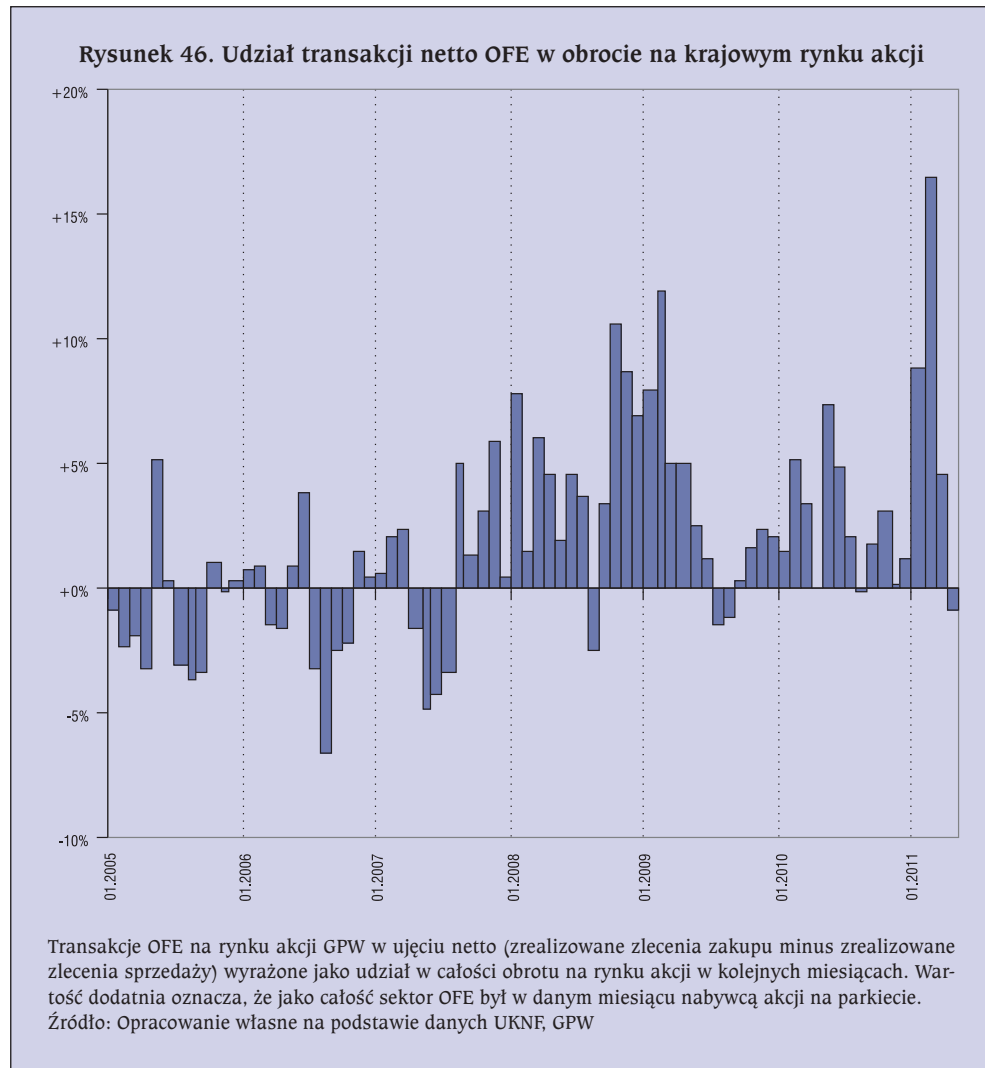
**OFE są aktywnym uczestnikiem krajowego rynku instrumentów udziałowych**

**W okresie największej dekoniunktury na krajowym rynku akcji popyt ze strony OFE pełnił funkcję stabilizującą na rynku akcji**

**Nowe zasady funkcjonowania II filaru zachowują rolę systemu OFE na rynku instrumentów udziałowych**

<sup>34</sup> UKNE, Informacja o działalności inwestycyjnej funduszy emerytalnych w okresie 28.09.2007 – 30.09.2010, Warszawa 2011.





### Zmiana zasad funkcjonowania II filaru zabezpieczenia emerytalnego

**Wprowadzona w życie od 1 maja br. korekta funkcjonowania systemu obejmuje m.in. udział OFE w przekazywanej składce**

Wprowadzona w życie od 1 maja br. korekta reformy emerytalnej<sup>55</sup> w istotny sposób wpłynie na rolę, jaką OFE pełnią na krajowym rynku finansowym. Najważniejsze modyfikacje dotyczą zmniejszenia składki przekazywanej do OFE oraz zmiany charakteru samych funduszy i realizowanej przez nie strategii inwestycyjnej na rynku kapitałowym.

Zgodnie z zapisami ustawy część składki na ubezpieczenie emerytalne, która jest wydzielona na II filar i która do tej pory była w całości przekazywana do OFE, jest obecnie przekazywana do ZUS. Według harmonogramu przekazywania składki proporcja środków przekazywanych do ZUS będzie się zmieniać od ok. 68% składki w ramach II filaru w kolejnych miesiącach roku 2011 (5,0% podstawy składki ZUS, 2,3% OFE) do ok. 52% w roku 2017 i latach następnych. Oznacza to, że jednocześnie o taką proporcję spadnie udział środków przekazywanych do

<sup>55</sup> Ustawa z dnia 25 marca 2011 r. o zmianie niektórych ustaw związanych z funkcjonowaniem systemu ubezpieczeń społecznych (Dz.U. z 2011 r., Nr 75, poz. 398).

OFE. Składki ewidencjonowane w ZUS będą podlegały waloryzacji według średniego nominalnego wzrostu polskiego PKB w okresie 5 lat.

Głównym celem wprowadzonych zmian jest zmniejszenie strumienia środków kierowanych do OFE i ograniczenie tempa przyrostu długu publicznego.

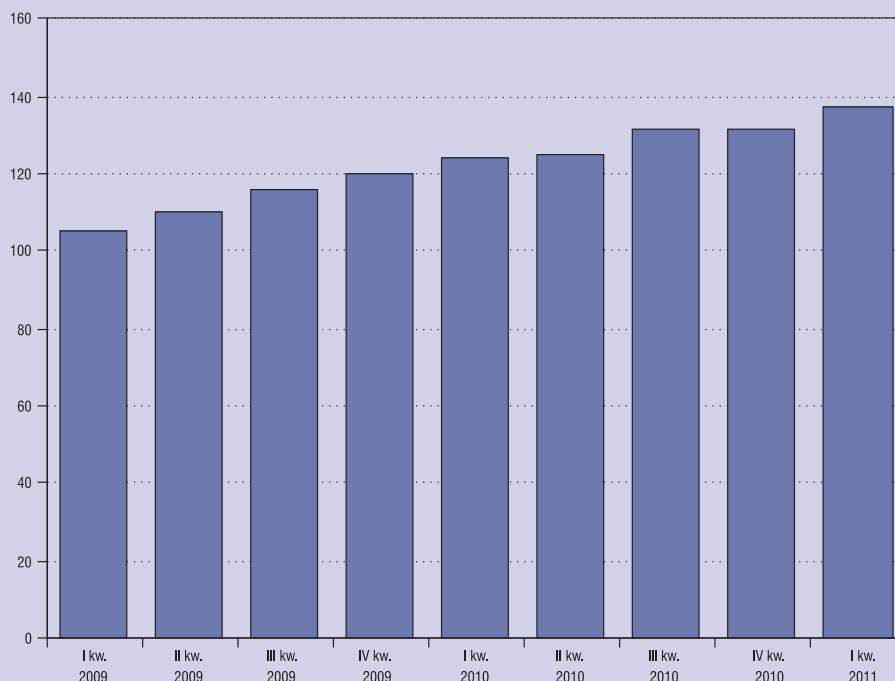
Głównym celem zmian jest ograniczenie przyrostu długu publicznego

Zgodnie z przyjętymi założeniami udział instrumentów udziałowych w aktywach całego II filaru systemu emerytalnego (uwzględniających zarówno część zewidencjonowaną w ZUS, jak i OFE) nie będzie niższy, niż dotychczas i do 2020 r. osiągnie poziom powyżej 40%. Oznacza to, że portfel lokat OFE będzie zawierał większą niż obecnie proporcję instrumentów udziałowych. W związku z tym, jednocześnie z ograniczeniem skali dopływu środków do OFE, zwiększone zostały limity na inwestycje na rynku akcji.

### Ramka 6. Nowa rola sektora OFE na rynku instrumentów dłużnych

Dotychczasowa rola popytu ze strony sektora OFE na polskim rynku papierów dłużnych wiązała się ściśle z jego stabilnym charakterem. Stały strumień środków ze składek do OFE był systematycznie alokowany głównie na rynku papierów skarbowych. Skala tego popytu była w niewielkim stopniu skorelowana z trendami na rynkach światowych, które mają istotny wpływ na pozycje zajmowane przez innych uczestników rynku, w tym zwłaszcza inwestorów zagranicznych.

Rysunek 47. Saldo inwestycji OFE na rynku instrumentów dłużnych (mld zł)



W ciągu 2 lat, od końca I kw. 2009 r. wartość bilansowa ekspozycji sektora OFE na rynku instrumentów dłużnych wzrosła o ok. 32,4 mld zł.

Źródło: UKNF

Szacowany popyt ze strony OFE działających według nowych zasad na rynku instrumentów dłużnych będzie znikomy

Zgodnie z założeniami korekty funkcjonowania systemu emerytalnego popyt OFE na rynku instrumentów dłużnych zostanie obecnie znacząco obniżony. Tabela 11 przedstawia prognozę skali i struktury popytu OFE na rynku kapitałowym w kolejnych latach:

Tabela 11. Prognoza popytu OFE na rynku kapitałowym w kolejnych latach (mld zł)

Rok	Popyt OFE na akcje	Popyt OFE na obligacje
2012	8,0	0,2
2013	9,6	1,1
2014	11,2	1,4
2015	11,2	3,0
2016	12,3	2,8
2017	14,0	2,8
2018	15,2	2,2
2019	16,4	1,5
2020	17,6	0,7

Źródło: Uzasadnienie do ustawy o zmianie niektórych ustaw związanych z funkcjonowaniem systemu ubezpieczeń społecznych (druk sejmowy nr 3946)

Spadek popytu ze strony OFE będzie równoważony przez zmniejszone potrzeby pożyczkowe państwa

Jak wskazano wyżej, rezultatem korekty systemu emerytalnego będzie między innymi zmniejszenie potrzeb pożyczkowych państwa. Co do skali będzie to efekt porównywalny do zmniejszenia popytu ze strony systemu OFE na rynku papierów skarbowych. W związku z tym można założyć, że **wpływ wprowadzanych zmian na rynek papierów skarbowych będzie neutralny** (patrz sekcja 3.4.2).

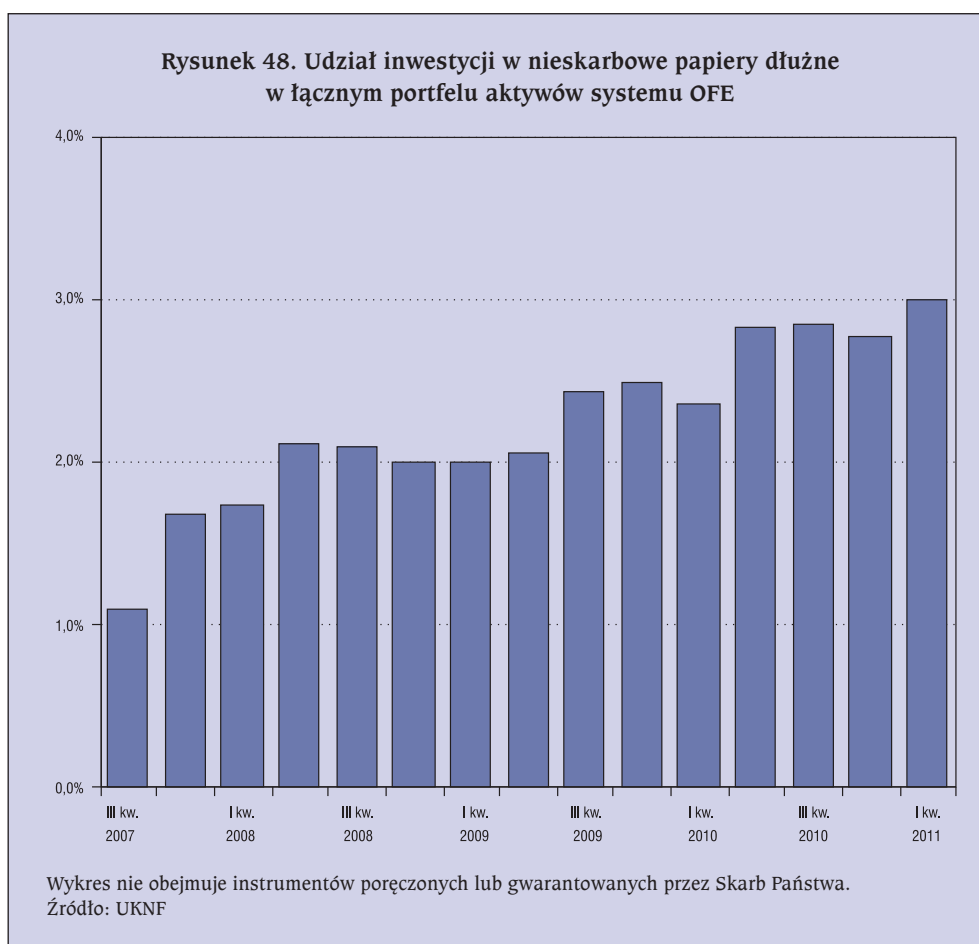
Zmiana charakteru OFE może mieć również wpływ na inwestycje na rynku papierów nieskarbowych

Należy jednocześnie zauważyć, że pomimo większego zaangażowania ostatnio, udział nieskarbowych papierów dłużnych (to jest takich, dla których Skarb Państwa RP nie jest emitentem, poręczycielem ani gwarantem) w portfelu OFE pozostaje niewielki – patrz Rysunek 48.

Niewielka skala inwestycji o tym charakterze oznacza, że nie będą one istotne przy szacowaniu wpływu zmian w funkcjonowaniu systemu emerytalnego na oczekiwane, długoterminowe stopy zwrotu OFE.

Inwestycje OFE w nowe emisje będzie utrudniona

Z drugiej strony należy zauważyć, że **wprowadzone zmiany nie uwzględnią bodźców do rozwoju inwestycji w tym segmencie rynku kapitałowego**. Przyjmując wskazane wyżej założenia dotyczące przyszłej polityki inwestycyjnej OFE oraz kształtowania się ich portfeli, możliwość lokowania w nowe emisje nieskarbowe będzie związana z koniecznością przebudowy istniejącego portfela instrumentów dłużnych, na przykład w drodze likwidacji części dotychczasowych inwestycji.



Należy podkreślić, że przyszłe funkcjonowanie systemu OFE według nowych zasad może być obecnie jedynie przedmiotem szacunków i prognoz. Niepewność dotyczy w szczególności faktycznego zakresu oraz charakteru dostosowania polityki inwestycyjnej poszczególnych OFE do nowych warunków działania, i na ile będzie ona zgodna z założonymi intencjami przekształcenia tych podmiotów w fundusze o wysokim udziale inwestycji udziałowych.

Ocena wpływu zmian będzie możliwa po dostosowaniu polityki lokacyjnej OFE do nowych zasad

Istotny wpływ na realizowane w praktyce przez OFE strategie inwestycyjne będzie miała również zapowiadana ustawa regulująca zasady oceny efektywności prowadzonej przez OFE polityki inwestycyjnej (zagadnienie tzw. benchmarku). Należy również oczekiwać w niedalekiej przyszłości rozstrzygnięć na forum europejskim, które mogą potencjalnie mieć istotny wpływ na zmianę obowiązujących OFE limitów dotyczących lokat oraz faktycznie realizowaną przez OFE politykę inwestycyjną.

Można oczekiwać kolejnych, istotnych zmian w zasadach funkcjonowania II filaru

### 3.3.2 Trzeci filar zabezpieczenia emerytalnego

Trzeci filar zabezpieczenia społecznego obejmuje obecnie pracownicze programy emerytalne oraz indywidualne konta emerytalne. W porównaniu z obowiązkowym systemem zabezpieczenia emerytalnego (II filar), na III filar składają się długoterminowe formy oszczędzania dobrowolnego, które wyróżniają się sprecyzowanym celem oraz obecnością zwolnień podatkowych.

Znaczenie III filaru zabezpieczenia emerytalnego dla funkcjonowania krajowego rynku finansowego jest znikome

Niewielka liczba uczestników jak i skromna (w skali innych sektorów czy też II filaru zabezpieczenia emerytalnego) suma aktywów zgromadzonych w ramach III filaru wskazują, że dotychczasowe rozwiązania i zachęty dotyczące gromadzenia dodatkowych środków na przyszłą emeryturę nie są wystarczająco efektywne<sup>36</sup>. W związku z tym znaczenie tego segmentu dla stabilności rynku finansowego jako całości jest obecnie znikome.

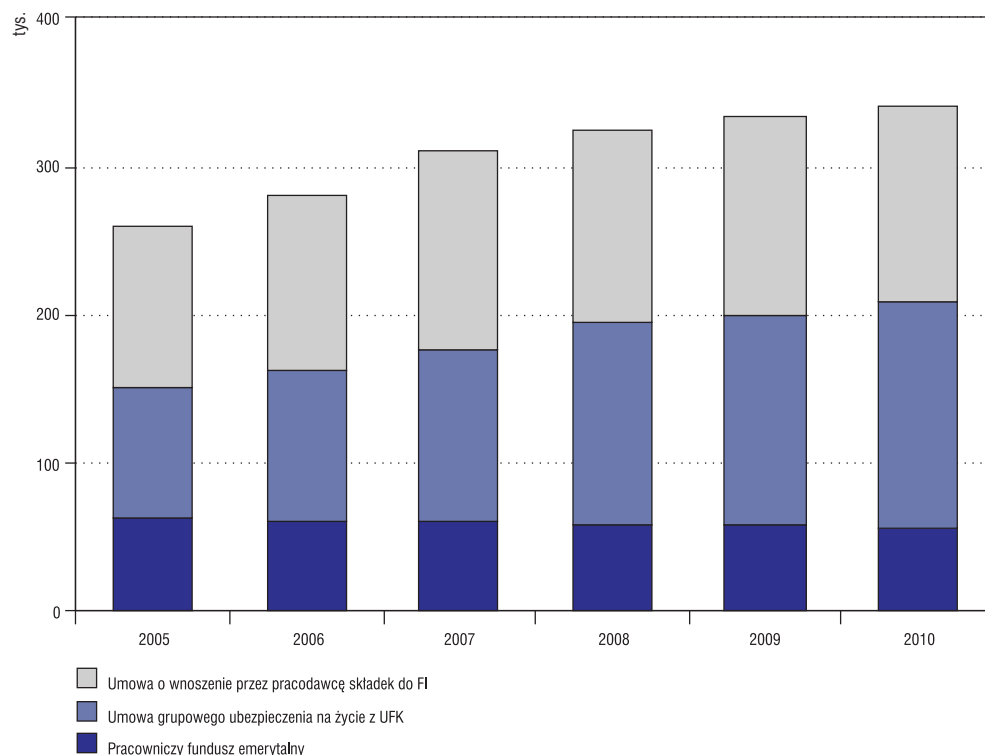
### Pracownicze programy emerytalne (PPE)

PPE mogą być prowadzone w czterech różnych formach

Pracownicze programy emerytalne prowadzone są obecnie w formie pracowniczego funduszu emerytalnego, umowy o wnoszenie przez pracodawcę składek pracowników do funduszu inwestycyjnego lub umowy grupowego ubezpieczenia na życie z ubezpieczeniowym funduszem kapitałowym. Dotychczas nie utworzono PPE w formie zarządzania zagranicznego, która jest czwartą dozwoloną przez polskie prawo formą prowadzenia pracowniczych programów emerytalnych.<sup>37</sup>

Na koniec pierwszego kwartału 2011 r. funkcjonowało 1108 pracowniczych programów emerytalnych, o pięć programów mniej niż na koniec roku 2010 i jedynie o dziewięć więcej niż na koniec 2009 roku. Świadczyć to może o nasyceniu rynku PPE.

Rysunek 49. Liczba uczestników różnych form PPE



Źródło: UKNF. Dane na koniec okresu

<sup>36</sup> Wg danych GUS na koniec grudnia 2010 r. łączna liczba osób pracujących w gospodarce narodowej wynosiła ok. 16 406 000 osób. Zatem mniej niż 1 osoba na 20 osób pracujących ma IKE, i tylko ok. 1 osoba na 50 uczestniczy w jakiejś formie PPE.

<sup>37</sup> Art. 6 ust. 1 ustawy z dnia 20 kwietnia 2004 r. o pracowniczych programach emerytalnych (Dz.U. z 2004 r. Nr 116, poz. 1207 z późn. zm.).

Zgodnie z danymi za rok 2010, łączna wartość aktywów zgromadzonych w PPE wyniosła 6,3 mld zł, z czego w PPE prowadzonych w formie pracowniczego funduszu emerytalnego – 1,6 mld zł, w formie umowy o wnoszenie przez pracodawcę składek do funduszu inwestycyjnego – 2,9 mld zł, a jako umowa grupowego ubezpieczenia na życie z UFK – 1,8 mld zł. Łączna wartość aktywów wzrosła w ciągu roku o 1,3 mld zł, czyli o 25,8%, z czego wpływy netto (wpływy nowych środków pomniejszone o wypływy kwot z PPE) stanowiły ok. 0,74 mld zł. Warto nadmienić, że w ramach wypłat transferowych uczestnicy pracowniczych programów emerytalnych przenieśli w 2010 r. ok. 110 mln zł na indywidualne konta emerytalne.

### Indywidualne konta emerytalne (IKE)

IKE są w istocie szczególną formą długoterminowego oszczędzania, która może być – zgodnie z ustawą<sup>38</sup> – prowadzona na podstawie umowy zawartej z funduszem inwestycyjnym, z podmiotem prowadzącym działalność maklerską o prowadzenie rachunku papierów wartościowych, z zakładem ubezpieczeń (umowa ubezpieczenia na życie z UFK) lub z bankiem o prowadzenie rachunku bankowego<sup>39</sup>. Ze swojej natury IKE mają zatem charakter międzysektorowy *par excellence*, a kryterium zaliczenia aktywów do systemu zabezpieczenia emerytalnego jest nie tyle charakter i przynależność podmiotu finansowego do danego sektora rynku, lecz obrany przez klienta cel inwestycyjny (czyli oszczędzanie na emeryturę).

IKE to szczególna forma długoterminowego oszczędzania, która może być związana z produktami oferowanymi przez podmioty z różnych sektorów rynku finansowego

Limit wpłat na IKE w roku kalendarzowym wynosi trzykrotność przeciętnego prognozowanego wynagrodzenia miesięcznego w gospodarce narodowej na dany rok, określonego w ustawie budżetowej. Jeżeli oszczędzający posiada tylko jedno IKE, środki na nim gromadzone objęte są zwolnieniem z podatku od zysków kapitałowych.

Na koniec 2010 r. IKE były oferowane przez 12 zakładów ubezpieczeń na życie, 16 towarzystw funduszy inwestycyjnych, 6 podmiotów prowadzących działalność maklerską, 8 banków komercyjnych, 1 bank spółdzielczy oraz banki spółdzielcze zrzeszone w 3 bankach zrzeszających. Podmioty te prowadziły łącznie około 792 tysiące indywidualnych kont emerytalnych (najwięcej, bo ponad 579 tysięcy zakłady ubezpieczeń), na których zgromadzono aktywa o łącznej wartości ok. 2,73 mld zł (zakłady ubezpieczeń posiadają również najwięcej zgromadzonych aktywów, ok. 1,17 mld zł, ale niewiele mniej środków – 0,97 mld zł zainwestowanych jest w TFI, które posiadają ponad trzy razy mniej indywidualnych kont emerytalnych).

Od roku 2008 liczba prowadzonych kont systematycznie się zmniejsza – na koniec 2010 r. prowadzonych było około 17 tysięcy mniej IKE niż na koniec 2009 r. (spadek o 2,1%). Warto przy tym zauważyć, że wskaźnik kont aktywnych

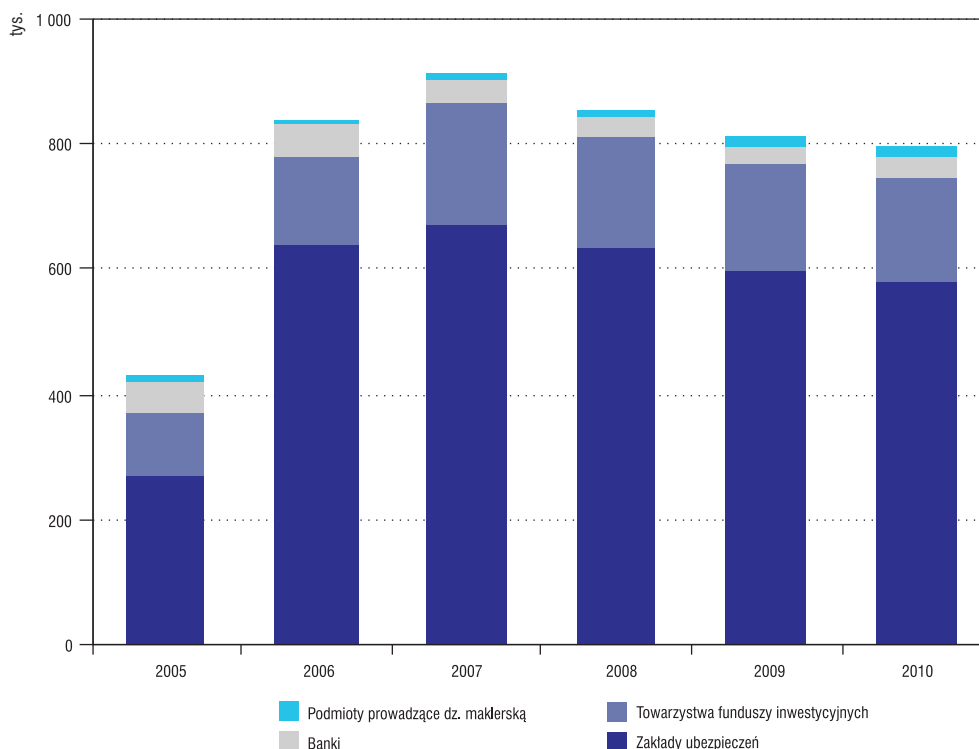
Liczba IKE od kilku lat zmniejsza się

<sup>38</sup> Art. 8 ust. 1 ustawy z dnia 20 kwietnia 2004 r. o indywidualnych kontach emerytalnych (Dz.U. z 2004 r. Nr 116, poz. 1205 z późn. zm.).

<sup>39</sup> Od 1 stycznia 2012 r. również na podstawie umowy zawartej z dobrowolnym funduszem emerytalnym.

(tzn. takich, na które dokonano przynajmniej jednej wpłaty w danym okresie) jest stosunkowo niewielki, a dodatkowo cechuje go również tendencja spadkowa. O ile na koniec roku 2007 aktywnych było ok. 40% IKE, to na koniec roku 2010 było to jedynie niecałe 32% kont. Jedynymi instytucjami, które odnotowują wzrost liczby prowadzonych kont są podmioty prowadzące działalność maklerską. Podmioty te znacząco różnią się od innych instytucji również pod względem przeciętnej wysokości środków zgromadzonych na IKE – w 2010 roku było to 20,2 tys. zł, przy 9,7 tys. zł w bankach, 5,8 tys. zł w TFI i jedynie 2 tys. zł w zakładach ubezpieczeń, grupie posiadającej najwięcej IKE.

Rysunek 50. Liczba prowadzonych IKE



Źródło: UKNF. Dane na koniec okresu

Nowe inicjatywy  
zmierzają do  
popularyzacji  
oszczędzania  
w ramach III filaru

#### *Ramka 7. IKZE – nowa forma oszczędzania w ramach III filaru systemu zabezpieczenia emerytalnego*

Ze względu na fakt, że popularność istniejących form oszczędzania w ramach III filaru zabezpieczenia emerytalnego okazała się dotychczas niewielka, w ramach korekty reformy systemu ubezpieczeń społecznych wprowadzone zostało dodatkowe rozwiązanie w formie Indywidualnego Konta Zabezpieczenia Emerytalnego (IKZE), stanowiące instytucjonalne wsparcie dla indywidualnej zapobiegliwości obywateli. Przepisy dotyczące IKZE wchodzi w życie 1 stycznia 2012 r. Dotychczasowe rozwiązania w formie PPE i IKE pozostaną dostępne<sup>1</sup>.



Podobnie jak IKE, IKZE będzie prowadzone na podstawie umowy: zawartej z funduszem inwestycyjnym, z dobrowolnym funduszem emerytalnym, z podmiotem prowadzącym działalność maklerską o prowadzenie rachunku papierów wartościowych, z zakładem ubezpieczeń (umowa ubezpieczenia na życie z UFK) lub z bankiem o prowadzenie rachunku bankowego.

Zasady funkcjonowania IKZE nie przewidują w okresie oszczędzania wypłaty środków zgromadzonych na tym koncie. W konsekwencji przyjęto, że opodatkowaniu będzie podlegał zwrot całkowity z IKZE, wypłata z tego konta po zakończeniu okresu oszczędzania oraz wypłata środków zgromadzonych przez oszczędzającego na IKZE na rzecz osoby uprawnionej na wypadek śmierci oszczędzającego. Zwolniono natomiast z opodatkowania wypłaty transferowe środków zgromadzonych przez oszczędzającego między instytucjami prowadzącymi IKZE oraz wypłaty transferowe dokonane na IKZE osoby uprawnionej na wypadek śmierci oszczędzającego.

Rozwiązaniem bardziej korzystnym, w porównaniu do IKE, jest możliwość odliczenia wpłaty na IKZE od podstawy opodatkowania podatkiem dochodowym od osób fizycznych. Roczne wpłaty dokonywane na IKZE nie mogą przekroczyć 4% podstawy wymiaru składki na ubezpieczenie emerytalne, ustalonej dla oszczędzającego za rok poprzedni, nie więcej jednak niż 4% kwoty ograniczenia rocznej podstawy wymiaru składek na ubezpieczenia emerytalne i rentowe. W przypadku, gdy wpłata nie przekracza 4% równowartości 12-krotności minimalnego wynagrodzenia za pracę w poprzednim roku kalendarzowym, w danym roku kalendarzowym oszczędzający może dokonać wpłaty do tej wysokości.

Wypłata zgromadzonych środków nastąpić może po osiągnięciu przez oszczędzającego wieku 65 lat oraz pod warunkiem dokonywania wpłat na IKZE co najmniej w 5 latach kalendarzowych. Środki mogą być wypłacone jednorazowo lub w ratach. Wypłata w ratach następuje przez co najmniej 10 lat. Jeżeli wpłaty były dokonywane przez mniej niż 10 lat, wypłata w ratach może być rozłożona na czas równy okresowi, w jakim dokonywane były wpłaty.

Intencją tych zmian jest skłonienie większej liczby osób do systematycznego, długoterminowego oszczędzania. Jak wskazano wcześniej, polski rynek finansowy cechuje się niewystarczającą bazą oszczędności o długim kontraktowym terminie zapadalności.

<sup>1</sup> Co więcej, zgodnie z art. 4 ustawy z dnia 25 marca 2011 r. o zmianie niektórych ustaw związanych z funkcjonowaniem systemu ubezpieczeń społecznych (Dz.U. z 2011 r. Nr 75 poz. 398) krąg podmiotów uprawnionych do prowadzenia IKE został rozszerzony o powszechnie towarzystwa emerytalne.

**Konstrukcja IKZE jest podobna do IKE, zostały one jednak wyposażone w dodatkowe zachęty fiskalne**

### 3.4 Rynek kapitałowy

#### *Cykliczne publikacje UKNF dotyczące sektora*

Opracowania dotyczące funkcjonowania podmiotów rynku kapitałowego są publikowane przez UKNF w cyklu półrocznym

**Raport dotyczący sytuacji finansowej domów maklerskich**

**Raport dot. sytuacji finansowej towarzystw funduszy inwestycyjnych**

[http://www.knf.gov.pl/opracowania/rynek\\_kapitalowy/raporty\\_i\\_opracowania/raporty\\_i\\_opracowania.html](http://www.knf.gov.pl/opracowania/rynek_kapitalowy/raporty_i_opracowania/raporty_i_opracowania.html)

Ponadto Urząd publikuje szczegółowe informacje dotyczące podmiotów rynku kapitałowego w formie zbiorczych arkuszy kalkulacyjnych

**Wybrane informacje dot. działalności podmiotów rynku kapitałowego**

[http://www.knf.gov.pl/opracowania/rynek\\_kapitalowy/dane/dane\\_o\\_rynku/dane\\_roczne.html](http://www.knf.gov.pl/opracowania/rynek_kapitalowy/dane/dane_o_rynku/dane_roczne.html)

Dodatkowo UKNF prezentuje coroczną informację o wartości ofert publicznych na krajowym rynku akcji

**Wartość ofert publicznych**

[http://www.knf.gov.pl/opracowania/rynek\\_kapitalowy/dane/wartosc\\_ofert/Wartosc\\_ofert\\_publicznych.html](http://www.knf.gov.pl/opracowania/rynek_kapitalowy/dane/wartosc_ofert/Wartosc_ofert_publicznych.html)

**Funkcja rynku kapitałowego to mobilizacja kapitału, jego alokacja i transformacja, oraz wycena instrumentów finansowych**

Rola rynku kapitałowego w gospodarce jest związana z następującymi jego funkcjami: mobilizacji kapitału, alokacji, transformacji kapitału oraz wyceny instrumentów finansowych<sup>40</sup>.

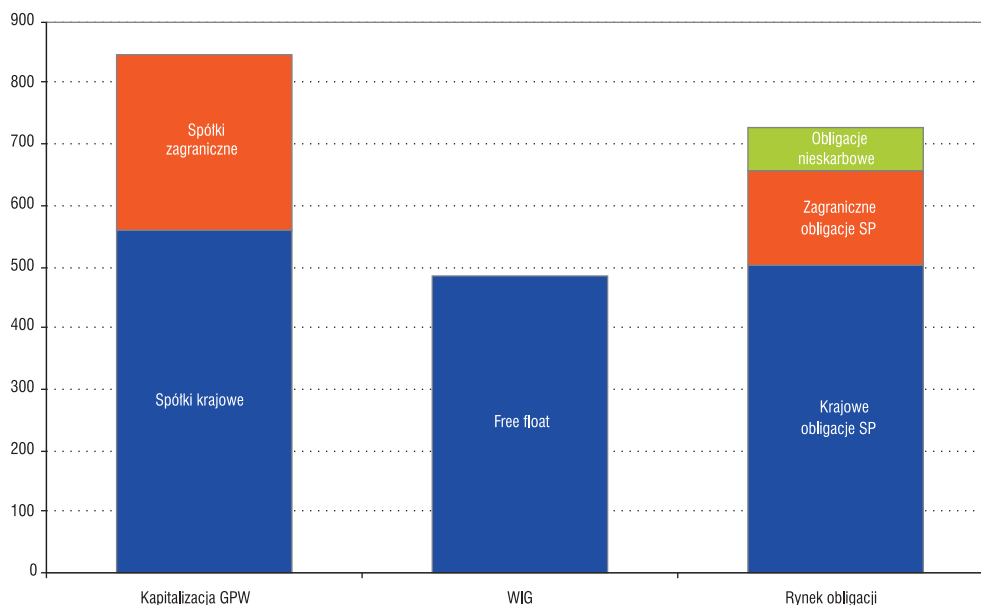
Podstawowymi klasami instrumentów rynku kapitałowego są instrumenty udziałowe oraz instrumenty dłużne, a rynki, na których obraca się tymi instrumentami stanowią dwa główne segmenty. W przeciwieństwie do instrumentów dłużnych, obrót którymi odbywa się w większości poza rynkiem regulowanym, rynek akcji jest organizowany przez wyspecjalizowane podmioty, które są jednocześnie ważnymi instytucjami rynku kapitałowego.

W ramach krajowego rynku instrumentów udziałowych instrumenty inne niż akcje spółek publicznych odgrywają marginalną rolę, a obrót nimi nie podlega rygorom informacyjnym i nadzorczym.

Osobny segment finansowych instrumentów pochodnych odgrywa istotną rolę na rynku finansowym. Obrót niektórymi typami instrumentów tego typu odbywa się na rynku regulowanym (w szczególności obrót kontraktami terminowymi). Zgodnie z propozycjami regulacyjnymi przedstawionymi w Rozdziale 4.3 na niektóre inne instrumenty pochodne może również zostać nałożony reżim podobny do rynku regulowanego polegający na obowiązku zawierania transakcji z tzw. centralnym partnerem.

<sup>40</sup> K. Stopczyński, „Funkcjonowanie i rozwój rynku kapitałowego”, w: Rynek kapitałowy – mechanizm, funkcjonowanie, podmioty, red. T. Bernat, PTE, Szczecin 2004, s. 76.

Rysunek 51. Porównanie poszczególnych segmentów rynku kapitałowego (mld zł)



Źródło: Ministerstwo Finansów, GPW, Bloomberg, Fitch. Dane na koniec I kw. 2011 r.

Podmioty rynku kapitałowego pełnią istotną rolę w zabezpieczeniu obrotu. W odróżnieniu od innych sektorów rynku finansowego, instrumenty będące przedmiotem obrotu za pośrednictwem lub przy udziale podmiotów rynku kapitałowego nie są, lub są w niewielkim stopniu obciążone ryzykiem związanym z wypłacalnością tych podmiotów. W związku z tym kontrybucja instytucji tego sektora do ryzyka dla stabilności systemu finansowego jako całości jest znikoma.

**Kontrybucja instytucji rynku kapitałowego do ryzyka systemowego krajowego rynku finansowego jest znikoma**

### 3.4.1 Rynek instrumentów udziałowych (akcji)

Rynek akcji stanowi kluczowy segment rynku kapitałowego w Polsce, przewyższając swoją kapitalizacją zarówno wartość rynku obligacji Skarbu Państwa, jak i rynku nieskarbowych instrumentów dłużnych. Z kolei biorąc pod uwagę sam tzw. *free float*<sup>41</sup> warszawskiej giełdy, największego znaczenia nabiera rynek instrumentów dłużnych, przy zdecydowanie największym udziale obligacji Skarbu Państwa.

**Pod względem łącznej kapitalizacji rynek akcji jest największym segmentem polskiego rynku kapitałowego**

#### Indeksy rynku akcji

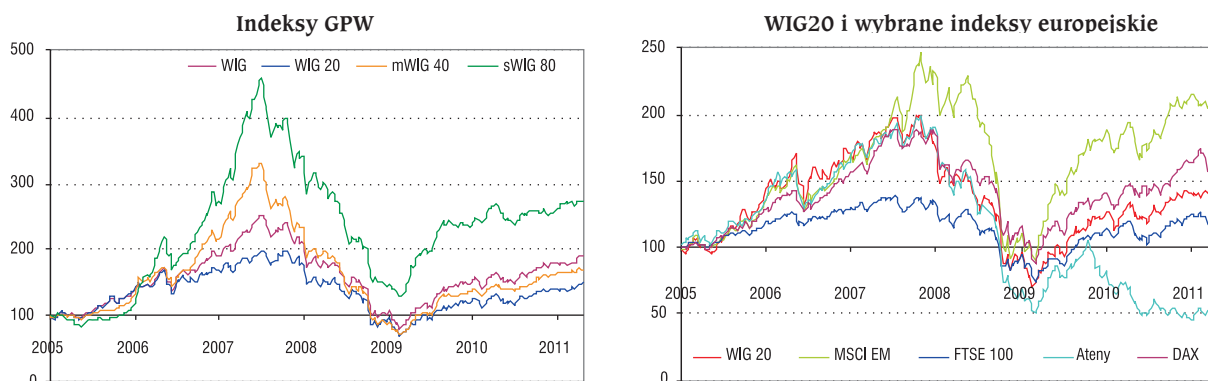
Syntetyczny obraz ryzyka rynkowego pokazują indeksy rynkowe, które ukazują systematyczną część ryzyka związanego z inwestycjami w instrumenty udziałowe. Na polskim rynku akcji największą zmiennością charakteryzuje się indeks dotyczący spółek małych (sWIG80), a najbardziej stabilny jest indeks skupiający największe spółki notowane na warszawskim parkiecie (WIG20), którego zmienność jest mniejsza nawet od szerokiego indeksu giełdowego WIG.

Zestawiając indeks WIG20 z innymi europejskimi indeksami giełdowymi, można zauważyć, że aż do początku roku 2009 zachowywał się on podobnie jak indeks

<sup>41</sup> *Free float* oznacza akcje będące w wolnym obrocie giełdowym – w posiadaniu drobnych (posiadających do 5% akcji spółki) akcjonariuszy.

ateński, a w okresie pokryzysowym jego notowania wzrastały bardziej dynamicznie niż indeks rynku niemieckiego DAX.

Rysunek 52. Wartości indeksów GPW i wybranych indeksów europejskich

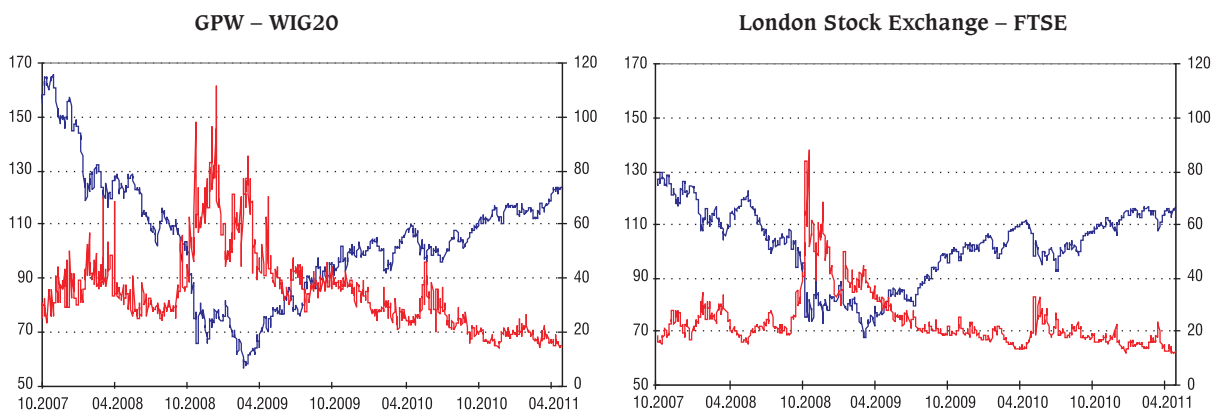


Wartości na początku roku 2005 = 100%.  
 Źródło: Bloomberg. Dane na koniec kwietnia 2011 r.

**Zmienność notowań na GPW większa niż w przypadku bardziej rozwiniętych rynków**

Notowania na GPW cechują się większą zmiennością niż na giełdach rynków rozwiniętych, co można zaobserwować zestawiając implikowane zmienności indeksu WIG20 i indeksu FTSE, reprezentującego rynki dojrzałe<sup>42</sup>. Przy spadkach indeksów podczas kryzysu finansowego, skoki zmienności implikowanej na GPW były o wiele większe niż dla giełdy londyńskiej, a także dla pozostałych dużych giełd europejskich (warto dodać, że główne giełdy europejskie cechują się wskaźnikami zmienności o zbliżonej amplitudzie do LSE).

Rysunek 53. Zestawienie poziomu indeksu i implikowanej zmienności



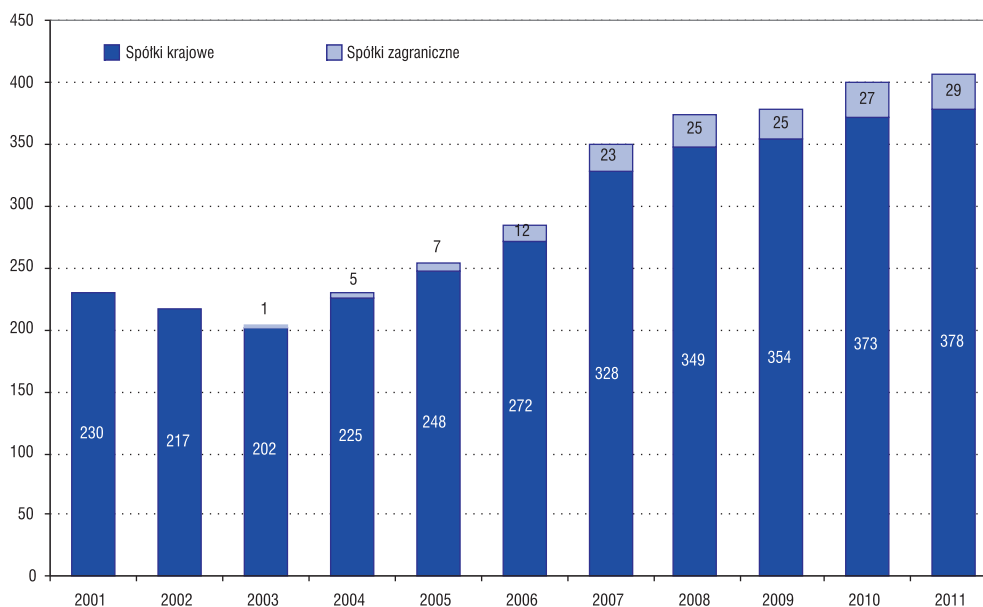
Wartości w dniu 15 września 2008 roku = 100. Poziom indeksu – granatowa linia, zmienność implikowana – czerwona linia.  
 Źródło: Bloomberg. Dane na koniec kwietnia 2011 r.

<sup>42</sup> Zmienność implikowana oszacowana została na podstawie 30-dniowych opcji *at-the-money*.

## Spółki publiczne

Na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie na koniec kwietnia 2011 r. notowanych było 407 spółek, o 28 więcej niż na koniec roku 2009. Od roku 2004 na giełdzie debiutuje przeciętnie 39 spółek rocznie – rekordowym pod tym względem był rok 2007 (81 debiutów). Rok 2008 przyniósł znaczne spadki wycen spółek i zaledwie 33 przedsiębiorstwa zdecydowały się na debiut na giełdzie w tak trudnym okresie dla rynku kapitałowego. W roku 2009 zadebiutowało jeszcze mniej, jedynie 13 spółek. Niestabilność rynków spowodowała, że spółki przesunęły w czasie wprowadzenie swoich akcji na rynek giełdowy. Wartościowo, za rynek IPO<sup>43</sup> odpowiada kilka dużych i prestiżowych debiutów, które stanowią zdecydowaną większość (ok.75-80%) łącznej wielkości pierwszych publicznych emisji. Obraz sytuacji spółek występujących na GPW uzupełnia fakt, że przeciętnie 10 spółek rocznie rezygnuje z notowań na giełdzie.

Rysunek 54. Liczba spółek notowanych na GPW



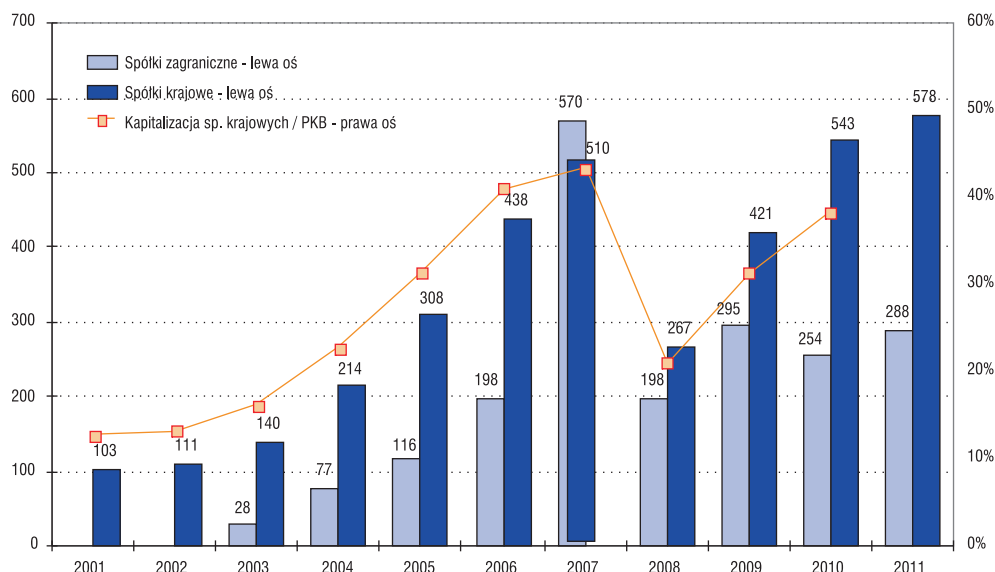
Źródło: GPW. Stan na koniec kwietnia 2011 r.

Kapitalizacja spółek notowanych na GPW po spadku o 57% na koniec roku 2008 (w stosunku do końca roku poprzedniego) stopniowo wzrasta i na koniec kwietnia 2011 r. wyniosła 865,3 miliardów zł, o 20% mniej niż na koniec roku 2007. Warto zauważyć, że obecnie, jak i w latach przed kryzysem, kapitalizację giełdy cechuje szybszy wzrost w stosunku do wzrostu gospodarczego. Stosunek kapitalizacji do PKB, po znacznym spadku w roku 2008, wynosił na koniec 2010 roku 38,4% i po szybkim odrobieniu strat był już bliski poziomu z końca 2006 r.

**Kapitalizacja  
spółek notowanych  
na GPW rośnie  
szybciej niż PKB  
Polski**

<sup>43</sup> IPO (ang. Initial Public Offering) – pierwsza oferta publiczna.

Rysunek 55. Kapitalizacja spółek notowanych na GPW (mld zł)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych GPW i GUS. Stan na koniec kwietnia 2011 r.

## Oferty publiczne

**Wzrost wartości ofert publicznych w ostatnich latach jest wynikiem emisji o znacznych rozmiarach**

W latach 2006-2010 łączna wartość emisji akcji przeprowadzonych w trybie ofert publicznych na rynku krajowym wyniosła ponad 37,4 mld zł, co stanowiło ponad 55% wszystkich ofert publicznych o charakterze gotówkowym w tym okresie. W kryzysowym roku 2008 wiele spółek, których prospekty zostały już zatwierdzone, zrezygnowało z przeprowadzenia oferty publicznej. Niektóre spółki przesunęły terminy przeprowadzenia oferty na następny rok. Jednakże ze względu na trwałą stagnację większość z tych spółek również w pierwszej połowie 2009 r. nie była w stanie pozyskać kapitału. Dopiero druga połowa 2009 r. przyniosła poprawę. Pomimo zauważalnego spadku liczby emisji akcji przeprowadzonych w trybie ofert publicznych w roku 2009, wzrosła ich wartość, głównie za sprawą emisji o znacznych rozmiarach (akcje z prawem poboru Banku PKO BP SA – 5,1 mld zł, prywatyzacja Polskiej Grupy Energetycznej SA – 5,97 mld zł). W roku 2010 liczba emisji zwiększyła się, niemniej brak dużych emisji przyczynił się do spadku wartościowego (6,1 mld zł).

Z kolei pod względem przeprowadzonych publicznych ofert sprzedaży akcji rok 2010 należał do rekordowych, ich wartość wyniosła prawie 16 mld zł. Największy udział w tym wyniku miała przeprowadzona przez Skarb Państwa oraz Eureko NV oferta sprzedaży akcji PZU SA (ponad 8 mld zł), a także dwie oferty sprzedaży akcji spółek Skarbu Państwa (Tauron PE SA – 4,2 mld zł, Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie SA – 1,2 mld zł).

Tabela 12. Liczba i wartość publicznych emisji akcji w latach 2006–2010

	Liczba ofert					Wartość (w mln zł)				
	2006	2007	2008	2009	2010	2006	2007	2008	2009	2010
Publiczne emisje akcji	95	132	89	34	74	4905	9831	4317	12 311	6074

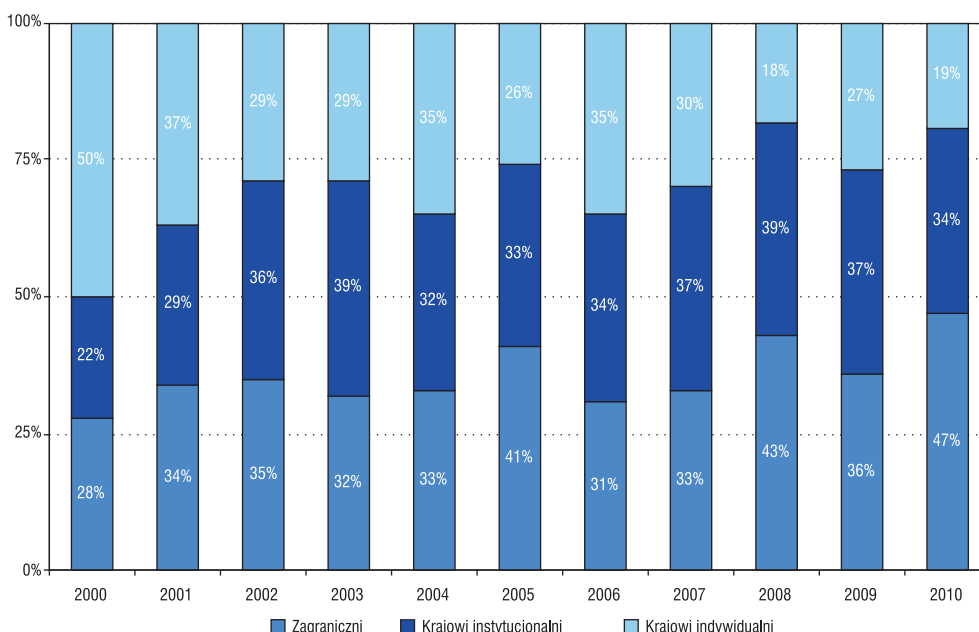
Źródło: UKNF

## Grupy inwestorów na rynku akcji

Na warszawskiej giełdzie nadal obserwujemy rosnące znaczenie zagranicznych inwestorów w obrocie akcjami. Ich udział w obrocie zwiększył się z 28% w roku 2000 do 47% w 2010 r. Na przestrzeni ostatnich dziesięciu lat, znaczące wzrosty udziału inwestorów zagranicznych w obrocie przypadają na lata 2005, 2008 (rok znacznych spadków obrotów na giełdzie) oraz 2010. Udział krajowych inwestorów instytucjonalnych w obrotach można uznać za względnie stały, natomiast zmniejszają się wciąż udziały inwestorów indywidualnych – z 50% w roku 2000, 26% w roku 2005 do 19% w 2010 r.

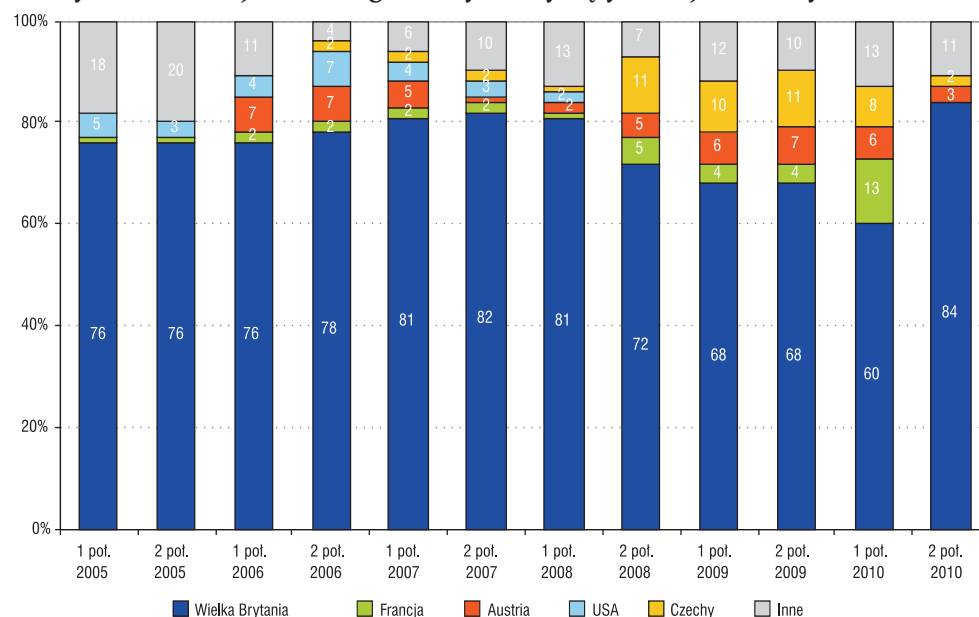
Rośnie aktywność zagranicznych inwestorów na krajowym rynku akcji

Rysunek 56. Udział poszczególnych inwestorów w obrotach akcjami na GPW



Źródło: GPW

Rysunek 57. Kraje zleceń zagranicznych dotyczących akcji notowanych na GPW



Źródło: GPW



Pod względem zróżnicowania geograficznego zagranicznych uczestników rynku, zgodnie z danymi ankietowymi zebranymi przez GPW, utrzymuje się dominująca pozycja brokerów mających siedzibę w Wielkiej Brytanii, ich udział wśród inwestorów zagranicznych jest względnie stały. Oprócz nich, największe znaczenie na głównym rynku akcji mieli w ostatnich okresach brokerzy z Francji i Austrii.

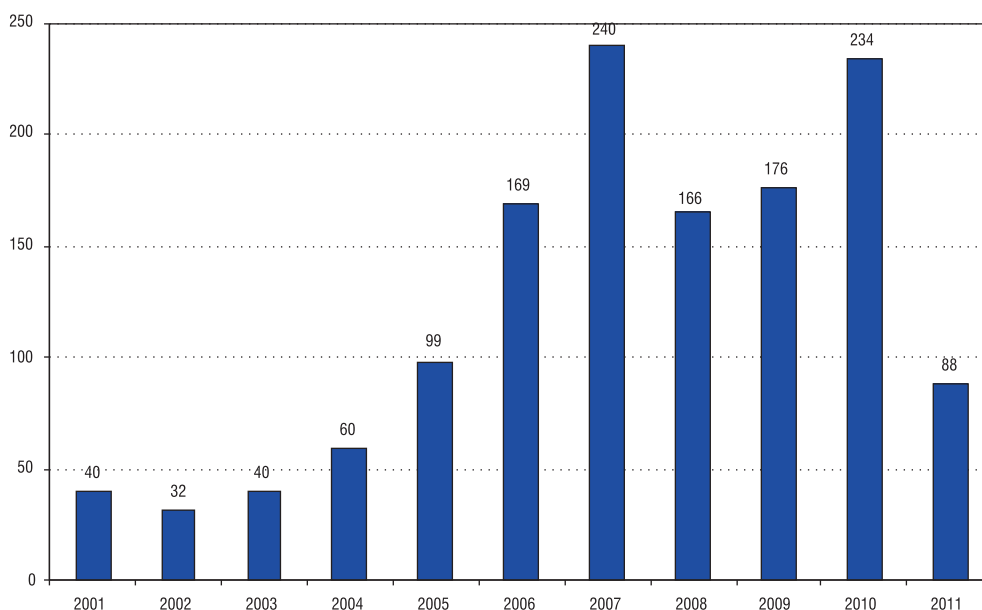
### Płynność obrotu na rynku akcji

Płynność w kontekście rynku akcji należy rozumieć jako możliwość zamiany aktywów na gotówkę w krótkim czasie po spodziewanej cenie. Ryzyko płynności obejmujące dokonywane transakcje związane jest z brakiem możliwości zamknięcia pozycji w opisany sposób i urzeczywistnia się, jeżeli brak jest możliwości szybkiej zmiany danych walorów na gotówkę bez spowodowania spadku ich cen.<sup>44, 45</sup>

Systematycznie rosną miary płynności krajowego rynku akcji

Podstawową analizą ryzyka płynności występującego na rynku akcji jest obserwacja wartości zrealizowanego obrotu na rynku akcji. Począwszy od roku 2002, obroty systematycznie rosną (poza rokiem 2008). W roku 2010 wartość obrotu była zbliżona do rekordowego roku 2007. Na koniec kwietnia 2011 r. wartość obrotów wyniosła 88 miliardów złotych, czyli o 20 miliardów złotych więcej niż w analogicznym okresie roku 2010 i o 39,7 miliardów złotych więcej niż w analogicznym okresie roku 2009.

Rysunek 58. Wartość obrotów akcjami na GPW (mld zł)



Źródło: GPW. Stan na koniec kwietnia 2011 r.

Średnia wartość transakcji ustabilizowała się na poziomie ok. 15 tys. zł

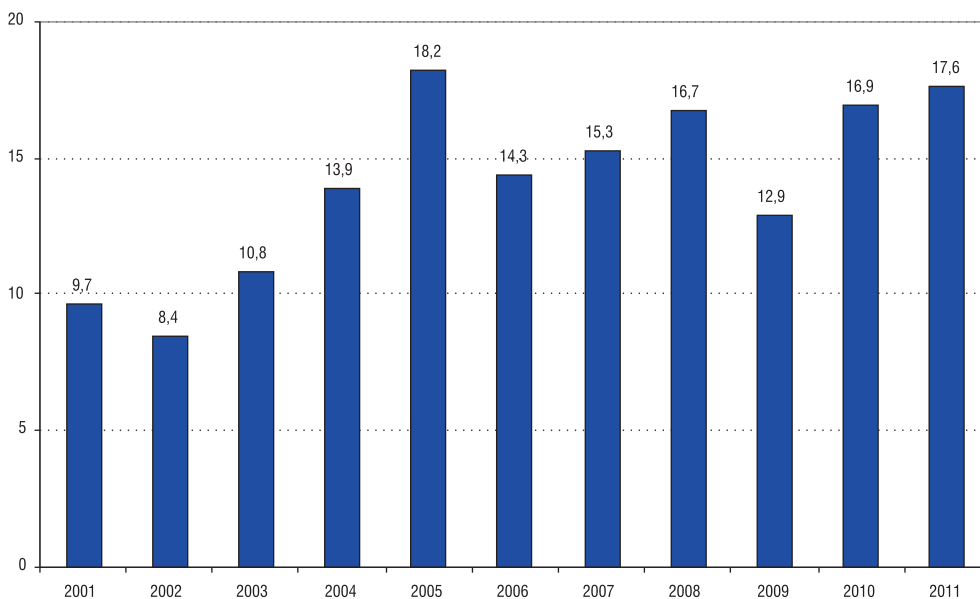
Średnia wartość jednej transakcji, mimo pewnych wahań, od roku 2004 oscyluje wokół wartości 15 tysięcy zł, co świadczy o względnie stałym charakterze zleceń. Po znacznym spadku średniej kwoty transakcji w roku 2009, rok 2010 przyniósł powrót do dotychczasowej tendencji. W kwietniu 2011 roku wartość ta zbliżyła się do rekordowo wysokiego poziomu z roku 2005. Wielkość przeciętnej trans-

<sup>44</sup> Zarządzanie ryzykiem, red. K. Jajuga, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2007, s. 24–25.

<sup>45</sup> Rynek papierów wartościowych, W. Bień, Wydawnictwo Difin, Warszawa 2001, s. 211.

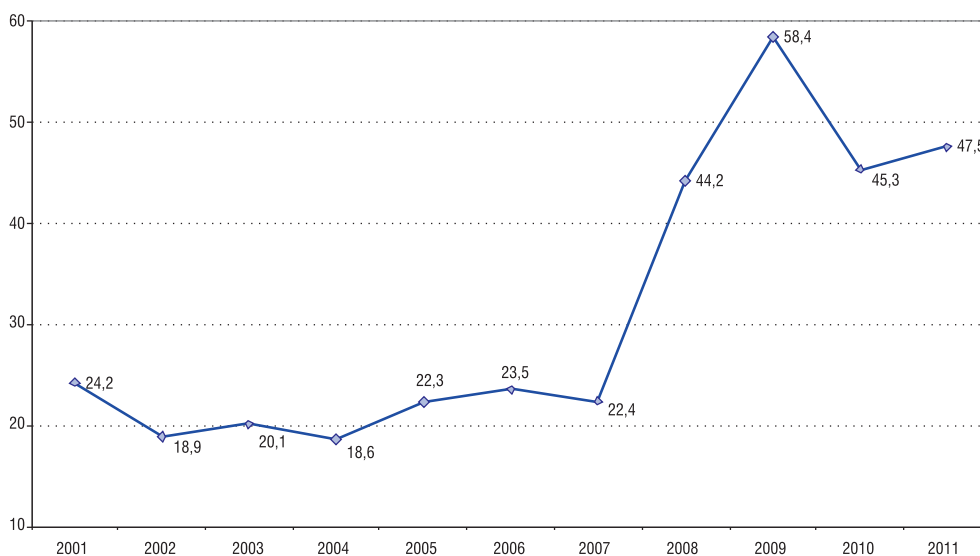
akcji jest powiązana z udziałem poszczególnych grup inwestorów w obrotach: można zauważyć, że im większy udział inwestorów indywidualnych, tym niższa jest średnia wartość transakcji sesyjnej.

Rysunek 59. Średnia wartość jednej transakcji sesyjnej na rynku akcji GPW (tys. zł)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych GPW. Stan na koniec kwietnia 2011 r.

Rysunek 60. Wskaźnik obrotu akcjami na GPW



Źródło: GPW. Stan na koniec kwietnia 2011 r.

Wskaźnik obrotu akcjami jest relatywną miarą obrotów. Oblicza się go poprzez odniesienie wolumenu obrotu akcjami do średniej liczby akcji dostępnych dla inwestorów giełdowych w danym roku. Wskaźnik ten do roku 2007 utrzymywał się na poziomie dwudziestu kilku procent, po czym gwałtownie wzrósł na przestrzeni ostatnich trzech lat. Świadczy to o rosnącej płynności rynku akcji na GPW, która dotychczas była stosunkowo niska w porównaniu do innych znaczących rynków europejskich. Obecnie widać ustabilizowanie się wskaźnika na poziomie nieznacznie poniżej 50%.

Współczynnik obrotu akcjami na GPW jest niższy niż dla rynków rozwiniętych

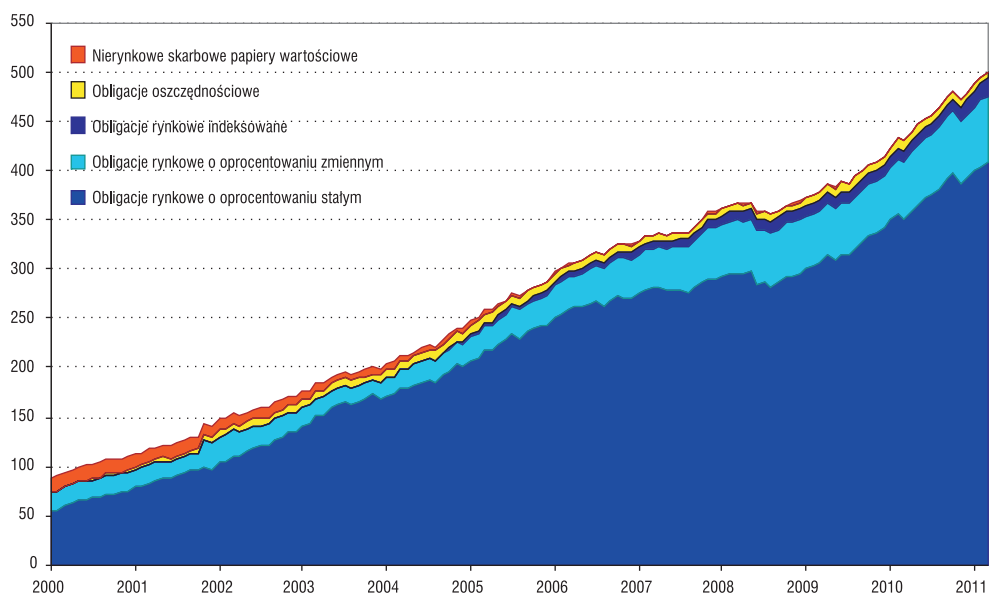
### 3.4.2 Rynek instrumentów dłużnych

Kształt polskiego rynku instrumentów dłużnych determinuje skala rynku papierów skarbowych. Wielkość rynku korporacyjnych instrumentów dłużnych pozostaje znikoma, jak na rozwój gospodarczy Polski, potrzeby kapitałowe przedsiębiorstw i sytuację analogicznych rynków w innych krajach europejskich. Nadzieją na większą liczbę emisji długu korporacyjnego są planowane zmiany prawne – nowelizacja ustawy o obligacjach (patrz Ramka 7).

#### Skarbowe papiery wartościowe

Na koniec marca 2011 roku całkowite zadłużenie Skarbu Państwa wyniosło 732,3 mld zł (w tym zadłużenie krajowe 532,8 mld zł), co oznacza wzrost o 57,5% na przestrzeni pięciu lat (dla zadłużenia krajowego był to wzrost o 61,5%) i o 11,8% w ciągu roku (zadłużenie krajowe wzrosło w ciągu ostatniego roku o 11,3%). Krajowe zadłużenie z tytułu skarbowych papierów wartościowych wzrosło w ciągu pięciu lat o 63,2% do poziomu 532,8 mld zł (w ciągu roku wzrosło o 11,3%). Zadłużenie zagraniczne Skarbu Państwa wyniosło 199,5 mld zł (wzrost o 47,7% w ciągu pięciu lat i o 13% w ciągu roku), przy czym 156 mld zł wynosi dług z tytułu skarbowych papierów wartościowych (odpowiednio: wzrost o 61,4% i 8,3%).

Rysunek 61. Krajowe zadłużenie Skarbu Państwa z tytułu długoterminowych skarbowych papierów wartościowych

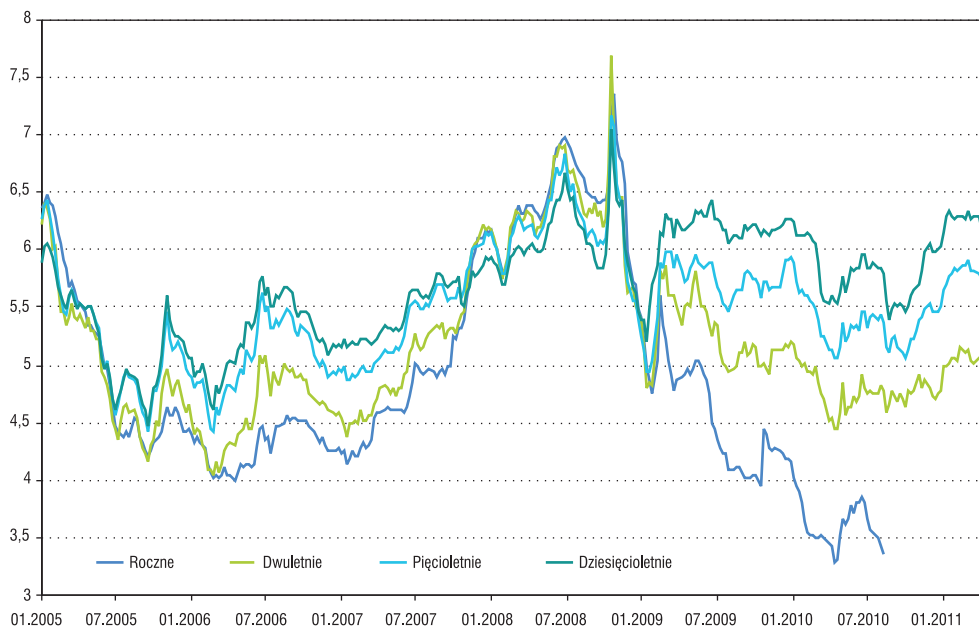


Źródło: Ministerstwo Finansów

Po znacznym wzroście w czasie kryzysu obserwuje się stabilizację rentowności obligacji Skarbu Państwa

Rentowność polskich papierów skarbowych wykazywała w ostatnich latach dużą zmienność, która była związana z gwałtownymi wydarzeniami na światowych rynkach finansowych. Szczególnie znaczący był początek III kw. 2008 r., kiedy rentowności obligacji o wszystkich terminach zapadalności wzrosły powyżej 7% w skali roku. W ostatnich miesiącach na rynku tym obserwowana jest stabilizacja, przy czym największy spadek rentowności dotyczył obligacji o najkrótszych terminach wykupu (do 1 roku).

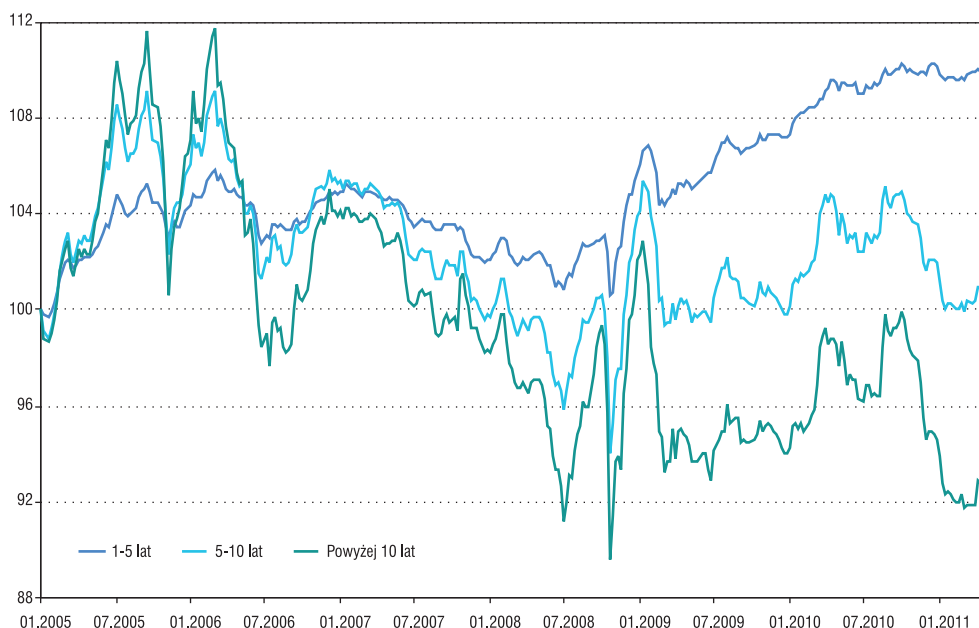
**Rysunek 62. Rentowność polskich obligacji skarbowych**



W okresie pokryzysowym krzywa rentowności polskiego rynku obligacji skarbowych jest dodatnio nachylona co oznacza, że rentowność obligacji o bardziej odległym terminie zapadalności jest większa, niż obligacji krótszych. Ta tzw. normalna krzywa rentowności jest charakterystyczna dla niezaburzonego rynku dyskontującego oczekiwany wzrost rynkowych stóp procentowych.

Źródło: Bloomberg

**Rysunek 63. Indeksy EFFAS polskich obligacji skarbowych denominowanych w zł**



Wartość indeksu EFFAS polskich obligacji skarbowych denominowanych w zł od 2005 roku ulegała znacznym wahaniom. Na koniec kwietnia 2011 r. indeks ten wynosił 140 pkt., o 9,6% więcej w stosunku do minimum w tym okresie osiągniętego w październiku 2008 r., gdy rentowności obligacji osiągały swoje maksima. W stosunku do początku analizowanego okresu, indeks ten wzrósł o 6%

Styczeń 2005 r. = 100

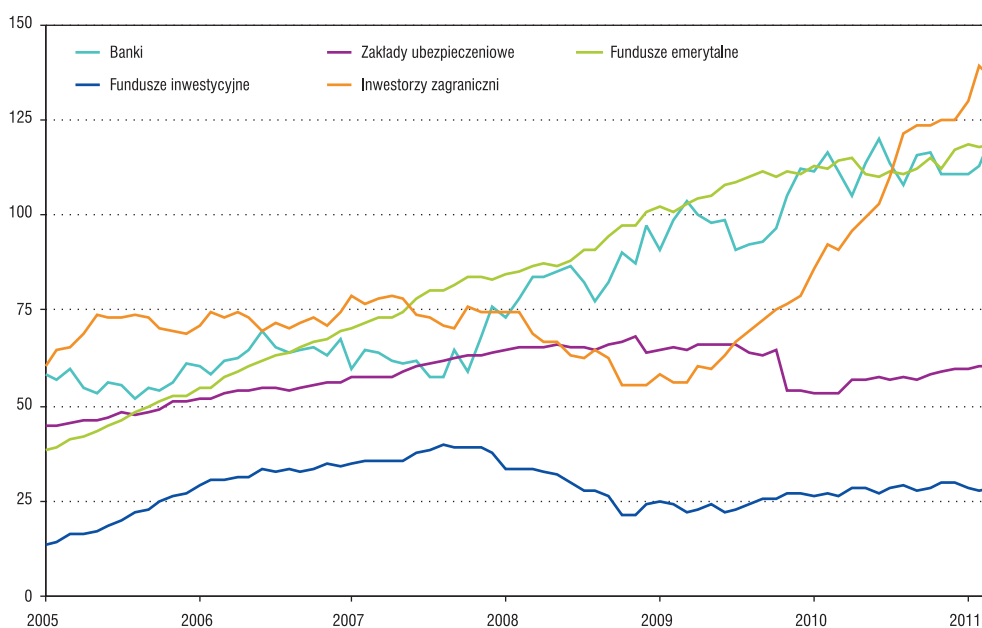
Źródło: Bloomberg

Rola sektora zagranicznego dla rynku papierów skarbowych ma istotne znaczenie wobec rosnącej podaży tych instrumentów

Od początku drugiego kwartału 2009 r. widoczny jest znaczący wzrost zainteresowania inwestorów zagranicznych obligacjami skarbowymi. W przeciągu dwóch lat powiększyli oni swoje zaangażowanie na rynku obligacji o prawie 79,4 mld zł. Kontrastuje to ze spadkiem zaangażowania o 21,8 mld zł na przestrzeni 2 lat poprzedzających ten znaczny wzrost. Napływ zagranicznych inwestorów był niewątpliwie czynnikiem istotnym dla tego rynku wobec rosnącej podaży papierów skarbowych.

Sektor bankowy, po okresie względnej stabilizacji portfela obligacji skarbowych, znacząco zwiększył swoje zaangażowanie w obligacje skarbowe począwszy od IV kw. 2007 r., od kiedy jego portfel wzrósł z 64,5 do 121,6 mld zł.

Rysunek 64. Najwięksi uczestnicy krajowego rynku obligacji Skarbu Państwa



Źródło: Ministerstwo Finansów

## Rynek nieskarbowych instrumentów dłużnych

Nieskarbowe instrumenty dłużne pełnią marginalną rolę jako źródło pozyskiwania finansowania przez krajowe podmioty gospodarcze

Polski rynek nieskarbowych instrumentów dłużnych, pomimo wzrastającej wartości emisji, pozostaje słabiej rozwinięty niż rynek strefy euro a emisja papierów dłużnych ma niewielkie znaczenie jako sposób pozyskania kapitału przez podmioty gospodarcze.

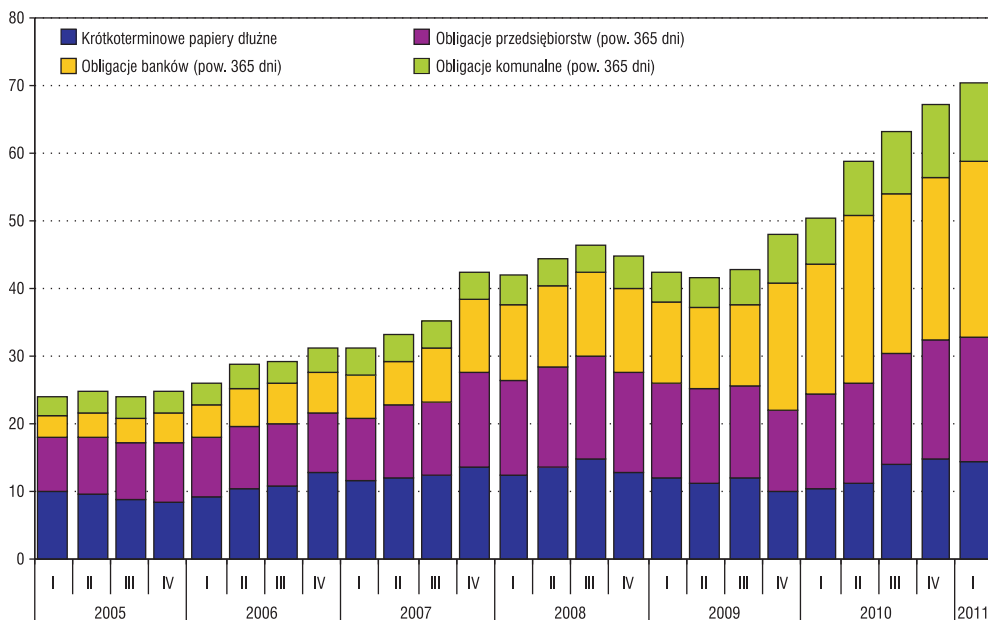
Po przejściowym zahamowaniu rozwoju w okresie globalnego kryzysu finansowego lat 2008 i 2009 znaczenie tego segmentu rynku znów rośnie, osiągając na koniec roku 2010 wartość 67,3 mld zł (przy 23,2 mld zł na początku 2005 r.), natomiast w pierwszym kwartale 2011 r. wartość rynku nieskarbowych instrumentów dłużnych przekroczyła nieznacznie 70 mld zł.

Najwięcej emisji na tym rynku przeprowadziły podmioty sektora bankowego

Największy udział w rynku mają obligacje banków (37%), obligacje przedsiębiorstw niefinansowych (26%), instrumenty krótkoterminowe (21%) i obligacje komunalne (16%). Rynek pierwotny był dotychczas zdominowany przez emisje

obligacji banków, których wartość dostępna na rynku wzrosła w przeciągu czterech kwartałów o 7 mld zł, jednakże widać wzrost popularności wyemitowanych obligacji przedsiębiorstw, których wartość w tym okresie wzrosła o 3,1 mld zł.

Rysunek 65. Skala rynku nieskarbowych instrumentów dłużnych w Polsce (mld zł)



Źródło: Fitch Polska

**Ramka 8. Propozycje zmian regulacyjnych dla rynku nieskarbowych instrumentów dłużnych**

Istotny wpływ na rynek nieskarbowych instrumentów dłużnych będzie miał przedstawiony przez Ministerstwo Finansów pod koniec roku 2010 projekt założeń projektu ustawy o zmianie ustawy o obligacjach<sup>1</sup>.

Projektowana ustawa ma wprowadzić udogodnienia dla przedsiębiorstw w procesie emisji obligacji, wśród których największe znaczenie mogą mieć następujące:

- wprowadzenie możliwości emisji obligacji wieczystych, które to instrumenty dotychczas nie pojawiały się w polskim porządku prawnym,
- dozwolenie emitowania obligacji podporządkowanych również przez emitentów innych niż banki,
- wprowadzenie instytucji walnych zgromadzeń właścicieli obligacji, jako reprezentacji ogółu właścicieli obligacji danej emisji wobec emitenta.

Ministerstwo Finansów ocenia, że projektowana zmiana regulacji ustawowych nie będzie miała bezpośredniego wpływu na sektor finansów publicz-

Nowe inicjatywy mają na celu aktywizację rynku nieskarbowych instrumentów dłużnych

nych, a w szczególności nie spowoduje obciążeń finansowych dla budżetu państwa lub budżetów jednostek samorządu terytorialnego, a w długim terminie można spodziewać się pozytywnego wpływu na budżety jednostek samorządu terytorialnego.

W dłuższym okresie można oczekiwać również pozytywnego wpływu na funkcjonowanie przedsiębiorstw. W przypadku osiągnięcia zamierzonego celu interwencji ustawodawczej i doprowadzenia do sytuacji, w której obligacje komercyjne będą pełnić komplementarną rolę w stosunku do kredytów bankowych, przedsiębiorstwa uzyskałyby dostęp do dodatkowego źródła finansowania działalności.

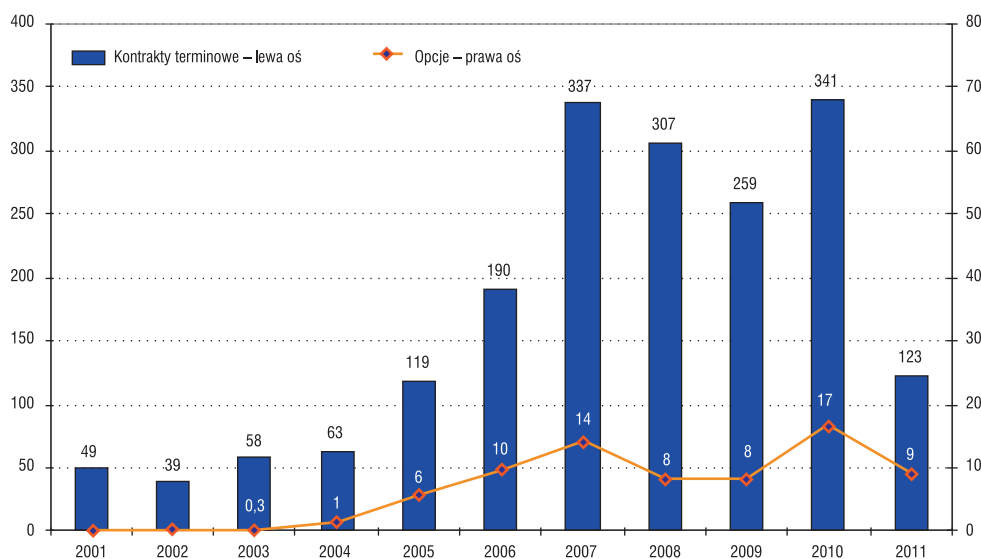
<sup>1</sup> Projekt z dnia 21 grudnia 2010 r. założeń projektu ustawy o zmianie ustawy o obligacjach oraz ustawy o poręczeniach i gwarancjach udzielanych przez Skarb Państwa oraz niektóre osoby prawne.

### 3.4.3 Kontrakty terminowe

Obrót na rynku kontraktów terminowych jest większy niż na rynku akcji

Wartość obrotów kontraktami terminowymi i opcjami znacznie przewyższa wartość obrotów na rynku akcji (w 2011 r. do kwietnia relacja ta wynosiła 157%), co zdaje się potwierdzać aktualność tezy o specjalizacji giełd regionalnych w obrocie poszczególnymi instrumentami i nastawieniu inwestorów działających na GPW na obroty kontraktami terminowymi<sup>46</sup>. Od 2001 roku udział obrotów kontraktami terminowymi w obrotach ogółem na GPW utrzymuje się w przedziale od 49% do 63% (58% w 2009 r., 57% w 2010 r. i pierwszych czterech miesiącach 2011 r.), przy nieznacznym trendzie spadkowym udziału obrotów akcjami (40% w roku 2009, 39% w 2010 r. i 2011 r.).

Rysunek 66. Wartość obrotów kontraktami terminowymi i opcjami na GPW (mld zł)



Źródło: GPW. Stan na koniec kwietnia 2011 r.

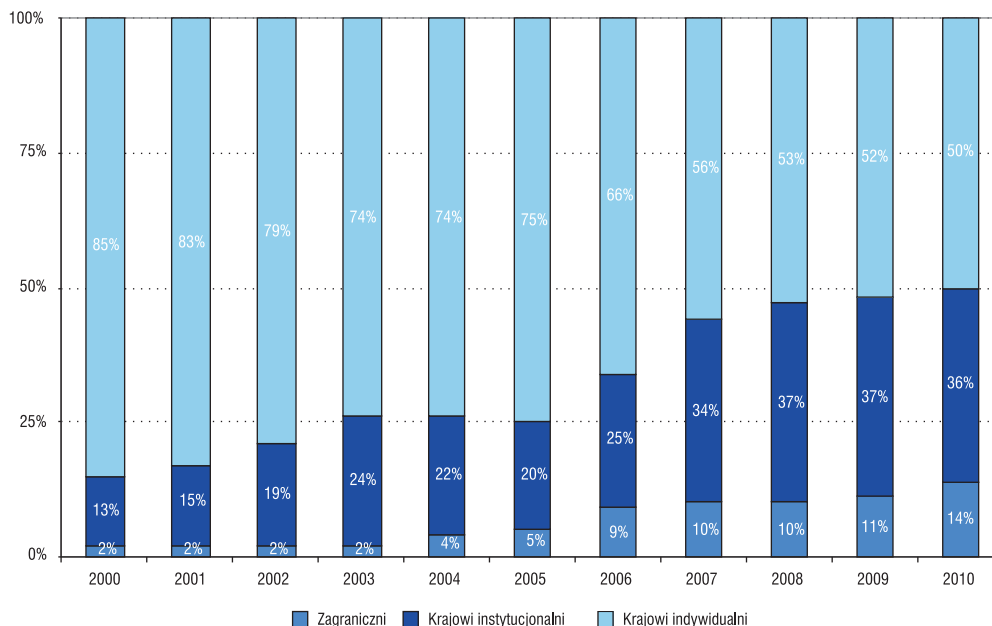
<sup>46</sup> KPWiG, *Polski rynek kapitałowy 1991–2006*, Warszawa, wrzesień 2006, s. 22.



Na przestrzeni jedenastu lat, zaangażowanie inwestorów indywidualnych w transakcje kontraktami terminowymi systematycznie malało, osiągając 50% udziału w obrotach w 2010 r., przy 85% w roku 2000. Zaangażowanie krajowych inwestorów instytucjonalnych wynosiło 36% i wciąż pozostaje ograniczone, co jest częściowo wynikiem ograniczeń prawnych dotyczących ich działalności.

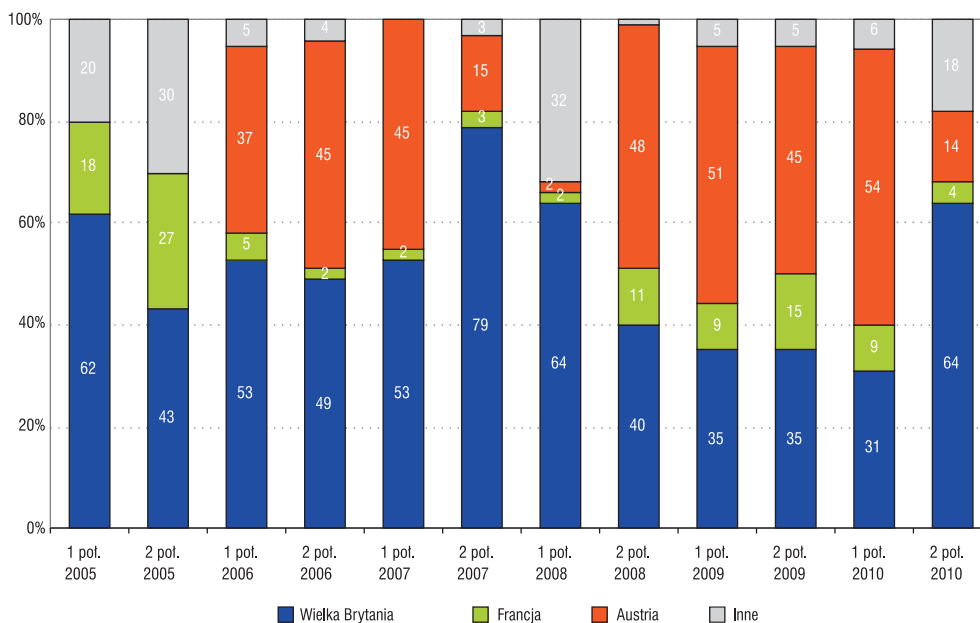
**Istotne znaczenie krajowych inwestorów indywidualnych na rynku kontraktów terminowych**

**Rysunek 67. Udział typów inwestorów w obrotach kontraktami terminowymi na GPW**



Źródło: GPW

**Rysunek 68. Kraje zleceń zagranicznych dotyczących kontraktów terminowych notowanych na GPW**



Źródło: GPW

Udział podmiotów zagranicznych w obrotach kontraktami w 2010 r. wyniósł 14%

Wśród zagranicznych uczestników rynku terminowego, których udział w obrotach kontraktami terminowymi wynosi obecnie 14%, widoczna jest mniejsza dominacja podmiotów z Wielkiej Brytanii, których zaangażowaniu były w stanie dorównać instytucje z Austrii. Zauważyć można jednak większą koncentrację geograficzną niż w przypadku rynku akcji. Na przestrzeni ostatnich sześciu lat, w badaniu ankietowym tylko cztery razy (na 12) zdarzyło się, aby instytucje z Austrii, Francji i Wielkiej Brytanii generowały mniej niż 94% obrotów wśród inwestorów zagranicznych na rynku kontraktów terminowych.

Wśród krajowych inwestorów instytucjonalnych, udział Towarzystw Funduszy Inwestycyjnych zmniejszył się w porównaniu z rokiem 2007 z 34% do 17% w 2010 r. Rośnie za to rola animatorów rynku kontraktów terminowych, których udział w obrotach krajowych inwestorów instytucjonalnych wynosił w drugiej połowie 2010 roku 61%.

### 3.4.4 Instytucje rynku kapitałowego

#### Giełda Papierów Wartościowych

Podstawową rolę Giełdy Papierów Wartościowych jest zapewnienie płynności i przejrzystości obrotu

Giełda Papierów Wartościowych jest najbardziej widoczną dla inwestorów instytucją rynku kapitałowego, która organizuje obrót dopuszczonymi papierami wartościowymi. Jej główne funkcje to zapewnienie:

- płynności – możliwość sprawnego obrotu po cenach odzwierciedlających ekonomiczną wartość instrumentów przy zminimalizowanych kosztach transakcji,
- przejrzystości – równy dostęp do informacji dla wszystkich uczestników rynku oraz zapewnienie bezpieczeństwa przeprowadzanych transakcji.

Obrót instrumentami finansowymi na GPW jest prowadzony na różnych rynkach

Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie SA prowadzi obrót instrumentami finansowymi na następujących rynkach<sup>47</sup>:

- Główny Rynek GPW, podlegający nadzorowi Komisji Nadzoru Finansowego i działający jako rynek regulowany. Przedmiotem handlu na tym rynku są: akcje, obligacje, prawa poboru, prawa do akcji, certyfikaty inwestycyjne, instrumenty strukturyzowane oraz instrumenty pochodne (kontrakty terminowe, opcje i jednostki indeksowe). Od 1 lipca 2010 r. inwestorzy uzyskali możliwość zawierania transakcji w ramach krótkiej sprzedaży na najbardziej płynnych akcjach i obligacjach.
- NewConnect – zorganizowany i prowadzony przez Giełdę rynek działający w formie alternatywnego systemu obrotu. Stworzony został z myślą o młodych i rozwijających się firmach, działających zwłaszcza w obszarze nowych technologii. Przedmiotem obrotu w alternatywnym systemie mogą być akcje, prawa do akcji, prawa poboru, kwity depozytowe oraz inne udziałowe papiery wartościowe.
- Catalyst – rynek instrumentów dłużnych: obligacji komunalnych, korporacyjnych i listów zastawnych. Tworzą go dwie platformy obrotu prowadzone w for-

<sup>47</sup> [http://www.gpw.pl/o\\_spolce](http://www.gpw.pl/o_spolce). Od 11 grudnia 2010 r. działa również poe Rynek Energii GPW, będący platformą zawierania transakcji energią elektryczną i kontraktami terminowymi na energię dla wszystkich kategorii uczestników rynku energii – producentów, spółek obrotu i odbiorców końcowych.

mule rynku regulowanego i alternatywnego systemu obrotu – przeznaczone dla klientów detalicznych oraz dwa analogiczne rynki, przeznaczone dla klientów hurtowych.

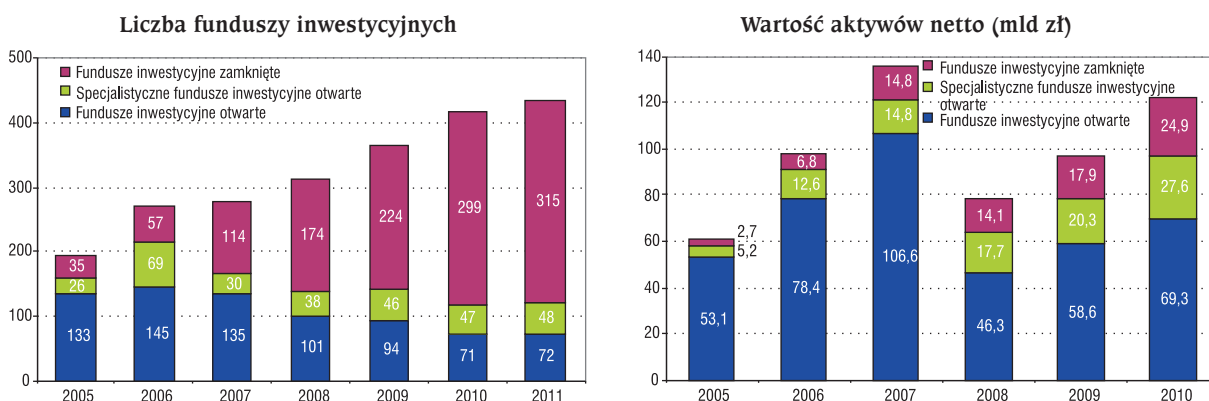
## Towarzystwa Funduszy Inwestycyjnych

Na koniec 2010 r. w Polsce działało 50 Towarzystw Funduszy Inwestycyjnych. Liczba funduszy inwestycyjnych ogółem wynosiła 417, a wartość ich aktywów netto 121,8 mld zł. Fundusze inwestycyjne działać mogą, zgodnie z polskim prawem, w formie funduszy inwestycyjnych otwartych, specjalistycznych funduszy inwestycyjnych otwartych lub funduszy inwestycyjnych zamkniętych. Na koniec roku 2010 na rynku polskim działalność prowadziły następujące fundusze:

Towarzystwa Funduszy Inwestycyjnych zarządzają funduszami inwestycyjnymi

- 71 funduszy inwestycyjnych otwartych o aktywach netto w wysokości 69,3 mld zł. Posiadały one lokaty na poziomie 74,3 mld zł, z czego 33,1 mld zł zainwestowane było w akcje, a 36,4 mld zł w instrumenty dłużne. Kolejną pod względem wielkości lokatą w bilansie tej grupy funduszy były tytuły uczestnictwa emitowane przez instytucje wspólnego inwestowania mające siedzibę za granicą (2,5 mld zł).
- 47 specjalistycznych funduszy inwestycyjnych otwartych o aktywach netto 27,6 mld zł. Lokaty tej grupy wynosiły 27,2 mld zł – 8,6 mld zł w postaci akcji, 14,2 mld zł w formie dłużnych papierów wartościowych, a także jako tytuły uczestnictwa o wartości 3,2 mld zł.
- 299 funduszy inwestycyjnych zamkniętych o aktywach netto 24,9 mld zł. Lokaty w ich przypadku wyniosły 24,2 mld zł, z czego 15,1 mld zł jako akcje, 1,7 mld zł jako dłużne papiery wartościowe i 1,8 mld zł jako tytuły uczestnictwa. Ponadto w bilansach FIZ występują pozycje, których brak w funduszach otwartych: udziały w spółkach z o.o. (1,7 mld zł), weksle (1,4 mld zł) i wierzytelności (1 mld zł). W tej grupie funduszy większy (w porównaniu do FIO i SFIO) jest udział depozytów w portfelu (1 mld zł).

Rysunek 69. Liczba i wartość aktywów netto funduszy inwestycyjnych



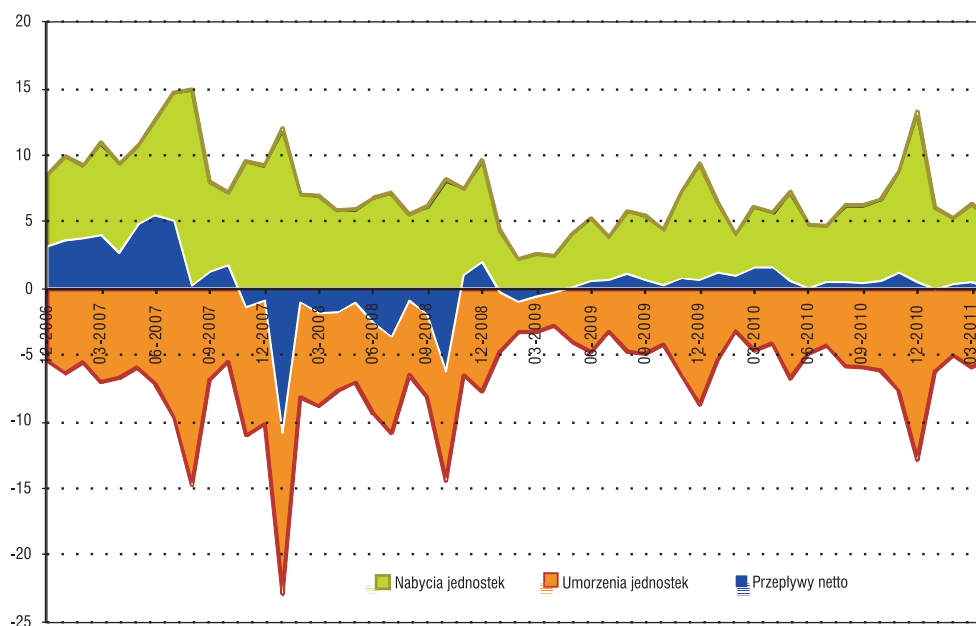
Źródło: GUS, UKNF. Dane za 2011 rok dotyczą stanu na koniec I kwartału.

<p>Zamknięte fundusze inwestycyjne są tworzone do realizacji określonych strategii inwestycyjnych</p>	<p>Fundusze inwestycyjne zamknięte są tworzone dla realizacji określonych strategii inwestycyjnych. Zgodnie z prawem, formę zamkniętą muszą mieć fundusze sekurytyzacyjne i nieruchomości, ale w tej formie tworzone są również m.in. fundusze akcyjne, dłużne, czy aktywów niepublicznych.<sup>48</sup></p>
<p>Spośród krajowych podmiotów instytucjonalnych fundusze inwestycyjne są najbardziej aktywnymi uczestnikami rynku akcji</p>	<p>Fundusze inwestycyjne dominują wśród krajowych uczestników rynku akcji. Odpowiadały one w latach 2007-2009 za, odpowiednio, 44%, 38%, 41% obrotów generowanych przez polskie instytucje finansowe, a w pierwszej i drugiej połowie 2010 r. – odpowiednio za 44% i 37% obrotów. Zmniejszyła się natomiast udział funduszy inwestycyjnych w obrotach dotyczących kontraktów terminowych – z 34% w 2007 r. do 17% w 2010 r. Podobna sytuacja ma miejsce na rynku opcji. Tu udział funduszy inwestycyjnych spadł z 12% w 2007 r. do 5% w drugiej połowie 2010 r.</p>
<p>Ujemne saldo nabyć i umorzeń na rynku funduszy inwestycyjnych utrzymywało się do października 2008 r.</p>	<p>Można zaobserwować, że saldo nabyć i umorzeń jednostek uczestnictwa funduszy inwestycyjnych jest skorelowane z koniunkturą na rynku akcji. Szczególnie znaczące spadki wartości aktywów netto funduszy inwestycyjnych w ostatnich latach miały miejsce w ostatnim kwartale roku 2007, kiedy inwestorzy ograniczyli liczbę posiadanych jednostek funduszy inwestycyjnych. Największe saldo umorzeń przypadło na kwartał, w którym wartość indeksu WIG20 obniżyła się o 13,7% (przy najwyższym dziennym spadku o 6,7%). W ciągu I kw. 2008 r. umorzenia przewyższyły saldo jednostek nabywanych o 14 mld zł. Łączna wartość aktywów netto funduszy spadła w tym kwartale o 25,5 mld zł.</p> <p>Aż do października 2008 r. bilans miesięcznych przepływów z tytułu nabyć i umorzeń pozostawał ujemny, zmianę tego trendu przyniósł dopiero następny miesiąc. Od tego czasu fundusze notują nieznacznie więcej nabyć niż umorzeń jednostek (poza okresem styczeń – kwiecień 2009 r., czerwiec 2010 r. i styczeń 2011 r.). W pierwszych czterech miesiącach roku 2011 przepływy netto funduszy były stosunkowo niewielkie, nieprzekraczające 0,5 mld zł miesięcznie.</p>
<p>Udział w krajowym rynku funduszy zagranicznych jest niewielki</p>	<p>Sektor funduszy zagranicznych działających na zasadzie jednolitego paszportu europejskiego i notyfikowanych na terytorium Polski nie stanowi znaczącej części krajowego sektora funduszy inwestycyjnych. Do dnia 30 czerwca 2010 r. do rejestru wpisanych zostało łącznie 76 funduszy, notyfikacją objętych zostało 778 subfunduszy. Wartość tytułów uczestnictwa funduszy zagranicznych zbytych na terytorium Polski na koniec pierwszej połowy 2010 r. wynosiła 2,1 mld zł, co stanowi około 2% sumy aktywów netto funduszy polskich i zagranicznych. Na wielkość aktywów zgromadzonych na terytorium Polski przez zagraniczne fundusze inwestycyjne kluczowy wpływ ma saldo wpłat i wypłat, które było dodatnie i wyniosło 268 mln zł, przy wzroście aktywów o 347 mln zł.<sup>49</sup></p>

<sup>48</sup> Rynek funduszy inwestycyjnych zamkniętych w Polsce, opracowanie przygotowane przez Analizy Online dla IZFA, Warszawa, marzec 2010, s. 4.

<sup>49</sup> Materiał informacyjny na temat zbywania na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej tytułów uczestnictwa emitowanych przez fundusze zagraniczne w okresie od 1 stycznia do 30 czerwca 2010 r., UKNF, Warszawa, październik 2010.

Rysunek 70. Nabycia i umorzenia w funduszach inwestycyjnych (mld zł)



Źródło: IZFA

### Podmioty prowadzące działalność maklerską

Działalność maklerska w polskim systemie prawnym<sup>50</sup> obejmuje szeroki katalog czynności, od przyjmowania i przekazywania zleceń nabycia lub zbycia instrumentów finansowych, przez doradztwo inwestycyjne, oferowanie instrumentów finansowych po organizowanie alternatywnego systemu obrotu.

**Działalność maklerska obejmuje szeroki katalog czynności**

Na koniec 2010 roku zagregowana wartość aktywów klientów na rachunkach w domach maklerskich wynosiła 136,5 mld zł, z czego na instrumenty finansowe przypadało 132,5 mld zł, natomiast na środki pieniężne ok. 4 mld zł. Aktywa klientów w zarządzaniu wynosiły 84,4 mld zł (w tym 81,2 mld zł instrumentów finansowych i 3,2 mld zł środków pieniężnych).

Na koniec poszczególnych lat wyróżnić można było następującą liczbę podmiotów prowadzących działalność maklerską:

- w roku 2006 – 35 domów maklerskich i 6 biur maklerskich,
- w roku 2007 – 40 domów maklerskich i 7 biur maklerskich,
- w roku 2008 – 44 domy maklerskie i 8 biur maklerskich,
- w roku 2009 – 45 domów maklerskich oraz 8 biur maklerskich,
- w roku 2010 – 50 domów maklerskich oraz 9 biur maklerskich.

Lata 2008 i 2009 przyniosły ograniczenie działalności (rozumianej jako przychody z działalności maklerskiej) zarówno dla domów, jak i biur maklerskich banków prowadzących działalność maklerską. W roku 2008 przychody z działalności maklerskiej spadły w domach maklerskich o 39% przy zaledwie 10% spadku kosztów z działalności maklerskiej, co spowodowało spadek zysku z działalno-

**Gorsza koniunktura na rynkach kapitałowych znalazła przełożenie na gorsze wyniki podmiotów prowadzących działalność maklerską**

<sup>50</sup> Art.69 ust. 2 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (Dz.U. z 2010 r. Nr 211, poz. 1384).

ści maklerskiej o 68%. W przypadku biur maklerskich, przychody z działalności maklerskiej spadły w roku 2008 o 14%, co przy wzroście kosztów z działalności maklerskiej o 3% oznaczało obniżenie zysku z działalności maklerskiej o 31%.

**Tabela 13. Wybrane elementy rachunku wyników domów maklerskich w latach 2006–2010**

	2006	2007	2008	2009	2010
Zysk (strata) z działalności maklerskiej	668	1 071	344	255	324
Zysk (strata) z operacji instrumentami finansowymi przeznaczonymi do obrotu	98	167	67	202	256
Zysk (strata) z operacji instrumentami finansowymi dostępnymi do sprzedaży	110	262	450	310	197
Zysk (strata) netto	793	1 434	909	839	767

Źródło: UKNF. Dane w mln zł

Rok 2009 nie przyniósł już tak gwałtownego pogorszenia wyników, ale w roku tym również spadały przychody z działalności maklerskiej (o 5% dla domów i 1% dla biur maklerskich), wzrosły koszty działalności maklerskiej (o 2% dla domów i 13% dla biur maklerskich), co złożyło się na spadek zysków z działalności maklerskiej (odpowiednio o 26% i 22%).

W roku 2010 w domach maklerskich przychody z działalności maklerskiej rosły szybciej niż koszty, dzięki czemu ten obszar wyniku poprawił się i zbliżył się do poziomu sprzed dwóch lat. Nastąpiło też wyraźne polepszenie wyniku z operacji instrumentami finansowymi przeznaczonymi do obrotu, jednakże stosunkowo niski wynik z operacji instrumentami finansowymi dostępnymi do sprzedaży przełożył się ostatecznie na wynik finansowy na poziomie z ostatnich dwóch lat.

Na koniec roku 2010 domy maklerskie wykazywały całkowity wymóg kapitałowy na poziomie 905 mln zł, z czego największy wymóg dotyczył przekroczenia limitu koncentracji zaangażowania i limitu dużych zaangażowań (373 mln zł), natomiast dalsze znaczne pozycje to wymóg z tytułu ryzyka operacyjnego (241 mln zł) i kredytowego (227 mln zł). Poziom nadzorowanych kapitałów wynosił ponad 2,1 mld zł, co oznacza nadwyżkę w stosunku do całkowitego wymogu kapitałowego o ponad 1,2 mld zł.



## 4 INFRASTRUKTURA RYNKU FINANSOWEGO

Rozliczenie i rozrachunek przepływów pieniężnych oraz transakcji dokonywanych na rynku papierów wartościowych mają kluczowe znaczenie dla stabilnego funkcjonowania całego sektora finansowego. Procesy te, gdy funkcjonują sprawnie, przebiegają poza świadomością większości uczestników rynku. Jednak w przypadku wystąpienia awarii, opóźniającej możliwość przepływu kapitału, mogą mieć one daleko idące konsekwencje dla funkcjonowania wszystkich sektorów rynku i całej polskiej gospodarki.

Infrastruktura rynku finansowego ma kluczowe znaczenie dla stabilnego funkcjonowania całego sektora finansowego

W sekcji 4.1 opisano tryb organizacji rozliczeń pieniężnych. Został on podzielony na część dotyczącą wysokokwotowych rozliczeń międzybankowych oraz część obrazującą działanie systemów obsługujących płatności detaliczne. Na końcu rozdziału znajduje się krótkie omówienie dotychczasowej sprawności funkcjonowania omówionych wcześniej rozwiązań.

Sekcja 4.2 koncentruje się na opisie działania systemów rozrachunku papierów wartościowych poprzez charakterystykę instytucji organizujących obrót na rynku instrumentów finansowych oraz podmiotów rozliczających transakcję. Szczególna uwaga została zwrócona na systemy zabezpieczeń stosowane przez Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych. Podsumowując, w niniejszym rozdziale oceniono poddano dotychczasowe działanie omówionych systemów rozrachunkowych.

Najważniejsze segmenty to system płatności oraz rozrachunków papierów wartościowych

W sekcji 4.3 przedstawiono koncepcję rozliczeń na rynku pozagiełdowych instrumentów pochodnych. Zakłada ona obowiązek rozliczania określonych typów instrumentów pochodnych za pośrednictwem tzw. partnera centralnego.

### 4.1 System płatniczy

Niniejsza sekcja traktuje o płatnościach realizowanych przez podmioty sektora bankowego. Inne instytucje pośredniczące w dokonywaniu rozliczeń pieniężnych mają niewielkie znaczenie na krajowym rynku finansowym i nie są istotne z punktu widzenia jego stabilnego funkcjonowania.

Z punktu widzenia stabilności systemu finansowego istotne znaczenie mają płatności realizowane przez banki

Zasady przeprowadzania rozrachunków międzybankowych zostały uregulowane na mocy Zarządzenia nr 3/2009 Prezesa Narodowego Banku Polskiego z dnia 10 marca 2009 r.<sup>51</sup> oraz Uchwały nr 20/2004 Zarządu Narodowego Banku Polskiego z dnia 22 kwietnia 2004 r.<sup>52</sup> Zgodnie z tymi regulacjami rozrachunek międzybankowy może być przeprowadzany przez NBP lub pozostałe banki prowadzące rachunki innych banków na zasadach określonych w umowach zawartych pomiędzy tymi instytucjami. Natomiast zlecenia płatnicze mogą być składane przez banki oraz instytucje świadczące usługi rozliczeniowe lub roz-

<sup>51</sup> Zarządzenie nr 3/2009 Prezesa Narodowego Banku Polskiego z dnia 10 marca 2009 r. w sprawie sposobu przeprowadzania rozrachunków międzybankowych (Dz.Urz. NBP z 2009 r., Nr 5, poz. 5).

<sup>52</sup> Uchwała nr 20/2004 Zarządu Narodowego Banku Polskiego z dnia 22 kwietnia 2004 r. w sprawie warunków otwierania i prowadzenia rachunków banków przez Narodowy Bank Polski (Dz.Urz. NBP z 2004 r., Nr 3, poz. 6 z późn. zm.).



rachunkowe, w szczególności izby rozliczeniowe w rozumieniu art. 67 ustawy Prawo bankowe<sup>55</sup>.

Nadzór nad systemem rozliczeń pieniężnych jest sprawowany przez Narodowy Bank Polski

Administracja oraz nadzór nad systemami rozliczeń pieniężnych leży całkowicie po stronie Narodowego Banku Polskiego.

### Wysokokwotowe rozliczenia międzybankowe

Wysokokwotowe płatności pieniężne są rozliczane przez NBP

W Polsce płatności wysokokwotowe rozliczane są bezpośrednio przez NBP. Bank centralny obsługuje trzy systemy wykorzystywane do zarządzania tego typu płatnościami: system SORBNET (System Obsługi Rachunków Bankowych) do płatności w złotych oraz dwa systemy do płatności w euro – SORBNET-EURO oraz TARGET2-NBP. Systemy te służą również do przetwarzania operacji pochodzących z systemów prowadzonych przez Krajową Izbę Rozliczeniową (KIR) oraz Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych (KDPW).

Realizacja zleceń wysokokwotowych następuje na zasadzie rozrachunku brutto

Na mocy Zarządzenia nr 3/2009 Prezesa NBP zlecenia płatnicze w systemach kierowanych przez NBP realizowane są zgodnie z zasadą rozrachunku brutto, w czasie rzeczywistym, w kolejności wynikającej z wyznaczonych zasad pierwszeństwa. Innymi słowy każde zlecenie płatnicze realizowane jest odrębnie bez wzajemnego kompensowania, na bieżąco w ciągu dnia operacyjnego a nie w jedynym lub kilku wyznaczonych momentach dnia (system RTGS – *Real Time Gross Settlement*).

Przyjmuje się, że docelowo będzie funkcjonował tylko jeden system służący rozliczaniu płatności w euro – TARGET2-NBP. Przepisy dotyczące systemu SORBNET-EURO mają zastosowanie jedynie do dnia 19 maja 2012. Zakończenie migracji wszystkich banków z systemu SORBNET-EURO do systemu TARGET2-NBP przewidywane jest na koniec 2011. TARGET2<sup>54</sup> jako system paneuropejski umożliwi szybsze i bardziej bezpieczne procedury rozliczeń transakcji między bankami z różnych krajów.

W celu zapewnienia poufności danych wszelkie dane transferowane pomiędzy bankami a NBP są szyfrowane oraz opatrywane podpisem elektronicznym. W przypadku wystąpienia awarii komunikaty mogą być przekazywane za pośrednictwem przeznaczonego do tego celu portalu internetowego SORBNET, na nośniku elektronicznym lub papierowym<sup>55</sup>.

Banki uczestniczące w rozliczeniach mają dostęp do krótkoterminowego finansowania

W celu minimalizacji ryzyka powstania zatorów płatniczych stworzono możliwość zaciągania przez banki nieoprocentowanego kredytu śróddziennego oraz kredytu lombardowego. Jako zabezpieczenie kredytów w złotych wymagane są bony skarbowe oraz obligacje skarbowe, natomiast zabezpieczenie kredytów w euro mogą stanowić wyłącznie obligacje skarbowe będące przedmiotem fixingu na BondSpot SA, wyceniane według wartości rynkowej<sup>56</sup>.

<sup>55</sup> Art. 67 ustawy z dnia 29 sierpnia 1997 r. – Prawo bankowe (Dz.U. z 2002 r. Nr 72, poz. 665 z późn. zm.).

<sup>54</sup> Portal informacyjny dotyczący systemu TARGET2: <http://target2.net/> oraz informacje o systemie zawarte na stronach NBP: <http://www.nbp.pl/home.aspx?f=/systemplatniczy/target2/informacja.html>

<sup>55</sup> *System płatniczy w Polsce*, Departament Systemu Płatniczego NBP, Warszawa 2008 r.

<sup>56</sup> Ibidem.

#### 4.1.1 Systemy płatności detalicznych

##### Krajowa Izba Rozliczeniowa

Polskie banki rozliczają zlecenia płatnicze związane z płatnościami detalicznymi za pośrednictwem Krajowej Izby Rozliczeniowej SA (KIR). Funkcjonuje ona w oparciu o art. 67 ustawy Prawo bankowe<sup>57</sup>. Podstawowym celem spółki jest standaryzacja systemu detalicznych rozliczeń międzybankowych oraz sprawna i bezpieczna realizacja transakcji bezgotówkowych.

Płatności detaliczne są rozliczane za pośrednictwem KIR

KIR jest operatorem dwóch międzybankowych systemów rozliczeniowych przetwarzających elektroniczne komunikaty o charakterze płatniczym i informacyjnym: ELIXIR i EuroELIXIR. ELIXIR służy do rozliczania uznaniowych i obciążeniowych form płatności detalicznych nominowanych w złotych. Natomiast dzięki systemowi EuroELIXIR możliwe jest rozliczanie zarówno krajowych, jak i transgranicznych płatności w euro. Powyższy system jest nieodłącznie związany z wymaganiami wynikającymi z powstania Jednolitego Obszaru Płatności w euro (SEPA – *Single Euro Payments Area*).

Funkcjonujące systemy umożliwiają przetwarzanie płatności w złotych i euro

Oba systemy prowadzone w ramach KIR są systemami rozrachunku netto, czyli działają na zasadzie wielostronnej kompensaty wzajemnych należności i zobowiązań uczestników.

Realizacja zleceń detalicznych przez KIR następuje na zasadzie rozrachunku netto

Dodatkową funkcjonalność omawianych systemów rozliczeniowych stanowi mechanizm gwarancji rozrachunku. Polega on na wycofaniu części zleceń, jeżeli strony przeprowadzanych transakcji nie zapewnią środków umożliwiających pokrycie wszystkich zobowiązań. Dzięki temu rozwiązaniu banki, które nie zgromadziły na swoim rachunku wystarczających środków nie są wykluczane z rozliczeń, co miało miejsce wcześniej, a co może prowadzić do powstania tzw. efektu domina. Warto przy tym zauważyć, że KIR podejmuje działania w celu minimalizacji efektów związanych z uczestnictwem w systemie, nie można jednak całkowicie wyeliminować ryzyka rozliczeniowego.

W ramach KIR funkcjonuje mechanizm gwarancji rozrachunku

Istotną rolę w zapewnieniu prawidłowego funkcjonowania systemów zarządzanych przez KIR odgrywa Narodowy Bank Polski. Jest on nie tylko uczestnikiem systemu, ale pełni również funkcję banku rozrachunkowego oraz pośrednika w przekazywaniu zleceń do paneuropejskiej izby rozliczeniowej STEP2. Rozrachunek zleceń płatniczych rozliczanych w systemie ELIXIR dokonywany jest na platformie SORBNET, natomiast w systemie EuroELIXIR na platformie TARGET2.

NBP odgrywa istotną rolę w funkcjonowaniu systemu płatności

##### System rozliczeń kart płatniczych

Oddzielny aspekt stanowi mechanizm rozliczania transakcji dokonywanych kartami płatniczymi. Obecnie w Polsce działają trzy systemy rozliczeń transakcji kartowych: Krajowy System Rozliczeń (prowadzony przez spółkę PolCard SA), Europay Domestic Clearing and Settlement System (prowadzony przez MasterCard Europe) oraz VISA National Net Settlement System (prowadzony przez Visa

Oprócz systemów płatności bankowych w Polsce działają też systemy rozliczania transakcji przy użyciu kart płatniczych

<sup>57</sup> Ustawa z dnia 29 sierpnia 1997 r. – Prawo bankowe.

International). Obecnie rozliczenia tego rodzaju realizowane są bezpośrednio w systemie SORBNET, bez uczestnictwa pośrednika rozliczeniowego oraz KIR, jak miało to miejsce wcześniej. Transakcje dokonywane za granicą lub kartą płatniczą wydaną za granicą rozliczane są w systemie międzynarodowym organizacji, w której zrzeszony jest bank – wystawca karty.

Z wyjątkiem Krajowego Systemu Rozliczeń, systemy rozliczeń kartowych obsługują płatności z wykorzystaniem własnych kart

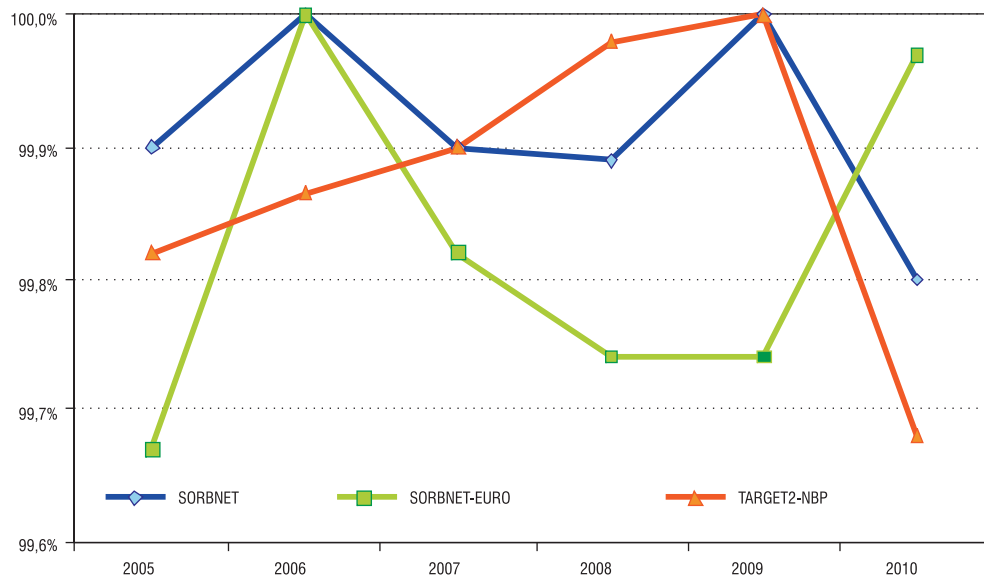
Za pośrednictwem systemów obsługiwanych przez Visa International lub MasterCard Europe możliwe jest rozliczenie tylko tych transakcji, których dokonano kartami własnych organizacji. Jedynie Krajowy System Rozliczeń, będący własnością PolCard SA dokonuje rozliczeń transakcji przeprowadzonych wszystkimi rodzajami kart płatniczych wydanych przez polskie banki. Jest to również jedyny w Polsce system płatności działający na zasadach określonych w ustawie z dnia 24 sierpnia 2001 r. o ostateczności rozrachunku w systemach płatności i systemach rozrachunku papierów wartościowych oraz zasadach nadzoru nad tymi systemami (Dz.U. z 2010 r., Nr 112, poz. 743) i w związku z tym podlega nadzorowi NBP

#### 4.1.2 Efektywność systemu płatniczego

Efektywność systemu rozliczeń wysokokwotowych jest wysoka

Funkcjonowanie polskiego systemu płatniczego jest oceniane pozytywnie przez NBP<sup>58</sup>. Dostępność systemów rozliczeń wysokokwotowych w ostatnich latach wynosiła powyżej 99,6%. Natomiast dostępność systemów rozliczeń detalicznych nie spadała poniżej 99,9%. Na wykresach zaprezentowano dane obrazujące dostępność powyższych systemów w ujęciu rocznym.

Rysunek 71. Dostępność systemów SORBNET, SORBNET-EURO i TARGET2-NBP w latach 2005–2010



Źródło: Ocena funkcjonowania polskiego systemu płatniczego w II półroczu 2010 r., Departament Systemu Płatniczego NBP, marzec 2011 r.

W kontekście ryzyka operacyjnego należy wskazać zdarzenie zakłócenia działania systemów rozliczeniowych<sup>59</sup>. W następstwie awarii nastąpiła kilkugodzinna

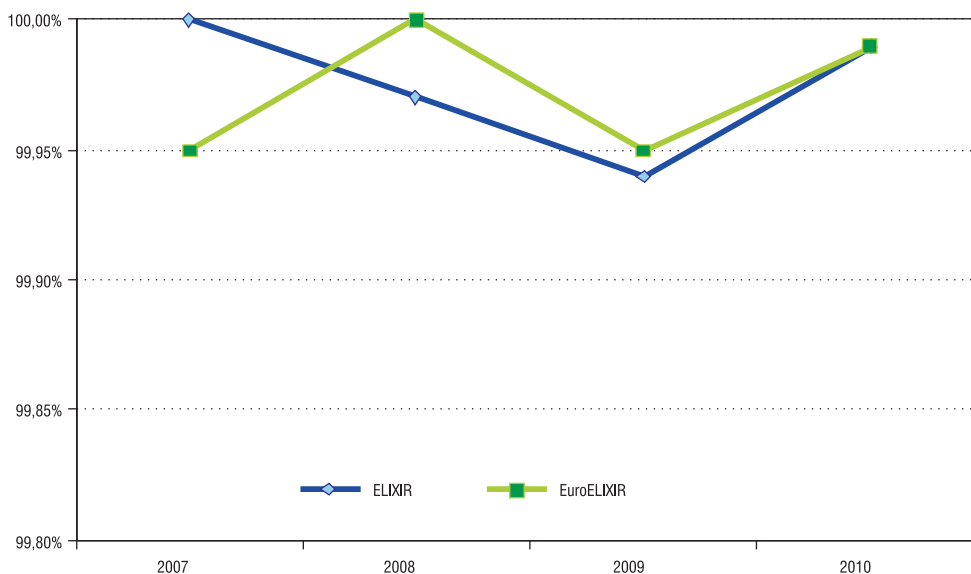
<sup>58</sup> Raporty *Ocena funkcjonowania polskiego systemu płatniczego w poszczególnych okresach (II półrocze 2005 – I półrocze 2010)*, Departament Systemu Płatniczego NBP.

<sup>59</sup> Ocena funkcjonowania polskiego systemu płatniczego w I półroczu 2010 roku.

przerwa w dostępie do systemu SORBNET zarówno ze strony uczestników systemu, jak i samego NBP. W efekcie opóźniony został koniec dnia operacyjnego. Jednak wszystkie zlecenia złożone przez banki zostały wykonane w danym dniu a wszystkie funkcje przewidziane harmonogramem zrealizowano. W następstwie powyższej awarii w NBP podjęto działania, których celem było wyeliminowanie możliwości wystąpienia takich wydarzeń w przyszłości<sup>60</sup>.

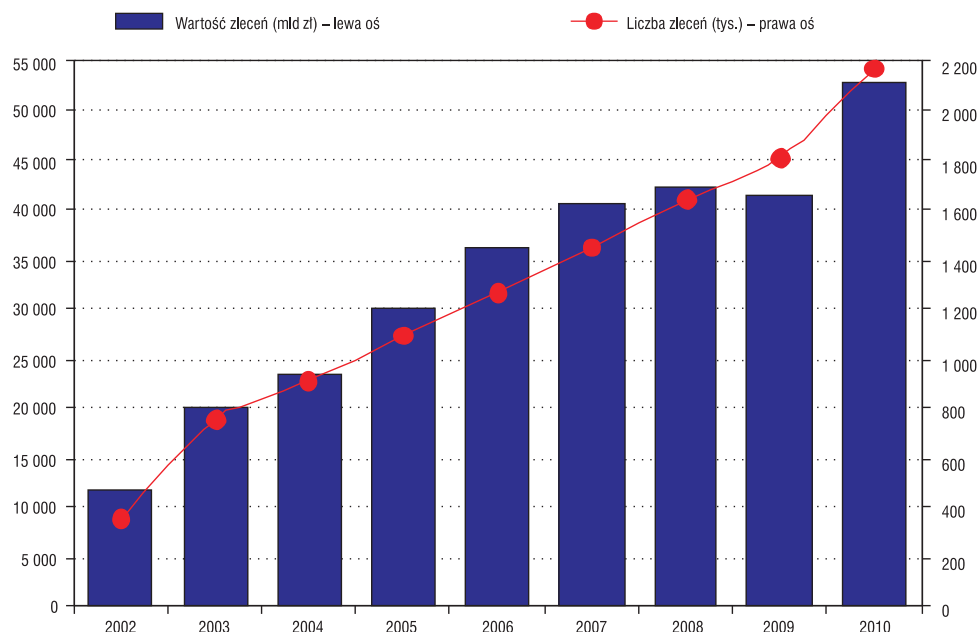
Ryzyko operacyjne systemów płatności jest związane głównie z możliwością wystąpienia przerw w funkcjonowaniu tych systemów

Rysunek 72. Dostępność systemów ELIXIR i EuroELIXIR w latach 2007–2010



Źródło: Ocena funkcjonowania polskiego systemu płatniczego w II półroczu 2010 r., Departament Systemu Płatniczego NBP, marzec 2011 r.

Rysunek 73. Liczba i wartość zleceń w systemie SORBNET w latach 2002–2010

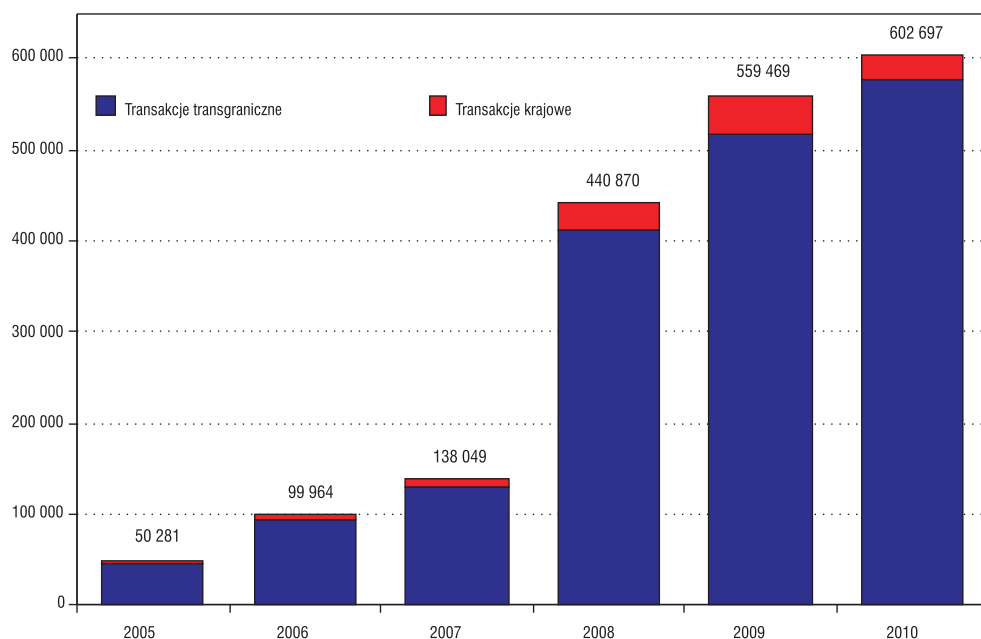


Liczba transakcji dokonywanych za pośrednictwem systemu SORBNET systematycznie rośnie. Podobny trend dotyczył wartości corocznie procesowanych zleceń – aż do roku 2009, kiedy ich wartość nieznacznie spadła. Jednak już w 2010 r. wartość zleceń zdecydowanie wzrosła i przekroczyła poziom z 2008 r.

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych NBP

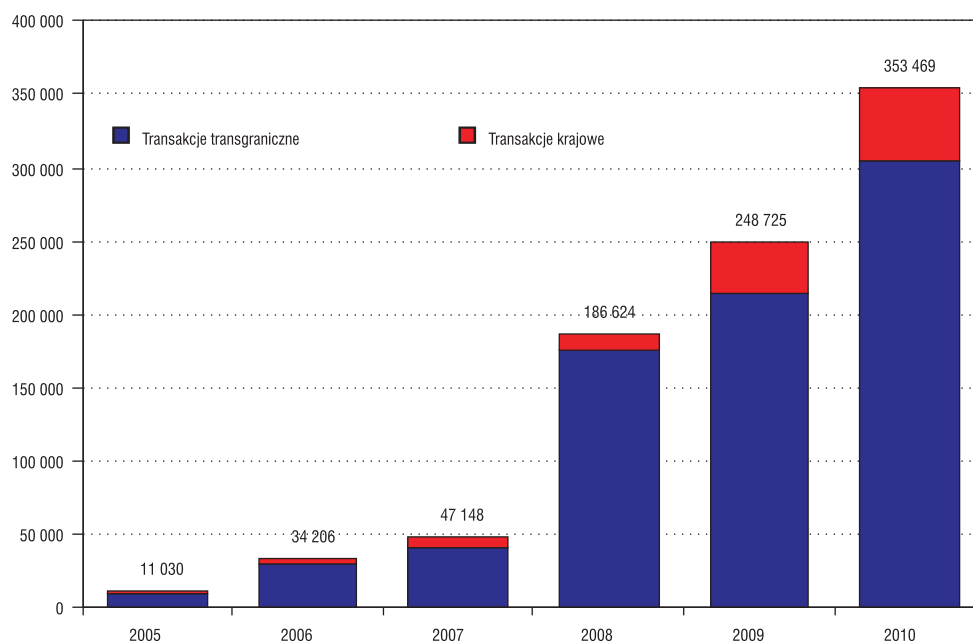
<sup>60</sup> Ibidem.

**Rysunek 74. Liczba transakcji w systemach SORBNET-EURO i TARGET2-NBP w latach 2005–2010**



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych NBP

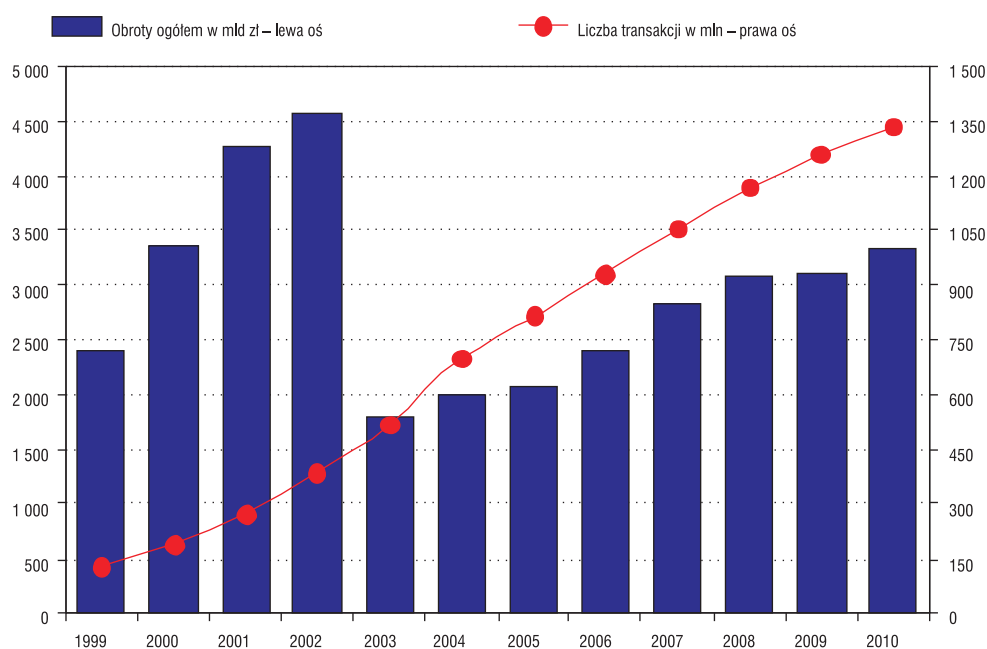
**Rysunek 75. Wartość obrotu (w mln euro) w systemach SORBNET-EURO i TARGET2-NBP w latach 2005–2010**



W systemach obsługujących rozliczenia wysokokwotowe w euro dominują transakcje transgraniczne. Zarówno liczba, jak i wartość obsługiwanych zleceń systematycznie rośnie. Zdecydowany skok w obu kategoriach nastąpił w roku 2008, kiedy wdrożono obsługę rozliczeń za pośrednictwem systemu TARGET2-NBP.

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych NBP

**Rysunek 76. Liczba transakcji i wartość obrotów w systemie ELIXIR w latach 1999–2010**



Liczba transakcji obsługiwanych przez system ELIXIR systematycznie rośnie. Natomiast wartość obrotów uległa radykalnemu zmniejszeniu w 2003 r., aby następnie powrócić do trendu wzrostowego. Spadek średniej dziennej wartości obrotów spowodowany był faktem, że od 1 stycznia 2003 r. wysokokwotowe zlecenie pochodzące od klientów indywidualnych rozliczane są bezpośrednio przez system SORBNET. Ponadto od lipca 2003 r. bezpośrednio w systemie SORBNET realizowane są również rozliczenia transakcji zawartych na rynku krajowym przy użyciu kart płatniczych wydanych przez polskie banki.

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych NBP

## 4.2 Systemy rozrachunku papierów wartościowych

Kluczowe znaczenie dla funkcjonowania infrastruktury polskiego rynku instrumentów finansowych mają dwa typy podmiotów: podmioty organizujące obrót oraz podmioty rozliczające transakcje.

**Dla rynku instrumentów finansowych kluczowe znaczenie mają podmioty organizujące obrót i rozliczające transakcje**

Art. 3 pkt 21 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi<sup>61</sup> definiuje depozyt papierów wartościowych jako system rejestracji zdemateryalizowanych papierów wartościowych obejmujący rachunki papierów wartościowych i konta depozytowe. Natomiast na mocy art. 1 pkt 2 ustawy z dnia 24 sierpnia 2001 r. o ostateczności rozrachunku w systemach płatności i systemach rozrachunku papierów wartościowych oraz zasadach nadzoru nad tymi systemami (Dz.U. z 2010 r., Nr 112, poz. 743) system rozrachunku papierów wartościowych został określony jako prawne powiązania pomiędzy co najmniej trzema instytucjami, z wyłączeniem uczestnika pośredniego, w ramach których obowiązują wspólne dla tych uczestników zasady realizacji ich zleceń rozrachunku.

<sup>61</sup> Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi.



Nadzór nad infrastrukturą rynku instrumentów finansowych sprawuje KNF

Zgodnie z obowiązującym prawem (ustawa o nadzorze nad rynkiem finansowym<sup>62</sup>, ustawa o nadzorze nad rynkiem kapitałowym<sup>63</sup>, ustawa o obrocie instrumentami finansowymi) Komisja Nadzoru Finansowego sprawuje nadzór nad GPW SA, BondSpot SA oraz KDPW SA w zakresie określonym tymi ustawami.

W zakresie jednocześnie realizowanych płatności system ten znajduje się również w zakresie kompetencji NBP

Polskie systemy rozrachunku papierów wartościowych rozliczają transakcje zarówno w papierach wartościowych, jak i w środkach pieniężnych. Rozrachunek środków pieniężnych odbywa się za pośrednictwem systemów rozliczeniowych prowadzonych przez NBP, co sprawia, że sprawne funkcjonowanie powyższych systemów rozrachunkowych znajduje się również w zakresie jego kompetencji.

#### 4.2.1 Instytucje organizujące obrót instrumentami finansowymi

Obrót instrumentami finansowymi odbywa się za pośrednictwem spółek, które organizują i prowadzą system obrotu w ramach zarządzanych przez siebie platform. Ich głównym zadaniem jest koncentracja w jednym miejscu i czasie zleceń kupna i sprzedaży instrumentów finansowych w celu wyznaczenia kursu transakcji i doprowadzenia do jej realizacji. Organizatorzy platform obrotu czuwają nad sprawnym i bezpiecznym przebiegiem procesu zawierania transakcji oraz dbają o transparentność informacji dotyczących tego, jakie transakcje zostały zawarte i po jakim kursie. Prowadzą oni rynki giełdowe, rynki pozagiełdowe oraz alternatywne systemy obrotu. Do grupy podmiotów organizujących obrót na polskim rynku zalicza się Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie SA (GPW) oraz BondSpot SA (dawne MTS-CeTO).

#### Giełda Papierów Wartościowych

W Polsce główne platformy obrotu prowadzone są przez Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie SA. Jak wspomniano w sekcji 3.4.4 spółka ta prowadzi obrót na następujących rynkach: (1) Główny Rynek GPW – rynek giełdowy regulowany, (2) NewConnect – rynek działający w formule alternatywnego systemu obrotu stworzony z myślą o młodych i rozwijających się firmach, (3) Catalyst – rynek instrumentów dłużnych, na który składają się dwie platformy obrotu prowadzone w formule rynku regulowanego oraz alternatywnego systemu obrotu przeznaczone dla klientów detalicznych oraz dwa analogiczne rynki dla klientów hurtowych, (4) poee Rynek Energii GPW – platforma zawierania transakcji energią elektryczną i kontraktami terminowymi na energię.

Informacja o transakcjach zawartych na rynkach GPW jest dostępna w czasie rzeczywistym

GPW organizuje obrót w oparciu o system WARSET (*WARsaw Stock Exchange Trading System*). System odpowiedzialny jest m.in. za poprawną realizację następujących zadań: (1) przyjmowanie i weryfikacja zleceń, (2) przekazywanie informacji zwrotnej o przyjęciu lub odrzuceniu zlecenia, (3) dystrybuowanie informacji o złożonych zleceniach na zewnątrz systemu, (4) kojarzenie zleceń w celu

<sup>62</sup> Ustawa z dnia 21 lipca 2006 r. o nadzorze nad rynkiem finansowym (Dz.U. z 2006 r., Nr 157, poz. 1119 z późn. zm.).

<sup>63</sup> Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o nadzorze nad rynkiem kapitałowym (Dz.U. z 2005 r., Nr 183, poz. 1537 z późn. zm.).



zawarcia transakcji, (5) wysyłanie informacji o zawarciu transakcji do domów maklerskich i odbiorców zewnętrznych. W siedzibie każdego uczestnika systemu znajduje się serwer zleceń, do którego przesyłane są zlecenia klientów i z którego następnie, po weryfikacji poprawności, przekazywane są one do systemu giełdowego. Informacje o zawartych transakcjach są udostępniane w czasie rzeczywistym zarówno stronom transakcji, jak i KDPW.

System WARSET daje możliwość prowadzenia notowań zarówno w trybie ciągłym, jak i w systemie notowań jednolitych z kursem ustalonym dwukrotnie w ciągu dnia. Może być on również wykorzystywany do przeprowadzania tzw. transakcji pakietowych<sup>64</sup>.

Transakcje mogą być zawierane w trybie ciągłym lub sesyjnym

## BondSpot

W ramach struktury rynku kapitałowego w Polsce funkcjonuje również rynek pozagiełdowy prowadzony przez spółkę BondSpot SA.<sup>65</sup> W chwili obecnej spółka prowadzi obrót na regulowanym rynku pozagiełdowym (podlegającym nadzorowi Komisji Nadzoru Finansowego) oraz ma możliwość tworzenia platformy elektronicznego obrotu papierami wartościowymi i instrumentami finansowymi na rynku nieregulowanym (tzn. rynku, który nie podlega – zgodnie z prawem – nadzorowi Komisji Nadzoru Finansowego).

BondSpot prowadzi obrót na regulowanym rynku pozagiełdowym

Obrót na rynku BondSpot prowadzony jest w systemie notowań ciągłych. Transakcje zawierane na tej platformie rozliczane są za pośrednictwem KDPW (operacje na obligacjach) lub NBP (operacje na bonach skarbowych). Każdy członek pozagiełdowego rynku regulowanego zobowiązany jest do potwierdzenia możliwości prawidłowego rozliczenia transakcji poprzez przekazanie potwierdzenia KDPW o posiadaniu statusu uczestnika rozliczającego na pozagiełdowym rynku regulowanym lub przekazanie oświadczenia o podpisaniu umowy z uczestnikiem rozliczającym na pozagiełdowym rynku regulowanym, który zobowiązał się do wypełnienia obowiązków w związku z rozliczeniem zawieranych transakcji oraz potwierdzenie uczestnictwa rozliczającego.

Obrót na BondSpot dotyczy papierów skarbowych i jest prowadzony w trybie notowań ciągłych

### 4.2.2 Podmioty rozliczające transakcje

Systemy depozytowo-rozliczeniowe prowadzone są przez Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych (KDPW) oraz NBP za pośrednictwem Rejestru Papierów Wartościowych<sup>66</sup> (RPW).

## Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych

Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych działa na mocy ustawy z 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi. Jest to centralna instytucja, której podstawowym zadaniem jest organizacja i nadzorowanie procesu depozytowo-rozlicze-

KDPW rozlicza transakcje zawierane na GPW, BondSpot oraz częściowo również transakcje rynku międzybankowego

<sup>64</sup> System Płatniczy w Polsce.

<sup>65</sup> Dawniej MTS-CeTO SA; jedynym akcjonariuszem spółki jest GPW.

<sup>66</sup> Prowadzony przez Narodowy Bank Polski system rejestracji stanu i zmian stanu posiadania bonów skarbowych i bonów pieniężnych NBP.

niowego w zakresie obrotu instrumentami finansowymi w Polsce. Obsługuje ona transakcje zawierane na GPW SA, BondSpot SA oraz na rynku międzybankowym, z wyjątkiem transakcji na bonach skarbowych i bonach pieniężnych NBP, które są rozliczane przez RPW.

Rozliczenie transakcji KDPW następuje w trybie „dostawy za płaćność”

W wyniku zawarcia przez uczestników rynku transakcji, której obsługa należy do kompetencji KDPW, spółka zobowiązana jest do przeprowadzenia rozrachunku, zarówno w papierach wartościowych, jak i w środkach pieniężnych. Rozrachunek środków pieniężnych odbywa się za pośrednictwem systemów rozliczeń wysokokwotowych działających w obrębie NBP (SORBNET i TARGET2) i następuje na podstawie zlecenia wysłanego przez KDPW. Przed wysłaniem zlecenia KDPW blokuje papiery wartościowe na rachunkach uczestników. Rozrachunek w papierach wartościowych przeprowadzany jest bezpośrednio przez KDPW w następstwie poprawnego przebiegu rozrachunku pieniężnego<sup>67</sup> (tryb rozliczeń „dostawa za płaćność”).

Rozliczenia papierów wartościowych dokonywane są na bazie brutto

Rozliczenie dotyczące papierów wartościowych dokonywane jest na bazie brutto – osobno dla każdej transakcji, natomiast rozliczeń pieniężnych dokonuje się na bazie netto, czyli co do zasady zgodnie z procedurą kompensacji wielostronnej. Jednak niektóre transakcje wymagają rozliczenia na bazie kompensacji dwustronnej lub na bazie brutto. Może to dotyczyć transakcji, których przedmiotem są obligacje skarbowe, zawieranych na rynku nieregulowanym oraz transakcji zawieranych na rynku pierwotnym<sup>68</sup>.

Do rozliczeń transakcji terminowych został utworzony osobny podmiot

Na potrzeby rozrachunku transakcji terminowych w ramach KDPW działa Izba Rozliczeniowa dla instrumentów pochodnych. Do głównych jej zadań należy ustalanie wymaganych wielkości zabezpieczeń dla pozycji otwartych oraz rozliczanie kontraktów. Rozrachunek następuje zarówno w środkach pieniężnych, jak i w instrumentach pochodnych a realizowany jest w oparciu o konta indywidualne, na których IRIP rejestruje zajmowane pozycje<sup>69</sup>.

Przebieg rozliczeń transakcji znajduje się w chronionym trybie prawnym

Warto zauważyć, iż zgodnie z ustawą o obrocie instrumentami finansowymi<sup>70</sup> wszczęcie środków prawnych względem podmiotu działającego bezpośrednio na rynku regulowanym, skutkujących zawieszeniem lub zaprzestaniem dokonywania przez niego spłaty zadłużeń albo ograniczających jego zdolność w zakresie swobodnego rozporządzenia mieniem, nie wywołuje skutków prawnych wobec środków znajdujących się na koncie depozytowym, rachunku papierów wartościowych, rachunku pieniężnym lub rachunku bankowym tego podmiotu służącym do realizacji rozliczeń transakcji w zakresie, w jakim środki te są potrzebne do przeprowadzenia rozrachunku transakcji w KDPW. Zasadę tę stosuje się nawet w przypadku, gdy dany środek prawny został podjęty przed przeprowadzeniem jej rozrachunku.

<sup>67</sup> System Płaćniczy w Polsce.

<sup>68</sup> *Systemy rozrachunku papierów wartościowych w Polsce i w Unii Europejskiej*, Narodowy Bank Polski, Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych SA, Giełda Papierów Wartościowych SA, Warszawa 2009 r.

<sup>69</sup> System Płaćniczy w Polsce.

<sup>70</sup> Art. 45e ust.1 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi.

KDPW jest zobowiązany do zarządzania zarówno ryzykiem operacyjnym, jak i rozliczeniowym. Na ryzyko rozliczeniowe składa się ryzyko kredytowe oraz ryzyko płynności. Procedura dostawy za płatność, na której bazuje rozrachunek transakcji znacznie ogranicza występowanie ryzyka kredytowego. Polega ona na przepływie papierów wartościowych pomiędzy kontami uczestników KDPW przy uprzedniej realizacji zleceń płatniczych na rachunku banków płatników. W celu ograniczenia ryzyka płynności wprowadzono rozbudowany system zabezpieczeń. Na rynku kasowym zalicza się do niego między innymi fundusz rozliczeniowy. Natomiast na rynku terminowym stosuje się ponadto system limitów transakcyjnych oraz depozytów zabezpieczających.

**Celem rozbudowanego systemu zabezpieczeń jest ograniczenie ryzyka płynności**

Według ustawy o obrocie instrumentami finansowymi do zadań KDPW należy także prowadzenie systemu gwarantowania rozliczeń transakcji zawartych na rynku regulowanym giełdowym i pozagiełdowym.

**KDPW prowadzi system gwarantowania rozliczeń transakcji zawartych na rynku regulowanym**

Natomiast art. 65 powyższej ustawy zobowiązuje uczestników KDPW do „wniesienia do Krajowego Depozytu wpłat, z których tworzy się fundusz zabezpieczający prawidłowe rozliczenie zawartych transakcji”, tzw. fundusz rozliczeniowy. Regulamin funduszu<sup>71</sup> oraz wszelkie przeprowadzane w nim zmiany podlegają zatwierdzeniu przez KNF. Na fundusz składają się wpłaty wnoszone przez uczestników rozliczających, które stanowią ich współwłasność łączną<sup>72</sup>. Wysokości wpłat ustalane są proporcjonalnie do transakcji rozliczanych przez danego uczestnika<sup>73</sup>. Składa się on z części wyodrębnionych funkcjonalnie a w skład każdej z nich wchodzi środki, których celem jest zapewnienie bezpieczeństwa rozliczeń określonych rodzajów transakcji lub transakcji zawieranych na poszczególnych rynkach<sup>74</sup>. Obecnie wyspecyfikowane są cztery części funduszu: Fundusz Gwarantowania Rozliczeń Transakcji Giełdowych, Fundusz Gwarantowania Rozliczeń Transakcji zawieranych w alternatywnym systemie obrotu organizowanym przez BondSpot, Fundusz Gwarantowania Rozliczeń Transakcji zawieranych w alternatywnym systemie obrotu organizowanym przez GPW oraz Fundusz Gwarantowania Rozliczeń Giełdowych Transakcji Terminowych. Każda z wyodrębnionych części funduszu składa się z zasobu podstawowego i zasobu rezerwowego.

**Funkcję tę spełnia fundusz rozliczeniowy**

Dla transakcji dokonywanych na rynku instrumentów pochodnych uczestnicy rozliczający zobowiązani są do wniesienia dodatkowych depozytów – wstępnego depozytu rozliczeniowego oraz właściwego depozytu zabezpieczającego<sup>75</sup>. Wniesienie wstępnego depozytu rozliczeniowego jest warunkiem rozpoczęcia działalności w obrocie na rynku instrumentów pochodnych. Zabezpiecza on ryzyko związane z pozycjami otwartymi w ciągu dnia, do momentu wniesienia dla nich właściwego depozytu zabezpieczającego. Właściwy depozyt zabezpieczający

**System gwarancji rozliczeń transakcji na instrumentach pochodnych jest oparty na mechanizmie depozytu zabezpieczającego**

<sup>71</sup> Regulamin Funduszu Rozliczeniowego przyjęty uchwałą nr 10/60/98 Rady Nadzorczej Krajowego Depozytu Papierów Wartościowych SA z dnia 28 września 1998 r., zatwierdzony decyzją Komisji Papierów Wartościowych i Giełd z dnia 4 grudnia 1998 r. Stan prawny począwszy od dnia 31 maja 2010.

<sup>72</sup> Art. 67, ust. 1 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi.

<sup>73</sup> *Systemy rozrachunku papierów wartościowych w Polsce i w Unii Europejskiej.*

<sup>74</sup> Art. 67, ust. 2 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi.

<sup>75</sup> *Systemy rozrachunku papierów wartościowych w Polsce i w Unii Europejskiej.*

składa się z depozytów wnoszonych odrębnie dla każdej pozycji otwartej w wyniku transakcji zawartej na rynku instrumentów pochodnych.

Środki pochodzące z funduszy gwarantujących rozliczenia na rynku instrumentów pochodnych wykorzystuje się w sytuacjach, gdy KDPW przystępuje do zamykania pozycji otwartych, a wniesione przez uczestnika rozliczającego w zakresie tych pozycji depozyty zabezpieczające okazały się niewystarczające.

Uczestnicy rozliczeń mają również dostęp do krótkoterminowego finansowania

Jeżeli, w następstwie niedopełnienia przez innego uczestnika obowiązku dostarczenia papierów wartościowych mających stanowić podstawę do uzyskania środków pieniężnych, uczestnik nie posiada środków wystarczających do rozliczenia transakcji objętych daną częścią funduszu rozliczeniowego, może on uzyskać pożyczkę ze środków tej części funduszu rozliczeniowego z terminem spłaty przypadającym na dzień następny.

W przypadku gdy środki funduszu są niewystarczające, aby pokryć zobowiązania uczestników, są oni zobowiązani do wniesienia dodatkowych wkładów. Ponadto uczestnicy zobowiązani są do niezwłocznego odtworzenia wykorzystanej właściwej części funduszu rozliczeniowego.

W ramach KDPW funkcjonuje też system pożyczek papierów wartościowych, który ułatwia rozliczenie transakcji

Ponadto w ramach rozliczeń prowadzonych przez KDPW stworzony został system automatycznych pożyczek papierów wartościowych, uruchamiany gdy w chwili przeprowadzania rozrachunku na koncie uczestnika nie ma wystarczającej liczby danego papieru oraz system pożyczek papierów wartościowych na zlecenie, który pozwala zniwelować niedobory zanim KDPW przystąpi do rozrachunku transakcji<sup>76</sup>. Stworzenie takich systemów pożyczek ma na celu niedopuszczenie do zawieszeń rozrachunku transakcji.

Na KDPW ciąży ponadto obowiązek prowadzenia systemu rekompensat na wypadek niewypłacalności uczestniczących podmiotów

W myśl ustawy o obrocie instrumentami finansowymi<sup>77</sup> KDPW ma obowiązek tworzenia i prowadzenia obowiązkowego systemu rekompensat, którego celem jest zapewnienie inwestorom wypłat środków pieniężnych oraz zrekompensowanie wartości utraconych instrumentów finansowych, zgromadzonych przez nich w domach maklerskich, z tytułu świadczonych na ich rzecz usług. Wypłaty te dotyczą sytuacji, gdy dom maklerski ogłosi upadłość, wniosek o ogłoszenie upadłości zostanie oddalony ze względu na niewystarczający na zaspokojenie kosztów postępowania majątek domu maklerskiego, lub gdy KNF stwierdzi, że dom maklerski nie jest (i nie będzie w najbliższym czasie) w stanie wykonać zobowiązań wynikających z roszczeń inwestorów, ze względu na swoją sytuację finansową<sup>78</sup>. Dom maklerski staje się uczestnikiem systemu rekompensat z chwilą udzielenia mu zezwolenia na prowadzenie działalności maklerskiej. Z chwilą zaprzestania działalności (określonej w decyzji o cofnięciu lub uchynieniu zezwolenia) lub wygaśnięcia zezwolenia, dom maklerski zwolniony jest z uczestnictwa w systemie rekompensat<sup>79</sup>. W przypadku, gdy suma roszczeń inwestorów przekracza wysokość środków zgromadzonych w systemie rekompensat oraz wartość należnych,

Rozrachunek transakcji na bonach skarbowych i pieniężnych NBP jest realizowany przez NBP

<sup>76</sup> Ibidem.

<sup>77</sup> Art. 133 ust. 1 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi.

<sup>78</sup> Art. 133 ust. 2 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi.

<sup>79</sup> Art. 135 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi.



jeszcze niewypłaconych rocznych rat za dany rok kalendarzowy, kwota rocznych wpłat może zostać podwyższona.

### Rejestr papierów wartościowych

Jak zostało zaznaczone na początku niniejszego rozdziału usługi depozytowe i rozliczeniowe związane z operacjami na bonach skarbowych oraz bonach pieniężnych NBP są świadczone za pośrednictwem Rejestru Papierów Wartościowych. W ramach RPW na potrzeby uczestników systemu prowadzone są rachunki i konta papierów wartościowych. Z ich pomocą przeprowadzany jest rozrachunek w papierach wartościowych. Natomiast rozrachunku w środkach pieniężnych dokonuje się w systemie SORBNET. Oba systemy pozwalają dokonać operacji na bazie brutto w czasie rzeczywistym<sup>80</sup>.

Uczestnicy przesyłają zlecenia bezpośrednio do Departamentu Operacji Krajowych NBP, który następnie je rejestruje. Za pośrednictwem elektronicznego systemu wymiany danych, są oni niezwłocznie informowani o statusie zlecenia, jego otrzymaniu, zarejestrowaniu lub odrzuceniu. W przypadku awarii wszelkie informacje przekazywane są za pomocą telefaksu<sup>81</sup>.

RPW nie prowadzi żadnego funduszu, którego celem byłoby gwarantowanie rozrachunku transakcji, oferuje natomiast instrumenty wykorzystywane również w przypadku rozliczeń pieniężnych. Należy w szczególności wskazać kredyt śróddzienny, czy kredyt lombardowy udzielany bankom przez NBP. Ponadto uczestnicy mają dostęp do systemu pożyczek bonów skarbowych, dzięki któremu nawet w przypadku braku tych papierów wartościowych na rachunku sprzedającego możliwe jest dokończenie realizacji transakcji.

W ramach RPW nie ma szczególnego mechanizmu służącego zabezpieczeniu rozliczeń

#### 4.2.3 Efektywność systemów rozliczeń papierów wartościowych

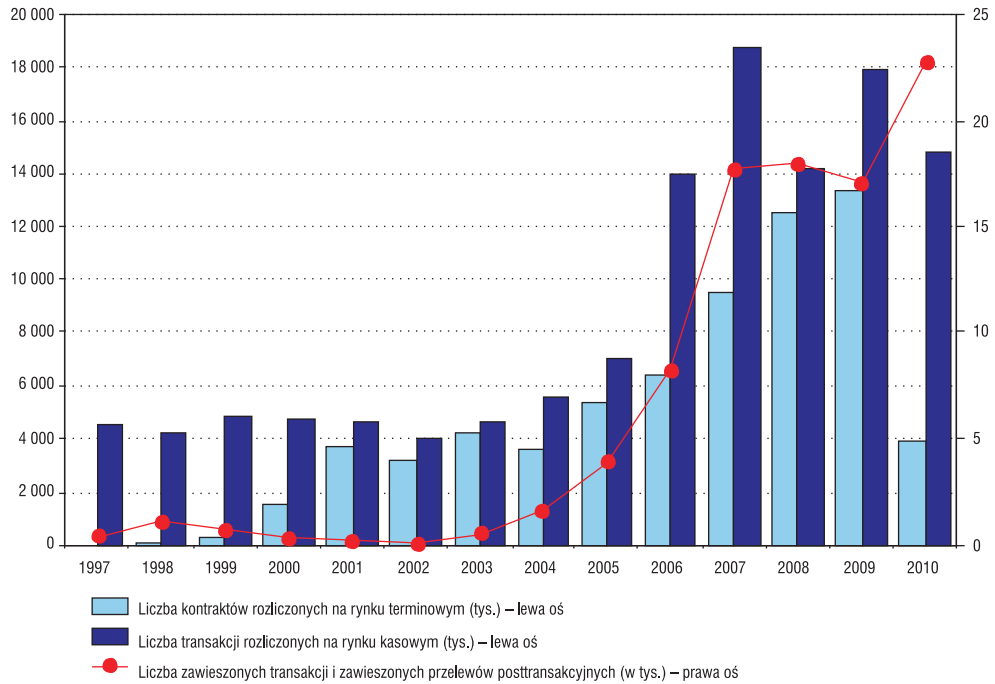
Liczba transakcji rozliczonych przez KDPW na rynku kasowym dynamicznie wzrosła w latach 2006-2007. Wraz ze wzrostem liczby rozliczanych transakcji wzrosła również liczba transakcji zawieszonych. Jednak w przeciągu ostatnich 13 lat udział transakcji zawieszonych w ogólnej liczbie transakcji na rynku kasowym nie przekroczył 0,2%. Najwyższy udział odnotowano w 2008 r., kiedy wyniósł 0,13% i w 2010 r., kiedy wyniósł 0,15%. W latach tych nastąpił znaczny spadek liczby przeprowadzanych transakcji, przy liczbie zawieszonych na relatywnie stałym poziomie.

W ciągu ostatnich 13 lat udział transakcji zawieszonych nie przekroczył 0,2% liczby transakcji zrealizowanych przez KIR

<sup>80</sup> System Płatniczy w Polsce.

<sup>81</sup> Ibidem

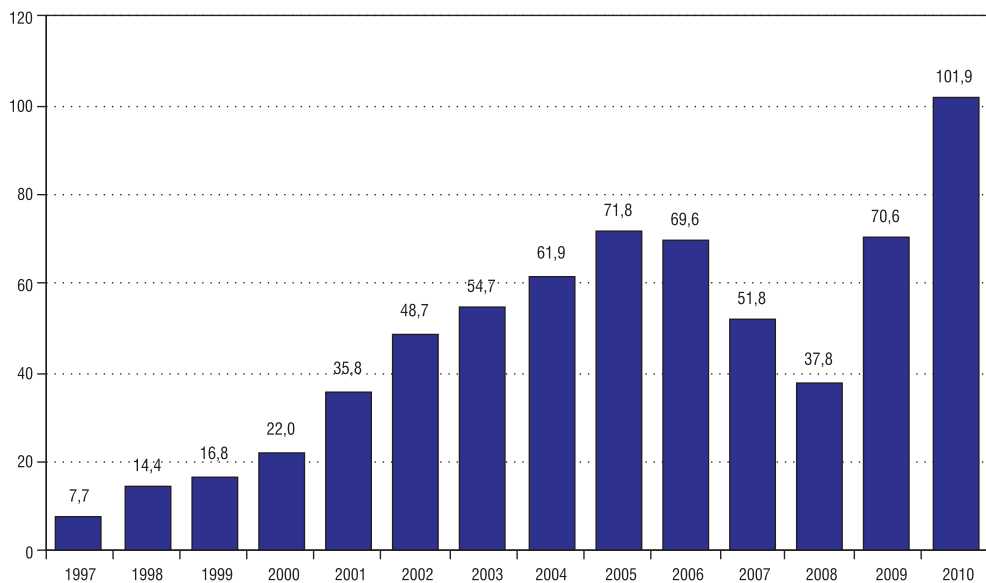
**Rysunek 77. Liczba transakcji rozliczonych na rynku kasowym, liczba kontraktów rozliczonych na rynku terminowym oraz liczba zawieszonych transakcji i zawieszonych przelewów posttransakcyjnych w latach 1997–2010 (tys.)**



Liczba kontraktów rozliczonych na rynku instrumentów terminowych utrzymała trend rosnący, niezależnie od trwającego w latach 2008–2009 kryzysu. W 2010 r. nastąpił znaczny spadek liczby rozliczonych kontraktów.  
 Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych KDPW

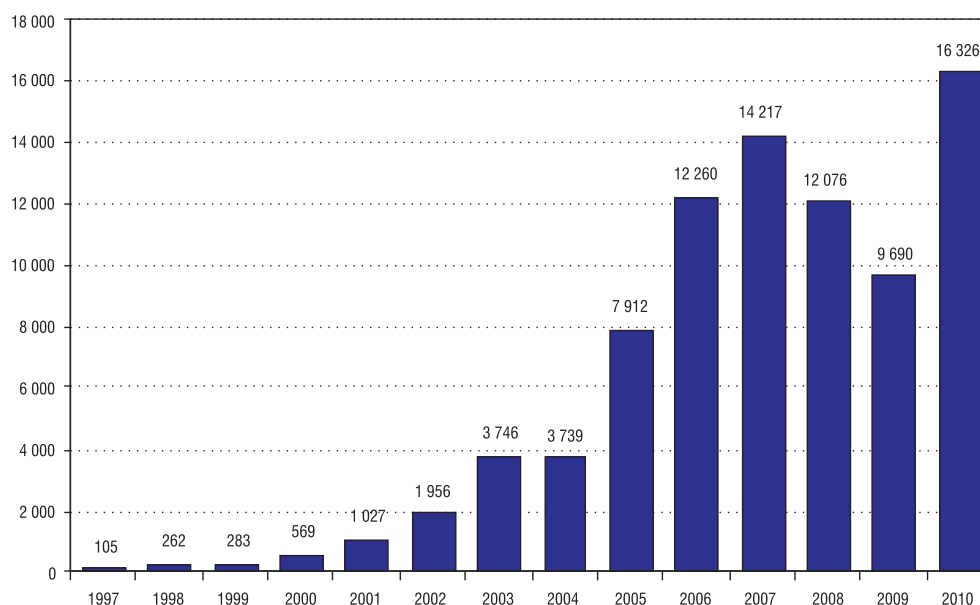
W latach 2006–2007 odnotowano dynamiczny wzrost liczby transakcji rozliczanych na rynku kasowym. Jednak w roku 2008, w związku z kryzysem na rynkach finansowych, liczba ta uległa znaczącej redukcji, aby już w roku 2009 wrócić niemal do poziomu sprzed dwóch lat. Rok 2010 przyniósł przekroczenie wartości 100 miliardów zł.

**Rysunek 78. Wartość transakcji rozliczonych na rynku pierwotnym (mld zł) w latach 1997–2010**



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych KDPW

**Rysunek 79. Wartość obrotu rozliczonego na rynku wtórnym (mld zł) w latach 1997–2010**



W latach 2000–2007 odnotowano systematyczny wzrost wartości obrotu na rynku wtórnym. W latach 2008 i 2009 nastąpił jednak spadek, a w roku 2010 znaczne odbicie.

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych KDPW

### 4.3 Centralni partnerzy<sup>82</sup> i repozytoria transakcji<sup>83</sup> jako element rynku pozagiełdowych instrumentów pochodnych

Kryzys na rynkach finansowych ostatnich lat i zachwianie płynności największych instytucji finansowych na świecie uwypukliły zagrożenie, jakie instrumenty pochodne, w szczególności *Credit Default Swaps* (CDS), stanowią dla utrzymania stabilności systemu finansowego. Ujawniony został skomplikowany mechanizm tworzenia sieci wzajemnych zależności, który w bezpośrednim następstwie doprowadził do problemów z wypłacalnością szeregu instytucji finansowych. Kryzys pokazał główne słabości tego rynku, takie jak: (1) wrażliwość na ryzyko kontrahenta, (2) brak transparentności w zakresie powiązań i ryzyka rynkowego, (3) trudność w zrozumieniu charakteru i poziomu ryzyka instrumentów, (4) słabość procedur zarządzania ryzykiem na poziomie mikro, (5) złożona sieć wzajemnych zależności oraz wpływ, jaki wywierają operacje o dużej wartości na całe otoczenie rynkowe. Powyższe właściwości rynku pozagiełdowych instrumentów po-

**Kryzys finansowy ostatnich lat zwrócił uwagę na zagrożenia związane z rynkiem instrumentów pochodnych**

<sup>82</sup> Partner centralny (CCP) oznacza, zgodnie z art. 2 pkt 1 wniosku w przedmiocie Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady w sprawie instrumentów pochodnych będących przedmiotem obrotu poza rynkiem regulowanym, partnerów centralnych i repozytoriów transakcji, podmiot, który w sensie prawnym działa pomiędzy stronami kontraktów będących w obrocie na jednym rynku finansowym lub większej ich liczbie, stając się nabywcą dla każdego sprzedawcy i sprzedawcą dla każdego nabywcy, i który jest odpowiedzialny za prowadzenie systemu rozliczeniowego.

<sup>83</sup> Repozytorium transakcji oznacza, zgodnie z art. 2 pkt 2 wniosku w przedmiocie Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady w sprawie instrumentów pochodnych będących przedmiotem obrotu poza rynkiem regulowanym, partnerów centralnych i repozytoriów transakcji, podmiot zajmujący się gromadzeniem i przechowywaniem na szczeblu centralnym danych dotyczących instrumentów pochodnych będących przedmiotem obrotu poza rynkiem regulowanym.



chodnych prowadzą do zwiększenia niepewności w okresach napięć rynkowych, a zatem stanowią zagrożenie dla stabilności całego systemu finansowego,

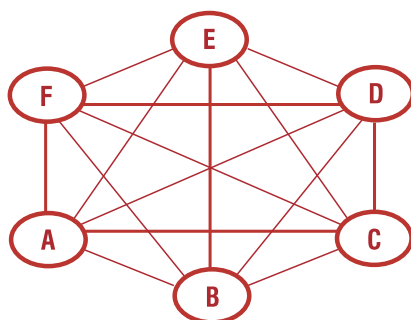
**Reforma systemu rozliczeń zmierza do ograniczenia ryzyka kontrahenta**

Skuteczne ograniczanie skutków występowania ryzyka kontrahenta musi, obok poprawy efektywności operacyjnej<sup>84</sup>, obejmować również wzmocnienie procesów posttransakcyjnych a w szczególności procedur rozliczeniowych. Rozliczenie może być przeprowadzane dwustronnie pomiędzy dwoma kontrahentami w pojedynczej transakcji lub na szczeblu centralnym rynku za pośrednictwem partnera centralnego (CCP). Obecnie na rynkach regulowanych niemal wszystkie transakcje zawierane są z wykorzystaniem systemów rozliczeń centralnych. W przypadku transakcji pozagiełdowych normą są dwustronne systemy rozliczeń, chociaż w niektórych segmentach pojawiają się rozliczenia przez CCP (przede wszystkim dotyczy to swapów stóp procentowych – IRS<sup>85</sup>).

**Rysunek 80. Rozliczenia dwustronne a partner centralny**

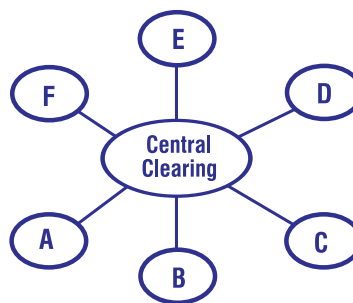
**Rozliczenie dwustronne**

- Sieć narażonych kontrahentów
- Złożony przepływ zabezpieczeń
- Potencjalne ryzyko wystąpienia efektu domina w przypadku braku wypłacalności jednego brokera



**Partner centralny**

- Struktura gwiazdzista z gwarantem po środku
- Wszystkie zabezpieczenia przechodzą przez CCP
- CCP dba o posiadanie wystarczającej ilości kapitału, aby przetrzymać ewentualny brak wypłacalności jednego lub większej liczby brokerów



**Rozliczenie transakcji za pomocą tzw. partnerów centralnych wiąże się z wieloma korzyściami**

Zdecydowaną zaletą wprowadzenia instytucji partnera centralnego w porównaniu z transakcjami zawieranymi dwustronnie, szczególnie przy dużej liczbie przeprowadzanych transakcji jest zmniejszenie liczby kontrahentów (CCP pozostają dla swoich członków jedyną stroną transakcji) oraz przepływów kapitału potrzebnych do zawarcia transakcji (kompensacja przepływów i dokonywanie ostatecznych płatności w wartościach netto). Im bardziej płynny jest dany rynek tym bardziej efektywne jest wykorzystanie rozwiązań pozwalających na centralizację powiązań sieciowych.

Źródło: Communication from the Commission: Ensuring efficient, safe and sound derivatives markets (COM/2009/332)

Dokonywanie rozliczeń za pośrednictwem partnerów centralnych niesie za sobą wiele korzyści, takich jak: (1) wielostronna kompensacja, (2) łagodzenie ryzyka i podział strat, (3) redukcja efektów zewnętrznych związanych z niewypłacalnością jednego z uczestników rynku, (4) ekonomia skali, (5) zwiększenie płynności rynku, (6) transparentność i zmniejszenie asymetrii informacji, (7) wzrost wydajności<sup>86</sup>.

<sup>84</sup> Poprawa efektywności operacyjnej może zostać osiągnięta m.in. dzięki stworzeniu właściwych struktur obrotu, w tym elektronicznych platform obrotu oraz mechanizmów zatwierdzania transakcji i potwierdzania jej zawarcia.

<sup>85</sup> Sama spółka LCH. Clearnet rozlicza ponad 40% rynku IRS mierzonego w wartościach teoretycznych kwot pozostałych do spłaty ([http://www.lchclearnet.com/swaps/swapclear\\_for\\_clearing\\_members/](http://www.lchclearnet.com/swaps/swapclear_for_clearing_members/))

<sup>86</sup> Zobacz: D. Valiante, *Shaping Reforms and Business Models for the OTC Derivatives Market. Quo vadis?* oraz Commission Staff Working Paper accompanying the Commission Communication: *Ensuring efficient, safe and sound derivatives markets* (SEC/2009/905).

Jednak, jak wspomniano powyżej, korzystanie z ich usług nie jest normą. Wynika to przede wszystkim z faktu, iż bezpieczeństwo zawsze wiąże się z koniecznością poniesienia dodatkowych kosztów związanych z uczestnictwem w systemach ochronnych organizowanych przez CCP. Ponadto wzrost przejrzystości rynku, który z jednej strony prowadzi do pozytywnego efektu redystrybucji informacji pomiędzy uczestnikami rynku, z drugiej strony przynosi straty instytucjom finansowym, dla których asymetria informacji jest źródłem przewagi konkurencyjnej (np. brokerom pozagiełdowych instrumentów pochodnych). Należy zaznaczyć również, że CCP nie może zostać zastosowane w każdych warunkach. Istnieje wiele wymogów, związanych głównie z płynnością i standaryzacją produktów, które muszą zostać spełnione w przypadku transakcji zawieranych za ich pośrednictwem.

Przydatność CCP zależy od warunków na konkretnym rynku

#### 4.3.1 Działania regulujące pozagiełdowy rynek instrumentów pochodnych podjęte na poziomie Unii Europejskiej

Dokumentem, który w sposób najpełniejszy przedstawia obecny stan przygotowań do wprowadzenia europejskich regulacji obejmujących partnerów centralnych oraz repozytoriów transakcji jest wniosek w przedmiocie Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady w sprawie instrumentów pochodnych będących przedmiotem obrotu poza rynkiem regulowanym, partnerów centralnych i repozytoriów transakcji (COD/2010/0250).

Regulacje dotyczące CCP oraz repozytoriów transakcji są przedmiotem prac na forum UE

Celem powyższego wniosku jest ustanowienie wspólnych zasad mających służyć zwiększeniu bezpieczeństwa i efektywności rynku pozagiełdowych (*Over-The-Counter* – OTC) instrumentów pochodnych<sup>87</sup>. Aby to osiągnąć proponuje się uchwalenie właściwego rozporządzenia. Do powstania wniosku prowadzi z jednej strony szereg inicjatyw podejmowanych na szczeblu samej Unii Europejskiej<sup>88</sup>, a z drugiej szerokie dyskusje prowadzone na forum ogólnoświatowym<sup>89</sup>. Reforma rynku pozagiełdowych instrumentów pochodnych stanowi jedynie jeden z elementów szerszej strategii, której nadrzędnym celem jest zwiększenie stabilności systemu finansowego jako całości.

Celem regulacji będzie zwiększenie bezpieczeństwa i efektywności pozagiełdowego rynku instrumentów pochodnych

Wprowadzenie Rozporządzenia ma prowadzić do osiągnięcia następujących, podstawowych celów: (1) ograniczenie ryzyka kontrahenta dzięki wprowa-

Bezpośrednimi celami legislacji ma być ograniczenie ryzyka kontrahenta, ryzyka operacyjnego i zwiększenie przejrzystości rynku

<sup>87</sup> Instrumenty pochodne będące przedmiotem obrotu poza rynkiem regulowanym oznaczają, zgodnie z art. 2 pkt 5 przedmiotowego wniosku kontrakty na instrumenty pochodne, które nie są zawierane na rynku regulowanym zdefiniowanym w art. 4 ust. 1 pkt 14 dyrektywy 2004/39/WE.

<sup>88</sup> Communication for the spring European Council: *Driving European recovery* (COM/2009/114), Communication from the Commission: *Ensuring efficient, safe and sound derivatives markets* (COM/2009/332), Communication from the Commission to the European Parliament, The Council, The European Economic and Social Committee, The Committee of the Regions and The European Central Bank: *Ensuring efficient, safe and sound derivatives markets: Future policy actions* (COM/2009/563).

<sup>89</sup> Działania podjęte w ramach Unii Europejskiej są zgodne z przyjętym niedawno ustawodawstwem USA dotyczącym pozagiełdowych instrumentów pochodnych: Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act – An Act to promote the financial stability of the United States by improving accountability and transparency in the financial system, to end “too big to fail”, to protect the American taxpayer by ending bailouts, to protect consumers from abusive financial services practices, and for other purposes, 12 USC 530.

dzeniu obowiązku korzystania z instytucji partnerów centralnych, (2) ograniczenia ryzyka operacyjnego dzięki wprowadzeniu wymogu dokonywania pomiaru, monitorowania i ograniczania tego ryzyka np. poprzez korzystanie z elektronicznych środków potwierdzania warunków transakcji, (3) zwiększenia przejrzystości rynku dzięki obowiązkowi zgłaszania transakcji na pozagiełdowych instrumentach pochodnych do ośrodków danych, tzw. repozytoriów transakcji<sup>90</sup>.

CCP mają funkcjonować w oparciu o mechanizm nowacji lub otwartej oferty

Głównymi elementami wniosku są kwestie związane z rozliczaniem transakcji, sprawozdawczością oraz mechanizmami ograniczania ryzyka pozagiełdowych instrumentów pochodnych. Zaproponowano wprowadzenie zstandardyzowanych kontraktów, które będą zakwalifikowane do rozliczania za pośrednictwem partnerów centralnych (CCP). CCP mają działać na zasadzie nowacji (odnowienia zobowiązań) – strony transakcji przenoszą swoje prawa, obowiązki i warunki kontraktu na CCP, który jako podmiot pośredniczący staje się „kupującym dla każdego sprzedającego” i „sprzedającym dla każdego kupującego”. Dzięki wprowadzeniu tego typu instytucji ma zostać ograniczony negatywny wpływ niewykonania zobowiązania przez jednego uczestnika rynku na innych uczestników rynku, co może zagrażać całemu systemowi finansowemu.

### Wybór instrumentów

Lista instrumentów, których będzie dotyczyć obowiązkowy tryb będzie ustalana przez ESMA lub w trybie oddolnym

W celu określenia procedur gwarantujących, że możliwie najwięcej kontraktów zawieranych na rynku OTC będzie podlegało obowiązkowi rozliczania<sup>91</sup>, rozporządzenie wprowadza dwa podejścia służące zdefiniowaniu umów, które mają zostać nim objęte.

Podejście oddolne (*bottom-up*) zakłada, że CCP będzie upoważniony do samodzielnego selekcjonowania rodzajów rozliczanych kontraktów. Dopiero na tej podstawie *European Securities and Markets Authority* (ESMA) będzie podejmować decyzje czy obowiązek rozliczania powinien obejmować wszystkie kontrakty danego typu również na poziomie ogólnoeuropejskim. Natomiast zgodnie z podejściem odgórnym (*top-down*) rodzaje kontraktów, których potencjalnie dotyczy obowiązek rozliczania zostaną wyselekcjonowane przez ESMA we współpracy z ESRB. Ta procedura jest ważna z punktu widzenia identyfikacji i objęcia regulacjami tych kontraktów, które nie są jeszcze rozliczane przez CCP.

<sup>90</sup> Komunikat Komisji Europejskiej: *Zwiększenie bezpieczeństwa i przejrzystości rynków instrumentów pochodnych w Europie* (IP/10/1125).

<sup>91</sup> Zgodnie z art. 3 pkt 1 przedmiotowego wniosku kontrahent finansowy rozlicza wszystkie kontrakty dotyczące instrumentów pochodnych będących przedmiotem obrotu poza rynkiem regulowanym uznane za kwalifikujące się do rozliczenia, zawarte z innymi kontrahentami finansowymi w odpowiednich CCP wymienionych w rejestrze.

Obowiązek rozliczenia obejmuje również kontrahentów finansowych i niefinansowych zawierających kwalifikujące się do rozliczenia kontrakty dotyczące instrumentów pochodnych będących przedmiotem obrotu poza rynkiem regulowanym z podmiotami państw trzecich.

## Wymagania dotyczące podmiotów prawnych CCP

Zważywszy na dodatkowe ryzyko, CCP mają podlegać rygorystycznym wymogom organizacyjnym i ostrożnościowym. Przede wszystkim ważne są tutaj zdecydowane i przejrzyste zasady zarządcze. Mają one szczególne znaczenie w przypadku procedur dotyczących wystąpienia potencjalnych konfliktów interesów pomiędzy właścicielami, zarządem, członkami rozliczającymi<sup>92</sup>, uczestnikami pośrednimi.

Podmioty pełniące rolę CCP będą podlegały ścisłym wymaganiom

Składając wniosek o udzielenie zezwolenia na prowadzenie działalności CCP powinno posiadać dostęp do odpowiedniej płynności. Może ona wynikać z dostępu do płynności banku centralnego bądź do mającego zdolność kredytową banku komercyjnego o odpowiednich standardach.

Wymagane jest również posiadanie minimalnej ilości kapitału – stały, dostępny i odrębny kapitał założycielski w wysokości co najmniej 5 mln euro. Kapitał własny stanowi bowiem ostatni, po wyczerpaniu się innych możliwych środków, element ochrony w przypadku niewywiązania się ze zobowiązań przez jednego lub kilku członków rozliczających.

Postulowane regulacje ustanawiają również minimalne wymagania kapitałowe

Przyjęta konstrukcja CCP jako podmiotu pośredniczącego między stronami danej transakcji sprawia, że ponosi on ryzyko nieuregulowania zobowiązań przez swoich kontrahentów, a każdy kontrahent ponosi ryzyko nieuregulowania zobowiązań przez CCP. W związku z powyższym CCP zobowiązane jest do podejmowania szeregu środków w celu ograniczenia ekspozycji na ryzyko kredytowe kontrahenta. Takie mechanizmy ostrożnościowe obejmują między innymi rygorystyczne wymogi uczestnictwa, zabezpieczenia transakcji czy wzajemny fundusz rezerwowy.

## Zasady członkostwa

Zgodnie z cytowanym wnioskiem CCP zobowiązane jest do ustanowienia zasad określających rodzaje dopuszczanych członków rozliczających oraz kryteria ich dopuszczenia. W celu zapewnienia sprawiedliwego i otwartego dostępu do CCP wymaga się, aby ustanowione kryteria były przejrzyste i obiektywne oraz miały niedyskryminacyjny charakter. Ponadto członek rozliczający zobowiązany jest do posiadania wystarczających środków finansowych oraz zdolności operacyjnej w celu wywiązywania się z obowiązków wynikających z uczestnictwa w CCP. CCP zobowiązane jest, aby co najmniej raz do roku dokonywać przeglądu członków rozliczających pod kątem spełniania przez nich wymaganych kryteriów.

Dobór członków rozliczających CCP ma być co do zasady przejrzysty i obiektywny

Kontrahenci podlegający obowiązkowi rozliczania nie mogą po prostu uniknąć spełnienia wymagań poprzez wydanie wewnętrznej decyzji o braku udziału w CCP. Jeśli podmioty nie spełniają warunków uczestnictwa lub nie są zainteresowane członkostwem w CCP, muszą przystąpić do CCP w charakterze klientów, którzy zawarli stosowne umowy z członkami rozliczającymi.

<sup>92</sup> Członek rozliczający oznacza, zgodnie z art. 2 pkt 11 przedmiotowego wniosku, przedsiębiorstwo uczestniczące w CCP, odpowiedzialne za zobowiązania finansowe wynikające z jego uczestnictwa.



Podmioty  
niefinansowe  
będą podlegały  
obowiązkowi  
rozliczenia  
przez CCP o ile  
ich aktywność  
na rynku  
instrumentów  
pochodnych  
przekroczy  
ustalony poziom

Jeżeli chodzi o kontrahentów niefinansowych<sup>95</sup> (korporacyjnych), co do zasady nie będą oni podlegać przepisom rozporządzenia będącego przedmiotem wniosku, chyba że pozycje zawierane na rynkach pozagiełdowych instrumentów pochodnych osiągną określone progi i zostaną uznane za ważne z punktu widzenia ryzyka systemowego. Wówczas będą one podlegać niektórym zobowiązaniom wskazanym w rozporządzeniu. W ramach wniosku określono procedury służące zidentyfikowaniu takich instytucji niefinansowych. W ramach tych procedur określone zostały dwa rodzaje progów: próg informowania oraz próg rozliczania. Zostaną one sprecyzowane przez Komisję Europejską na podstawie projektów zaproponowanych przez ESMA w porozumieniu z ESRB i innymi właściwymi organami.

### Mechanizmy zabezpieczenia rozliczeń transakcji

Ryzyko rozliczeń  
CCP będzie  
ograniczone dzięki  
mechanizmowi  
depozytów  
zabezpieczających

W celu ograniczenia ekspozycji kredytowych CCP nakłada na członków rozliczających obowiązek wniesienia depozytów zabezpieczających. Wartość wymaganych depozytów jest ustalana w trybie dziennym. Ustalenie regulacyjnych standardów technicznych definiujących właściwe wskaźniki procentowe i horyzonty czasowe w odniesieniu do poszczególnych kategorii instrumentów finansowych powierzone zostało na mocy przedmiotowego wniosku Komisji Europejskiej. Projekty wskazanych powyżej standardów mają zostać opracowane przez ESMA w porozumieniu z Europejskim Bankiem Centralnym.

Funkcją funduszu  
rezerwowego  
jest podział strat  
związanych  
z niewykonaniem  
zobowiązań  
przez członka  
rozliczającego

Projekt przewiduje obowiązek ustanowienia wzajemnego funduszu rezerwowego na wypadek niewykonania zobowiązania przez jednego członka rozliczającego lub większej ich liczby. Jest to element, którego celem jest podział strat i w związku z tym obowiązek wpłacania składek do funduszu ma obejmować wszystkich członków rozliczających. CCP wyznaczy minimalne kwoty składki oraz ustali kryteria służące jej obliczeniu. Składki powinny być proporcjonalne do ekspozycji poszczególnych członków rozliczających. Z założenia składki na rzecz funduszu powinny być wystarczające do przetrwania niewykonania zobowiązania przez członka rozliczającego o największej ekspozycji lub drugiego i trzeciego największego członka rozliczającego, jeżeli suma ich ekspozycji jest większa.

CCP będzie  
zobowiązane  
do utrzymania  
dodatkowych  
funduszy  
zabezpieczających

W projekcie przewiduje się również inne mechanizmy kontroli ryzyka. Zobowiązuje się CCP do utrzymywania dodatkowych swobodnie dostępnych dla CCP zasobów finansowych na pokrycie strat przekraczających wartość depozytów zabezpieczających i funduszu rezerwowego. Ich źródłem mogą być wszelkie inne fundusze rozliczeniowe zapewniane przez członków rozliczających lub inne strony, uzgodnienia dotyczące podziału strat, ubezpieczenia, środki własne CCP, gwarancje jednostki dominującej i inne zabezpieczenia.

Zakłada się również stałą kontrolę bazującą na przeprowadzaniu regularnych testów warunków skrajnych obejmujących okresy największych wahań na rynkach, dla których dany podmiot świadczy usługi. Sprawdzeniu podlega czy w danych warunkach rynkowych środki, którymi dysponuje CCP są w stanie zapewnić, że

<sup>95</sup> Kontrahent niefinansowy oznacza zgodnie z art. 2 pkt 7 przedmiotowego wniosku przedsiębiorstwo mające siedzibę w Unii inne niż podmioty zdefiniowane jako kontrahent finansowy.

podmiot przetrwa niewykonanie zobowiązania przez dwóch największych członków rozliczających oraz nagłą wyprzedaż zasobów finansowych i szybki spadek płynności rynku.

### Repozytoria transakcji

W celu zwiększenia przejrzystości rynku, zarówno kontrahenci finansowi jak i niefinansowi będą przekazywać do zarejestrowanego repozytorium transakcji dane o kontraktach na instrumenty pochodne oraz ich zmianach (w tym informacje o odnowieniach zobowiązań i ich rozwiązaniu). Zgodnie z rozporządzeniem w przypadkach wyjątkowych, gdy repozytorium transakcji nie jest w stanie zarejestrować wszystkich szczegółów danej transakcji, niezbędne informacje będą kierowane bezpośrednio do właściwych organów nadzoru. Uprawnienie do określania elementów, które ma zawierać zgłoszenie instrumentów pochodnych, ich poszczególnych rodzajów oraz typu, formatu i częstotliwości takich zgłoszeń zostało nadane ESMA. Podmiot ten opracuje również projekty niezbędnych standardów technicznych.

Repozytoria transakcji będą gromadzić informacje o transakcjach zawartych poza CCP

Dostęp do repozytoriów będą miały między innymi organy nadzorcze i regulacyjne UE, co pozwoli im na uzyskanie lepszego przeglądu zobowiązań umownych i wczesne wykrycie potencjalnych problemów takich jak kumulacja ryzyka. Wszyscy uczestnicy rynku będą mieli natomiast dostęp do publikowanych przez repozytoria transakcji zagregowanych danych dotyczących zajmowanych pozycji w podziale na rodzaje instrumentów pochodnych. Pozwoli to na uzyskanie przez nich dokładniejszego obrazu sytuacji o rynku pozagiełdowych instrumentów pochodnych. Ze względu na ważną rolę jaką repozytoria transakcji mają odgrywać w procesie gromadzenia informacji, zgodnie z rozporządzeniem odpowiedzialność za nadzór nad repozytoriami transakcji będzie sprawowany przez ESMA. Instytucja ta będzie również wyposażona w uprawnienia do rejestrowania podmiotów oraz wycofywania dokonanych wcześniej rejestracji.

Informacje o obrocie instrumentami pochodnymi będą dostępne dla organów nadzoru

W celu zagwarantowania zgodności przepisów dotyczących repozytoriów transakcji z normami dla CCP rozporządzenie będzie zawierać również niezbędne standardy w celu zapewnienia wiarygodności gromadzonych informacji. W szczególności repozytoria transakcji będą podlegać szczegółowym wymogom organizacyjnym i operacyjnym, oraz dotyczącym ochrony i przejrzystości danych.

Zostały podjęte inicjatywy utworzenia CCP dla polskiego rynku instrumentów pochodnych

**Ramka 9. Instytucja partnera centralnego a potrzeby polskiego rynku**

KDPW  
przygotuje  
rozliczenie pełnej  
gamy instrumentów  
stosowanych przez  
krajowe banki

Jeszcze zanim skryształizowała się ostateczna wersja projektu europejskiego rozporządzenia dotyczącego partnerów centralnych, w Polsce podjęto pierwsze kroki zmierzające do stworzenia tego typu instytucji dla uczestników krajowego rynku. Z taką inicjatywą wyszły dwie instytucje: KDPW oraz ZBP. Oba projekty zakładają powstanie izby rozliczeniowej dla pozagiełdowych instrumentów pochodnych w formie CCP. Działania ZBP zostały ograniczone jedynie do rynku międzybankowego. Natomiast podmiot tworzony przez KDPW ma dodatkowo prowadzić repozytorium transakcji pozagiełdowych instrumentów pochodnych<sup>1</sup>.

Koniecznym  
krokiem  
przygotawczym  
będzie  
standaryzacja cech  
instrumentów

Docelowo KDPW planuje, aby oferować rozliczanie pełnej gamy pozagiełdowych instrumentów pochodnych znajdujących się w portfelach banków działających na terenie Polski. Jednak w pierwszej fazie lista akceptowanych instrumentów ma zostać ograniczona do produktów rozliczanych w PLN na bazie netto, czyli forwardów na stopę procentową (FRA), swapów stopy procentowej (IRS, OIS, basis swap) oraz repo. W kolejnych etapach przewiduje się rozszerzenie oferty o FX swap, opcje FX, opcje stopy procentowej oraz swapy procentowo-walutowe (CIRS). Jest to uzależnione jednak od możliwości KDPW w zakresie przeprowadzania rozliczeń w walutach obcych<sup>2</sup>.

Niezbędne  
będzie również  
dostosowanie  
obowiązującego  
prawa

Wskazuje się na konieczność dopuszczenia do rozliczeń jedynie zestandaryzowanych instrumentów. Niezbędne przy tym jest ściśle zdefiniowanie parametrów stałych oraz charakterystyk zmiennych, co będzie podlegać kontroli na etapie przyjmowania instrukcji rozliczeniowej<sup>3</sup>.

Jednak aby polskie podmioty mogły pełnić funkcję CCP zgodną z zasadami przyjętymi na poziomie europejskim konieczna jest nowelizacja polskich aktów prawnych: ustawy o obrocie instrumentami finansowymi oraz Kodeksu Cywilnego. Obecnie nie istnieją podstawy prawne dla konstrukcji oferty otwartej (*open offer*) lub nowacji (*novation*) w rozumieniu regulacji europejskich. Ze względu na ich brak CCP tworzone na polskim rynku może wykorzystać jedynie formułę „zobowiązania gwarancyjnego”, która jest odmienna od form przyjętych w UE. Wprowadzenie nowych rozwiązań pozwoli na dostosowanie tworzonych na polskim rynku CCP do standardów wypracowanych na poziomie europejskim, a ponadto zapobiegnie powstaniu luki prawnej po wejściu w życie rozporządzenia omówionego w sekcji 4.3.1.

Instytucje  
prowadzące prace  
przygotawcze  
wskazują na  
spodziewane  
podniesienie  
przejrzystości  
krajowego rynku po  
uruchomieniu CCP

Nowe rozwiązania powstające na polskim rynku, wzorem projektów tworzonych na poziomie ogólnoeuropejskim, mają za zadanie zwiększenie przejrzystości polskiego rynku pozagiełdowych instrumentów pochodnych, podniesienia jego płynności oraz, dzięki zmniejszeniu asymetrii informacji, przyczyni się do wzrostu konkurencji a tym samym do obniżki cen. ZBP przewiduje również, że podniesienie efektywności i bezpieczeństwa



rynku międzybankowego osiągnięte dzięki wprowadzeniu proponowanych rozwiązań będzie miało stymulujący wpływ na skalę działania polskich banków ze względu na większą ilość środków pozostających do ich dyspozycji (np. dzięki kompensowaniu zobowiązań i należności) i możliwość ich przeznaczenia na rozwój akcji kredytowej<sup>4</sup>.

Biorąc pod uwagę niewielką liczbę transakcji dokonywanych na polskim rynku pozagiełdowych instrumentów pochodnych w stosunku do liczby transakcji przeprowadzanych na rynkach europejskich, należy zwrócić uwagę na dodatkowe koszty obciążające uczestników rynku. Generowane w następstwie uczestnictwa w podmiotach typu CCP obciążenia są szczególnie istotnym elementem jeśli skala prowadzonej działalności nie jest odpowiednio duża. Ponadto samo CCP, aby było efektywne, musi funkcjonować na rynku o pewnym minimalnym poziomie płynności, rozliczać odpowiednio dużą liczbę transakcji i składać się z odpowiednio szerokiej grupy członków rozliczających. Podejmowane inicjatywy powinny zatem zostać poprzedzone dokładną analizą racjonalności podwyższonych kosztów transakcyjnych, związanych z prowadzeniem rozliczeń za pośrednictwem instytucji nowego typu z punktu widzenia tak poszczególnych uczestników rynku, jak też użyteczności dla stabilności systemu finansowego. Weryfikacji wymaga również poziom płynności polskiego rynku pozagiełdowych instrumentów pochodnych oraz liczba potencjalnych członków rozliczających.

Na obecnym etapie nie jest przesądzone w jakim stopniu instytucja CCP sprawdzi się na krajowym rynku finansowym

<sup>1</sup> Model rozliczeń transakcji z rynku OTC, KDPW, Warszawa 04.11.2010.

<sup>2</sup> Ibidem.

<sup>3</sup> Ibidem.

<sup>4</sup> [http://www.gazetapodatnika.pl/artykuly/zabezpieczenie\\_transakcji\\_na\\_rynku\\_miedzybankowym\\_projekt\\_zbp-a\\_11699.htm](http://www.gazetapodatnika.pl/artykuly/zabezpieczenie_transakcji_na_rynku_miedzybankowym_projekt_zbp-a_11699.htm)



## 5 KONKLUZJE

Pomimo kryzysu lat 2008-2009 krajowy rynek finansowy doświadczył znacznego rozwoju pod względem rozmiarów wzajemnych powiązań pomiędzy sektorami gospodarki krajowej oraz sektora zagranicznego. Tym niemniej intensywność pośrednictwa finansowego w polskiej gospodarce pozostaje nadal stosunkowo niska a gęstość sieci powiązań finansowych niższa niż w gospodarkach krajów strefy euro. Należy również zauważyć, że w ujęciu bilateralnych ekspozycji rozwój krajowego systemu finansowego miał w ostatnich latach charakter wzrostu ekstensywnego, bez istotnej zmiany topologii istniejących powiązań brutto ani charakteru zależności. Efekt ten również miał wpływ na ograniczone rozprzestrzenianie się negatywnych szoków w polskiej gospodarce.

Charakter powiązań finansowych pomiędzy sektorami rynku finansowego pozostaje w ostatnich latach stabilny

Szczególne znaczenie dla funkcjonowania rynku finansowego ma wzrost sektora instytucji monetarnych (banki, spółdzielcze kasy oszczędnościowo-kredytowe, fundusze rynku pieniężnego, etc.), przejawiający się rosnącą sumą bilansową oraz wagą związków z sektorami przedsiębiorstw niefinansowych, gospodarstw domowych oraz sektorem publicznym, wynikające z funkcji pośrednictwa finansowego. Jest on nie tylko największym sektorem rynku finansowego w Polsce, ale również najbardziej centralnym w sensie intensywności powiązań z pozostałymi sektorami gospodarki.

Monetarne instytucje finansowe mają kluczowe znaczenie w sieci powiązań polskiej gospodarki

Rosnącemu znaczeniu instytucji monetarnych w ostatnim czasie towarzyszy zwiększenie zaangażowania ze strony podmiotów zagranicznych. Rosnąca aktywność sektora zagranicznego jest szczególnie widoczna w bezpośrednich powiązaniach z krajowymi sektorami niefinansowymi oraz sektorem publicznym. Znaczna aktywność sektora zagranicznego w porównaniu do sektorów krajowych przejawia się najbardziej dobitnie w rosnącym powiązaniu bilansowym z krajowym sektorem instytucji monetarnych.

Aktywność podmiotów zagranicznych na krajowym rynku finansowym jest znaczna

Trwający w strefie euro kryzys związany z problemami wypłacalności niektórych krajów członkowskich zwrócił szczególną uwagę na ryzyka pojawiające się na styku krajowego sektora bankowego i zagranicy, zwłaszcza funkcjonowania na krajowym rynku modelu „matka-córka” oraz na czynniki wpływające na efektywność tego modelu jako kanału dostępu do zagranicznych zasobów oszczędności. Analiza doświadczeń systemów finansowych Europy Środkowo-Wschodniej ostatnich lat, w tym okresu kryzysu finansowego, pozwala na stwierdzenie, że najważniejsze z nich to płynność na rynku pieniężnym „banku-matki”, jak również ocena jego wiarygodności kredytowej. Obniżenie ratingu podmiotu dominującego przekłada się na wyhamowanie akcji kredytowej „banku-córki”, co stawia pod znakiem zapytania użyteczność dla krajowego rynku „spółtek-matek” o niskiej wiarygodności.

Duże znaczenie dla stabilności polskiego systemu finansowego mają relacje w ramach grup kapitałowych krajowych banków

Z punktu widzenia powiązań z sektorami niefinansowymi krajowej gospodarki, efektywność pośrednictwa finansowego realizowana przez sektor bankowy jest uzależniona od czynników makroekonomicznych, ale również cech charakteryzujących poszczególne podmioty tego sektora takich jak realizowana marża procentowa oraz jakość portfela kredytowego. Analiza wrażliwości wskazuje w szczególności, że wzrost wolumenu kredytów zagrożonych ma istotne znaczenie dla

Efektywność pośrednictwa finansowego w kanale kredytowym jest uzależniona od utrzymania odpowiedniej jakości portfela kredytowego

efektywnego popytu na kredyt i efekt ten jest szczególnie istotny w przypadku kredytów mieszkaniowych. W związku z tym kluczowe są działania nadzorcze regulujące zasady polityki kredytowej krajowych banków, które jednocześnie przeciwdziałają erozji portfela kredytowego.

**Sektor ubezpieczeń ma w Polsce mniejsze znaczenie w sieci powiązań niż w strefie euro**

Porównanie sieci powiązań na rynku finansowym strefy euro wskazuje na mniejsze znaczenie sektora ubezpieczeń w systemie powiązań rynku krajowego. Obok tradycyjnej roli tego sektora jako stabilizatora rynku instrumentów dłużnych, w Polsce wyraźnie zaznacza się zaangażowanie zakładów ubezpieczeń na rynku produktów oszczędnościowych i inwestycyjnych. Wynikające ze schematu faktycznych powiązań, głównie z sektorem bankowym, ryzyko koncentracji znajduje się w kręgu zainteresowania nadzoru finansowego w Polsce i jest przedmiotem odpowiednich działań mitygujących.

**Zmiany w zasadach funkcjonowania sektora OFE będą miały wpływ na ich rolę na rynku**

Należy oczekiwać, że wprowadzenie w życie proponowanych zmian w funkcjonowaniu systemu zabezpieczenia emerytalnego wpłynie m.in. na zahamowanie wzrostu zaangażowania sektora OFE na rynku papierów skarbowych. Zmiany nie obejmą obecności tego sektora na rynku instrumentów udziałowych, a sektor OFE będzie w najbliższych latach nadal przyczyniał się do stabilizacji strony popytowej na krajowym rynku akcji.

**Infrastruktura polskiego rynku finansowego jest stabilna i efektywna**

Infrastruktura polskiego rynku finansowego cechuje się wysokim poziomem stabilności i efektywności rozliczeń. Krajowe instytucje organizujące obrót instrumentami finansowymi znajdują się pod stałym nadzorem KNF, a ich działalność nie budzi obaw o ryzyko dla stabilności krajowego rynku kapitałowego. Nowe inicjatywy regulacyjne dotyczące systemów rozliczeń pozagiełdowych instrumentów pochodnych, w tym dyrektywy Unii Europejskiej dotyczące centralnych partnerów i repozytoriów transakcji, mogą w przyszłości zmienić obraz tego segmentu rynku i przyczynić się do większej jego stabilności i pewności obrotu w Polsce, pod warunkiem wypracowania odpowiedniego modelu funkcjonowania dla tych instytucji.

## LITERATURA

### Artykuły naukowe

- Bachem A, Korte B., *On the RAS-Algorithm*, Computing, No 23, 1979
- Silva N, *Inter-sector Relations in the Portuguese Economy: an Application of Contingent Claim Analysis*, Financial Stability Report, Banco de Portugal, Listopad 2010
- Valiante D., *Shaping Reforms and Business Models for the OTC Derivatives Market. Quo vadis?*, ECMI Research Report, No 5, ECMI, Brussels, 2010

### Publikacje banków centralnych, instytucji nadzoru finansowego i organizacji międzynarodowych

- Bank Światowy, *Spółdzielcze kasy oszczędnościowo-kredytowe w Polsce: diagnoza oraz próba w zakresie regulacji i propozycje w zakresie regulacji i nadzoru*, Waszyngton 2010
- Castrén O., Kavonius I.K., *Balance Sheet Interlinkages and Macro-Financial Risk Analysis in the Euro Area*, European Central Bank, Working Paper Series, No 1124, Grudzień 2009
- European Central Bank, *Financial Stability Review*, Czerwiec 2010
- KPWIG, *Polski rynek kapitałowy 1991–2006*, Warszawa, Wrzesień 2006
- Kruszka M., *Banki zależne od zagranicznych instytucji finansowych – wybrane aspekty stabilności systemów finansowych w krajach Europy Środkowo-Wschodniej*, UKNF, Warszawa 2011
- NBP, KDPW SA, GPW SA, *Systemy rozrachunku papierów wartościowych w Polsce i w Unii Europejskiej*, Warszawa 2009
- NBP, *Ocena funkcjonowania polskiego systemu płatniczego w I półroczu 2010 roku*, Warszawa, Wrzesień 2010
- NBP, *Ocena funkcjonowania polskiego systemu płatniczego w poszczególnych okresach (II półrocze 2005 – I półrocze 2010)*, Warszawa 2010
- NBP, *System płatniczy w Polsce*, Departament Systemu Płatniczego, Warszawa 2008
- UKNF, *Indywidualne Konta Emerytalne w 2010 roku*, Warszawa, Kwiecień 2011
- UKNF, *Informacja o działalności inwestycyjnej funduszy emerytalnych w okresie 30.03.2007–31.02.2010*, Warszawa 2010
- UKNF, *Materiał informacyjny na temat zbywania na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej tytułów uczestnictwa emitowanych przez fundusze zagraniczne w okresie od 1 stycznia do 30 czerwca 2010 roku*, Warszawa, Październik 2010
- UKNF, *Polski rynek finansowy w obliczu kryzysu finansowego w latach 2008–2009*, Warszawa 2010
- UKNF, *Raport dotyczący sytuacji finansowej domów maklerskich w 2009 roku oraz I półroczu 2010 roku*, Warszawa 2010
- UKNF, *Raport o stanie sektora ubezpieczeń w I półroczu 2010 roku*, Warszawa, Listopad 2010
- Wdowiński P., *Ekonometryczna analiza popytu na kredyt*, UKNF, Warszawa 2011

### Podręczniki i opracowania monograficzne

- Bień W., *Rynek papierów wartościowych*, Wydawnictwo Difin, Warszawa 2001
- Jajuga K. red., *Zarządzanie ryzykiem*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2007
- Stopczyński K., *Funkcjonowanie i rozwój rynku kapitałowego*, w: *Rynek kapitałowy – mechanizm, funkcjonowanie, podmioty*, red. T. Bernat, PTE, Szczecin 2004

### **Dokumenty Komisji Europejskiej**

- Commission of the European Communities, *Driving European Recovery*, Communication for the spring European Council, Brussels, 2009 No COM/2009/114, Volume 1
- Commission of the European Communities, *Ensuring efficient, safe and sound derivatives markets*, Communication from the Commission, Brussels 2009, No COM/2009/332
- Commission of the European Communities, *Ensuring efficient, safe and sound derivatives markets: Future policy actions*, Communication from the Commission to the European Parliament, The Council, The European Economic and Social Committee, The Committee of the Regions and The European Central Bank, Brussels, 2009, No COM/2009/563
- Commission of the European Communities, *Ensuring efficient, safe and sound derivatives markets*, Commission Staff Working Paper accompanying the Commission Communication, Brussel 2009, No SEC/2009/905

### **Regulacje prawne i rekomendacje nadzorcze**

- Ustawa z dnia 28 sierpnia 1997 r. o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych (Dz.U. z 2010 r., Nr 34, poz. 189 z późn. zm.)
- Ustawa z dnia 25 marca 2011 r. o zmianie niektórych ustaw związanych z funkcjonowaniem systemu ubezpieczeń społecznych (Dz.U. z 2011 r., Nr 75 poz. 398)
- Ustawa z dnia 29 sierpnia 1997 r. – Prawo bankowe (Dz.U. z 2002 r., Nr 72, poz. 665 z późn. zm.)
- Ustawa z dnia 24 sierpnia 2001 r. o ostateczności rozrachunku w systemach płatności i systemach rozrachunku papierów wartościowych oraz zasadach nadzoru nad tymi systemami (Dz.U. z 2010 r., Nr 112, poz. 743)
- Ustawa z dnia 22 maja 2003 r. o działalności ubezpieczeniowej (Dz.U. z 2010 r., Nr 11, poz. 66 z późn. zm.)
- Ustawa z dnia 20 kwietnia 2004 r. o indywidualnych kontach emerytalnych (Dz.U. z 2004 r., Nr 116, poz. 1205 z późn. zm.)
- Ustawa z dnia 20 kwietnia 2004 r. o pracowniczych programach emerytalnych (Dz.U. z 2004 r., Nr 116, poz. 1207 z późn. zm.)
- Ustawa z dnia 15 kwietnia 2005 r. o nadzorze uzupełniającym nad instytucjami kredytowymi, zakładami ubezpieczeń i firmami inwestycyjnymi wchodzącymi w skład konglomeratu finansowego (Dz.U. z 2005 r., Nr 83, poz. 719 z późn. zm.)
- Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o nadzorze nad rynkiem kapitałowym (Dz.U. z 2005 r., Nr 183, poz. 1537 z późn. zm.)
- Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (Dz.U. z 2010 r., Nr 211, poz. 1384)
- Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (Dz.U. z 2009 r., Nr 185, poz. 1439 z późn. zm.)
- Ustawa z dnia 21 lipca 2006 r. o nadzorze nad rynkiem finansowym (Dz.U. z 2006 r., Nr 157, poz. 1119 z późn. zm.)
- Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 23 kwietnia 2004 r. w sprawie sposobu, zakresu i terminów przekazywania przez podmioty uczestniczące w rozliczeniach pieniężnych i rozrachunkach międzybankowych danych niezbędnych do dokonywania przez Narodowy Bank Polski oceny funkcjonowania rozliczeń pieniężnych i rozrachunków międzybankowych (Dz.U. z 2004 r., Nr 107, poz. 1139)
- Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 28 grudnia 2009 r. w sprawie szczególnych zasad rachunkowości zakładów ubezpieczeń i zakładów reasekuracji (Dz.U. z 2009 r., Nr 226, poz. 1825)

KNF, *Rekomendacja S* dotycząca dobrych praktyk w zakresie ekspozycji kredytowych zabezpieczonych hipotecznie, Warszawa 2011

Uchwała nr 20/2004 Zarządu Narodowego Banku Polskiego z dnia 22 kwietnia 2004 r. w sprawie warunków otwierania i prowadzenia rachunków banków przez Narodowy Bank Polski (Dz.Urz. NBP z 2004 r., Nr 3, poz. 6 z późn. zm.)

Zarządzenie nr 3/2009 Prezesa Narodowego Banku Polskiego z dnia 10 marca 2009 r. w sprawie sposobu przeprowadzania rozrachunków międzybankowych (Dz.Urz. NBP z 2009 r., Nr 5, poz. 5)





## SPIS RYSUNKÓW

Rysunek 1. Aktywa głównych sektorów polskiego rynku finansowego, lata 2008–2010	7
Rysunek 2. Rentowność 10-letnich obligacji rządowych w wybranych krajach Unii Europejskiej	9
Rysunek 3. Indeksy CDS dla regionu Europy Zachodniej oraz Europy Środkowo-Wschodniej i Bliskiego Wschodu	10
Rysunek 4. Kurs euro względem franka szwajcarskiego (notowania dzienne)	11
Rysunek 5. Dynamika roczna PKB w cenach stałych roku poprzedniego i kontrybucja wybranych składników do wzrostu gospodarczego	12
Rysunek 6. Dynamika zatrudnienia i przeciętnego miesięcznego nominalnego wynagrodzenia w sektorze przedsiębiorstw oraz stopa bezrobocia rejestrowanego	13
Rysunek 7. Wybrane mierniki inflacji	14
Rysunek 8. Stopa WIBOR 3M i stawki kontraktów terminowych na stopę procentową	15
Rysunek 9. Zmiana wartości złotego względem euro i franka szwajcarskiego	16
Rysunek 10. Zmienność indeksu WIG20 implikowana z trzymiesięcznych opcji At-The-Money	16
Rysunek 11. Ewolucja aktywów i pasywów finansowych sektorów krajowych	21
Rysunek 12. Wzrost wielkości aktywów i pasywów finansowych w gospodarce	22
Rysunek 13. Struktura aktywów i zobowiązań finansowych sektorów instytucjonalnych	23
Rysunek 14. Struktura aktywów i zobowiązań finansowych w strefie euro (stan na II kw. 2009 r.)	24
Rysunek 15. Międzysektorowe powiązania w kategorii gotówka i depozyty (CURR)	26
Rysunek 16. Międzysektorowe powiązania w kategorii dłużne papiery wartościowe (DEBT)	26
Rysunek 17. Międzysektorowe powiązania w kategorii pożyczki (LOAN)	27
Rysunek 18. Międzysektorowe powiązania w kategorii akcje, udziały kapitałowe, fundusze wspólnego inwestowania (SHAR)	28
Rysunek 19. Międzysektorowe powiązania w kategorii udziały netto gospodarstw domowych w rezerwach ubezpieczeń na życie i w rezerwach funduszy emerytalnych (EQUI)	30
Rysunek 20. Międzysektorowe powiązania w kategorii przedpłaty składek ubezpieczeniowych i rezerwy na niewypłacone roszczenia (PREP)	30
Rysunek 21. Międzysektorowe powiązania w kategorii inne (OTHE)	31
Rysunek 22. Gospodarka Polski ogółem – powiązania międzysektorowe netto	32
Rysunek 23. Gospodarka Polski ogółem – powiązania międzysektorowe	33
Rysunek 24. Relacja kredytów do depozytów krajowego sektora niefinansowego	36
Rysunek 25. Zobowiązania sektora bankowego wobec nierezydentów – sektor finansowy	37
Rysunek 26. Różnica pomiędzy stopą EURIBOR 3M a oprocentowaniem niemieckich bonów skarbowych 3-miesięcznych (dane średniomiesięczne)	40
Rysunek 27. Indeks ryzyka kredytowego banków-matek polskich podmiotów bankowych	41
Rysunek 28. Instrumenty dłużne w portfelach banków	42
Rysunek 29. Depozyty sektora rządowego i samorządowego	43
Rysunek 30. Udział kredytów zagrożonych w portfelach polskich banków	46
Rysunek 31. Kredyty walutowe w portfelach polskich banków	47

Rysunek 32. Struktura walutowa udzielonych kredytów dla przedsiębiorstw i mieszkaniowych	47
Rysunek 33. Ilustracja wyrażonego w złotych kosztu kredytu walutowego	48
Rysunek 34. Struktura zobowiązań sektora bankowego wobec sektora niefinansowego – rezydent	50
Rysunek 35. Zobowiązania ogółem sektora bankowego wobec innych segmentów rynku finansowego	51
Rysunek 36. Liczba członków i łączna wartość aktywów spółdzielczych kas oszczędnościowo-kredytowych	52
Rysunek 37. Depozyty i pożyczki spółdzielczych kas oszczędnościowo-kredytowych wg terminów zapadalności	53
Rysunek 38. Struktura składki przypisanej brutto	55
Rysunek 39. Struktura aktywów zakładów ubezpieczeń	56
Rysunek 40. Struktura pasywów zakładów ubezpieczeń	57
Rysunek 41. Struktura lokat zakładów ubezpieczeń	58
Rysunek 42. Lokaty w instrumenty dłużne i udziałowe zakładów ubezpieczeń	59
Rysunek 43. Proporcja instrumentów udziałowych w portfelach lokacyjnych zakładów ubezpieczeń i OFE	60
Rysunek 44. Struktura lokat OFE	65
Rysunek 45. Duracja portfela papierów skarbowych OFE w kolejnych kwartałach na tle średniej rynkowej	66
Rysunek 46. Udział transakcji netto OFE w obrocie na krajowym rynku akcji	68
Rysunek 47. Saldo inwestycji OFE na rynku instrumentów dłużnych (mld zł)	69
Rysunek 48. Udział inwestycji w nieskarbowe papiery dłużne w łącznym portfelu aktywów systemu OFE	71
Rysunek 49. Liczba uczestników różnych form PPE	72
Rysunek 50. Liczba prowadzonych IKE	74
Rysunek 51. Porównanie poszczególnych segmentów rynku kapitałowego (mld zł)	77
Rysunek 52. Wartości indeksów GPW i wybranych indeksów europejskich	78
Rysunek 53. Zestawienie poziomu indeksu i implikowanej zmienności	78
Rysunek 54. Liczba spółek notowanych na GPW	79
Rysunek 55. Kapitalizacja spółek notowanych na GPW (mld zł)	80
Rysunek 56. Udział poszczególnych inwestorów w obrotach akcjami na GPW	81
Rysunek 57. Kraje zleceń zagranicznych dotyczących akcji notowanych na GPW	81
Rysunek 58. Wartość obrotów akcjami na GPW (mld zł)	82
Rysunek 59. Średnia wartość jednej transakcji sesyjnej na rynku akcji GPW (tys. zł)	83
Rysunek 60. Wskaźnik obrotu akcjami na GPW	83
Rysunek 61. Krajowe zadłużenie Skarbu Państwa z tytułu długoterminowych skarbowych papierów wartościowych	84
Rysunek 62. Rentowność polskich obligacji skarbowych	85
Rysunek 63. Indeksy EFFAS polskich obligacji skarbowych denominowanych w zł	85
Rysunek 64. Najwięksi uczestnicy krajowego rynku obligacji Skarbu Państwa	86
Rysunek 65. Skala rynku nieskarbowych instrumentów dłużnych w Polsce (mld zł)	87
Rysunek 66. Wartość obrotów kontraktami terminowymi i opcjami na GPW (mld zł)	88
Rysunek 67. Udział typów inwestorów w obrotach kontraktami terminowymi na GPW	89
Rysunek 68. Kraje zleceń zagranicznych dotyczących kontraktów terminowych notowanych na GPW	89
Rysunek 69. Liczba i wartość aktywów netto funduszy inwestycyjnych	91

Rysunek 70. Nabycia i umorzenia w funduszach inwestycyjnych (mld zł)	93
Rysunek 71. Dostępność systemów SORBNET, SORBNET-EURO i TARGET2-NBP w latach 2005-2010	98
Rysunek 72. Dostępność systemów ELIXIR i EuroELIXIR w latach 2007-2010	99
Rysunek 73. Liczba i wartość zleceń w systemie SORBNET w latach 2002-2010	99
Rysunek 74. Liczba transakcji w systemach SORBNET-EURO i TARGET2-NBP w latach 2005-2010	100
Rysunek 75. Wartość obrotu (w mln EUR) w systemach SORBNET-EURO i TARGET2-NBP w latach 2005-2010	100
Rysunek 76. Liczba transakcji i wartość obrotów w systemie ELIXIR w latach 1999-2010	101
Rysunek 77. Liczba transakcji rozliczonych na rynku kasowym, liczba kontraktów rozliczonych na rynku terminowym oraz liczba zawieszonych transakcji i zawieszonych przelewów posttransakcyjnych w latach 1997-2010 (tys.)	108
Rysunek 78. Wartość transakcji rozliczonych na rynku pierwotnym (mld zł) w latach 1997-2010	108
Rysunek 79. Wartość obrotu rozliczonego na rynku wtórnym (mld zł) w latach 1997-2010	109
Rysunek 80. Rozliczenia dwustronne a partner centralny	110

## SPIS TABEL

Tabela 1. Aktywa polskiego systemu finansowego na tle wybranych krajów (% PKB)	20
Tabela 2. Pozycja finansowa netto sektora w stosunku do ogólnego wolumenu aktywów finansowych w gospodarce (IV kw. 2009 r.)	23
Tabela 3. Bilans zagregowany pozostałych monetarnych instytucji finansowych (mld zł)	36
Tabela 4. Wrażliwość zagregowanego, efektywnego popytu na kredyt na czynniki ryzyka	44
Tabela 5. Składka przypisana brutto w działach ubezpieczeń (mld zł)	54
Tabela 6. Suma bilansowa zakładów ubezpieczeń (mld zł)	57
Tabela 7. Wartość wskaźnika koncentracji lokat bankowych dla zakładów ubezpieczeń działu I	61
Tabela 8. Kwota aktywów, gdy ryzyko ponosi ubezpieczający	62
Tabela 9. Zagregowany bilans sektora OFE (mld zł)	64
Tabela 10. Zagregowany portfel inwestycyjny sektora OFE w kolejnych kwartałach (mld zł)	66
Tabela 11. Prognoza popytu OFE na rynku kapitałowym w kolejnych latach (mld zł)	70
Tabela 12. Liczba i wartość publicznych emisji akcji w latach 2006–2010	80
Tabela 13. Wybrane elementy rachunku wyników domów maklerskich w latach 2006–2010	94



## ANEKS

### A.1 Szczegółowy schemat sektorów instytucjonalnych rynku finansowego

NFC	<p>Podstawową działalnością jest produkcja i obrót dobrami lub świadczenie usług niefinansowych. Do sektora zalicza się:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• przedsiębiorstwa państwowe</li> <li>• spółki i wspólników spółek cywilnych</li> <li>• spółdzielnie</li> <li>• osoby fizyczne prowadzące działalność gospodarczą na własny rachunek zatrudniające powyżej 9 osób</li> <li>• oddziały przedsiębiorców zagranicznych</li> <li>• grupy producenckie</li> <li>• prywatne szkoły wyższe i prywatne zakłady opieki zdrowotnej</li> <li>• jednostki badawczo-rozwojowe</li> <li>• agencje, które nie zostały zaliczone do sektora instytucji rządowych i samorządowych</li> </ul>		
MFI	<p>Instytucje finansowe, których podstawową działalnością jest pośrednictwo finansowe i/lub pomocnicza działalność finansowa. Ich działalność polega na przyjmowaniu depozytów i/lub bliskich substytutów depozytów od jednostek innych niż monetarne instytucje finansowe oraz udzielaniu kredytów i/lub inwestowaniu w papiery wartościowe na własny rachunek. Do sektora tego zalicza się:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• banki łącznie z Narodowym Bankiem Polskim</li> <li>• spółdzielcze kasy oszczędnościowo-kredytowe (SKOK)</li> <li>• fundusze rynku pieniężnego</li> <li>• biura maklerskie</li> </ul>		
OFI	<table border="0" style="width: 100%;"> <tr> <td style="width: 50%; vertical-align: top;"> <p><u>Pozostałe instytucje pośrednictwa finansowego:</u> podstawową działalnością jest pośrednictwo finansowe realizowane poprzez zaciąganie zobowiązań w formach innych niż gotówka, depozyty i/lub substytuty depozytów od jednostek instytucjonalnych innych niż monetarne instytucje finansowe. Do podsektora tego zaliczane są:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• przedsiębiorstwa leasingu finansowego</li> <li>• przedsiębiorstwa factoringowe</li> <li>• domy maklerskie</li> <li>• fundusze inwestycyjne (z wyłączeniem funduszy rynku pieniężnego zaliczanych do MFI)</li> <li>• firmy utworzone w celu sekurytyzacji aktywów</li> </ul> </td> <td style="width: 50%; vertical-align: top;"> <p><u>Pomocnicze instytucje finansowe</u> nie prowadzą pośrednictwa finansowego we własnym imieniu, a jedynie przyczyniają się do tworzenia warunków do tego pośrednictwa. Do podsektora tego zaliczani są:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• brokerzy, agenci i doradcy ubezpieczeniowi i emerytalni</li> <li>• doradcy inwestycyjni</li> <li>• kantory</li> <li>• giełdy papierów wartościowych i giełdy towarowe</li> <li>• instytucje tworzące infrastrukturę dla funkcjonowania rynków finansowych, np. izby i centra rozliczeniowe (w tym Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych SA)</li> <li>• Bankowy Fundusz Gwarancyjny</li> <li>• fundusze i fundacje finansowe</li> <li>• towarzystwa funduszy inwestycyjnych i emerytalnych</li> <li>• instytucje zajmujące się sprzedażą ratalną</li> <li>• firmy zarządzające aktywami (typu asset management)</li> <li>• Związek Banków Polskich</li> </ul> </td> </tr> </table>	<p><u>Pozostałe instytucje pośrednictwa finansowego:</u> podstawową działalnością jest pośrednictwo finansowe realizowane poprzez zaciąganie zobowiązań w formach innych niż gotówka, depozyty i/lub substytuty depozytów od jednostek instytucjonalnych innych niż monetarne instytucje finansowe. Do podsektora tego zaliczane są:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• przedsiębiorstwa leasingu finansowego</li> <li>• przedsiębiorstwa factoringowe</li> <li>• domy maklerskie</li> <li>• fundusze inwestycyjne (z wyłączeniem funduszy rynku pieniężnego zaliczanych do MFI)</li> <li>• firmy utworzone w celu sekurytyzacji aktywów</li> </ul>	<p><u>Pomocnicze instytucje finansowe</u> nie prowadzą pośrednictwa finansowego we własnym imieniu, a jedynie przyczyniają się do tworzenia warunków do tego pośrednictwa. Do podsektora tego zaliczani są:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• brokerzy, agenci i doradcy ubezpieczeniowi i emerytalni</li> <li>• doradcy inwestycyjni</li> <li>• kantory</li> <li>• giełdy papierów wartościowych i giełdy towarowe</li> <li>• instytucje tworzące infrastrukturę dla funkcjonowania rynków finansowych, np. izby i centra rozliczeniowe (w tym Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych SA)</li> <li>• Bankowy Fundusz Gwarancyjny</li> <li>• fundusze i fundacje finansowe</li> <li>• towarzystwa funduszy inwestycyjnych i emerytalnych</li> <li>• instytucje zajmujące się sprzedażą ratalną</li> <li>• firmy zarządzające aktywami (typu asset management)</li> <li>• Związek Banków Polskich</li> </ul>
<p><u>Pozostałe instytucje pośrednictwa finansowego:</u> podstawową działalnością jest pośrednictwo finansowe realizowane poprzez zaciąganie zobowiązań w formach innych niż gotówka, depozyty i/lub substytuty depozytów od jednostek instytucjonalnych innych niż monetarne instytucje finansowe. Do podsektora tego zaliczane są:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• przedsiębiorstwa leasingu finansowego</li> <li>• przedsiębiorstwa factoringowe</li> <li>• domy maklerskie</li> <li>• fundusze inwestycyjne (z wyłączeniem funduszy rynku pieniężnego zaliczanych do MFI)</li> <li>• firmy utworzone w celu sekurytyzacji aktywów</li> </ul>	<p><u>Pomocnicze instytucje finansowe</u> nie prowadzą pośrednictwa finansowego we własnym imieniu, a jedynie przyczyniają się do tworzenia warunków do tego pośrednictwa. Do podsektora tego zaliczani są:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• brokerzy, agenci i doradcy ubezpieczeniowi i emerytalni</li> <li>• doradcy inwestycyjni</li> <li>• kantory</li> <li>• giełdy papierów wartościowych i giełdy towarowe</li> <li>• instytucje tworzące infrastrukturę dla funkcjonowania rynków finansowych, np. izby i centra rozliczeniowe (w tym Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych SA)</li> <li>• Bankowy Fundusz Gwarancyjny</li> <li>• fundusze i fundacje finansowe</li> <li>• towarzystwa funduszy inwestycyjnych i emerytalnych</li> <li>• instytucje zajmujące się sprzedażą ratalną</li> <li>• firmy zarządzające aktywami (typu asset management)</li> <li>• Związek Banków Polskich</li> </ul>		
INS	<p>Jednostki funkcjonujące w formie spółki akcyjnej lub towarzystwa ubezpieczeń wzajemnych, prowadzące działalność na podstawie ustawy z dnia 28 lipca 1990 r. o działalności ubezpieczeniowej oraz podmioty działające w oparciu o ustawę z dnia 28 sierpnia 1997 r. o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych (otwarte i pracownicze fundusze emerytalne)</p>		



GOV	<p><u>Instytucje rządowe na szczeblu centralnym:</u></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• centralne organy administracji rządowej</li> <li>• organy kontroli państwowej i ochrony prawa</li> <li>• sądy i trybunały</li> <li>• państwowe fundusze celowe</li> <li>• samodzielne publiczne zakłady opieki zdrowotnej z wyjątkiem nadzorowanych przez jednostki samorządu terytorialnego</li> <li>• uczelnie publiczne i państwowe instytucje kultury</li> <li>• agencje tworzone do wykonywania zadań publicznych</li> </ul>	<p>Instytucje samorządowe:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• organy władzy lokalnej i ich związki</li> <li>• administracja samorządowa</li> <li>• samorządowe fundusze celowe</li> <li>• samorządowe instytucje kultury</li> <li>• samorządowe instytucje pomocy społecznej</li> <li>• samodzielne publiczne zakłady opieki zdrowotnej utworzone przez jednostki samorządu terytorialnego</li> <li>• fundusze ubezpieczeń społecznych (ZUS i KRUS oraz zarządzane przez nie fundusze)</li> </ul>
HH	<p>Osoby fizyczne lub grupy osób będące konsumentami i/lub producentami rynkowymi wyrobów i usług. Do tego sektora są zaliczane:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• osoby fizyczne (w tym osoby fizyczne prowadzące działalność gospodarczą na własny rachunek zatrudniające do 9 osób łącznie)</li> <li>• rolnicy indywidualni</li> <li>• niepubliczne zakłady opieki zdrowotnej</li> <li>• szkoły niepubliczne prowadzone przez osoby fizyczne</li> </ul>	<p>Instytucje niekomercyjne stanowiące odrębne jednostki prawne działające na rzecz gospodarstw domowych:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• związki zawodowe oraz towarzystwa i stowarzyszenia zawodowe i naukowe</li> <li>• stowarzyszenia konsumentów</li> <li>• partie polityczne</li> <li>• kościoły i związki wyznaniowe</li> <li>• ochotnicze straże pożarne</li> <li>• fundusze i fundacje działające na rzecz gospodarstw domowych</li> <li>• kluby społeczne i kluby kultury, rekreacyjne i sportowe</li> <li>• wspólnoty mieszkaniowe</li> <li>• niepubliczne zakłady opieki zdrowotnej i szkoły niepubliczne (o ile są prowadzone przez podmioty zaliczane do sektora instytucji niekomercyjnych)</li> <li>• instytucje dobroczynne, organizacje pomocy humanitarnej finansowane z dobrowolnych transferów pieniężnych lub w naturze od innych jednostek instytucjonalnych</li> </ul>
ROW	<p>Obejmuje nierezydentów, tj. osoby fizyczne mające miejsce zamieszkania za granicą oraz osoby prawne mające siedzibę za granicą, a także inne podmioty mające siedzibę za granicą, posiadające zdolności zaciągania zobowiązań i nabywania praw we własnym imieniu. Nierezydentami są również:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• znajdujące się za granicą oddziały, przedstawicielstwa i przedsiębiorstwa utworzone przez rezydentów</li> <li>• obce przedstawicielstwa dyplomatyczne, urzędy konsularne i inne obce przedstawicielstwa</li> <li>• misje specjalne</li> <li>• organizacje międzynarodowe, korzystające z immunitetów i przywilejów dyplomatycznych lub konsularnych</li> </ul>	

Źródło: Rachunki finansowe – aktywa finansowe i zobowiązania, NBP

## A.2 Metoda maksymalnej entropii

Dla każdego z 7 sektorów gospodarki dostępne na stronach banków centralnych dane bilansowe z rachunków finansowych prezentują aktywa i pasywa każdego z sektorów w podziale na różne instrumenty finansowe. Dostępne dane nie zawierają szczegółowych informacji odnośnie wartości przepływów poszczególnych instrumentów finansowych pomiędzy poszczególnymi sektorami. Mimo braku takich informacji istnieje jednak możliwość stworzenia sieci powiązań finansowych pomiędzy wszystkimi sektorami.

Oznaczenia:

$N$  – liczba analizowanych sektorów,

$M$  – liczba analizowanych instrumentów finansowych,

$a_{i,k}$  – wartości aktywów  $k$ -tego instrumentu  $i$ -tego sektora,

$l_{j,k}$  – wartości pasywów  $k$ -tego instrumentu  $i$ -tego sektora,

$x_{ij}$  – wartość ekspozycji  $i$ -tego sektora w kierunku  $j$ -tego sektora,

$X_k$  – macierz przepływów  $k$ -tego instrumentu między  $N$  sektorami.

$$X_k = \begin{bmatrix} x_{11k} & \cdots & x_{1jk} & \cdots & x_{1Nk} \\ \vdots & \ddots & \vdots & \ddots & \vdots \\ x_{i1k} & \cdots & x_{ijk} & \cdots & x_{iNk} \\ \vdots & \ddots & \vdots & \ddots & \vdots \\ x_{N1k} & \cdots & x_{Njk} & \cdots & x_{NNk} \end{bmatrix}$$

W celu wymodelowania sieci międzysektorowych powiązań finansowych dla każdego instrumentu finansowego wygenerowano macierz, w której liczba wierszy i kolumn odpowiada liczbie analizowanych sektorów gospodarki. Sumy wartości w wierszach macierzy odpowiadają wielkościom aktywów. Sumy wartości w kolumnach odpowiadają wielkościom pasywów poszczególnych sektorów. Sformułowano następujące zależności:

$$\begin{aligned} \sum_{j=1}^N x_{ijk} &= a_{i,k} \\ \sum_{i=1}^N x_{ijk} &= l_{j,k} \end{aligned} \quad (1)$$

$$\begin{aligned} i, j &\in \{1, \dots, N\}, \\ k &\in \{1, \dots, M\}. \end{aligned}$$

Problem z warunkami opisanymi w (1) sprowadza się do estymacji wartości  $x_{ijk}$  (dalej oznaczanych jako  $x_{ij}$ ) przy znanych wartościach  $a_{i,k}$  i  $l_{j,k}$   $\forall i, j, k$ . Rozwiązanie zadania (1) nie jest jednoznaczne. W niniejszej pracy rozwiązanie (1) oparto na wykorzystaniu zasady maksymalizacji entropii.

Entropię zdefiniowano wzorem:

$$E = -\sum_{i=1}^n p_i \ln p_i \quad (2)$$

Entropię opisaną (2) charakteryzują trzy podstawowe własności: (1)  $E$  jest nieujemna; (2)  $E = 0$ , gdy jedno ze zdarzeń występuje z prawdopodobieństwem = 1, pozostałe z prawdopodobieństwem = 0; (3) osiąga maksimum, gdy wszystkie zdarzenia zachodzą z jednakowym prawdopodobieństwem  $p_i$  ( $\forall i \in \{1, \dots, n\}$ ).

W analizowanym zadaniu zdarzenia utożsamiono z wartościami  $x_{ij}$ , spełniającymi warunki w (1). Z powodu braku dodatkowych informacji o rozkładzie wartości ekspozycji między poszczególnymi sektorami, zasada maksymalizacji entropii pozwala na dobranie takiego rozkładu prawdopodobieństwa, który najlepiej odzwierciedli posiadane informacje odnośnie powiązań.

W celu rozwiązania zadania, w pierwszej kolejności dokonano dla każdego  $k$  unormowania wektorów  $[a_{1,k}, \dots, a_{N,k}]$  i  $[l_{1,k}, \dots, l_{N,k}]$ , a zatem unormowania macierzy  $X$ . Unormowane wektory oznaczono przez  $[\hat{a}_{1,k}, \dots, \hat{a}_{N,k}]$  i  $[\hat{l}_{1,k}, \dots, \hat{l}_{N,k}]$ , unormowaną macierz przez  $\hat{x}$ . Analizowany problem sprowadzono do następującego zadania optymalizacyjnego:

$$\left\{ \begin{array}{l} \sum_{i,j=1}^N (-x_{ij} \ln x_{ij}) \rightarrow \max \\ \sum_{j=1}^N x_{ij} - a_{i,k} = 0 \\ \sum_{i=1}^N x_{ij} - l_{j,k} = 0 \\ x_{ij} > 0, \quad i, j \in \{1, \dots, N\} \end{array} \right. \quad (3)$$

który równoważny jest:

$$\left\{ \begin{array}{l} \sum_{i,j=1}^N x_{ij} \ln x_{ij} \rightarrow \min \\ \sum_{j=1}^N x_{ij} - a_{i,k} = 0 \\ \sum_{i=1}^N x_{ij} - l_{j,k} = 0 \\ x_{ij} > 0, \quad i, j \in \{1, \dots, N\} \end{array} \right. \quad (4)$$

Problem (4) rozwiązano za pomocą metody mnożników Lagrange'a. Uwzględniając warunki 2-3 w (4) otrzymano ostateczne rozwiązanie (4) postaci:

$$\hat{x}_{ij} = \sum_{i=1}^N e^{\lambda_i - \frac{1}{2} \hat{a}_{i,k}} \sum_{i=1}^N e^{\mu_j - \frac{1}{2} \hat{l}_{j,k}} = \hat{a}_{i,k} \hat{l}_{j,k} \quad (5)$$


W kolejnym kroku znormalizowane wartości  $\hat{x}_{ij}$  przekształcono do poszukiwanych wartości  $x_{ij}$  (biorąc pod uwagę wartości poszczególnych aktywów i pasywów każdego instrumentu).

Zaproponowana powyżej metoda pozwoliła na uzyskanie macierzy połączeń międzysektorowych. Na przekątnej macierzy  $X_k$  dopuszczalne jest wystąpienie wartości  $\neq 0$ . Zatem **dopuszczalne jest również istnienie ekspozycji wewnątrzsektorowych**. Z uwagi na fakt, że niniejsza praca dotyczy powiązań finansowych zachodzących pomiędzy sektorami w polskiej gospodarce, dokonano eliminacji transakcji zachodzących wewnątrz sektora ROW. Dla każdego instrumentu finansowego wartość  $x_{rr}$  ( $i=j=r$ ) na przecięciu  $r$ -tej kolumny i  $r$ -tego wiersza (odpowiadających sektorowi ROW) powinna być równa 0. Zatem uwzględniając powyższy postulat (wyeliminowanie wartości  $x_{rr}$  w  $X_k$ ) oraz warunki podane w (1) zastosowano algorytm RAS.

Metoda RAS pozwala na znalezienie macierzy  $\bar{X}_k$  o minimalnej odległości euklidesowej od macierzy  $X_k$  spełniającej warunki (6):

$$\begin{aligned} \sum_{j=1}^N x_{ij} &= a_{i,k} \\ \sum_{i=1}^N x_{ij} &= l_{j,k} \\ x_{rr} &= 0 \\ i, j &\in \{1, \dots, N\}. \end{aligned} \tag{6}$$

W niniejszej pracy zastosowano zmodyfikowany algorytm RAS<sup>94</sup>. Przyjmując warunki początkowe ( $p=0, r_i^1=1, s_j^1=1 \forall i$ ) zapisano postać algorytmu.

$$\begin{aligned} 1) \quad r_i^{p+1} &= \frac{l_i}{\sum_{j=1}^N x_{ij}^p}, \quad i \in \{1, \dots, N\} \\ 2) \quad s_j^{p+1} &= \frac{a_j}{\sum_{i=1}^N x_{ij}^{p+1}}, \quad j \in \{1, \dots, N\} \\ 3) \quad p &= p+1 \end{aligned}$$


przy czym dla  $i = j = r$  ustalono, że  $x_{rr} = x_{rr} = 0$ .

Moment stopu w algorytmie określono jako przekroczenie ustalonej z góry wartości  $p$ . W pracy przyjęto maksymalną liczbę iteracji algorytmu  $p=100$  (we wszystkich rozważanych przypadkach osiągnięto całkowitą zbieżność macierzy  $X_k$  do poszukiwanej macierzy  $X_k$  spełniającej warunki (6) w liczbie iteracji nie większej niż 100).

Osiągnięcie warunku stopu zagwarantowało rozwiązanie (7):

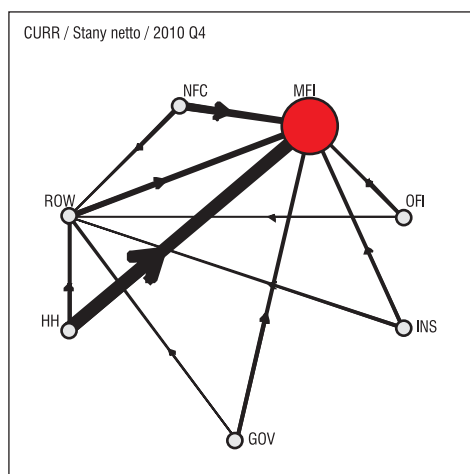
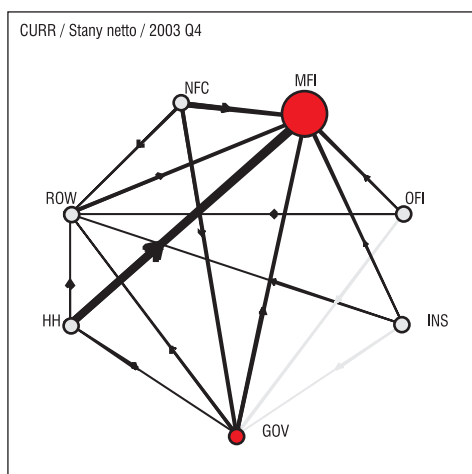
$$\begin{cases} x_{ij} = r_i^p x_{ij}^p s_j^p \\ x_{rr} = 0 \end{cases} \tag{7}$$

Otrzymana macierz  $\bar{X}_k$  jest poszukiwaną macierzą, która zawiera wartości ekspozycji między poszczególnymi sektorami dla  $k$ -tego instrumentu.

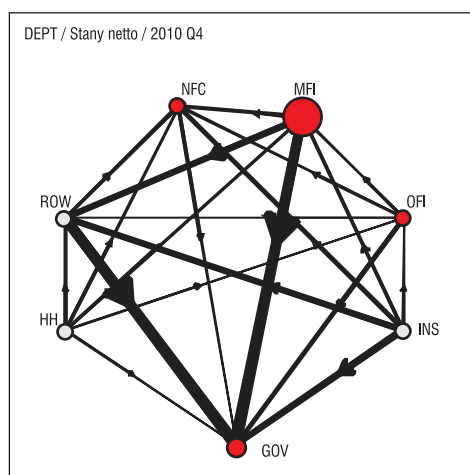
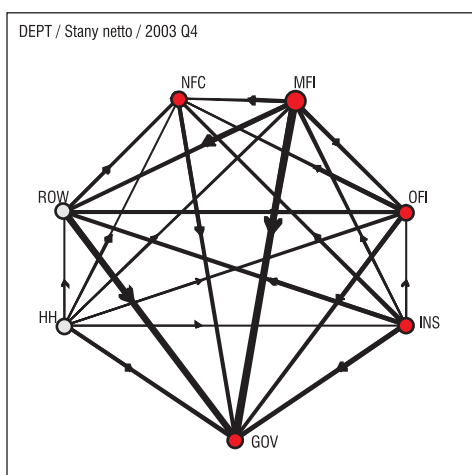
<sup>94</sup> A. Bachem, B. Korte, *On the RAS-Algorithm*, Bonn 1979.

### A.3 Kierunki powiązań międzysektorowych w podziale na instrumenty finansowe

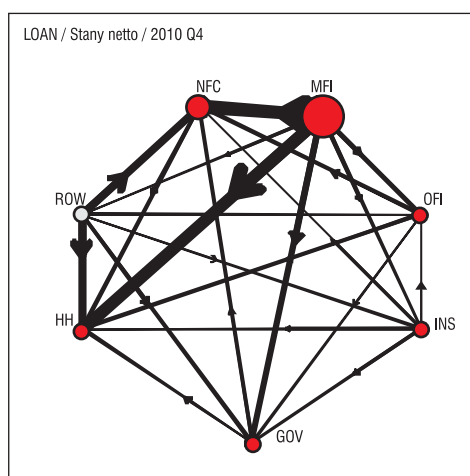
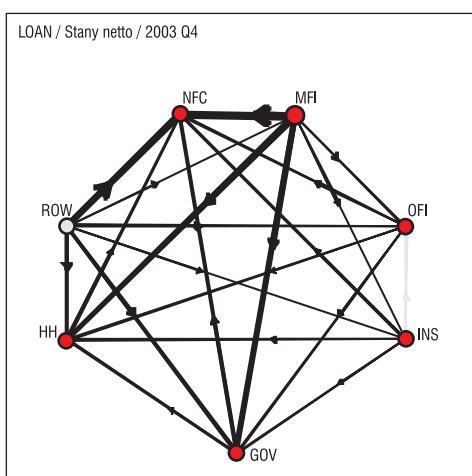
#### CURR: Gotówka i depozyty



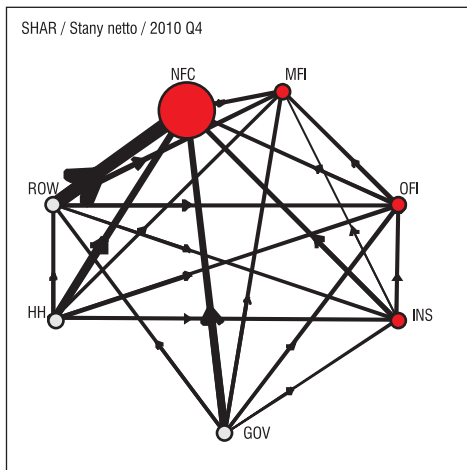
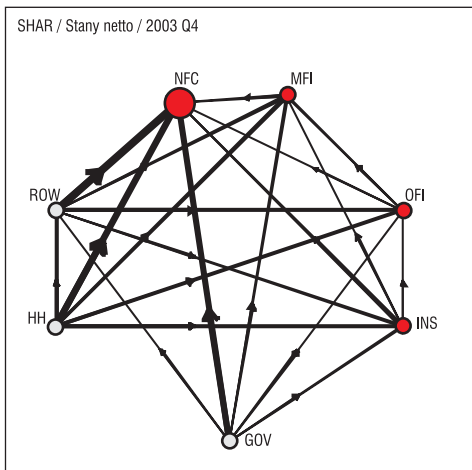
#### DEBT: Dłużne papiery wartościowe



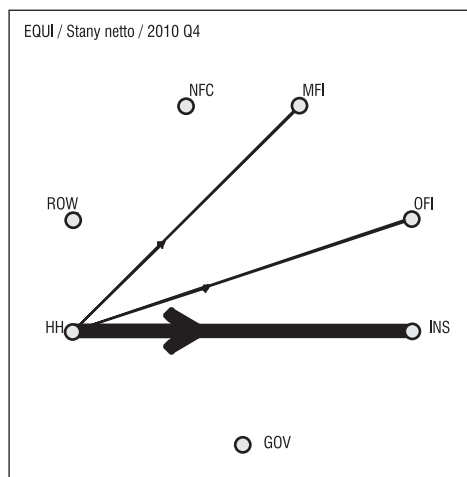
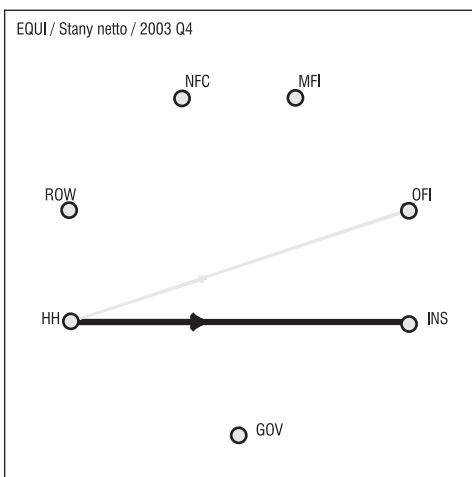
#### LOAN: Pożyczki



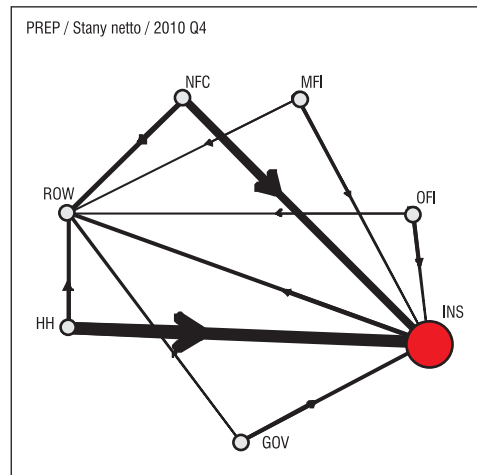
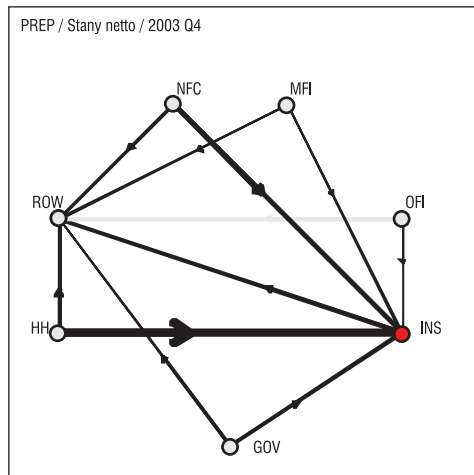
**SHAR: Akcje, udziały kapitałowe, fundusze wspólnego inwestowania**



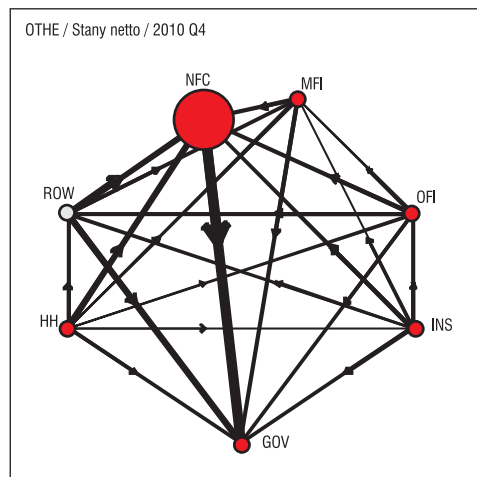
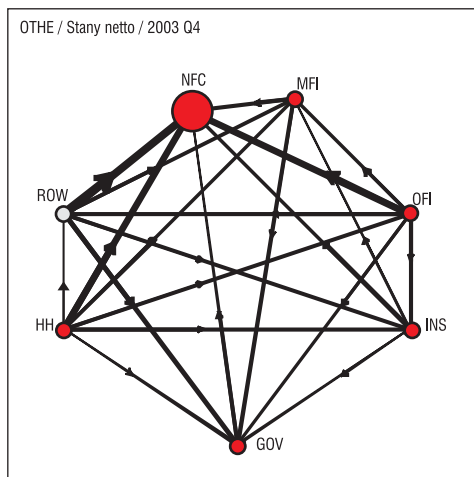
**EQUI: Udziały netto HH w rezerwach ubezpieczeń na życie i w rezerwach funduszy emerytalnych**



**PREP: Przedpłaty składek ubezpieczeniowych i rezerwy na niewypłacone roszczenia**



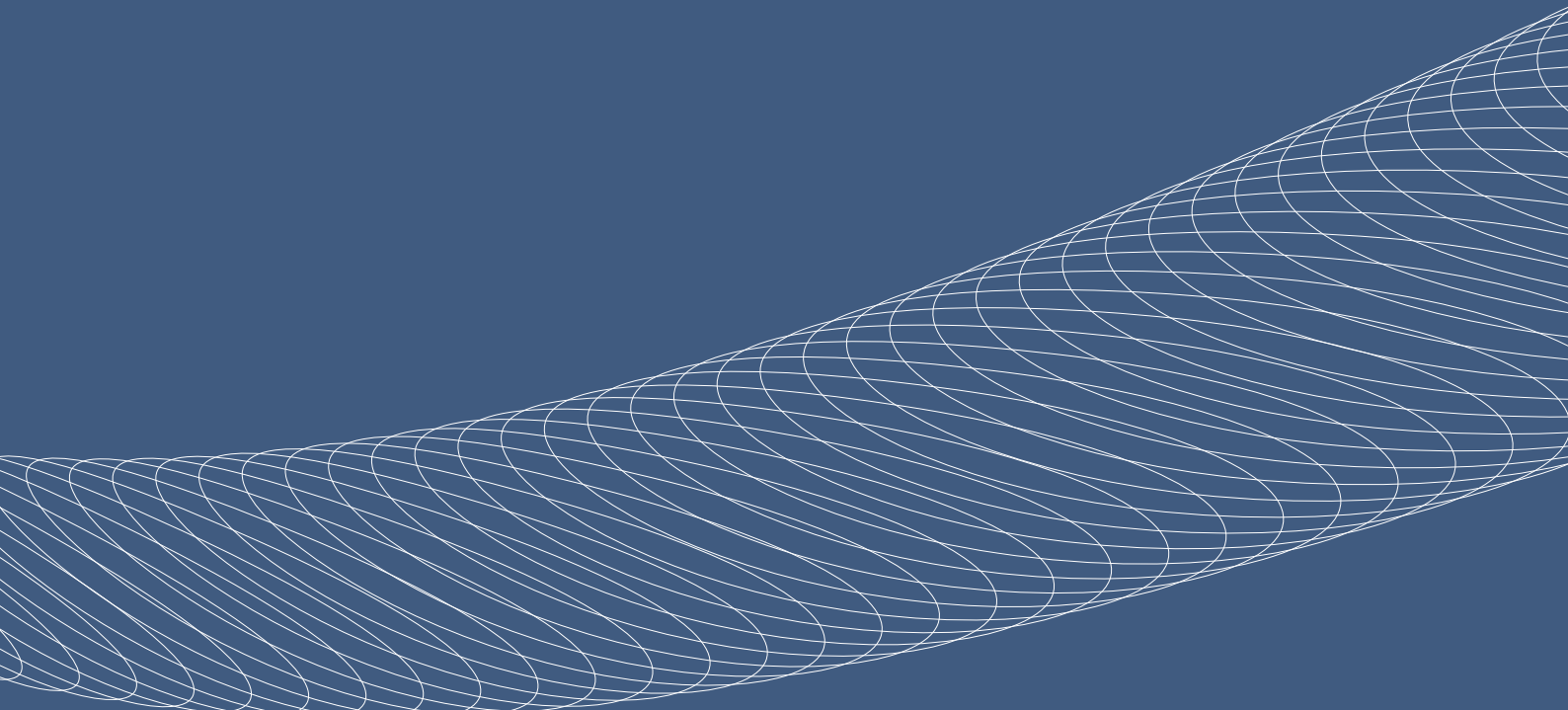
**OTHE: Inne**



Aktywa netto.

Źródło: Obliczenia własne na podstawie danych z rachunków finansowych NBP





KOMISJA NADZORU FINANSOWEGO  
Plac Powstańców Warszawy 1  
00-950 Warszawa  
tel. (+48) 22 262 50 00  
fax (+48) 22 262 51 11  
[knf@knf.gov.pl](mailto:knf@knf.gov.pl)  
[www.knf.gov.pl](http://www.knf.gov.pl)

ISBN 978-83-930260-2-9