

NBP

Narodowy Bank Polski

Rozwój systemu finansowego w Polsce w 2017 r.



Rozwój systemu finansowego w Polsce w 2017 r.

Warszawa, 2018 r.

Opracował zespół pod kierownictwem:

Krzysztofa Markowskiego

Dobiesława Tymoczko

Zespół autorski:

Wojciech Bogdanowicz

Marcin Borsuk

Anna Brzozowska

Marek Chmielewski

Jolanta Fijałkowska

Marta Gołajewska

Tomasz Gromek

Marzena Imielska

Monika Józefowska

Milena Kabza

Jagoda Kaszowska

Kamil Klupa

Paweł Kłosiewicz

Michał Konopczak

Sylwester Kozak

Magdalena Kozińska

Przemysław Kuk

Anna Maciejewska-Dymel

Krzysztof Maliszewski

Martyna Mięgała

Rafał Nowak

Dorota Okseniuk

Aleksandra Paterek

Justyna Pycka

Wojciech Rogowski

Radosław Sankowski

Paweł Smaga

Paweł Sobolewski

Andrzej Sowiński

Karol Strzeliński

Robert Szostak

Andrzej Wojciechowski

Marcin Zych

Wydał:

Narodowy Bank Polski

00-919 Warszawa

ul. Świętokrzyska 11/21

tel.: +48 22 185 10 00

faks.: +48 22 185 10 10

www.nbp.pl

Niniejsze opracowanie i jego poprzednie edycje dostępne są na stronie internetowej NBP
www.nbp.pl/systemfinansowy/rozwoj

© Copyright Narodowy Bank Polski, 2018

Spis treści

Wstęp	9
1. System finansowy w Polsce	11
1.1. Kierunki ewolucji systemu finansowego w Polsce	11
1.2. Gospodarstwa domowe i przedsiębiorstwa na rynku finansowym w Polsce	23
1.2.1. Aktywa finansowe gospodarstw domowych	23
1.2.2. Zewnętrzne źródła finansowania polskich przedsiębiorstw	28
2. Regulacje systemu finansowego	31
2.1. Zmiany w regulacjach krajowych	31
2.1.1. Regulacje dotyczące nadzoru i usług płatniczych	31
2.1.2. Regulacje dotyczące sektora bankowego	33
2.1.3. Regulacje dotyczące spółdzielczych kas oszczędnościowo-kredytowych	36
2.1.4. Regulacje dotyczące pozostałych instytucji finansowych	37
2.1.5. Regulacje dotyczące rynków finansowych i infrastruktury	38
2.2. Regulacje Unii Europejskiej dotyczące systemu finansowego	40
2.2.1. Regulacje dotyczące instytucji kredytowych i firm inwestycyjnych	41
2.2.2. Regulacje dotyczące pozostałych instytucji finansowych	43
2.2.3. Regulacje dotyczące rynków finansowych i infrastruktury	45
3. Infrastruktura systemu	57
3.1. Instytucje regulujące i nadzorcze	57
3.2. System płatniczy	59
3.2.1. Systemy wysokokwotowych płatności międzybankowych	59
3.2.2. Systemy płatności detalicznych	62
3.2.3. Podmioty pośredniczące w przyjmowaniu wpłat na rachunki bankowe	66
3.2.4. Detaliczne instrumenty i usługi płatnicze	67
3.3. Infrastruktura rynku instrumentów finansowych	70
3.4. Instytucje zwiększające przejrzystość informacyjną	79
3.5. Systemy ochrony uczestników rynku	81
4. Instytucje finansowe	84
4.1. Banki	84
4.1.1. Ewolucja struktury sektora bankowego	84
4.1.2. Zmiany w strukturze aktywów banków	93
4.1.3. Zmiany w strukturze pasywów banków	99
4.1.4. Zmiany w adekwatności kapitałowej banków	104
4.1.5. Wyniki finansowe sektora bankowego	111
4.2. Spółdzielcze kasy oszczędnościowo-kredytowe	122
4.3. Instytucje niebankowe świadczące usługi finansowe	126
4.3.1. Podmioty świadczące usługi leasingu	126
4.3.2. Podmioty świadczące usługi faktoringu	131
4.3.3. Pośrednicy kredytowi i firmy pożyczkowe	134
4.4. Fundusze inwestycyjne	140
4.4.1. Wielkość sektora	140
4.4.2. Struktura sektora funduszy inwestycyjnych	146
4.4.3. Struktura aktywów funduszy inwestycyjnych	148

4.4.4. Wyniki inwestycyjne funduszy inwestycyjnych i poziom podejmowanego ryzyka	150
4.4.5. Krajowe fundusze inwestycyjne na tle europejskiego sektora funduszy inwestycyjnych	153
4.4.6. Towarzystwa funduszy inwestycyjnych	155
4.4.7. Podmioty obsługujące fundusze inwestycyjne	158
4.5. Alternatywne spółki inwestycyjne	160
4.6. Otwarte fundusze emerytalne	165
4.6.1. Wielkość sektora	165
4.6.2. Struktura portfela inwestycyjnego otwartych funduszy emerytalnych	168
4.6.3. Wyniki inwestycyjne OFE i poziom podejmowanego ryzyka	170
4.6.4. Wyniki finansowe powszechnych towarzystw emerytalnych	172
4.7. Dobrowolne oszczędności emerytalne	175
4.7.1. Pracownicze programy emerytalne (PPE)	178
4.7.2. Indywidualne konta emerytalne i indywidualne konta zabezpieczenia emerytalnego	180
4.8. Zakłady ubezpieczeń	187
4.8.1. Wielkość sektora ubezpieczeń	187
4.8.2. Lokaty zakładów ubezpieczeń	193
4.8.3. Wyniki finansowe sektora ubezpieczeń	195
4.8.4. Reasekuracja i wybrane wskaźniki techniczne sektora	196
4.8.5. Wypłacalność zakładów ubezpieczeń	200
4.9. Podmioty prowadzące działalność maklerską	207
4.9.1. Warunki funkcjonowania podmiotów maklerskich na polskim rynku	208
4.9.2. Działalność podmiotów maklerskich na rynku zorganizowanym	210
4.9.3. Wyniki finansowe domów maklerskich	212
5. Rynki finansowe	215
5.1. Rynek pieniężny	215
5.1.1. Ewolucja wielkości i struktury rynku pieniężnego	215
5.1.2. Rynek krótkoterminowych papierów dłużnych	216
5.1.2.1. Bony skarbowe	216
5.1.2.2. Bony pieniężne	219
5.1.2.3. Krótkoterminowe bankowe papiery dłużne	223
5.1.2.4. Krótkoterminowe papiery dłużne przedsiębiorstw	224
5.1.3. Rynek transakcji o charakterze lokacyjnym	226
5.1.3.1. Lokaty niezabezpieczone	228
5.1.3.2. Lokaty zabezpieczone	235
5.1.3.2.1. Swapy walutowe	235
5.1.3.2.2. Transakcje warunkowe	239
5.2. Rynek kapitałowy	247
5.2.1. Ewolucja wielkości i struktury rynku kapitałowego	247
5.2.2. Rynek długoterminowych papierów dłużnych	249
5.2.2.1. Obligacje skarbowe	249
5.2.2.2. Obligacje komunalne	263
5.2.2.3. Długoterminowe instrumenty dłużne emitowane przez banki	268
5.2.2.3.1. Długoterminowe bankowe papiery dłużne	268
5.2.2.3.2. Listy zastawne	270
5.2.2.4. Obligacje przedsiębiorstw	272
5.2.3. Rynek instrumentów udziałowych	277
5.3. Kasowy rynek walutowy	291

5.4. Rynek instrumentów pochodnych	297
5.4.1. Ewolucja wielkości i struktury rynku finansowych instrumentów pochodnych	298
5.4.2. Pozagiełdowe finansowe instrumenty pochodne	299
5.4.2.1. Instrumenty pochodne stopy procentowej	301
5.4.2.2. Walutowe instrumenty pochodne	309
5.4.3. Giełdowe instrumenty pochodne	316
5.4.3.1. Instrumenty pochodne związane z rynkiem akcji	317
5.4.3.2. Walutowe instrumenty pochodne	322
5.4.3.3. Instrumenty pochodne stopy procentowej	323
Podsumowanie	325
Słowniczek	333
Skróty używane w opracowaniu	343

Spis ramek

Ramka 2.2.1. Kierunki zmian regulacyjnych w Unii Europejskiej i projekty regulacji dotyczących systemu finansowego	49
Ramka 4.1.1. Sektor bankowy w Polsce na tle sektorów bankowych w krajach UE	88
Ramka 4.1.2. Wagi ryzyka kredytowego w Polsce	109
Ramka 4.1.3. Sytuacja banków spółdzielczych w Polsce	115
Ramka 4.8.1. Polski sektor ubezpieczeń na tle sektorów ubezpieczeń innych państw Europejskiego Obszaru Gospodarczego	202
Ramka 5.1.1. Zmiany organizacji fixingu indeksów referencyjnych rynku pieniężnego	232

Wstęp

Rozwój systemu finansowego w Polsce w 2017 r. jest kolejną edycją opracowania, w którym opisywane są zmiany zachodzące w systemie finansowym w danym roku. W publikacji przedstawiono tendencje i bariery rozwoju wszystkich funkcjonujących w Polsce instytucji oraz rynków finansowych na tle zmian w europejskim systemie finansowym. Analizie poddano także zmiany infrastruktury i regulacji prawnych dotyczących systemu finansowego oraz inicjatywy mające na celu integrację i zwiększenie bezpieczeństwa rynku finansowego w Unii Europejskiej. Zgodnie z przyjętą zasadą zmiany, które zaszły w krajowym systemie finansowym w 2018 r., nie zostały uwzględnione w niniejszym opracowaniu, nawet jeśli były znane autorom w trakcie pisania tekstu. Podstawowe informacje na ten temat zawiera prezentacja stanowiąca uzupełnienie raportu, zamieszczona na stronie internetowej NBP¹.

W rozdziale pierwszym przedstawiono ewolucję wielkości i struktury krajowego systemu finansowego oraz zależności między zmianami w tym systemie a strukturą aktywów finansowych gospodarstw domowych i zewnętrznymi źródłami finansowania przedsiębiorstw. Rozdział drugi opisuje zmiany zarówno w krajowych, jak i unijnych aktach prawnych dotyczących systemu finansowego. Omówiono również stan prac organów UE nad wybranymi regulacjami. Rozdział trzeci zawiera najważniejsze zmiany w infrastrukturze systemu finansowego.

W czwartym rozdziale poddano analizie zmiany, które w 2017 r. zaszły w poszczególnych sektorach instytucji finansowych. W miarę możliwości zmiany te są opisywane na tle tendencji występujących w krajach naszego regionu oraz w strefie euro. W pierwszej kolejności analizowany jest sektor bankowy. Szczegółowo przedstawiono zmiany struktury należności i zobowiązań banków, w tym wynikające z prowadzonej polityki kredytowej. W następnych podrozdziałach scharakteryzowano inne instytucje świadczące usługi finansowe oraz sektor alternatywnych spółek inwestycyjnych.

W rozdziale piątym zaprezentowano najważniejsze tendencje występujące na rynkach finansowych, ze szczególnym uwzględnieniem zmian płynności na tych rynkach, wynikających z czynników globalnych i lokalnych. Najpierw opisano ewolucję rynku pieniężnego i jego poszczególnych segmentów (rynków: bonów skarbowych, pieniężnych, krótkoterminowych papierów dłużnych przedsiębiorstw i banków, a także transakcji o charakterze lokacyjnym). W kolejnym podrozdziale omówione są zmiany na polskim rynku kapitałowym. Analizą objęto rozwój rynków: obligacji skarbowych, obligacji komunalnych, a także długoterminowych instrumentów dłużnych banków i obligacji przedsiębiorstw. Osobną część rozdziału poświęcono rynkowi akcji. Rozdział piąty zawiera także opis zmian zachodzących na kasowym rynku

¹ www.nbp.pl/systemfinansowy/rozwoj.

transakcji wymiany walut oraz ewolucji rynku instrumentów pochodnych w Polsce, w podziale na instrumenty giełdowe i pozagiełdowe.

1. System finansowy w Polsce

1.1. Kierunki ewolucji systemu finansowego w Polsce

W 2017 r. koniunktura w gospodarce światowej kształtowała się korzystnie. Dynamika światowego PKB wyniosła 3,2% i była wyższa niż w roku 2016 (2,5%). Również w krajach strefy euro nastąpiła poprawa koniunktury gospodarczej i PKB zwiększył się w 2017 r. o 2,4% wobec 1,6% wzrostu w roku 2016. Także w Stanach Zjednoczonych gospodarka rozwijała się szybciej i dynamika PKB zwiększyła się z 1,5% w 2016 r. do 2,3% w roku 2017².

W Polsce tempo wzrostu PKB wyniosło 4,8% wobec 3,1% w 2016 r. Głównym czynnikiem wzrostu gospodarczego był popyt konsumpcyjny. Spożycie w sektorze gospodarstw domowych kolejny rok wykazywało wysoką dynamikę i zwiększyło się w 2017 r. o 4,9%. Korzystnie ukształtowała się również dynamika nakładów inwestycyjnych, które - po głębokim spadku w roku 2016 - wzrosły w 2017 r. o 3,5%³.

Szybszemu wzrostowi gospodarki towarzyszyła rosnąca dynamika cen. Po dwóch latach spadku (2015-2016) wzrosły ceny towarów i usług konsumpcyjnych. Roczny wskaźnik CPI w 2017 r. wyniósł 2% r/r, na co wpłynęło głównie zwiększenie się dynamiki cen żywności i energii⁴.

Sytuacja ekonomiczna przedsiębiorstw w 2017 r. była dobra. Poprawiły się podstawowe wskaźniki ekonomiczno-finansowe przedsiębiorstw⁵. Aktywność inwestycyjna przedsiębiorstw była jednak wciąż stosunkowo niska.

Sytuacja materialna gospodarstw domowych w 2017 r., podobnie jak w roku poprzednim, wyraźnie się poprawiła. Osiągnęły one wyższe dochody, a przeciętny miesięczny dochód rozporządzalny na osobę był realnie wyższy o 6,3% od dochodu z roku 2016⁶. Stopa bezrobocia rejestrowanego zmniejszyła się do 6,6% z 8,2% w roku 2016. Wskaźnik zatrudnienia ogółem wzrósł o 1,6 pkt proc. i wyniósł w 2017 r. 66,1%⁷. Wzrosły również aktywa finansowe gospodarstw domowych (o 5,0%), a przyrost oszczędności w formie depozytów bankowych wyniósł 4,2%.

² <https://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.KD.ZG> oraz

<https://ec.europa.eu/eurostat/tgm/table.do?tab=table&init=1&language=en&pcode=tec00115&plugin=1>.

³ *Roczne wskaźniki makroekonomiczne*, Warszawa, GUS, dane wg. stanu na 5.10.2018 r.

⁴ *Raport o inflacji. Marzec 2018 r.*, Warszawa NBP, s. 17-18.

⁵ *Wyniki finansowe podmiotów gospodarczych I-XII 2017 r.*, Warszawa 2018, GUS.

⁶ *Sytuacja gospodarstw domowych w 2017 r. w świetle wyników badania budżetów gospodarstw domowych*. Informacja Sygnalna, Warszawa 23 maja 2018 r., GUS, s. 1.

⁷ *Roczne wskaźniki makroekonomiczne*, Warszawa, GUS, dane wg. stanu na 5.10.2018 r. Wskaźnik zatrudnienia podano na podstawie wyników prowadzonego przez GUS Badania Aktywności Ekonomicznej Ludności (BAEL). Według BAEL stopa bezrobocia kształtowała się na niższym poziomie aniżeli stopa rejestrowanego bezrobocia i wynosiła w 2017 r. 4,5%.

Polityka pieniężna banków centralnych w analizowanym okresie była zróżnicowana. W Polsce, uwzględniając wysokość bieżącej, jak i prognozowanej inflacji, Rada Polityki Pieniężnej utrzymywała stopy procentowe NBP na niezmiennym poziomie. Europejski Bank Centralny (EBC) utrzymywał stopy procentowe w pobliżu zera, w tym stopę depozytową poniżej zera oraz kontynuował skup aktywów finansowych. Odmienne politykę prowadziła Rezerwa Federalna Stanów Zjednoczonych (Fed), zacieśniając politykę pieniężną. Trzykrotnie podniosła przedział dla swojej stopy procentowej o 0,25 pkt proc. do 1,25-1,50% oraz stopniowo zmniejszała swoją sumę bilansową, ograniczając reinwestycje aktywów. Spowodowało to m.in. wzrost rentowności amerykańskich obligacji skarbowych w porównaniu z rentownością obligacji głównych krajów członkowskich strefy euro. Jednocześnie dobra koniunktura gospodarki światowej przełożyła się na dalszy wzrost cen aktywów, przede wszystkim akcji⁸.

Relacja aktywów krajowego systemu finansowego do PKB na koniec 2017 r. wyniosła 124,4% i ze względu na szybszy wzrost PKB aniżeli aktywów sektora finansowego nieznacznie się obniżyła w porównaniu ze stanem na koniec 2016 r. (tabela 1.1.1). Rozwój pośrednictwa finansowego, mierzony relacją wartości aktywów systemu finansowego do PKB, w Polsce, jak i w innych krajach Europy Środkowo-Wschodniej, w porównaniu ze średnią wartością tego wskaźnika w krajach strefy euro, wciąż charakteryzował się względnie niskim poziomem (wykres 1.1.1).

Tabela 1.1.1. Aktywa systemu finansowego w relacji do PKB w wybranych krajach Europy Środkowo-Wschodniej oraz w strefie euro w latach 2014-2017 (w %)

	2014	2015	2016	2017
Polska	121,9	122,7	125,6	124,4
Czechy	164,4	154,4	157,9	175,3
Słowacja	118,1	125,8	124,1	126,6
Węgry	131,0	125,9	127,2	124,2
Strefa euro	493,8	463,6	486,6	475,7

Uwagi: dane dla strefy euro dotyczą 18 krajów w 2014 r. oraz 19 krajów w latach 2015-2017. Dane nie są porównywalne z zamieszczonymi w poprzednich edycjach opracowania ze względu na zmianę źródła danych, uwzględnienie w aktywach systemu finansowego aktywów funduszy rynku pieniężnego oraz korekty przesłane przez banki centralne.

Źródło: dla strefy euro ECB Statistical Data Warehouse oraz Eurostat; dla pozostałych krajów dane udostępnione przez narodowe banki centralne oraz GUS.

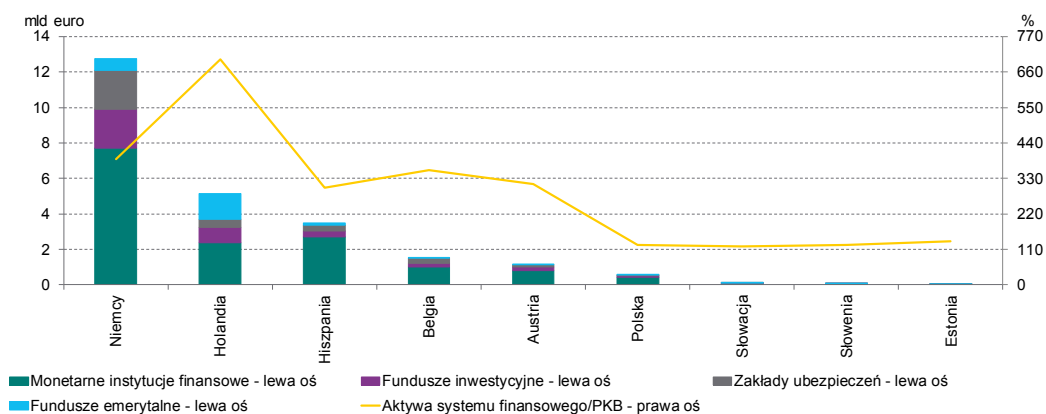
Bardziej wszechstronną miarą poziomu rozwoju systemu finansowego, aniżeli relacja aktywów do PKB, jest opracowany przez MFW wskaźnik rozwoju systemu finansowego (FD)⁹. W 2016 roku

⁸ *Sprawozdanie z wykonania założeń polityki pieniężnej na rok 2017*, Warszawa, maj 2018 r., NBP, s. 18.

⁹ Zob.: R. Sahay, M. Cihak, P. N'Diaye, A. Barajas, D. A. Pena, R. Bi, Y. Gao, A' Kyobe, L. Nguyen, C. Saborowski, K. Svirydzhenka, R. Yousefi, *Rethinking Financial Deepening: Stability and Growth in Emerging Markets*, IMF Staff Discussion Note SDN/15/08, May 2015, IMF oraz K. Svirydzhenka *Introducing a New Broad-based Index of Financial*

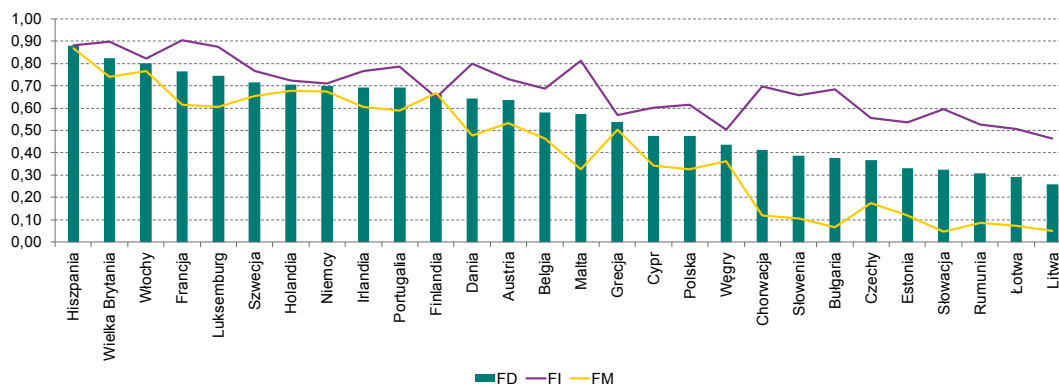
wskaźnik ten dla Polski wynosił 0,437, co pozwalało klasyfikować Polskę do grupy krajów o średnim poziomie rozwoju¹⁰. Pozycjonuje to Polskę na 41 miejscu spośród 183 krajów objętych analizą w opracowaniu MFW oraz na 18 pozycji w grupie krajów UE¹¹. Zbliżony poziom rozwoju systemu finansowego do Polski miał Cypr (0,47), Węgry (0,44), Chorwacja (0,41) i Słowenia (0,39). Istotnie niższe pozostałe kraje regionu: Bułgaria (0,38), Czechy (0,37), Estonia (0,33), Słowacja (0,32), Rumunia (0,31), Łotwa (0,29) i Litwa (0,26) (wykres 1.1.2).

Wykres 1.1.1. Aktywa systemu finansowego w wybranych krajach UE na koniec 2017 r.



Źródło: opracowano na podstawie danych EBC, Eurostat, OECD, GUS i NBP.

Wykres. 1.1.2. Wskaźnik rozwoju systemu finansowego (FD), rozwoju instytucji finansowych (FI) i rozwoju rynków finansowych (FM) w krajach UE w 2016 r.



Źródło: Opracowanie NBP na podstawie danych MFW. <http://data.imf.org/?sk=F8032E80-B36C-43B1-AC26-493C5B1CD33B>

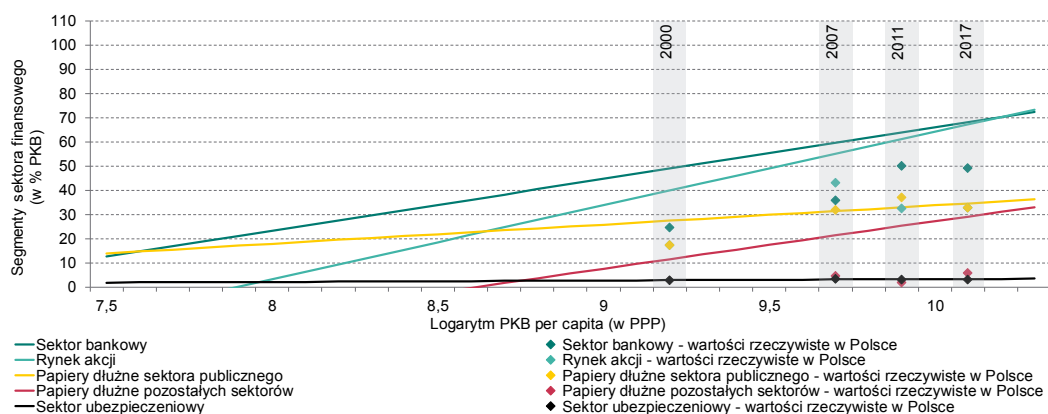
Development, IMF Working Paper, WP/16/5, January 2016, IMF. Opracowany przez Międzynarodowy Fundusz Walutowy wskaźnik rozwoju systemu finansowego (Financial development index - FD) opisano w *Rozwój systemu finansowego w Polsce w 2014 r.*, Warszawa 2015, NBP, s. 32-35. Dane przytoczone w niniejszym opracowaniu pochodzą z bazy danych MFW, zawierającej zaktualizowane na 2016 rok wielkości wskaźnika rozwoju finansowego i jego składowych <http://data.imf.org/?sk=F8032E80-B36C-43B1-AC26-493C5B1CD33B>.

¹⁰ Wskaźnik ten osiąga wartości z przedziału <0 ; 1>. Cytowane dla Polski i innych krajów dane związane ze wskaźnikiem rozwoju systemu finansowego (FD) dotyczą roku 2016.

¹¹ Przy 26 pozycji w UE pod względem PKB per capita w 2016 r.

Analiza instytucji i rynków finansowych różnych krajów na tle ich rozwoju gospodarczego sugeruje, że niektóre segmenty systemu finansowego w Polsce, w tym sektor bankowy, są nadal relatywnie słabo rozwinięte. Cechą charakterystyczną polskiego systemu finansowego jest także relatywnie niska kapitalizacja rynku akcji i mała wartość zadłużenia z tytułu emisji papierów dłużnych sektora prywatnego, w tym obligacji przedsiębiorstw i banków (wykres 1.1.3).

Wykres 1.1.3. Rozwój systemu finansowego w zależności od poziomu PKB *per capita*



Źródło: obliczono na podstawie danych Międzynarodowego Funduszu Walutowego (World Economic Outlook), Banku Światowego (Financial Development and Structure Dataset, 07/2018), GUS, UKNF, GPW, Fitch Polska oraz NBP.

Uwaga: wartości funkcji regresji przedstawione na wykresie oszacowano dla danych panelowych obejmujących informacje o systemach finansowych 203 krajów za lata 1991-2016.

Wykorzystano następujące mierniki rozwoju poszczególnych segmentów systemu finansowego:

- sektor bankowy: kredyty dla sektora niepublicznego do PKB (dla Polski kredyty i pożyczki sektora bankowego dla sektora niefinansowego w walucie krajowej i walutach obcych),
- rynek akcji: kapitalizacja spółek krajowych Głównego Rynku GPW do PKB,
- sektor ubezpieczeniowy: składka ubezpieczeń majątkowych i ubezpieczeń na życie do PKB,
- papiery dłużne sektora publicznego: wartość zadłużenia sektora rządowego i samorządowego z tytułu emisji papierów dłużnych do PKB,
- papiery dłużne pozostałych sektorów: wartość zadłużenia instytucji finansowych i przedsiębiorstw z tytułu emisji papierów dłużnych do PKB.

Szerzej w: T. Beck, A. Demirgüç-Kunt, *Financial Institutions and Markets across Countries and over Time: Data and Analysis*, World Bank Policy Research Working Paper nr 4943, May 2009.

Oszacowania funkcji regresji otrzymano metodą Fixed Effects GLS w odniesieniu do sektora bankowego i rynku akcji oraz metodą Random Effects GLS w odniesieniu do papierów dłużnych sektora publicznego, papierów dłużnych pozostałych sektorów i sektora ubezpieczeniowego. Postać modelu wybrano na podstawie testu Hausmana (M. Verbeek, *A Guide to Modern Econometrics*, 2004 John Wiley & Sons, s. 351-352).

Na zróżnicowany poziom rozwoju poszczególnych segmentów polskiego systemu finansowego wskazują także wyniki analizy wskaźników cząstkowych tworzących syntetyczny wskaźnik poziomu rozwoju systemu finansowego (FD). Wskaźnik cząstkowy FI (0,616), określający poziom rozwoju instytucji finansowych, był istotnie wyższy niż wskaźnik cząstkowy FM (0,324), odzwierciedlający poziom rozwoju rynków finansowych. Świadczy to o relatywnie słabszym rozwoju rynków finansowych w Polsce w porównaniu z innymi krajami, zwłaszcza o bardziej rozwiniętym systemie finansowym. Znaczenie rynków finansowych w funkcjonowaniu i rozwoju

systemu finansowego jest większe w krajach o bardziej rozwiniętym systemie finansowym (mierzonego wskaźnikiem FD) (wykres 1.1.2).

Nadmiernie rozwinięty system finansowy (w tym zwłaszcza sektor bankowy) w porównaniu do wielkości realnej gospodarki, jak pokazują doświadczenia ostatniego światowego kryzysu finansowego, powoduje zwiększenie ryzyka systemowego i niekorzystnie wpływa na wzrost gospodarczy¹².

W przypadku Polski system finansowy, uwzględniając poziom jego rozwoju, pozytywnie wpływa na wzrost gospodarczy. Zgodnie z ocenami zarówno krajowych, jak i międzynarodowych instytucji istnieje przestrzeń do jego dalszego zrównoważonego rozwoju, wspierającego stabilny wzrost gospodarczy. Rozwój ten powinien zachować umiarkowane tempo i zachodzić wraz ze zwiększaniem znaczenia rynków finansowych, gdyż są one relatywnie słabiej rozwinięte¹³.

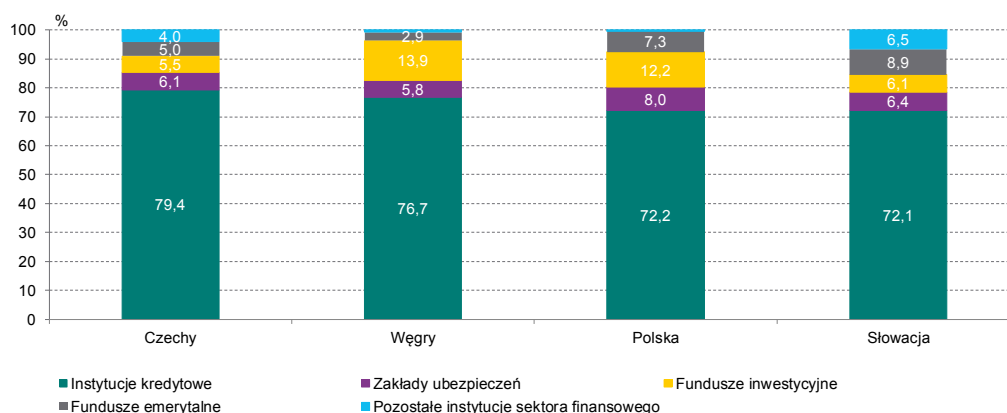
W Polsce, podobnie jak w innych krajach regionu, sektor bankowy nadal odgrywał główną rolę w systemie finansowym, przy czym polski i słowacki system finansowy można uznać za stosunkowo najmniej zorientowany bankowo spośród systemów finansowych w Europie Środkowo-Wschodniej (wykres 1.1.4). Związane jest to rosnącym znaczeniem pozabankowych instytucji finansowych, w tym instytucji wspólnego inwestowania, tj. funduszy inwestycyjnych i funduszy emerytalnych oraz zakładów ubezpieczeń.

W państwach Europy Środkowo-Wschodniej, w porównaniu z krajami strefy euro, poziom rozwoju sektora bankowego był nadal niski (tabela 1.1.2). Banki krajowe koncentrowały się na świadczeniu tradycyjnych usług bankowych, przede wszystkim przyjmowaniu depozytów podmiotów niefinansowych i udzielaniu im kredytów.

Na koniec 2017 r. aktywa instytucji tworzących polski system finansowy wyniosły 2,47 bln zł, tj. były o 5,9% wyższe niż rok wcześniej. Wzrost aktywów był spowodowany przede wszystkim wzrostem wartości aktywów otwartych funduszy emerytalnych, funduszy inwestycyjnych, banków spółdzielczych i domów maklerskich. W mniejszym stopniu wzrosły aktywa zakładów ubezpieczeń i banków komercyjnych. Znacznie spadły natomiast spółdzielczych kas oszczędnościowo-kredytowych – o 9,7% (tabele 1.1.3 i 1.1.4).

¹² S. Langfield, M. Pagano, *Bank Bias in Europe: Effects on Systemic Risk and Growth*, ECB Working Paper No 1797, May 2015, Europejski Bank Centralny.

¹³ Zgodnie z analizami MFW poziom rozwoju systemu finansowego (mierzonego wskaźnikiem FD) po przekroczeniu, którego obniża się pozytywny wpływ na wzrost gospodarczy, mieści się w przedziale od 0,4 do 0,7. Zob.: R. Sahay, M. Cihak, P. N'Diaye, A. Barajas, D. A. Pena, R. Bi, Y. Gao, A' Kyobe, L. Nguyen, C. Saborowski, K. Svirydzenka, R. Yousefi, op.cit., s. 15-16. Zob. także stanowisko Ministerstwa Finansów zawarte w *Monitor Konwergencji z Unią Gospodarczą i Walutową*, czerwiec 2018, Ministerstwo Finansów, s. 9. Podobne oceny znajdują się w raporcie Banku Światowego pt. *Poland: Toward a Strategic, Effective, and Accountable State. Systematic Country Diagnostic*, 2017 World Bank, Washington, DC, s. 71. W raporcie Banku Światowego podkreśla się również znaczenie dalszej dywersyfikacji sektora finansowego poprzez rozwój rynków kapitałowych, gdyż rynkowy model finansowania odgrywa kluczową rolę we wspieraniu wzrostu innowacyjności gospodarki (s. 74).

Wykres 1.1.4. Struktura systemów finansowych w wybranych krajach Europy Środkowo-Wschodniej na koniec 2017 r. wg wartości aktywów

Źródło: dla Słowacji: dane pochodzą ze strony internetowej banku centralnego Słowacji http://www.nbs.sk/_img/Documents/_Publikacie/BulletinMFS/2018/BulletinMFS_032018_EN.pdf; dla pozostałych krajów dane udostępnione przez narodowe banki centralne; dla Polskie dane NBP.

Tabela 1.1.2. Stopień rozwoju sektora bankowego (banki komercyjne i spółdzielcze) w wybranych krajach Europy Środkowo-Wschodniej oraz w strefie euro w latach 2015-2017 (w %)

	Aktywa/PKB			Kredyty ¹ /PKB			Depozyty ² /PKB		
	2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017
Polska	88,6	91,7	89,4	50,0	51,2	49,4	51,9	54,9	53,4
Czechy ³	122,9	124,9	138,7	61,6	63,4	62,9	76,3	76,4	62,9
Węgry ⁴	96,6	97,3	95,3	34,8	33,2	32,1	38,2	39,4	40,1
Strefa euro ⁵	296,0	288,3	271,9	92,0	90,4	88,8	83,4	84,6	84,8

¹ Kredyty i pożyczki sektora bankowego dla sektora niefinansowego w walucie krajowej i walutach obcych.

² Depozyty sektora niefinansowego w sektorze bankowym w walucie krajowej i walutach obcych.

³ Dane obejmują również kredyty dla niebankowych instytucji finansowych oraz depozyty tych podmiotów.

⁴ Dane obejmują aktywa instytucji kredytowych. Ze względu na zmiany metodologiczne dane nie są porównywalne z zamieszczonymi w poprzednich edycjach opracowania.

⁵ Aktywa, kredyty i depozyty sektora monetarnych instytucji finansowych. Dane dla strefy euro dotyczą 19 krajów w latach 2015-2017. Dane nie są w pełni porównywalne z danymi zamieszczonymi w poprzednich edycjach opracowania ze względu na korekty przesłane przez banki centralne.

Źródło: dla strefy euro: ECB Statistical Data Warehouse; dla pozostałych krajów dane udostępnione przez narodowe banki centralne oraz dane GUS.

Na koniec 2017 r. tempo wzrostu kredytów dla sektora niefinansowego wyniosło ok. 6% r/r i było zróżnicowane w poszczególnych segmentach rynku. Roczne tempo wzrostu kredytów mieszkaniowych, kategorii o największym udziale w portfelu kredytowym, nie zmieniło się istotnie (3,4% r/r na koniec 2017 r.). Składało się na nie relatywnie wysokie tempo wzrostu kredytów złotych oraz stabilne spłaty kredytów walutowych. Do ok. 34% zmniejszył się udział kredytów walutowych w portfelu kredytów mieszkaniowych. W segmencie kredytów konsumpcyjnych kontynuowane było ożywienie. Kredyty te charakteryzują się wysoką

zyskownością przy relatywnie niskich wymogach kapitałowych, stąd banki są zainteresowane ich rozwojem. W 2017 r. zaobserwowano istotny wzrost dynamiki akcji kredytowej dla przedsiębiorstw (8% r/r na koniec roku). Przyczyniło się do tego przede wszystkim wyraźnie wyższe tempo wzrostu kredytów o charakterze bieżącym. Udział kredytów dla przedsiębiorstw w strukturze portfela kredytowego dla sektora niefinansowego pozostawał niski (około 32% na koniec 2017 r.).

Tabela 1.1.3. Aktywa¹ instytucji finansowych w Polsce w latach 2010-2017 (w mld zł)

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Banki komercyjne ²	1 062,1	1 187,8	1 233,7	1 275,4	1 393,9	1455,3	1548,1	1603,7
Banki spółdzielcze i zrzeszające ²	96,4	106,1	115,8	129,3	135,4	139,7	158,2	173,4
Spółdzielcze kasy oszczędnościowo-kredytowe	14,0	15,6	16,8	18,7	13,7	12,3	11,3	10,2
Zakłady ubezpieczeń	145,2	146,1	162,9	167,6	178,5	180,3	184,3	198,4
Fundusze inwestycyjne	121,8	117,8	151,5	195,0	218,9	272,5	275,4	302,8
Otwarte fundusze emerytalne	221,3	224,7	269,6	299,3	149,1	140,5	153,4	179,5
Podmioty maklerskie	9,2	10,1	9,0	8,6	7,9	7,6	6,2	6,8
Ogółem	1 670,0	1 808,2	1 959,3	2 093,9	2 097,4	2 208,2	2 336,9	2 474,8

¹ Dla banków, funduszy inwestycyjnych i otwartych funduszy emerytalnych wartość aktywów netto.

² Banki prowadzące działalność operacyjną. Do banków komercyjnych zaliczono również oddziały instytucji kredytowych.

Uwaga: ze względu na dokonane korekty dane mogą się różnić od danych zaprezentowanych w poprzedniej edycji opracowania.

Źródło: NBP, UKNF, KSKOK.

Tabela 1.1.4. Przyrost aktywów¹ instytucji finansowych w Polsce w latach 2014-2017 (r/r, w %)

	2014	2015	2016	2017
Banki komercyjne ²	9,2	4,4	6,4	3,6
Banki spółdzielcze i zrzeszające ²	4,6	3,2	13,2	9,6
Spółdzielcze kasy oszczędnościowo-kredytowe	-26,7	-10,0	-8,4	-9,7
Zakłady ubezpieczeń	6,5	1,0	2,2	7,7
Fundusze inwestycyjne	12,3	24,5	1,0	10,0
Otwarte fundusze emerytalne	-50,2	-5,7	9,2	17,0
Podmioty maklerskie	-8,1	-4,2	-17,4	8,6
Ogółem	0,1	5,2	5,8	5,9

¹ Dla banków, funduszy inwestycyjnych i otwartych funduszy emerytalnych wartość aktywów netto.

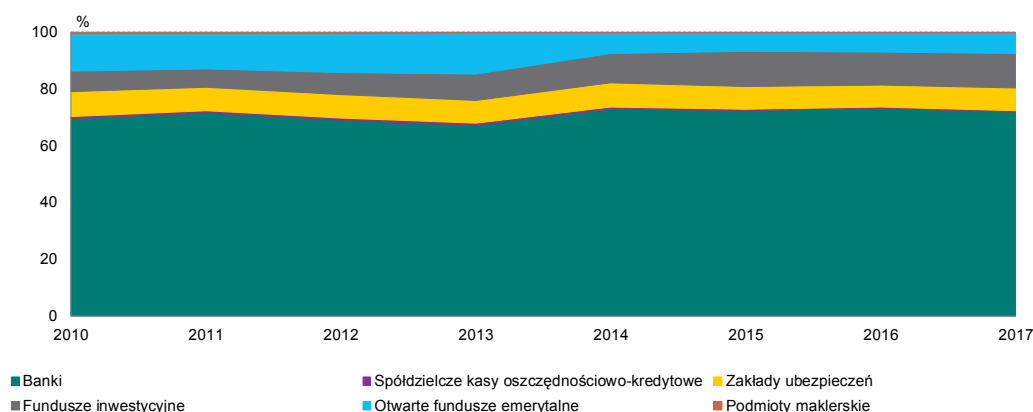
² Banki prowadzące działalność operacyjną. Do banków komercyjnych zaliczono również oddziały instytucji kredytowych.

Źródło: NBP, UKNF, Analizy Online, KSKOK.

Wzrost aktywów funduszy inwestycyjnych dotyczył zarówno funduszy otwartych, jak i zamkniętych, przy czym aktywa tych pierwszych zwiększyły się w większym stopniu. Za przyrost aktywów funduszy otwartych odpowiadało przede wszystkim dodatnie saldo wpłat

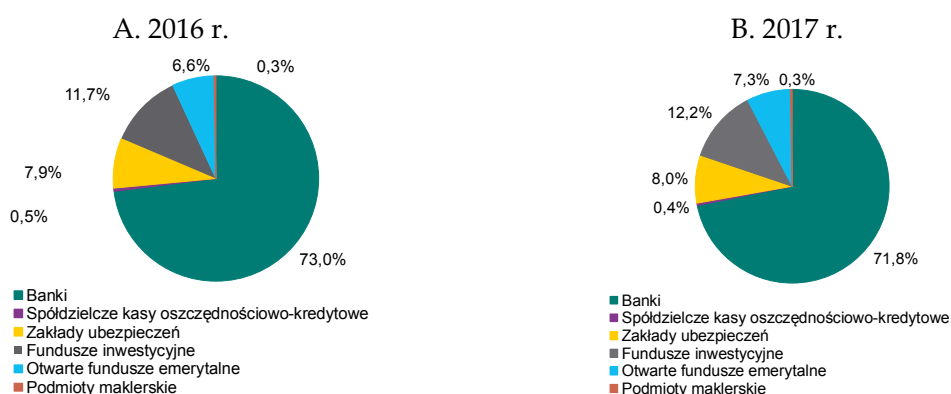
i wypłat kapitału, a funduszy zamkniętych – zmiana wyceny składników portfela. W analizowanym okresie aktywa otwartych funduszy emerytalnych wzrosły w wyniku zmiany wyceny aktywów. Wspomniane tendencje spowodowały zmniejszenie znaczenia sektora bankowego w strukturze aktywów sektora finansowego i wzrost udziału aktywów funduszy emerytalnych i funduszy inwestycyjnych (wykres 1.1.5 i 1.1.6), nawet przy spadku liczby funduszy inwestycyjnych zamkniętych (tabela 1.1.5).

Wykres 1.1.5. Struktura aktywów systemu finansowego w Polsce w latach 2010-2017



Źródło: NBP, UKNF, Analizy Online, KSKOK.

Wykres 1.1.6. Udział poszczególnych instytucji finansowych w strukturze aktywów polskiego systemu finansowego w 2016 i 2017 r.



Źródło: NBP, UKNF, Analizy Online.

Kapitalizacja polskiego rynku akcji wzrosła o ponad 23% w 2017 r. do 1 389,5 mld zł, przede wszystkim w wyniku wyrostu cen akcji. Rynek utrzymał swoje znaczenie w regionie (tabela 1.1.6). Po raz kolejny spadła jednak liczba spółek, których akcje znajdowały się w obrocie zorganizowanym. Płynność krajowego rynku akcji była w dalszym ciągu niska w porównaniu z giełdami krajów rozwiniętych. Głównymi inwestorami na GPW byli rezydenci. Ich udział w kapitalizacji spółek krajowych notowanych na GPW wyniósł na koniec 2017 r. 60,4%. Indeks

szerokiego rynku WIG wzrósł o 23,2%, na co wpłynęły głównie zmiany cen akcji największych spółek notowanych na GPW, które były zbieżne z tendencjami obserwowanymi na rynkach wschodzących.

Tabela 1.1.5. Liczba instytucji finansowych w Polsce w latach 2010-2017¹

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Banki komercyjne ²	67	66	68	67	64	63	61	61
Banki zrzeszające ²	3	2	2	2	2	2	2	2
Banki spółdzielcze ²	576	574	572	571	565	560	558	553
Spółdzielcze kasy oszczędnościowo-kredytowe	59	59	55	55	50	48	40	34
Zakłady ubezpieczeń ³	63	61	60	58	57	57	61	61
Fundusze inwestycyjne (towarzystwa funduszy inwestycyjnych) ⁴	417 (50)	484 (50)	588 (54)	639 (55)	681 (58)	812 (60)	929 (62)	905 (62)
Otwarte fundusze emerytalne (powszechne towarzystwa emerytalne) ⁵	14	14	14	13	12	12	12	11
Podmioty maklerskie ⁶	50	51	54	57	53	52	46	44

¹ W tabeli podano liczbę instytucji, których aktywa zostały uwzględnione w tabeli 1.2.3. Nie uwzględniono zagranicznych podmiotów, które mogą działać na zasadzie transgranicznej (bez prawnego-organizacyjnej obecności w Polsce), oddziałów zakładów ubezpieczeń, a także oddziałów zagranicznych firm inwestycyjnych.

² Banki prowadzące działalność operacyjną. Liczba banków komercyjnych obejmuje również oddziały instytucji kredytowych. W 2010 i 2011 r. 21, w 2012 r. 25, w 2013 r. 28, w 2014 r. 28, w latach 2015-2016 – 27 oddziałów instytucji kredytowych, a w 2017 r. 28.

³ Podmioty prowadzące działalność operacyjną zarówno ubezpieczeniową, jak i reasekuracyjną.

⁴ Liczba funduszy, które prowadziły działalność.

⁵ Liczba powszechnych towarzystw emerytalnych jest równa liczbie otwartych funduszy emerytalnych.

⁶ Liczba podmiotów maklerskich dotyczy wyłącznie domów maklerskich.

Źródło: NBP, UKNF, KSKOK.

Rynek bonów pieniężnych pozostawał w 2017 r. największym segmentem rynku krótkoterminowych papierów dłużnych. Średnioroczna wartość tych instrumentów pozostających w obiegu nie zmieniła się istotnie w porównaniu z 2016 r. Skarb Państwa, poza niewielką emisją – podobnie jak w 2016 r. - bonów skarbowych, finansował potrzeby pożyczkowe wyłącznie za pomocą instrumentów o okresie zapadalności powyżej jednego roku. Przedsiębiorstwa i banki w nieznacznym stopniu wykorzystywały emisje krótkoterminowych papierów dłużnych w finansowaniu swoich potrzeb.

Rynek obligacji skarbowych, podobnie jak w poprzednich latach, pozostawał w 2017 r. dominującym i najbardziej płynnym segmentem krajowego rynku długoterminowych papierów dłużnych (tabela 1.1.7). Polski rynek obligacji skarbowych był także największym rynkiem tych instrumentów w Europie Środkowo-Wschodniej oraz dziewiątym rynkiem w UE. W strukturze inwestorów na rynku obligacji skarbowych dominowały banki krajowe z ponad 39% udziałem.

Średnia dzienna wartość transakcji bezwarunkowych obligacjami skarbowymi wyniosła w 2017 r. 13,4 mld zł i niecałe 50 mln zł w przypadku bonów skarbowych. Rynek nieskarbowych długoterminowych papierów dłużnych był nadal relatywnie słabo rozwinięty. Udział papierów nieskarbowych w krajowym rynku długoterminowych papierów dłużnych zmniejszył się z 19,1% na koniec 2016 r. do 18,2% na koniec 2017 r.

Na rynku transakcji o charakterze lokacyjnym, służącym głównie instytucjom finansowym do bieżącego zarządzania płynnością, nastąpił – podobnie jak w poprzednich latach – wzrost obrotów transakcji *fx swap*. Natomiast wartość transakcji warunkowych i niezabezpieczonych lokat międzybankowych kształtowała się na podobnym poziomie jak w 2016 r. (tabela 1.1.8).

Tabela 1.1.6. Charakterystyka rynków akcji w wybranych krajach Europy Środkowo-Wschodniej oraz w strefie euro w latach 2015-2017¹

	Kapitalizacja spółek krajowych (w mld euro)			Kapitalizacja spółek krajowych w relacji do PKB (w %)		
	2015	2016	2017	2015	2016	2017
Polska ²	123,2	128,1	163,1	29,2	30,4	34,2
Czechy	23,5	22,2	26,9	14,1	12,6	14,0
Węgry	16,2	21,3	26,3	14,9	18,9	21,3
Strefa euro ³	6 774,6	7 081,8	7 936,6	65,1	66,0	71,0
	Wskaźnik płynności ⁴ (w %)			Liczba notowanych spółek (w tym spółki zagraniczne)		
	2015	2016	2017	2015	2016	2017
Polska	44,3	36,4	37,5	905 (33)	893 (32)	890 (29)
Czechy	20,9	23,8	16,3	25 (10)	25 (11)	23 (10)
Węgry	42,8	35,7	36,1	45 (0)	42 (0)	41 (0)
Strefa euro ³	80,2	64,8	61,2	6 900 (440)	6 723 (420)	6 962 (901)

¹ Wszystkie zaprezentowane wartości obejmują również alternatywne systemy obrotu, o ile operator danego rynku giełdowego prowadził takie platformy.

² Wartości dla Polski wyliczono na podstawie danych GPW i GUS przy zastosowaniu kursów średnich NBP na koniec poszczególnych lat.

³ Wskaźniki liczone dla strefy euro obejmują następujące rynki giełdowe: Athens Exchange, Cyprus Stock Exchange, Deutsche Börse, Euronext, Irish Stock Exchange, Ljubljana Stock Exchange, Luxembourg Stock Exchange, Malta Stock Exchange, NASDAQ OMX Nordics & Baltics, Spanish Exchanges (BME) oraz Wiener Börse.

⁴ Relacja wartości obrotów netto akcjami spółek krajowych do ich kapitalizacji na koniec roku.

Uwaga: ze względu na dokonane korekty dane mogą się różnić od przedstawionych w poprzednich edycjach opracowania.

Źródło: Eurostat, FESE, GPW, Ljubljana Stock Exchange, GUS.

Tabela 1.1.7. Zadłużenie na koniec roku z tytułu poszczególnych instrumentów rynku pieniężnego i kapitałowego w latach 2014–2017 (w mld zł)

	2014	2015	2016	2017
Bony skarbowe	0,0	0,0	0,0	0,0
Bony pieniężne	110,6	98,8	81,3	94,4
Krótkoterminowe bankowe papiery dłużne	5,1	5,0	4,7	6,3
Krótkoterminowe papiery dłużne przedsiębiorstw	13,5	7,3	7,8	18,7
Obligacje rynkowe Skarbu Państwa	482,9	513,4	576,7	605,7
Obligacje BGK na rzecz Krajowego Funduszu Drogowego	19,6	19,4	22,7	25,6
Długoterminowe papiery dłużne przedsiębiorstw	54,2	65,2	69,0	76,0
Obligacje komunalne	19,1	20,0	19,9	20,1
Długoterminowe bankowe papiery dłużne ¹	25,1	26,5	27,4	34,8
Listy zastawne	4,1	5,4	7,6	9,9

¹ Dane obejmują wyłącznie obligacje i bankowe papiery wartościowe nominowane w złotych i w walutach obcych wyemitowane przez banki działające w Polsce. W obrocie na rynku krajowym znajdowały się także obligacje Europejskiego Banku Inwestycyjnego i instytucji kredytowych z UE.

Uwaga: ze względu na korekty dane mogą być odmienne niż w poprzednich edycjach opracowania.

Źródło: MF, NBP, KDPW, Fitch Polska.

Większość transakcji wymiany złotego i operacji walutowymi pozagiełdowymi instrumentami pochodnymi, podobnie jak w poprzednich latach, zawierano na rynku *offshore*, głównie w Londynie. Oznacza to, że kurs złotego jest w dużej mierze determinowany przez operacje dokonywane między nierezydentami, głównie przez banki inwestycyjne i fundusze hedgingowe. W przypadku instrumentów pochodnych, pod względem wartości obrotów i różnorodności oferowanych instrumentów finansowych, w Polsce znacznie lepiej rozwinięty jest rynek pozagiełdowy. Na giełdowym rynku instrumentów pochodnych aktywność nadal koncentrowała się w segmencie kontraktów *futures* na indeks WIG20.

Tabela 1.1.8. Średnie dzienne obroty netto na krajowym rynku finansowym w latach 2014–2017 (w mln zł)

	2014	2015	2016	2017
Rynek akcji i instrumentów dłużnych				
Akcje i prawa do akcji	941,0	905,3	811,4	1 049,8
Obligacje skarbowe	27 158,9	24 325,3	27 167,1	28 178,6
Bony skarbowe	0,0	0,0	101,3	127,8
Rynek transakcji lokacyjnych				
Transakcje <i>fx swap</i>	10 336,4	11 779,2	13 729,2	14 005,7
Transakcje <i>repo/SBB</i>	15 249,9	14 454,3	13 781,2	13 758,7
Niezabezpieczone lokaty międzybankowe	4 554,9	3 923,1	3 806,6	3 760,4
Rynek transakcji pochodnych				
Walutowe transakcje <i>forward</i>	1 795,0	1 653,0	1 793,8	2 144,8
Transakcje CIRS	183,5	136,6	173,6	157,9
Opcje walutowe	399,2	331,7	350,1	347,6
Transakcje FRA	4 404,8	3 435,4	2 608,0	1 246,7
Transakcje IRS	2 422,4	2 361,0	2 533,4	2 624,4
Transakcje OIS	520,8	236,5	125,1	75,1
Kontrakty <i>futures</i> na indeks WIG20	850,1	781,5	676,1	778,0
Kasowy rynek walutowy	5 549,3	6 290,8	6 727,1	6 781,0

Uwagi:

- Średnie dzienne obroty netto oznaczają wartość transakcji (obroty liczone pojedynczo). W przypadku obrotów na rynku *fx swap* wartość obrotów wyliczono tylko dla jednej waluty transakcji.
- Wartość obrotów na rynku obligacji i bonów skarbowych uwzględnia transakcje bezwarunkowe i warunkowe (*repo* i *sell-buy-back*), w tym operacje między nierezydentami. Średnia dzienna wartość operacji bezwarunkowych dla obligacji skarbowych wyniosła 11,1 mld zł w 2014 r., 9,3 mld zł w 2015 r., 12,5 mld zł w 2016 r. oraz 13,4 mld zł w 2017 r. W przypadku bonów skarbowych średnia dzienna wartość operacji bezwarunkowych wyniosła niecałe 60 mln zł w 2016 r. oraz prawie 50 mln zł w 2017 r. (w latach 2014–2015 bonów skarbowych nie było w obiegu).
- Wartość transakcji warunkowych (*repo* i *sell-buy-back*) wyliczono według wartości wymiany początkowej. Dla transakcji *fx swap* wartość obrotów netto wyliczono według wartości wymiany początkowej.
- Dla rynków: *fx swap*, walutowego, transakcji *forward*, opcji walutowych oraz instrumentów pochodnych na stopy procentowe zaprezentowano wartość transakcji wymiany z udziałem złotego lub instrumentów nominowanych w złotych. Wyeliminowano wpływ zmian w grupie dealerów rynku pieniężnego.
- W wartości obrotów akcjami uwzględniono wartość transakcji sesyjnych i pakietowych.
- Wartość obrotów kontraktami *futures* na indeks WIG20 wyliczono według kwot rozliczenia, uwzględniając transakcje sesyjne i pakietowe.
- Obroty na rynku walutowym obejmują jedynie transakcje zawierane na rynku krajowym. Nie uwzględniają transakcji zawieranych na rynku *offshore*.
- Obroty na rynkach instrumentów pochodnych na stopy procentowe dotyczą instrumentów na stawki krajowego rynku pieniężnego.

Źródło: opracowano na podstawie danych GPW, MF i NBP.

1.2. Gospodarstwa domowe i przedsiębiorstwa na rynku finansowym w Polsce

System finansowy ułatwia przepływ środków finansowych między podmiotami dysponującymi nadwyżkami a podmiotami zgłaszającymi zapotrzebowanie na środki pieniężne. Obieg tych środków w systemie finansowym odbywa się za pośrednictwem banków lub rynku finansowego, na którym przedsiębiorstwa emitują papiery wartościowe (akcje lub obligacje). Inwestorzy, w tym gospodarstwa domowe, mogą je nabywać bezpośrednio na rynku finansowym lub za pośrednictwem instytucji finansowych (m.in. funduszy inwestycyjnych).

1.2.1. Aktywa finansowe gospodarstw domowych

Sposób oszczędzania gospodarstw domowych zależy zarówno od czynników mikroekonomicznych (np. ich sytuacji finansowej, wielkości i struktury demograficznej), jak i makroekonomicznych (np. sytuacji gospodarczej w kraju). W zależności od siły oddziaływania poszczególnych czynników gospodarstwa domowe decydują o wartości utrzymywanych oszczędności oraz wybierają określone produkty oszczędnościowe i inwestycyjne. Poziom oszczędności krajowych gospodarstw domowych oraz ich forma mają duże znaczenie z punktu widzenia wzrostu gospodarczego oraz rozwoju systemu finansowego.

Wyniki prowadzonych od dziesięciu lat badań pokazują ewolucję postaw Polaków wobec oszczędzania¹⁴. O ile w 2008 roku tylko 7% Polaków oszczędzało regularnie to w roku 2017 już 16%. Wzrósł także odsetek oszczędzających sporadycznie z 34% w 2008 r. do 47% w 2017 r. Niepokojący może być niski odsetek osób – tylko 8%, dla których celem oszczędzania jest emerytura¹⁵.

Sytuacja materialna gospodarstw domowych w 2017 r. wyraźnie poprawiła się. Wzrosła nadwyżka dochodu rozporządzalnego nad wydatkami, co powinno sprzyjać przyrostowi oszczędności¹⁶. Przeciętny miesięczny dochód rozporządzalny na osobę w gospodarstwie domowym wzrósł realnie o 6,3% (do 1598 zł)¹⁷. Utrzymywała się tendencja poprawy nastrojów

¹⁴ Badania od 10 lat prowadzone przez Fundację Kronenberga. W latach 2008-2014 publikowano raporty pt. *Postawy Polaków wobec oszczędzania*, a w latach 2015-2017 raporty pt. *Postawy Polaków wobec finansów*.

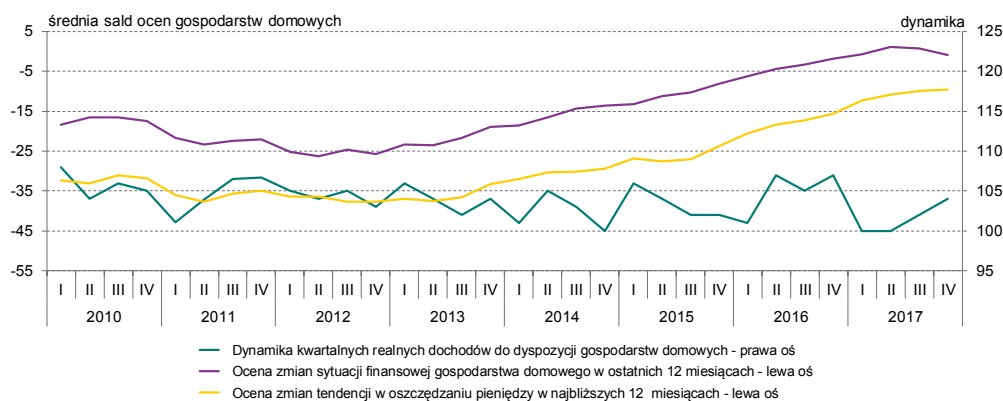
¹⁵ Zob. *Postawy Polaków wobec finansów*, badanie Fundacji Kronenberga przy Citi Handlowy i Fundacji Think!, październik 2017, s. 3-5.

¹⁶ Dochód rozporządzalny gospodarstw domowych to suma bieżących dochodów gospodarstwa domowego z poszczególnych źródeł pomniejszona o zaliczki na podatek dochodowy od osób fizycznych płacone przez płatnika w imieniu podatnika, o podatki od dochodów z własności, podatki płacone przez osoby pracujące na własny rachunek, w tym przedstawicieli wolnych zawodów i osób użytkujących gospodarstwo indywidualne w rolnictwie oraz o składki na ubezpieczenie społeczne i zdrowotne. Dochód rozporządzalny jest przeznaczony na wydatki oraz przyrost oszczędności. Zob. *Metodologia badania budżetów gospodarstw domowych*, Warszawa, 2011, GUS, s.33.

¹⁷ *Sytuacja gospodarstw domowych w 2017 r. w świetle wyników badania budżetów gospodarstw domowych*, Informacja Sygnalna, Warszawa, 23 maja 2018 r., GUS.

konsumenckich, zarówno w odniesieniu do aktualnej sytuacji finansowej, jak i prognozowanych oczekiwań w zakresie oszczędzania (wykres 1.2.1).

Wykres 1.2.1. Badania nastrojów społecznych dotyczące oszczędności oraz dynamika dochodów do dyspozycji w latach 2010-2017



Uwagi: kwartalne wielkości dochodów do dyspozycji zostały zdeflowane kwartalnym wskaźnikiem CPI. Dynamika kwartalna liczona jest w porównaniu z tym samym kwartałem roku poprzedniego. Ujemna średnia sald ocen gospodarstw domowych oznacza przewagę liczebną konsumentów pesymistycznie oceniających zmiany nad konsumentami oceniającymi zmiany optymistycznie.

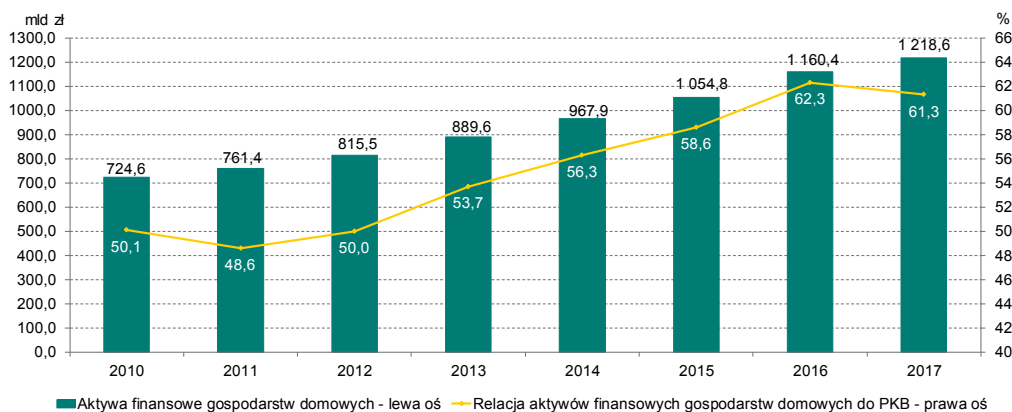
Źródło: opracowano na podstawie danych GUS zawartych w opracowaniu *Niefinansowe rachunki kwartalne wg sektorów instytucjonalnych za okres od I kwartału 2010 r. do I kwartału 2018 r., ceny bieżące*, 06.07.2018, GUS oraz wyników badania GUS i NBP *Koniunktura konsumentcka* (edycje z lat 2010-2017), dostępnych na stronie internetowej www.stat.gov.pl.

W 2017 r. aktywa finansowe gospodarstw domowych, którymi mogą względnie swobodnie dysponować zwiększyły się o 6,7% i na koniec grudnia wyniosły 1218,9 mld zł¹⁸. Stanowiły one równowartość 61,3% PKB, tj. o 1,0 pkt proc. mniej w porównaniu z poprzednim okresem, ze względu na szybszą dynamikę wzrostu PKB (wykres 1.2.2). Do wzrostu tych aktywów najbardziej przyczyniły się zmiany wartości papierów wartościowych (skarbowych i nieskarbowych), tytułów uczestnictwa funduszy inwestycyjnych i posiadanych przez gospodarstwa domowe akcji notowanych na GPW. Depozyty bankowe, aktywa z tytułu ubezpieczeń na życie (w tym UFK) i wartości gotówki w obiegu przyrosły w niższym tempie, a ich udział w aktywach finansowych

¹⁸ W niniejszej analizie uwzględniono następujące aktywa finansowe gospodarstw domowych, którymi mogą względnie swobodnie dysponować: depozyty gromadzone w bankach i SKOK-ach, tytuły uczestnictwa funduszy inwestycyjnych nabyte przez gospodarstwa domowe, aktywa z tytułu ubezpieczeń na życie (w tym jednostki uczestnictwa ubezpieczeniowych funduszy kapitałowych - UFK), skarbowe papiery wartościowe, akcje notowane na rynkach organizowanych przez GPW, gotówkę w obiegu pozostającą poza kasami banków oraz nieskarbowe dłużne papiery wartościowe. Nie uwzględniono m.in. środków na rachunkach w otwartych funduszach emerytalnych, aktywów PFE i DFE czy środków przekazanych przez OFE do ZUS w lutym 2014 r., ze względu na ich inny charakter z punktu widzenia możliwości swobodnego dysponowania przez gospodarstwa domowe.

gospodarstw domowych nieznacznie się zmniejszył. Spadek wartości odnotowano jedynie w przypadku depozytów w SKOK-ach. (tabela 1.2.1).

Wykres 1.2.2. Aktywa finansowe¹ gospodarstw domowych w latach 2010-2017



¹W analizie uwzględniono aktywa finansowe, którymi gospodarstw domowych mogą względnie swobodnie dysponować (zob. przypis 18, s.24).

Uwaga: ze względu na dokonane korekty dane mogą się różnić od danych zaprezentowanych w poprzedniej edycji opracowania. Ze względu na zmiany metodologiczne wyceny aktywów z tytułu ubezpieczeń na życie, wynikające z wprowadzenia przepisów dyrektywy Wyplacalność II, dane za rok 2017 nie są w pełni porównywalne z danymi za lata poprzednie.

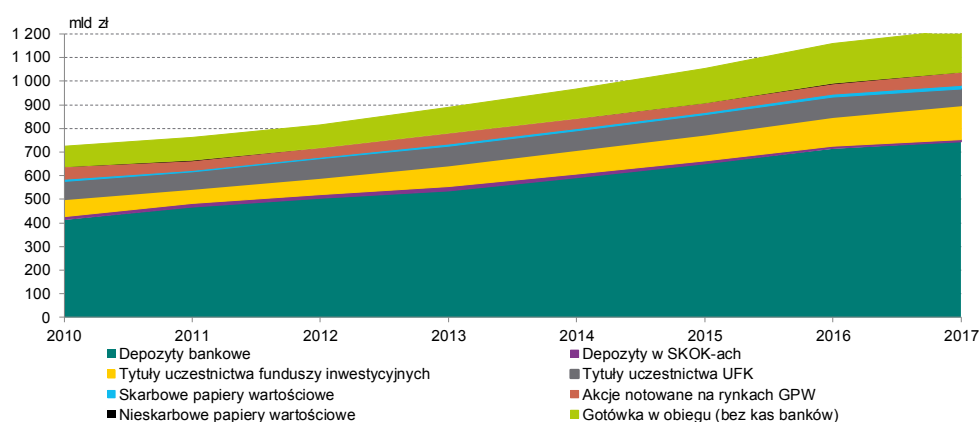
Źródło: opracowano na podstawie danych GUS, UKNF, Analizy Online i NBP.

Gospodarstwa domowe w Polsce preferują najbezpieczniejsze sposoby zarządzania nadwyżkami finansowymi tj. takie, które umożliwiają natychmiastowe dysponowanie środkami lub łatwe ich wycofanie, mniejszą uwagę przywiązując do ich opłacalności¹⁹.

Dane statystyczne na temat aktywów finansowych potwierdzają preferencje gospodarstw domowych wyrażone w badaniach (wykres 1.2.3). Na koniec 2017 r. depozyty w bankach i SKOK-ach stanowiły łącznie 61,8% aktywów finansowych gospodarstw domowych a wraz ze zgromadzoną przez nie gotówką aż 76,6% (tabela 1.2.1).

¹⁹ Zob. *Polak oszczędny 2017*, Kantar TNS dla BGŻ Optima, wrzesień 2017, s. 17-18.

Wykres 1.2.3. Struktura aktywów finansowych¹ gospodarstw domowych w latach 2010-2017, wg stanu na koniec okresów



¹W analizie uwzględniono aktywa finansowe, którymi gospodarstw domowych mogą względnie swobodnie dysponować (zob. przypis 18, s. 24).

Uwagi: Dla lat 2010-2016 kategoria „Tytuły uczestnictwa UFK” jest prezentowana łącznie ze składkami oszczędnościowymi ubezpieczeń na życie. Dla roku 2017 aktywa z tytułu ubezpieczeń na życie (w tym UFK). Ze względu na wycenę tych aktywów w oparciu o przepisy dyrektywy Wyłącalność II dane za rok 2017 nie są w pełni porównywalne z danymi za lata poprzednie.

Źródło: opracowano na podstawie danych UKNF, Analizy Online i NBP.

Wartość tytułów uczestnictwa funduszy inwestycyjnych²⁰ w portfelu gospodarstw domowych wzrosła o 15,7%. Zmiana wartości tej części portfela gospodarstw domowych była przede wszystkim wynikiem napływu nowych środków. Napływ netto środków gospodarstw domowych do funduszy inwestycyjnych w wysokości 13,8 mld zł był o 9,1 mld zł większy niż w 2016 r. Gospodarstwa domowe, szukające alternatywy dla nisko oprocentowanych lokat bankowych, były głównie uczestnikami funduszy inwestycyjnych otwartych, w tym zwłaszcza funduszy papierów dłużnych. Zainteresowaniem cieszyły się także fundusze akcji oraz fundusze mieszane. Największy napływ środków do funduszy inwestycyjnych nastąpił w IV kwartale 2017 r. – 5,4 mld zł w ujęciu netto (wykres 1.2.4.).

²⁰ Bez tytułów kupionych przez zakłady ubezpieczeń w związku z zawarciem przez osoby fizyczne umowy ubezpieczenia na życie z ubezpieczeniowym funduszem kapitałowym.

Tabela 1.2.1. Wartość aktywów finansowych¹ gospodarstw domowych oraz ich struktura w latach 2014–2017, wg stanu na koniec okresów

	2014	2015	2016	2017
Wartość aktywów finansowych gospodarstw domowych (w mld zł)				
Depozyty bankowe	592,4	650,8	713,9	744,0
Depozyty w SKOK-ach	12,7	11,9	10,9	9,8
Tytuły uczestnictwa funduszy inwestycyjnych	103,2	111,8	124,3	143,8
Z tytułu ubezpieczeń na życie (w tym UFK) ²	82,7	82,7	83,5	68,8
Skarbowe papiery wartościowe	9,3	10,7	11,8	15,9
Nieskarbowe papiery wartościowe	1,3	1,8	2,3	3,6
Akcje notowane na rynkach GPW	40,5	39,8	43,6	53,2
Gotówka w obiegu (bez kas banków)	125,8	145,3	170,0	179,8
Ogółem	967,9	1054,8	1160,4	1218,9
Struktura aktywów finansowych gospodarstw domowych (w %)				
Depozyty bankowe	61,2	61,7	61,5	61,0
Depozyty w SKOK-ach	1,3	1,1	0,9	0,8
Tytuły uczestnictwa funduszy inwestycyjnych	10,7	10,6	10,7	11,8
Z tytułu ubezpieczeń na życie (w tym UFK) ²	8,5	7,8	7,2	5,6
Skarbowe papiery wartościowe	1,0	1,0	1,0	1,3
Nieskarbowe papiery wartościowe	0,1	0,2	0,2	0,3
Akcje notowane na rynkach GPW	4,2	3,8	3,8	4,4
Gotówka w obiegu (bez kas banków)	13,0	13,8	14,7	14,8

¹ W analizie uwzględniono aktywa finansowe, którymi gospodarstw domowych mogą względnie swobodnie dysponować (zob. przypis 18, s. 24).

² Dla roku 2017 wartość aktywów z tytułu ubezpieczeń na życie (w tym UFK) została obliczona zgodnie z przepisami dyrektywy Wyplacalność II i obejmuje rezerwy techniczno-ubezpieczeniowe działu I. Dane te nie są porównywalne z wielkościami za lata 2014-2016. Dla roku 2016 pozycja ta w układzie porównywalnym z 2017 r. wynosi 65,8 mld zł a suma aktywów ogółem 1 142,6 mld zł.

Uwaga: ze względu na dokonane korekty dane mogą się różnić od danych zaprezentowanych w poprzedniej edycji opracowania.

Źródło: opracowano na podstawie danych UKNF, Analizy Online i NBP.

Wartość aktywów z tytułu ubezpieczeń na życie (w tym UFK) w portfelu gospodarstw domowych w 2017 r. wzrosła o 3 mld zł, tj. o 4,6%²¹. Było to rezultatem przede wszystkim dobrych wyników inwestycyjnych. Prawie 74% tych aktywów związane było z ubezpieczeniowymi funduszami kapitałowymi (UFK).

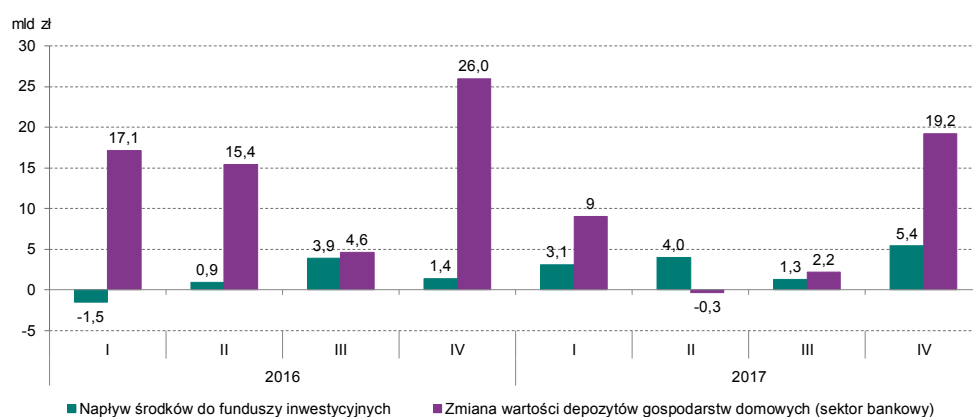
Wartość akcji w portfelu inwestycyjnym Polaków wzrosła w analizowanym okresie o 22,0% (do 53,2 mld zł). Wzrost wartości tych aktywów związany był z dobrą koniunkturą na rynku

²¹ Wielkości obliczone zgodnie z przepisami dyrektywy Wyplacalność II, tj. Dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady 2009/138/WE z dnia 25 listopada 2009 r. w sprawie podejmowania i prowadzenia działalności ubezpieczeniowej i reasekuracyjnej (Dz. Urz. UE L335 z 2009 r., s.1). Dyrektywa wprowadziła zmiany w zasadzie wyceny aktywów i zobowiązań zakładów ubezpieczeń, co istotnie wpłynęło na wartość rezerw techniczno-ubezpieczeniowych, która w nowym systemie znacznie spadła. W konsekwencji obniżyła się wykazywana wartość aktywów gospodarstw domowych z tego tytułu. Zob. *Rozwój systemu finansowego w Polsce w 2016 r.*, Warszawa 2017, NBP, Ramka 4.8.1 Nowe zasady wyplacalności w sektorze ubezpieczeń, s. 211-212.

kapitałowym i wzrostem cen instrumentów udziałowych na rynkach organizowanych przez GPW (w 2017 r. WIG zwiększył się o 23,2%).

Wartość skarbowych papierów wartościowych w portfelu gospodarstw domowych wzrosła o 34,7% w 2017 r. i wyniosła 15,9 mld zł.

Wykres 1.2.4. Saldo napływu środków do funduszy inwestycyjnych od gospodarstw domowych oraz zmiana wartości złotych depozytów bankowych gospodarstw domowych w latach 2016-2017



Uwaga: kategoria „gospodarstwa domowe” obejmuje także instytucje niekomercyjne działające na rzecz gospodarstw domowych.

Źródło: obliczono na podstawie danych NBP.

1.2.2. Zewnętrzne źródła finansowania polskich przedsiębiorstw

Inwestycje przedsiębiorstw w dużym stopniu finansowane były ze środków własnych, co odzwierciedlało dominujący w Polsce model hierarchii finansowania inwestycji²².

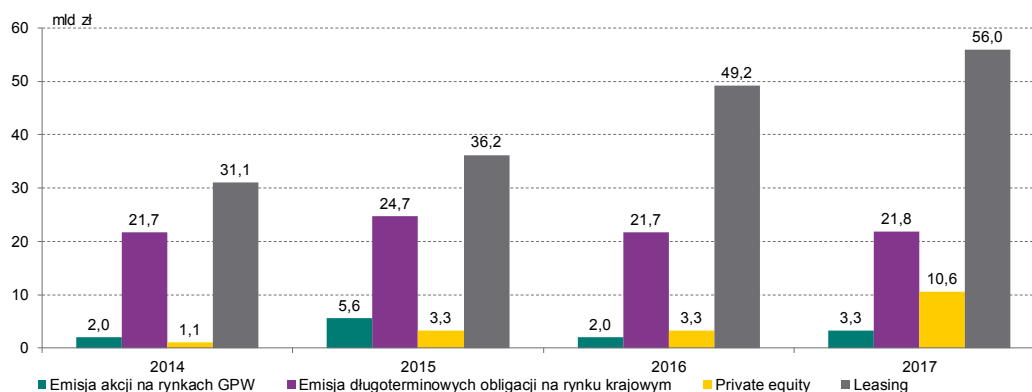
W 2017 r. dynamika akcji kredytowej dla przedsiębiorstw istotnie wzrosła (8% r/r na koniec roku). Przyczyniło się do tego przede wszystkim wyraźnie wyższe tempo wzrostu kredytów o charakterze bieżącym wynikające, w ocenie banków, m.in. z większego zapotrzebowania przedsiębiorstw na finansowanie zapasów i kapitału obrotowego. Wzrostowi wartości kredytów dla przedsiębiorstw towarzyszyło w 2017 r. zaostrzenie warunków kredytowych, co znalazło odzwierciedlenie m.in. we wzroście ich oprocentowania.

²² *Dostępność finansowania przedsiębiorstw niefinansowych w Polsce*, Warszawa 2016, NBP, s.4. Zob. także *Szybki Monitoring NBP. Analiza sytuacji sektora przedsiębiorstw*, op.cit., s. 20. Zgodnie z wynikami tego badania w przypadku ponad połowy spośród 25,5% przedsiębiorstw planujących rozpoczęcie nowych inwestycji, głównym źródłem finansowania będą środki własne, a kredyt bankowy, jak również inne źródła finansowania wykorzystywane są niemal dwukrotnie rzadziej.

W przypadku małych i średnich przedsiębiorstw wsparciem dla akcji kredytowej pozostawały programy portfelowych linii gwarancyjnych Banku Gospodarstwa Krajowego (BGK)²³. Kredyty objęte gwarancjami BGK stanowiły około 14% kredytów udzielonych przedsiębiorstwom w 2017 r.

Leasing był nadal najchętniej wykorzystywanym przez małe przedsiębiorstwa pozabankowym źródłem kapitału obcego (wykres 1.2.5). W 2017 r. obserwowano dalszy wzrost finansowania udzielonego przez spółki leasingowe, zwiększyła się także liczba przedsiębiorstw, które zawarły umowy leasingowe. Podobnie jak w poprzednich latach, za wspomniany przyrost aktywów oddanych w leasing w prawie 70% odpowiadał segment środków transportu drogowego.

Wykres 1.2.5. Wybrane pozabankowe zewnętrzne źródła finansowania polskich przedsiębiorstw w latach 2014-2017



Źródło: opracowano na podstawie danych Fitch Polska, GUS, KDPW, GPW, Invest Europe i NBP.

Na krajowym rynku obligacji długoterminowych wartość nowych emisji obligacji przedsiębiorstw w 2017 r. była podobna jak w roku 2016 i wyniosła 21,8 mld zł. Natomiast zadłużenie przedsiębiorstw niefinansowych z tego tytułu zmniejszyło się o ponad 10 mld zł (tj. prawie o 15%). Kolejny rok zmniejszyła się także liczba podmiotów, które wyemitowały obligacje (spadek ze 124 w 2016 r. do 115 w 2017 r.). Do ograniczenia wielkości tego rynku w 2017 r. przyczyniła się dobra sytuacja ekonomiczna w sektorze przedsiębiorstw niefinansowych oraz wykup obligacji o dużej wartości przez jedną spółkę. Polski rynek obligacji przedsiębiorstw wciąż charakteryzował się relatywnie małą dywersyfikacją branżową emitentów. W 2017 r. udział obligacji wyemitowanych przez spółki energetyczne oraz deweloperskie w wartości obligacji sprzedanych na rynku pierwotnym wyniósł około 50%. Kapitał na tym rynku aktywnie pozyskiwały także spółki zajmujące się obrotem wierzytelnościami. Dominowały emisje o charakterze niepublicznym, a część z nich, podobnie jak w poprzednich latach, była związana z wykorzystywaniem tych instrumentów do transferu środków w ramach grup kapitałowych.

²³ A. Kowalczyk, T. Kaczor, *Efekty programu gwarancji de minimis 2017*, Warszawa, grudzień 2017, BGK.

Wartość nowych emisji akcji przeprowadzonych przez przedsiębiorstwa i wprowadzonych do obrotu na rynkach organizowanych przez GPW (Główny Rynek GPW i NewConnect) wzrosła w porównaniu z poprzednim rokiem i wyniosła w 2017 r. 3,3 mld zł. Do obrotu na rynkach organizowanych przez GPW akcje wprowadziły łącznie 34 krajowe przedsiębiorstwa (Główny Rynek GPW – 15, NewConnect – 19), z czego siedem przeniósł jedynie notowania swoich akcji z ASO na rynek regulowany.

Do finansowania rozwoju polskie przedsiębiorstwa wykorzystywały także środki pochodzące od funduszy *private equity*. W 2017 r. finansowanie od takich podmiotów otrzymało 60 krajowych przedsiębiorstw, a zainwestowana kwota wyniosła 10,6 mld zł. Mimo stosunkowo niewielkich rozmiarów rynku funduszy *private equity* w Polsce środki pochodzące od tych podmiotów są ważnym źródłem kapitałów własnych krajowych spółek. Mogą odegrać ważną rolę w finansowaniu start-upów szczególnie w obszarze nowych technologii.

2. Regulacje systemu finansowego

Rozwój systemu finansowego zależy nie tylko od warunków ekonomicznych, ale także od regulacji dotyczących instytucji i rynków finansowych. W rozdziale oprócz najważniejszych zmian w zakresie regulacji finansowych, które wprowadzono w prawie krajowym w 2017 r., zaprezentowano również zmiany w prawie europejskim. Omawiając przepisy krajowe zaznaczono, które z nich stanowiły wdrożenie prawa Unii Europejskiej do polskiego porządku prawnego. Przedstawiono także prace legislacyjne prowadzone w Unii Europejskiej oraz główne dokumenty wyznaczające kierunki polityki wobec systemu finansowego, zmierzające do stworzenia jednolitego rynku finansowego i zapewnienia stabilności jego funkcjonowania.

2.1. Zmiany w regulacjach krajowych

2.1.1. Regulacje dotyczące nadzoru i usług płatniczych

Zmiany w ustawie o kredycie konsumenckim

Ustawa o kredycie hipotecznym oraz o nadzorze nad pośrednikami kredytu hipotecznego i agentami²⁴ wprowadziła ważne zmiany w ustawie o kredycie konsumenckim²⁵. Określono w niej wymogi dotyczące prowadzenia działalności polegającej na udzielaniu kredytów konsumenckich oraz świadczeniu usług pośrednictwa kredytu konsumenckiego i hipotecznego. Na mocy nowych przepisów KNF prowadzi obowiązkowy rejestr firm pożyczkowych udzielających kredytów konsumenckich oraz rejestr pośredników kredytowych (obejmujący pośredników kredytu hipotecznego, agentów występujących w imieniu i na rzecz wspomnianych podmiotów oraz pośredników kredytu konsumenckiego). Warunkiem rozpoczęcia działalności przez firmę pożyczkową i pośrednika kredytu konsumenckiego jest uzyskanie wpisu, odpowiednio, do rejestru firm pożyczkowych i rejestru pośredników kredytowych. Z kolei usługi pośrednictwa kredytu hipotecznego można świadczyć po uzyskaniu zezwolenia KNF i dokonaniu wpisu do rejestru pośredników kredytowych.

Zmiany w ustawie o nadzorze nad rynkiem finansowym

Zmiany w ustawie o nadzorze nad rynkiem finansowym²⁶ nadały KNF uprawnienia kontrolne nad

²⁴ Ustawa z dnia 23 marca 2017 r. o kredycie hipotecznym oraz o nadzorze nad pośrednikami kredytu hipotecznego i agentami (Dz.U. z 2017 r., poz. 819).

²⁵ Ustawa z dnia 12 maja 2011 r. o kredycie konsumenckim (tekst jednolity Dz.U. z 2016 r., poz. 1528 z późn. zm.).

²⁶ Zmiany w ustawie o nadzorze nad rynkiem finansowym (tekst jednolity Dz.U. z 2017 r., poz. 196 z późn. zm.) zostały wprowadzone ustawą z dnia 15 grudnia 2017 r. o dystrybucji ubezpieczeń (Dz.U. z 2017 r., poz. 2486).

procesem ustalania wskaźników referencyjnych oraz podejmowanie działań interwencyjnych w celu zapewnienia ciągłości ich publikowania. Zmiany te wynikały z dostosowania krajowych przepisów do rozwiązań zawartych w europejskim rozporządzeniu w sprawie indeksów stosowanych jako wskaźniki referencyjne²⁷.

Ustawa o przeciwdziałaniu wykorzystaniu sektora finansowego do wyłudzeń skarbowych

Ustawa o zmianie niektórych ustaw w celu przeciwdziałania wykorzystywaniu sektora finansowego do wyłudzeń skarbowych²⁸ ma na celu walkę z wyłudzeniami skarbowymi co powinno prowadzić do zwiększenia dochodów budżetowych z podatku VAT. W wyniku przyjęcia ustawy powstał system wymiany informacji między bankami i administracją skarbową. System Teleinformatyczny Izby Rozliczeniowej (STIR) umożliwi Krajowej Administracji Skarbowej (KAS) dokonywanie analiz finansowych dotyczących rachunków przedsiębiorców, pozwalających na identyfikację przepływów charakterystycznych dla wyłudzeń skarbowych. Zastosowanie algorytmów sztucznej inteligencji do analizy danych z banków pozwala identyfikować transakcje i rachunki zakładane przez podmioty powoływane w celu popełnienia przestępstwa skarbowego. Szef KAS nabył prawo zablokowania na 72 godziny rachunku podmiotu, który na podstawie analizy ryzyka został zakwalifikowany jako ten, który może wykorzystywać działalność banku lub SKOK do celów mających związek z wyłudzeniami skarbowymi. W przypadku podejrzenia, iż wyłudzenie może przekraczać równowartość 10 tys. euro Szef KAS może przedłużyć blokadę do 3 miesięcy.

Przepisy wykonawcze dotyczące usług i systemów płatniczych

W 2017 r. wydano kilka aktów wykonawczych do ustawy o usługach płatniczych²⁹. Dotyczyły one przeprowadzania przez Prezesa NBP oceny zasad funkcjonowania schematu płatniczego, sposobu nadawania unikatowych identyfikatorów rachunkom płatniczym prowadzonym przez dostawców usług płatniczych oraz sposobu nadawania numerów rozliczeniowych dostawcom prowadzącym rachunki płatnicze i uczestniczącym w systemach płatności, a także określenia wykazu usług reprezentatywnych powiązanych z rachunkiem płatniczym, najczęściej wykorzystywanych na krajowym rynku finansowym.

²⁷ Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2016/1011 z dnia 8 czerwca 2016 r. w sprawie indeksów stosowanych jako wskaźniki referencyjne w instrumentach finansowych i umowach finansowych lub do pomiaru wyników funduszy inwestycyjnych i zmieniające dyrektywy 2008/48/WE i 2014/17/UE oraz rozporządzenie (UE) nr 596/2014 (Dz. Urz. UE. L171 z 2016 r., s. 1).

²⁸ Ustawa z dnia 24 listopada 2017 r. o zmianie niektórych ustaw w celu przeciwdziałania wykorzystywaniu sektora finansowego do wyłudzeń skarbowych (Dz.U. z 2017 r. poz. 2491). Przepisy weszły w życie w 29 kwietnia 2018 r.

²⁹ Ustawa z dnia 19 sierpnia 2011 r. o usługach płatniczych (tekst jednolity Dz.U. z 2017 r., poz. 2003 z późn. zm.).

W analizowanym okresie weszło w życie także rozporządzenie³⁰ do ustawy o ostateczności rozrachunku w systemach płatności i systemach rozrachunku papierów wartościowych oraz zasadach nadzoru nad tymi systemami³¹. Dotyczyło ono m.in. dokonywanej przez Prezesa NBP oceny zasad funkcjonowania systemów płatności oraz obowiązków sprawozdawczych podmiotów prowadzących te systemy wobec NBP.

2.1.2. Regulacje dotyczące sektora bankowego

*Ustawa o kredycie hipotecznym oraz o nadzorze nad pośrednikami kredytu hipotecznego i agentami*³²

Ustawa o kredycie hipotecznym stanowi implementację dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/17/UE³³ i określa m.in. zasady i tryb zawierania umów o kredyt hipoteczny, obowiązki kredytodawcy i pośrednika kredytowego w zakresie informacji udzielanych przed zawarciem umowy o kredyt hipoteczny oraz obowiązki konsumenta, kredytodawcy i pośrednika kredytu hipotecznego w związku z zawartą umową. Katalog podmiotów uprawnionych do udzielania kredytów hipotecznych został ograniczony do banków i spółdzielczych kas oszczędnościowo-kredytowych. Kredytodawcy i pośrednicy kredytowi będą musieli przestrzegać określonych obowiązków w zakresie reklamy, a oferty kredytów będą przedstawiane w formie wystandaryzowanego formularza.

Nowe przepisy ograniczają możliwość zaciągania kredytów w walutach obcych. Kredyty hipoteczne będą mogły być udzielane wyłącznie w walucie lub indeksowane do waluty, w której konsument uzyskuje większość swoich dochodów lub posiada większość środków finansowych lub innych aktywów. Dodatkowo w przypadku gdy zmieni się waluta dochodów konsumenta ustawa gwarantuje mu możliwość zmiany waluty kredytu w celu wyeliminowania ryzyka kursowego.

Ustawa zawiera definicję stałej stopy procentowej. Stałe oprocentowanie może być określone wyłącznie w umowie o kredyt hipoteczny i stosowane w całym okresie obowiązywania umowy lub w jej poszczególnych okresach cząstkowych. Jeżeli strony umowy nie uzgodniły stałego oprocentowania, przyjmuje się, że kredyt oprocentowany jest według zmiennej stopy procentowej określonej na podstawie wartości wskaźnika referencyjnego oraz wysokości marży ustalonej w umowie.

³⁰ Rozporządzenie Ministra Rozwoju i Finansów z dnia 17 maja 2017 r. w sprawie funkcjonowania systemu płatności (Dz.U. z 2017 r., poz. 1060). Przepisy weszły w życie 15 czerwca 2017 r.

³¹ Ustawa z dnia 24 sierpnia 2001 r. o ostateczności rozrachunku w systemach płatności i systemach rozrachunku papierów wartościowych oraz zasadach nadzoru nad tymi systemami (tekst jednolity Dz.U. z 2016 r., poz. 1224 z późn. zm.).

³² Ustawa z dnia 23 marca 2017 r. o kredycie hipotecznym oraz o nadzorze nad pośrednikami kredytu hipotecznego i agentami (Dz.U. z 2017 r., poz. 819). Ustawa weszła w życie 22 lipca 2017 r.

³³ Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/17/UE z dnia 4 lutego 2014 r. w sprawie konsumenckich umów o kredyt związanych z nieruchomością mieszkalną i zmieniająca dyrektywy 2008/48/WE i 2013/36/UE oraz rozporządzenie (UE) nr 1093/2010 (Dz. Urz. UE L60 z 2014 r., s. 35).

Ustawa wprowadziła także nowe zasady prowadzenia restrukturyzacji kredytów. W przypadku niepowodzenia prób restrukturyzacji, kredytodawca – przed podjęciem czynności zmierzających do odzyskania należności – powinien umożliwić konsumentowi sprzedaż kredytowanej nieruchomości w okresie nie krótszym niż 6 miesięcy. W przypadku gdy kwota uzyskana ze sprzedaży kredytowanej nieruchomości będzie mniejsza niż wysokość zadłużenia, kredytodawca obowiązany jest wyrazić zgodę na wykreślenie hipoteki z księgi wieczystej kredytowanej nieruchomości, przy czym w odniesieniu do pozostałej części zadłużenia może żądać ustanowienia innego zabezpieczenia wierzytelności.

Ustawa reguluje również zasady wcześniejszej spłaty kredytu hipotecznego przez konsumenta. Spłata całości lub części kredytu będzie możliwa w każdym momencie, przy czym w określonych przypadkach kredytodawca będzie mógł zastrzec rekompensatę nie wyższą niż jego koszty bezpośrednio związane z przedterminową spłatą. W przypadku kredytu oprocentowanego zmienną stopą procentową kredytodawca może pobierać rekompensatę wyłącznie, gdy spłata całości lub części kredytu hipotecznego nastąpiła w okresie 36 miesięcy od dnia zawarcia umowy. W przypadku kredytu, w którym stała stopa procentowa obowiązuje w danym okresie, kredytodawca może pobierać rekompensatę w całym tym okresie.

W celu ułatwienia konsumentom odróżnienia legalnych uczestników rynku od podmiotów niespełniających wymogów ustawowych ustanowiono rejestr pośredników kredytowych prowadzony przez KNF, a także zmieniono ustawę o kredycie konsumenckim wprowadzając obowiązek rejestracyjny dla instytucji pożyczkowych³⁴.

*Rozporządzenie w sprawie wyższej wagi ryzyka dla ekspozycji zabezpieczonych hipotekami na nieruchomościach*³⁵

Rozporządzenie stanowi wykorzystanie wskazanego w art. 124 rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 575/2013³⁶ uprawnienia do określenia wag ryzyka ekspozycji kredytowych zabezpieczonych hipotekami na nieruchomościach na poziomie wyższym niż poziom bazowy. Podwyższenie wagi ryzyka odnosi się do ekspozycji objętych metodą standardową wyznaczania wymogu kapitałowego na ryzyko kredytowe. Przepisy rozporządzenia nałożyły na banki obowiązek przypisywania ekspozycjom zabezpieczonym hipoteką na:

³⁴ Szerzej na s. 31.

³⁵ Rozporządzenie Ministra Rozwoju i Finansów z dnia 25 maja 2017 r. w sprawie wyższej wagi ryzyka dla ekspozycji zabezpieczonych hipotekami na nieruchomościach (Dz.U. z 2017 r., poz. 1068). Rozporządzenie weszło w życie 1 grudnia 2017 r.

³⁶ Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 575/2013 z dnia 26 czerwca 2013 r. w sprawie wymogów ostrożnościowych dla instytucji kredytowych i firm inwestycyjnych, zmieniające rozporządzenie (UE) nr 648/2012 (Dz. Urz. UE L176 z 2013 r., s. 1).

- nieruchomości mieszkalnej, w przypadku której wysokość raty kapitałowej lub odsetkowej uzależniona jest od zmian kursu waluty lub walut innych niż waluty przychodów osiągniętych przez dłużnika - wagi ryzyka równej 150%,
- lokalach biurowych lub innych nieruchomościach komercyjnych, usytuowanych na terenie Rzeczypospolitej Polskiej - wagi ryzyka równej 100%.

Rozporządzenie realizuje jedną z rekomendacji częściowych Komitetu Stabilności Finansowej, dotyczących restrukturyzacji portfela kredytów mieszkaniowych w walutach obcych³⁷.

*Ustawa o zmianie ustawy o obrocie instrumentami finansowymi oraz niektórych innych ustaw*³⁸

Ustawa wprowadziła zmianę w ustawie z dnia 10 czerwca 2016 r. o Bankowym Funduszu Gwarancyjnym, systemie gwarantowania depozytów oraz przymusowej restrukturyzacji³⁹ w związku z koniecznością transpozycji art. 4 ust. 5 oraz art. 16 ust. 7 dyrektywy DGS⁴⁰. Zgodnie z nowelizacją, w przypadku gdy podmiot objęty obowiązkowym systemem gwarantowania depozytów, pomimo zastosowania wobec niego przez Komisję Nadzoru Finansowego stosownych środków nadzorczych, nie realizuje określonych w ustawie obowiązków wynikających z uczestnictwa w tym systemie, Bankowy Fundusz Gwarancyjny może podjąć decyzję o wykluczeniu tego podmiotu z uczestnictwa w ww. systemie. Ponadto dodano podstawę prawną dla współpracy Funduszu z innymi podmiotami działającymi na rzecz stabilności krajowego systemu finansowego, podmiotami prowadzącymi systemy gwarantowania depozytów, właściwymi organami przymusowej restrukturyzacji, a także Europejskim Urzędem Nadzoru Bankowego.

Nowelizacja wprowadziła również zmiany w kwestii informowania o nakładanych przez BFG lub KNF karach pieniężnych w przypadku niewykonania przez podmioty obowiązane niektórych obowiązków dotyczących planowania i przeprowadzenia przymusowej restrukturyzacji. W przypadku wydania decyzji o nałożeniu kary pieniężnej, organ wydający decyzję będzie obowiązany do niezwłocznego zawiadomienia o tym fakcie Europejskiego Urzędu Nadzoru Bankowego oraz publikacji informacji o nałożonej karze na swojej stronie internetowej. W uzasadnionych przypadkach, ustawa przyznała możliwość publikacji ww. informacji w formie zanonimizowanej.

³⁷ Uchwała Nr 14/2017 Komitetu Stabilności Finansowej z dnia 13 stycznia 2017 r. w sprawie rekomendacji dotyczącej restrukturyzacji portfela kredytów mieszkaniowych w walutach obcych.

³⁸ Ustawa z dnia 9 marca 2017 r. o zmianie ustawy o obrocie instrumentami finansowymi oraz niektórych innych ustaw (Dz.U. z 2017 r., poz. 791). Ustawa weszła w życie 29 kwietnia 2017 r.

³⁹ Ustawa z 10 czerwca 2016 r. o Bankowym Funduszu Gwarancyjnym, systemie gwarancji depozytów oraz przymusowej restrukturyzacji (tekst jednolity Dz.U. z 2017 r., poz. 1937, z późn. zm.).

⁴⁰ Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/49/UE z dnia 16 kwietnia 2014 r. w sprawie systemów gwarancji depozytów (Dz. Urz. UE L173 z 2014 r., s.10 i 20). Szerzej: *Rozwój systemu finansowego w Polsce w 2014 r.*, Warszawa 2015, NBP, s.58.

2.1.3. Regulacje dotyczące spółdzielczych kas oszczędnościowo-kredytowych

*Ustawa o zmianie ustawy o spółdzielczych kasach oszczędnościowo-kredytowych oraz niektórych innych ustaw*⁴¹

Podstawowym celem nowelizacji ustawy o spółdzielczych kasach oszczędnościowo-kredytowych była realizacja wyroku Trybunału Konstytucyjnego z dnia 31 lipca 2015 r.⁴², w którym wskazano, że nadzór KNF nad Krajową Spółdzielczą Kasą Oszczędnościowo-Kredytową i kasami powinien być adekwatny do stopnia skomplikowania prowadzonej przez kasy działalności oraz skali podejmowanego przez nie ryzyka. Powyższa zasada dotyczyć ma także czynności nadzorczych. W tym celu, wprowadzono definicję tzw. małej kasy, czyli kasy, której suma aktywów na koniec roku obrotowego nie przekraczała 20 mln zł oraz średnioroczna liczba członków kasy w ostatnim roku obrotowym nie przekraczała 10 tys. osób. Do małych kas środki nadzorcze stosowane przez KNF zostaną ograniczone w stopniu, który z jednej strony umożliwi nadzorowanie kas jako podmiotów zaufania publicznego, z drugiej zaś nie będzie powodował nadmiernej uciążliwości stosowanych przez Komisję środków. Kasom innym niż małe kasy oraz Krajowej Spółdzielczej Kasie Oszczędnościowo-Kredytowej ustawa przyznała również uprawnienie do wydawania pieniądza elektronicznego na rzecz swoich członków za zasadach określonych w ustawie o usługach płatniczych⁴³.

Rozporządzenie Ministra Rozwoju i Finansów w sprawie sprawozdań spółdzielczych kas oszczędnościowo-kredytowych oraz Krajowej Spółdzielczej Kasy Oszczędnościowo-Kredytowej

Rozporządzenie, wprowadzając nowe zestawy formularzy sprawozdawczych dla SKOK, dostosowuje zakres i formę przekazywanych przez kasy danych do obowiązujących od stycznia 2015 r. zasad rachunkowości oraz nowelizacji ustawy o SKOK w związku z realizacją wyroku Trybunału Konstytucyjnego⁴⁴.

⁴¹ Ustawa z dnia 26 stycznia 2017 r. o zmianie ustawy o spółdzielczych kasach oszczędnościowo-kredytowych oraz niektórych innych ustaw (Dz.U. z 2017 r., poz. 245). Ustawa weszła w życie 14 lutego 2017 r.

⁴² Wyrok Trybunału Konstytucyjnego z dnia 31 lipca 2015 r., sygn. akt K 41/12 (Dz.U. z 2015 r., poz. 1158). W wyroku Trybunał Konstytucyjny orzekł, że art. 60 ustawy z dnia 5 listopada 2009 r. o spółdzielczych kasach oszczędnościowo-kredytowych (Dz.U. z 2013 r., poz. 1450) w zakresie, w jakim nie ogranicza środków nadzoru Komisji Nadzoru Finansowego nad działalnością małych kas, jest niezgodny z art. 22 w związku z art. 31 ust. 3 i art. 58 ust. 1 Konstytucji Rzeczypospolitej Polskiej. Kwestionowany przepis, w zakresie wskazanym w sentencji orzeczenia, utracił moc obowiązującą w dniu 14 lutego 2017 r.

⁴³ Ustawa z dnia 19 sierpnia 2011 r. o usługach płatniczych (tekst jednolity Dz.U. z 2017 r., poz. 2003 z późn. zm).

⁴⁴ Rozporządzenie Ministra Rozwoju i Finansów z dnia 28 czerwca 2017 r. w sprawie sprawozdań spółdzielczych kas oszczędnościowo-kredytowych oraz Krajowej Spółdzielczej Kasy Oszczędnościowo-Kredytowej (Dz.U. z 2017 r., poz. 1455). Rozporządzenie weszło w życie 11 sierpnia 2017 r. Przepisy rozporządzenia mają zastosowanie po raz pierwszy do danych sprawozdawczych przekazywanych przez kasy i Kasę Krajową: (1) za styczeń 2018 r. – w przypadku danych sprawozdawczych przekazywanych miesięcznie oraz (2) za I kwartał 2018 r. – w przypadku danych sprawozdawczych przekazywanych kwartalnie.

2.1.4. Regulacje dotyczące pozostałych instytucji finansowych

Ustawa o dystrybucji ubezpieczeń

Wprowadzenie nowych regulacji⁴⁵ wynikało z konieczności implementowania do krajowego porządku prawnego przepisów dyrektywy IDD⁴⁶ i dyrektywy MiFID II⁴⁷. W ustawie zachowano podmiotowy podział pośredników ubezpieczeniowych na brokerów oraz agentów ubezpieczeniowych i utrzymano zakaz łączenia obu funkcji. Zakłady ubezpieczeń zostały zobowiązane do przygotowania dokumentu zawierającego informacje o produkcie ubezpieczeniowym. Ponadto określono dodatkowe wymogi dotyczące ubezpieczeniowych produktów inwestycyjnych. Klienci przed zawarciem takiej umowy powinni otrzymać informacje o kosztach akwizycji w relacji do sumy składek ubezpieczeniowych w rekomendowanym czasie trwania umowy.

Rozporządzenie w sprawie maksymalnego limitu ekspozycji AFI⁴⁸

W rozporządzeniu określono limity ekspozycji dla niektórych alternatywnych funduszy inwestycyjnych⁴⁹. Ich wprowadzenie miało na celu ochronę interesu uczestników tych instytucji. Ekspozycja specjalistycznych funduszy inwestycyjnych otwartych stosujących zasady i ograniczenia inwestycyjne określone dla funduszy inwestycyjnych otwartych nie może przekraczać 200% wartości aktywów netto. W przypadku funduszy inwestycyjnych zamkniętych oraz specjalistycznych funduszy inwestycyjnych otwartych stosujących zasady i ograniczenia inwestycyjne określone dla funduszy inwestycyjnych zamkniętych maksymalna ekspozycja

⁴⁵ Ustawa z dnia 15 grudnia 2017 r. o dystrybucji ubezpieczeń (Dz.U. z 2017 r., poz. 2486). Przepisy tej ustawy miały obowiązywać od 23 lutego 2018 r., jednak w związku z wnioskiem Komisji Europejskiej o odroczenie terminu rozpoczęcia stosowania dyrektywy IDD, ustawa wejdzie w życie 1 października 2018 r. (Wniosek. Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady zmieniająca dyrektywę (UE) 2016/97 w odniesieniu do daty rozpoczęcia stosowania przez państwa członkowskie środków transpozycji, KOM(2017) 792 wersja ostateczna, Bruksela 20 grudnia 2017 r., Komisja Europejska). Na podstawie ww wniosku przyjęto dyrektywę, w ramach której kraje członkowskie zostały zobowiązane transponować przepisy dyrektywy do 1 lipca 2018 r. i rozpocząć ich stosowanie najpóźniej od 1 października 2018 r. (Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2018/411 z dnia 11 marca 2018 r. zmieniająca dyrektywę (UE) 2016/97 w odniesieniu do daty rozpoczęcia stosowania przez państwa członkowskie środków transpozycji (Dz. Urz. UE L76 z 2018 r., s. 28)). Wydłużenie terminu wynikało m.in. z potrzeby zapewnienia odpowiedniego okresu dostosowawczego dla podmiotów prowadzących dystrybucję ubezpieczeń.

⁴⁶ Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2016/97 z dnia 20 stycznia 2016 r. w sprawie dystrybucji ubezpieczeń (IDD) (Dz. Urz. UE L26 z 2016 r., s. 19).

⁴⁷ Ustawa implementuje dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE z dnia 15 maja 2014 r. w sprawie rynków instrumentów finansowych oraz zmieniającą dyrektywę 2002/92/WE i dyrektywę 2011/61/UE (Dz. Urz. UE L173 z 2014 r., s. 349) w zakresie art. 91.

⁴⁸ Rozporządzenie Ministra Rozwoju i Finansów z dnia 30 lipca 2017 r. w sprawie maksymalnego limitu ekspozycji AFI (Dz.U. z 2017 r., poz. 1443).

⁴⁹ Rozporządzenie nie odnosi się do alternatywnych funduszy inwestycyjnych działających w formie alternatywnych spółek inwestycyjnych.

wynosi natomiast 400%, a po spełnieniu dodatkowych warunków – 800% wartości aktywów netto.

2.1.5. Regulacje dotyczące rynków finansowych i infrastruktury

Zmiany w przepisach dotyczących obrotu instrumentami finansowymi

W 2017 r. dokonano trzech nowelizacji ustawy o obrocie instrumentami finansowymi⁵⁰. Celem pierwszej nowelizacji z lutego 2017 r.⁵¹ było dostosowanie przepisów krajowych do rozwiązań przewidzianych w kilku aktach prawa UE: rozporządzeniu MAR⁵², dyrektywie MAD⁵³ oraz rozporządzeniu CSDR⁵⁴. Mając na uwadze postanowienia regulacji MAD i MAR, zwiększono uprawnienia KNF w zakresie przeprowadzania postępowań dotyczących nadużyć na rynku kapitałowym, określono maksymalne kwoty kar pieniężnych za wspomniane nadużycia oraz podwyższono karę pozbawienia wolności z 3 do 4 lat za ujawnianie informacji poufnej. W związku z wprowadzeniem w rozporządzeniu MAR norm prawnych dotyczących m.in. manipulacji na rynku oraz wymogów odnoszących się do przekazywania informacji poufnych do wiadomości publicznej, w prawie krajowym uchylono przepisy regulujące te zagadnienia. Ponadto przyjęte w omawianej ustawie rozwiązania umożliwiły KNF, zgodnie z przepisami rozporządzenia CSDR, nakładanie na centralny depozyt papierów wartościowych (tj. podmiot krajowy, który uzyskał autoryzację na podstawie tego rozporządzenia) sankcji administracyjnych za nieprzestrzeganie wymogów tej europejskiej regulacji. Zgodnie z nowymi przepisami KNF otrzymała uprawnienia do odwoływania i zawieszania członków zarządu centralnego depozytu papierów wartościowych oraz nakładania na te osoby kar pieniężnych.

Nowelizacja ustawy o obrocie instrumentami finansowymi z marca 2017 r.⁵⁵ zmieniła organ wydający zezwolenie na prowadzenie rynku regulowanego z Ministra Finansów na KNF oraz zlikwidowała podział tego rynku na giełdowy i pozagiełdowy. W celu uregulowania zasad ewidencji instrumentów pochodnych dopuszczonych do obrotu zorganizowanego (w związku ze

⁵⁰ Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (tekst jednolity Dz.U. z 2017 r., poz. 1768 z późn. zm.).

⁵¹ Ustawa z dnia 10 lutego 2017 r. o zmianie ustawy o obrocie instrumentami finansowymi oraz niektórych innych ustaw (Dz.U. z 2017 r., poz. 724). Przepisy weszły w życie 6 maja 2017 r.

⁵² Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 z dnia 16 kwietnia 2014 r. w sprawie nadużyć na rynku (rozporządzenie w sprawie nadużyć) oraz uchylające dyrektywę 2003/6/WE Parlamentu Europejskiego i Rady i dyrektywy Komisji 2003/124/WE, 2003/125/WE i 2004/72/WE (Dz. Urz. UE L173 z 2014 r., s. 1).

⁵³ Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady nr 2014/57/UE z dnia 16 kwietnia 2014 r. w sprawie sankcji karnych za nadużycia na rynku (dyrektywa w sprawie nadużyć na rynku) (Dz. Urz. UE L173 z 2014 r., s. 179).

⁵⁴ Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 909/2014 z dnia 23 lipca 2014 r. w sprawie usprawnienia rozrachunku papierów wartościowych w Unii Europejskiej i w sprawie centralnych depozytów papierów wartościowych, zmieniające dyrektywy 98/26/WE i 2014/65/UE oraz rozporządzenie (UE) nr 236/2012 (Dz. Urz. UE L257 z 2014 r., s. 1 z późn. zm.).

⁵⁵ Ustawa z dnia 9 marca 2017 r. o zmianie ustawy o obrocie instrumentami finansowymi oraz niektórych innych ustaw (Dz.U. z 2017 r., poz. 791). Przepisy weszły w życie 29 kwietnia 2017 r.

zniesieniem w 2015 r.⁵⁶ wymogu rejestrowania w KDPW wspomnianych instrumentów) do krajowego porządku prawnego wprowadzono konstrukcję prowadzonego przez podmioty maklerskie rachunku derywatów.

Z kolei wprowadzone ustawą o dystrybucji ubezpieczeń⁵⁷ zmiany w przepisach regulujących funkcjonowanie krajowego rynku instrumentów finansowych miały na celu częściowe dostosowanie polskiego prawa do rozwiązań przewidzianych w dyrektywie MiFID II⁵⁸ i rozporządzeniu MiFIR⁵⁹. W zmienionej ustawie o obrocie instrumentami finansowymi uregulowano warunki prowadzenia działalności instytucji pośredniczących w raportowaniu transakcji instrumentami finansowymi notowanymi na rynkach zorganizowanych (tzw. zatwierdzonych mechanizmów sprawozdawczych, ARM). Nowe przepisy wprowadziły m.in. wymóg uzyskania zezwolenia KNF na prowadzenie tej działalności. Dodatkowo na mocy przepisów przejściowych umożliwiono KDPW (tj. podmiotowi prowadzącemu w Polsce repozytorium transakcji zarejestrowane zgodnie z rozporządzeniem EMIR⁶⁰) czasowe⁶¹ wykonywanie wspomnianej działalności bez konieczności uzyskania zezwolenia.

Przepisy wykonawcze do ustawy o obrocie instrumentami finansowymi

W 2017 r. przyjęto trzy akty wykonawcze do ustawy o obrocie instrumentami finansowymi. Dotyczyły one:

- zakresu przekazywanych do NBP przez podmioty prowadzące centralny depozyt papierów wartościowych oraz systemy rozliczeń i rozrachunku papierów wartościowych danych statystycznych i informacji o incydentach związanych z funkcjonowaniem tych systemów⁶²,

⁵⁶ Ustawa z dnia 5 grudnia 2014 r. o zmianie ustawy o obrocie instrumentami finansowymi oraz niektórych innych ustaw (Dz.U. z 2015 r., poz. 73).

⁵⁷ Ustawa z dnia 15 grudnia 2017 r. o dystrybucji ubezpieczeń (Dz.U. z 2017 r., poz. 2486). Szerzej na s. 37.

⁵⁸ Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady nr 2014/65/UE z dnia 15 maja 2014 r. w sprawie rynków instrumentów finansowych oraz zmieniająca dyrektywę 2002/92/WE i dyrektywę 2011/61/UE (Dz. Urz. UE L173 z 2014 r., s. 349 z późn. zm.).

⁵⁹ Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 600/2014 z dnia 15 maja 2014 r. w sprawie rynków instrumentów finansowych oraz zmieniające rozporządzenie (UE) nr 648/2012 (Dz. Urz. UE L173 z 2014 r., s. 84 z późn. zm.).

⁶⁰ Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 648/2012 z dnia 4 lipca 2012 r. w sprawie instrumentów pochodnych będących przedmiotem obrotu poza rynkiem regulowanym, kontrahentów centralnych i repozytoriów transakcji (Dz. Urz. UE L201 z 2012 r., s. 1 z późn. zm.).

⁶¹ Zgodnie z przyjętymi rozwiązaniami KDPW zobowiązany jest do 30 kwietnia 2018 r. złożyć w KNF wniosek o udzielenie odpowiedniego zezwolenia, aby po jego otrzymaniu móc dalej funkcjonować jako ARM.

⁶² Rozporządzenie Ministra Rozwoju i Finansów z dnia 8 maja 2017 r. w sprawie danych i informacji przekazywanych przez podmioty prowadzące depozyt papierów wartościowych, system rejestracji instrumentów finansowych niebędących papierami wartościowymi oraz system rozrachunku (Dz.U. z 2017 r., poz. 948). Przepisy weszły w życie 31 maja 2017 r.

- warunków technicznych i organizacyjnych wymaganych do prowadzenia działalności przez firmę inwestycyjną oraz bank krajowy wykonujący pewne czynności maklerskie, które nie wymagają uzyskania odrębnego zezwolenia⁶³,
- warunków szacowania przez dom maklerski kapitału wewnętrznego oraz dokonywania przeglądów procesu szacowania i utrzymywania tego kapitału, warunków funkcjonowania systemu zarządzania ryzykiem w domu maklerskim, kryteriów technicznych opracowania programu oceny nadzorczej, badania i oceny nadzorczej oraz zakresu polityki wynagrodzeń i sposobów jej ustalania⁶⁴.

*Nowelizacja ustawy o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych*⁶⁵

Omawiana nowelizacja uchyliła przepisy nakazujące ogłaszanie wezwań do zapisywania się na sprzedaż lub zamianę akcji spółki publicznej w przypadku zwiększenia udziału w akcjonariacie tej spółki o więcej niż:

- 10% ogólnej liczby głosów w okresie krótszym niż 60 dni przez podmiot, którego udział w ogólnej liczbie głosów w tej spółce wynosi mniej niż 33%,
- 5% ogólnej liczby głosów w okresie krótszym niż 12 miesięcy przez akcjonariusza, którego udział w ogólnej liczbie głosów w tej spółce wynosi co najmniej 33%.

Rozporządzenie⁶⁶ do wspomnianej ustawy z września 2017 r. uchyliło przepisy odnoszące się do tych wezwań.

2.2. Regulacje Unii Europejskiej dotyczące systemu finansowego

W Unii Europejskiej w 2017 r. kontynuowano zmiany regulacji sektora finansowego, których celem było zwiększanie bezpieczeństwa i przejrzystości rynków finansowych, ochrona konsumentów usług finansowych, poprawa jakości nadzoru nad sektorem finansowym oraz stworzenie odpowiednich instytucji nadzorczych i mechanizmów zarządzania kryzysowego. W podrozdziale

⁶³ Rozporządzenie Ministra Rozwoju i Finansów z dnia 25 kwietnia 2017 r. w sprawie szczegółowych warunków technicznych i organizacyjnych dla firm inwestycyjnych, banków, o których mowa w art. 70 ust. 2 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi, i banków powierniczych (Dz.U. z 2017 r., poz. 855). Przepisy weszły w życie 27 kwietnia 2017 r.

⁶⁴ Rozporządzenie z dnia 25 kwietnia 2017 r. w sprawie kapitału wewnętrznego, systemu zarządzania ryzykiem, programu oceny nadzorczej oraz badania i oceny nadzorczej, a także polityki wynagrodzeń w domu maklerskim (Dz.U. z 2017 r., poz. 856). Przepisy weszły w życie 28 kwietnia 2017 r.

⁶⁵ Ustawa z dnia 26 stycznia 2017 r. o zmianie ustawy o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (Dz.U. z 2017 r., poz. 452). Przepisy weszły w życie 17 marca 2017 r.

⁶⁶ Rozporządzenie Ministra Rozwoju i Finansów z dnia 14 września 2017 r. w sprawie wzorów wezwań do zapisywania się na sprzedaż lub zamianę akcji spółki publicznej, szczegółowego sposobu ich ogłaszania oraz warunków nabywania akcji w wyniku tych wezwań (Dz.U. z 2017 r., poz.1748). Przepisy weszły w życie 16 września 2017 r.

omówiono uchwalone w 2017 r. akty prawne UE dotyczące funkcjonowania systemu finansowego: rozporządzenia, które obowiązują bezpośrednio w państwach członkowskich UE, oraz dyrektywy wiążące te państwa tylko w zakresie wyznaczonego celu i wymagające dostosowania prawa krajowego. W 2017 r. prowadzono również inne prace zmierzające do pogłębienia integracji europejskiego rynku usług finansowych, przygotowując koncepcje i projekty regulacji. W ramach omówiono wybrane projekty aktów prawnych, nad którymi prowadzono prace w Radzie i Parlamencie Europejskim w 2017 r. oraz skomentowano istotne dokumenty, które nie mają charakteru wiążącego, ale stanowią zapowiedź przyszłych działań regulacyjnych Unii Europejskiej.

2.2.1. Regulacje dotyczące instytucji kredytowych i firm inwestycyjnych

Nowelizacja Dyrektywy BRR w odniesieniu do stopnia uprzywilejowania niezabezpieczonych instrumentów dłużnych w hierarchii roszczeń w postępowaniu upadłościowym (tzw. Dyrektywa BCH)⁶⁷

W 2017 r. zakończono prace nad Dyrektywą BCH (*Bank Creditors' Hierarchy*), która dotyczy stopnia uprzywilejowania niezabezpieczonych instrumentów dłużnych w hierarchii roszczeń w postępowaniu upadłościowym.

Dyrektywa jest wyrazem dążenia organów europejskich do zapewnienia odpowiedniego poziomu i zharmonizowanej struktury minimalnego wymogu funduszy własnych i zobowiązań podlegających umorzeniu lub konwersji, który ułatwia pokrycie strat i rekapitalizację banku w razie zagrożenia upadłością. W wyniku przyjęcia Dyrektywy utworzono nową kategorię roszczeń w postępowaniu upadłościowym banków, tj. podrzędny dług uprzywilejowany (*non-preferred senior debt*). Zaliczane są do niego instrumenty dłużne (inne niż zaliczane do funduszy własnych oraz długu podporządkowanego⁶⁸), które spełniają następujące kryteria:

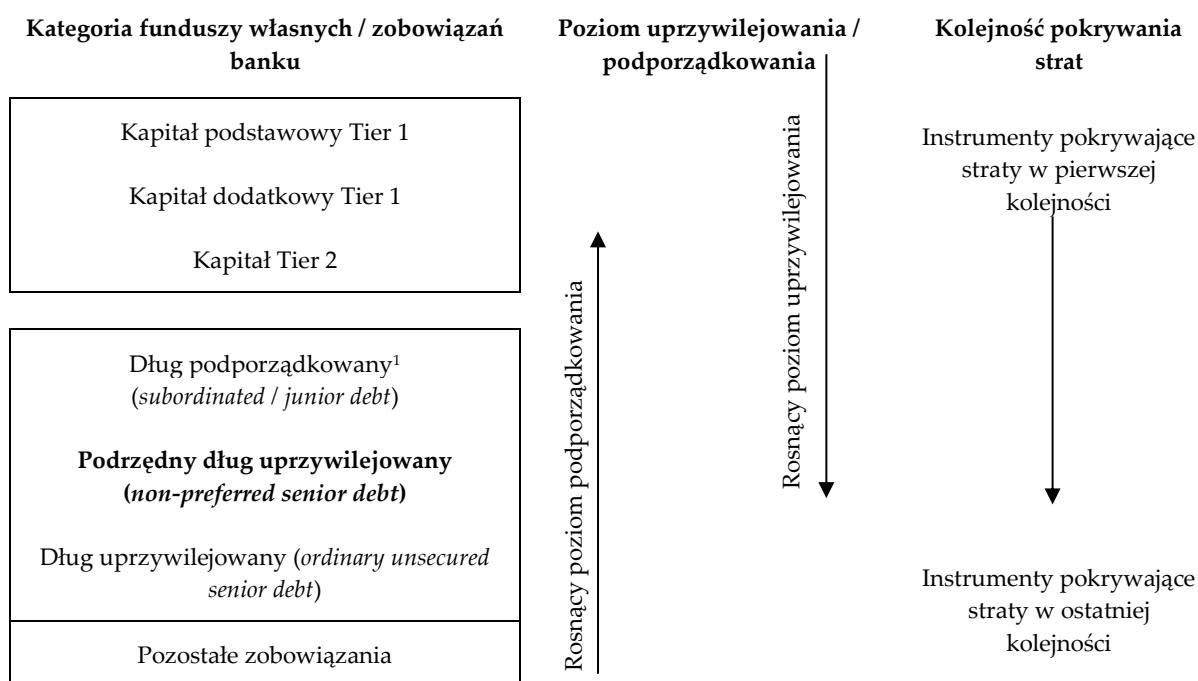
- pierwotny, umowny termin wymagalności instrumentów dłużnych wynosi co najmniej jeden rok,
- instrumenty dłużne nie zawierają wbudowanych instrumentów pochodnych ani same w sobie nie są instrumentami pochodnymi,
- w odpowiednich dokumentach umownych (np. w prospekcie emisyjnym) wyraźnie wskazano na ich podporządkowanie wobec zwykłych instrumentów uprzywilejowanych.

⁶⁷ Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 12 grudnia 2017 r. zmieniająca dyrektywę 2014/59/UE w odniesieniu do stopnia uprzywilejowania niezabezpieczonych instrumentów dłużnych w hierarchii roszczeń w postępowaniu upadłościowym (Dz. Urz. UE L345 z 2017 r., s. 96).

⁶⁸ Zobowiązania podporządkowane to rodzaj zobowiązań, które w przypadku upadłości banku mogą zostać poddane umorzeniu (lub konwersji na akcje) po kapitale banku, a przed innymi rodzajami zobowiązań. Odmienną kategorią zobowiązań są zobowiązania uprzywilejowane, które mogą zostać umorzone lub skonwertowane na akcje w dalszej kolejności, tj. po zobowiązaniach podporządkowanych.

Umieszczenie tej kategorii roszczeń w kolejności pokrywania strat z poszczególnych kategorii pasywów pokazuje schemat 2.2.1.

Schemat 2.2.1. Kolejność pokrywania strat z poszczególnych kategorii pasywów.



¹ niezaliczany do funduszy własnych

Źródło: opracowanie NBP.

Podrzędny dług uprzywilejowany stanowi zatem odrębną kategorię długu spełniającego warunki zaliczenia go do wymogu kapitałowego instytucji TLAC (*Total Loss-Absorbing Capacity*)⁶⁹ lub MREL (*Minimum Requirement for Own Funds and Eligible Liabilities*)⁷⁰. Jest on podporządkowany wobec długu uprzywilejowanego (*ordinary unsecured senior debt*), czyli jest wykorzystywany do pokrycia strat banku poprzez np. jego umorzenie w pierwszej kolejności. Jednocześnie zobowiązania zaliczane do nowej kategorii są uprzywilejowane wobec instrumentów kapitałowych zaliczanych do funduszy własnych banku oraz zobowiązań podporządkowanych niespełniających warunków uznania ich za fundusze własne. Dzięki utworzeniu nowej kategorii roszczeń w prawie upadłościowym wyraźnie wyodrębniono w strukturze pasywów banku zobowiązania, które mogą podlegać umorzeniu lub konwersji na akcje. Pozwoli to na stosowanie narzędzia *bail-in* zgodnie

⁶⁹ Szerzej o wymogu TLAC w: Principles on Loss-absorbing and Recapitalisation Capacity of G-SIBs in Resolution. Total Loss-absorbing Capacity (TLAC) Term Sheet, FSB, 2015 oraz w *Rozwój systemu finansowego w Polsce w 2015 r.*, Warszawa 2016, NBP, s. 65; *Rozwój systemu finansowego w Polsce w 2016 r.*, Warszawa 2017, NBP, s. 56.

⁷⁰ Szerzej na temat wymogu MREL w: *Rozwój systemu finansowego w Polsce w 2015 r.*, Warszawa 2016, NBP, s. 65; *Rozwój systemu finansowego w Polsce w 2016 r.*, Warszawa 2017, NBP, s. 47, 56, 109, 348, 352.

z podstawowymi zasadami prawa upadłościowego i procesu *resolution*, tj. zasady *no-creditor-worse-off* (NCWO)⁷¹ oraz zasady *pari passu*⁷², których złamanie rodzi ryzyko wypłaty inwestorom banku odszkodowań.

*Rozporządzenie w sprawie kategorii uzgodnień, które mają być chronione w przypadku częściowego przeniesienia własności zgodnie z art. 76 dyrektywy BRR*⁷³

Przyjęte w 2017 r. rozporządzenie ma na celu doprecyzowanie kategorii umów i instrumentów, które mają być objęte ochroną w sytuacji częściowego przeniesienia aktywów, praw lub zobowiązań instytucji objętej restrukturyzacją i uporządkowaną likwidacją lub zmiany warunków umowy, której stroną jest instytucja objęta *resolution*. Ochrona ta ma zapobiec podziałowi aktywów, praw i zobowiązań, które są powiązane z innymi umowami i instrumentami.

W rozporządzeniu uszczegółowiono zasady i definicje, mające zastosowanie przy identyfikowaniu umów i instrumentów obejmowanych ochroną na mocy Dyrektywy BRR, dotyczących zabezpieczeń (w tym transakcji finansowanych z użyciem papierów wartościowych), potrąceń (*set-off*), kompensowania sald (*netting*) oraz finansowania strukturyzowanego. W odniesieniu do potrąceń czy kompensowania sald ochronie podlegają w szczególności uzgodnienia związane z działalnością kontrahenta centralnego (CCP, zwłaszcza w przypadku działalności objętej funduszem na wypadek niewykonania zobowiązania) oraz uzgodnienia dotyczące praw i zobowiązań związanych z systemami płatności lub rozrachunku papierów wartościowych.

2.2.2. Regulacje dotyczące pozostałych instytucji finansowych

*Rozporządzenie w sprawie funduszy rynku pieniężnego*⁷⁴

W rozporządzeniu ustanowiono jednolite warunki funkcjonowania dla funduszy rynku pieniężnego (FRP) w UE. Mają one zapewnić jednakowy poziom ochrony uczestników tych podmiotów, a także umożliwić im obsługę nagłych, dużych zleceń umorzenia tytułów uczestnictwa. Państwa członkowskie nie mogą wprowadzić własnych dodatkowych wymogów wobec FRP w zakresie objętym omawianą regulacją.

Fundusze rynku pieniężnego zdefiniowano jako fundusze UCITS lub alternatywne fundusze inwestycyjne, które inwestują w aktywa o rezydualnym terminie zapadalności

⁷¹ Zasada ta mówi, że wierzyciele w procesie *resolution* nie powinni być potraktowani gorzej niż w przypadku likwidacji banku w ramach standardowej procedury upadłościowej.

⁷² Zasada ta nakazuje równe traktowanie wszystkich wierzycieli znajdujących się z tej samej kategorii uprzywilejowania roszczeń.

⁷³ Rozporządzenie delegowane Komisji (UE) 2017/867 z dnia 7 lutego 2017 r. w sprawie kategorii uzgodnień, które mają być chronione w przypadku częściowego przeniesienia własności zgodnie z art. 76 dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/59/UE (Dz. Urz. UE L131 z 2017 r., s. 15).

⁷⁴ Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2017/1131 z dnia 14 czerwca 2017 r. w sprawie funduszy rynku pieniężnego (Dz. Urz. UE L169 z 2017 r., s. 8). Rozporządzenie będzie obowiązywało od 21 lipca 2018 r.

nieprzekraczającym dwóch lat i których celem jest zapewnienie stóp zwrotu odpowiadających stopom rynku pieniężnego lub utrzymanie wartości inwestycji. Prowadzenie działalności jako FRP wymaga uzyskania zezwolenia odpowiednich organów. Podmioty bez stosownego zezwolenia nie mogą natomiast posługiwać się nazwami, które mogłyby wprowadzać w błąd i sugerować, że spełniają one wymogi określone dla FRP. Zgodnie z rozporządzeniem fundusze rynku pieniężnego mogą funkcjonować jako: fundusze o zmiennej wartości aktywów netto, fundusze o niskiej zmienności wartości aktywów netto albo fundusze długu publicznego o stałej wartości aktywów netto⁷⁵. Jednocześnie – w zależności od terminów zapadalności aktywów, w jakie inwestują – powinny być klasyfikowane jako krótkoterminowe albo standardowe FRP.

W omawianej regulacji wskazano dopuszczalny katalog lokat tych podmiotów, tj.: instrumenty rynku pieniężnego, depozyty, instrumenty pochodne, instrumenty sekurytyzowane oraz tytuły uczestnictwa innych FRP. Fundusze mogą także zawierać transakcje warunkowe⁷⁶. W rozporządzeniu ustanowiono także zasady dywersyfikacji i koncentracji inwestycji tych podmiotów. Określono również minimalne limity środków o jednodniowym i tygodniowym terminie zapadalności oraz ograniczenia dotyczące średniego ważonego terminu zapadalności (*weighted average maturity*) i średniego ważonego czasu trwania (*weighted average life*) portfela – odpowiednio dla krótkoterminowych i standardowych FRP. Fundusze (albo zarządzające nimi podmioty) zostały ponadto zobowiązane do przeprowadzania testów warunków skrajnych⁷⁷, przestrzegania określonych zasad wyceny aktywów, a także procedur zarządzania płynnością. W rozporządzeniu ustanowiono także zakaz udzielania funduszom wsparcia przez osoby trzecie, mającego na celu zapewnienie im płynności lub ustabilizowania wartości ich aktywów netto na tytuł uczestnictwa, m.in. w formie udzielenia gwarancji, nabycia aktywów funduszy po zawyżonej cenie lub ich tytułów uczestnictwa⁷⁸.

*Rozporządzenie w sprawie dokumentu zawierającego informacje o produkcie ubezpieczeniowym innym niż ubezpieczenie na życie*⁷⁹

Dyrektywa w sprawie dystrybucji ubezpieczeń nałożyła na zakłady ubezpieczeń wymóg tworzenia i przedstawiania klientowi dokumentu z informacjami o produkcie ubezpieczeniowym

⁷⁵ Wymienione rodzaje FRP różnią się m.in. obowiązującymi je zasadami wyceny aktywów oraz wymogami w zakresie utrzymywanego poziomu płynnych aktywów.

⁷⁶ Wszystkie lokaty FRP muszą spełniać kryteria określone w rozporządzeniu.

⁷⁷ Testy warunków skrajnych mają być przeprowadzane co najmniej dwukrotnie w ciągu roku i uwzględniać m.in. zmiany: poziomu płynności i ryzyka kredytowego aktywów, stóp procentowych, kursów walutowych oraz poziomu umorzeń tytułów uczestnictwa.

⁷⁸ Zakaz udzielania wsparcia zewnętrznego wynika z jego uznaniowego charakteru i związanej z nim niepewności, kto poniesie ewentualne straty FRP.

⁷⁹ Rozporządzenie wykonawcze Komisji (UE) 2017/1469 z dnia 11 sierpnia 2017 r. ustanawiające ustandaryzowany format prezentacji dokumentu zawierającego informacje o produkcie ubezpieczeniowym (IPID) (Dz. Urz. UE L209 z 2017 r., s. 19).

innym niż ubezpieczenie na życie. Dokument powinien zawierać m.in. informację o rodzaju ubezpieczenia oraz krótki opis ochrony ubezpieczeniowej, w tym główne rodzaje ubezpieczanego ryzyka i sumę ubezpieczenia, a także podstawowe wyłączenia odpowiedzialności zakładu ubezpieczeń, tryb opłacania składek, obowiązki w przypadku wystąpienia zdarzenia ubezpieczeniowego, czas trwania i tryb rozwiązania umowy. Rozporządzenie ustanowiło standardy prezentacji tego dokumentu.

*Rozporządzenie zmieniające rozporządzenie w sprawie europejskich funduszy venture capital i rozporządzenie w sprawie europejskich funduszy na rzecz przedsiębiorczości społecznej*⁸⁰

Celem nowelizacji było wyeliminowanie barier ograniczających rozwój europejskich funduszy *venture capital* i europejskich funduszy na rzecz przedsiębiorczości. Wprowadzone zmiany uprościły proces ich rejestracji oraz rozszerzyły katalog przedsiębiorstw, w które wspomniane fundusze mogą inwestować.

2.2.3. Regulacje dotyczące rynków finansowych i infrastruktury

*Dyrektywa w zakresie zachęcania akcjonariuszy do długoterminowego zaangażowania*⁸¹

Dyrektywa ma na celu stworzenie warunków sprzyjających większemu zaangażowaniu akcjonariuszy w sprawy spółek notowanych na rynkach regulowanych, m.in. przez ułatwienie komunikacji między akcjonariuszami a tymi spółkami, oraz zwiększenie przejrzystości strategii inwestorów instytucjonalnych. W tym celu pośrednicy rejestrujący papiery wartościowe (tj. firmy inwestycyjne, banki oraz centralne depozyty papierów wartościowych) będą zobowiązani do przekazywania wspomnianym spółkom informacji dotyczących tożsamości jej akcjonariuszy, natomiast podmioty zarządzające aktywami będą musiały publikować politykę dotyczącą zaangażowania w nadzór właścicielski spółek, których akcje znajdują się w zarządzanych przez te podmioty portfelach inwestycyjnych.

*Rozporządzenie w sprawie prospektu emisyjnego*⁸²

Nowe rozporządzenie UE, które zastąpiło obowiązującą dyrektywę prospektową⁸³, ma ułatwić przedsiębiorstwom, zwłaszcza małym i średnim, dostęp do finansowania na rynkach

⁸⁰ Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2017/1991 z dnia 25 października 2017 r. zmieniające rozporządzenie (UE) nr 345/2013 w sprawie europejskich funduszy *venture capital* i rozporządzenie (UE) nr 346/2013 w sprawie europejskich funduszy na rzecz przedsiębiorczości społecznej (Dz. Urz. UE L293 z 2017 r., s. 1).

⁸¹ Dyrektywa Parlamentu i Rady (UE) 2017/828 z dnia 17 maja 2017 r. zmieniająca dyrektywę 2007/36/WE w zakresie zachęcania akcjonariuszy do długoterminowego zaangażowania (Dz. Urz. UE L132 z 2017 r., s. 1).

⁸² Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2017/1129 z dnia 14 czerwca 2017 r. w sprawie prospektu, który ma być publikowany w związku z ofertą publiczną papierów wartościowych lub dopuszczeniem ich do obrotu na rynku regulowanym oraz uchylecia dyrektywy 2003/71/WE (Dz. Urz. UE L168 z 2017 r., s. 12).

⁸³ Dyrektywa 2003/71/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 4 listopada 2003 r. w sprawie prospektu emisyjnego publikowanego w związku z publiczną ofertą lub dopuszczeniem do obrotu papierów wartościowych i zmieniająca dyrektywę 2001/34/WE (Dz. Urz. UE L345 z 2003 r., s. 64).

kapitałowych. Jedną z głównych zmian w stosunku do wspomnianej dyrektywy jest podwyższenie z 5 mln do 8 mln euro progu wartości emisji, powyżej którego wymagane byłoby sporządzenie prospektu emisyjnego. Jednocześnie podwyższono ze 100 tys. euro do 1 mln euro próg wartości emisji, poniżej którego państwa członkowskie nie powinny nakładać obowiązku publikowania dokumentów informacyjnych. Oznacza to, że w odniesieniu do emisji o wartości w przedziale od 1 mln do 8 mln euro państwa członkowskie będą mogły nałożyć w prawie krajowym wymóg publikacji prospektu emisyjnego bądź memorandum informacyjnego albo nie wymagać sporządzania jakiegokolwiek dokumentu informacyjnego. Ponadto z obowiązku publikowania prospektu emisyjnego będą zwolnione spółki przeprowadzające wtórną emisję akcji o wielkości do 20% liczby tego samego rodzaju akcji pozostających w obrocie na rynku regulowanym.

W omawianym akcie prawa europejskiego przewidziano także dwa rodzaje uproszczonych prospektów emisyjnych: (1) dla emitentów papierów wartościowych już dopuszczonych do obrotu na rynku regulowanym lub na *SME growth market*⁸⁴ oraz (2) dla małych i średnich przedsiębiorstw. Z kolei emitentom dokonujących częstych emisji papierów wartościowych wprowadzanych do obrotu na rynkach regulowanych lub wielostronnych platformach obrotu zapewniono możliwość publikacji uniwersalnego dokumentu rejestracyjnego.

Rozporządzenia delegowane KE uzupełniające rozporządzenia MiFIR i EMIR⁸⁵ dotyczące pośrednich uzgodnień rozliczeniowych⁸⁶

W listopadzie 2017 r. opublikowano dwa rozporządzenia delegowane KE, które w jednolity sposób regulują zasady funkcjonowania pośrednich uzgodnień rozliczeniowych (*indirect client arrangements*) w odniesieniu do transakcji podlegających obowiązkowi centralnego rozliczania, wynikającemu zarówno z rozporządzenia MiFIR, jak i EMIR. W omawianych aktach delegowanych zdefiniowano minimalne wymagania, które muszą spełniać klienci członków rozliczających, aby móc oferować usługi rozliczeniowe swoim klientom (czyli tzw. klientom pośrednim). Określono również obowiązki klientów względem klientów pośrednich oraz obowiązki członków rozliczających i CCP w przypadku upadłości klienta, który zapewniał dostęp do usług rozliczeniowych klientom pośrednim.

⁸⁴ Zob. *Rozwój systemu finansowego w Polsce w 2015 r.*, Warszawa 2016, NBP, s.65.

⁸⁵ Rozporządzenie Parlamentu i Rady (UE) nr 648/2012 z dnia 4 lipca 2012 r. w sprawie instrumentów pochodnych będących przedmiotem obrotu poza rynkiem regulowanym, kontrahentów centralnych i repozytoriów transakcji, (Dz. Urz. UE L201 z 2012 r., s. 1 z późn. zm.).

⁸⁶ Rozporządzenie delegowane Komisji (UE) 2017/2154 z dnia 22 września 2017 r. uzupełniające rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 600/2014 w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych w zakresie ustaleń dotyczących rozliczeń pośrednich (Dz. Urz. UE L304 z 2017 r., s. 6) oraz rozporządzenie delegowane Komisji (UE) 2017/2155 z dnia 22 września 2017 r. zmieniające rozporządzenie delegowane (UE) nr 149/2013 w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych dotyczących pośrednich uzgodnień rozliczeniowych (Dz. Urz. UE L304 z 2017 r., s. 13).

Rozporządzenie w sprawie ustanowienia ogólnych ram dla sekurytyzacji oraz utworzenia szczególnych ram dla prostych, przejrzystych i standardowych sekurytyzacji (rozporządzenie STS)⁸⁷ oraz nowelizacja rozporządzenia dotyczącego wymogów ostrożnościowych dla instytucji kredytowych i firm inwestycyjnych (rozporządzenia CRR)⁸⁸

Celem rozporządzenia STS jest kompleksowe uregulowanie w jednym akcie prawnym funkcjonowania europejskiego rynku sekurytyzacji oraz dostosowanie wymogów regulacyjnych do różnych rodzajów sekurytyzacji i związanego z nimi ryzyka. Ma to odbudować zaufanie inwestorów do tego mechanizmu finansowania, a w konsekwencji przyczynić się do ożywienia tego segmentu rynku kapitałowego i wzrostu jego znaczenia jako źródła kapitału dla gospodarki.

Nowe przepisy, które mają być w pełni stosowane od 1 stycznia 2019 r., powinny lepiej chronić przed ryzykiem związanym z inwestycjami w papiery dłużne będące efektem złożonych i nieprzejrzystych transakcji sekurytyzacji. Zgodnie z wprowadzonymi rozwiązaniami, przedmiotem sekurytyzacji nie może być ekspozycja bazowa, która sama jest pozycją sekurytyzacyjną. Zakaz resekurytyzacji nie obejmuje m.in. sekurytyzacji stosowanej w celu:

- ułatwienia likwidacji instytucji finansowej,
- zapewnienia prawidłowego funkcjonowania takiej instytucji przy założeniu kontynuacji działalności i uniknięcia jej likwidacji,
- ochrony inwestorów (w przypadku gdy ekspozycje bazowe są zagrożone).

Aktywami bazowymi w transakcji sekurytyzacji nie mogą być również kredyty mieszkaniowe, przy udzielaniu których kredytodawca nie weryfikował wszystkich informacji przedstawionych we wniosku kredytowym.

W rozporządzeniu STS zawarto przepisy zapewniające zbieżność interesów ekonomicznych nabywców papierów będących efektem sekurytyzacji oraz podmiotów zaangażowanych w transakcję sekurytyzacji – inicjatora, sponsora emisji i pierwotnego kredytodawcy. Podmioty zaangażowane w transakcję sekurytyzacji powinny zatrzymać istotny udział w ekspozycjach bazowych danej emisji papierów dłużnych, tak aby przynajmniej 5% ekonomicznego ryzyka wynikającego z transakcji sekurytyzacji podejmowane było przez te podmioty. Jednocześnie inwestorzy instytucjonalni zostali zobowiązani do przeprowadzenia *due diligence* transakcji sekurytyzacji m.in. w celu indywidualnego oszacowania ryzyka związanego z nabyciem papierów dłużnych będących jej efektem. Wprowadzono także pewne ograniczenia w sprzedaży takich papierów inwestorom detalicznym (m.in. konieczność przeprowadzania testów adekwatności oferowanych instrumentów). Nowa regulacja uszczegółowiła wymogi w zakresie przejrzystości

⁸⁷ Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2017/2402 z dnia 12 grudnia 2017 r. w sprawie ustanowienia ogólnych ram dla sekurytyzacji oraz utworzenia szczególnych ram dla prostych, przejrzystych i standardowych sekurytyzacji, a także zmieniające dyrektywy 2009/65/WE, 2009/138/WE i 2011/61/UE oraz rozporządzenia (WE) nr 1060/2009 i (UE) nr 648/2012 (Dz. Urz. UE L347 z 2017 r., s. 35).

⁸⁸ Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2017/2401 z dnia 12 grudnia 2017 r. zmieniające rozporządzenie (UE) nr 575/2013 w sprawie wymogów ostrożnościowych dla instytucji kredytowych i firm inwestycyjnych (Dz. Urz. UE L347 z 2017 r., s. 1).

transakcji sekurytyzacji. W odniesieniu do sekurytyzacji przeprowadzanej w trybie oferty publicznej inicjator, sponsor emisji i emitent (*securitisation special purpose entity* – SSPE) zostali zobowiązani do udostępniania w zarejestrowanym przez ESMA repozytorium sekurytyzacji określonych informacji o transakcji i jej aktywach bazowych oraz ich regularnego aktualizowania.

Rozporządzeniem STS wyodrębniono nową kategorię transakcji sekurytyzacji – sekurytyzację wysokiej jakości, charakteryzującą się prostą strukturą, dużą przejrzystością i wystandardyzowaną dokumentacją (*simple, transparent, standardised* – STS). Kategoria ta obejmuje zarówno emisje długoterminowych papierów dłużnych, jak i krótkoterminowych (*asset backed commercial papers*, ABCP). Dana sekurytyzacja może być uznana za wysokiej jakości jeśli spełnia wskazane w omawianym rozporządzeniu kryteria dotyczące m.in: homogeniczności ekspozycji bazowych, pewności przeniesienia ich własności (np. portfela kredytów), dostępu inwestorów do informacji na temat tych ekspozycji i historycznych wyników dla ekspozycji o zbliżonych parametrach, jak również wyliczenia odsetek (oprocentowanie powinno bazować na powszechnie stosowanych stawkach referencyjnych stóp procentowych, a nie wynikać ze skomplikowanych formuł obliczeniowych lub cen instrumentów pochodnych). Ze względu na te wymogi papiery dłużne będące efektem tego rodzaju sekurytyzacji mają charakteryzować się większym bezpieczeństwem dla inwestorów.

Uchwaleniu regulacji STS towarzyszyła nowelizacja przepisów rozporządzenia CRR dotyczących sekurytyzacji. Uporządkowano w nim zasady korzystania z zewnętrznych ratingów przy wyznaczaniu wymogów kapitałowych dla pozycji w papierach będących efektem sekurytyzacji, w szczególności wprowadzono obowiązek wykorzystywania w pierwszej kolejności własnych wyliczeń wymogów kapitału regulacyjnego, jeżeli dany podmiot posiada zezwolenie na stosowanie metody wewnętrznych ratingów. W przypadku braku własnych kalkulacji należy stosować metodę standardową, a dopiero w dalszej kolejności ewentualnie skorzystać z metody bazującej na ratingach zewnętrznych. Zmiany w rozporządzeniu CRR zapewniły także preferencyjne wymogi kapitałowe dla ekspozycji wynikających z transakcji sekurytyzacji wysokiej jakości, tj. wprowadzono niższe niż w przypadku pozostałych rodzajów sekurytyzacji wagi ryzyka dla tych ekspozycji.

Ramka 2.2.1. Kierunki zmian regulacyjnych w Unii Europejskiej i projekty regulacji dotyczących systemu finansowego

Kierunki zmian regulacyjnych w odniesieniu do systemu finansowego

Przyszłość Unii Europejskiej

Opublikowaną w marcu 2017 r. białą księgą¹ Komisja zainicjowała dyskusję na temat przyszłości Europy. KE przedstawiła pięć możliwych scenariuszy integracji w ramach UE w perspektywie do 2025 r.:

1. Realizacja obecnego programu reform (*Kontynuacja*);
2. Wzmocnienie jednolitego rynku w zakresie przepływu towarów i kapitału, ale brak współpracy w dziedzinach takich jak: migracja, bezpieczeństwo czy obronność (*Nic poza jednolitym rynkiem*);
3. Kontynuowanie obecnego programu reform z jednoczesnym pogłębianiem przez niektóre państwa członkowskie współpracy w konkretnych obszarach polityki, takich jak obronność, bezpieczeństwo wewnętrzne, opodatkowanie czy sprawy socjalne (*Ci, którzy chcą więcej robią więcej*);
4. Zintensyfikowanie współpracy jedynie w obszarach uznanych za priorytetowe (innowacje, handel, bezpieczeństwo, migracja, zarządzanie granicami, obronność) oraz zaprzestanie lub ograniczenie współpracy w pozostałych dziedzinach (rozwoj regionalny, zdrowie publiczne, części polityki zatrudnienia i polityki społecznej niezwiązane bezpośrednio z funkcjonowaniem jednolitego rynku) (*Robić wspólnie mniej, ale efektywniej*);
5. Pogłębienie współpracy we wszystkich obszarach (*Robić wspólnie znacznie więcej*).

W ślad za białą księgą KE opublikowała w 2017 r. dokumenty dotyczące współpracy w poszczególnych obszarach, w szczególności w zakresie budżetu UE oraz pogłębiania unii gospodarczej i walutowej.

Unia Gospodarcza i Walutowa

Komisja Europejska opublikowała w maju 2017 r. dokument otwierający debatę w sprawie pogłębiania unii gospodarczej i walutowej². Przedstawiono w nim propozycje działań w trzech kluczowych obszarach w okresie 2019 - 2025. Po pierwsze, dokończenie budowy „prawdziwej unii finansowej”³ m.in. poprzez przyjęcie projektów legislacyjnych mających na celu ograniczenie ryzyka w sektorze bankowym, zmniejszenie poziomu kredytów zagrożonych oraz wzmocnienie odporności banków w UE na szoki, a także doprowadzenie do unii rynków kapitałowych. Po drugie, wzrost integracji w ramach unii gospodarczej i walutowej, który powinien nastąpić głównie poprzez wzmacnianie koordynacji polityki gospodarczej i rozwijanie programów służących wspieraniu procesów konwergencji i reform w krajach UE, jak również analizę możliwości utworzenia fiskalnego mechanizmu stabilizacyjnego w strefie euro. Po trzecie, planuje się podejmowanie działań mających na celu wzmocnienie odpowiedzialności demokratycznej i zacieśnianie współpracy między instytucjami UE i strefy euro, w tym utworzenie ministerstwa finansów strefy euro i Europejskiego Funduszu Walutowego. KE przewiduje również dokonanie przeglądu funkcjonowania Europejskich Urzędów Nadzoru, jak również prowadzenie prac nad stworzeniem papierów wartościowych zabezpieczonych obligacjami skarbowymi strefy euro.

Komisja Europejska w komunikacie z grudnia 2017 r.⁴ zaproponowała podjęcie działań w celu dokończenia budowy UGW. Wśród propozycji dotyczących integracji finansowej najważniejsza obejmuje utworzenie Europejskiego Funduszu Walutowego (EFW) dla krajów strefy euro jako organu zarządzającego kryzysem finansowym. EFW powstałby z przekształcenia Europejskiego

Mechanizmu Stabilności (EMS), a jego obecne zasady działania i zadania zostałyby tylko częściowo zmienione. EFW miałyby pomagać państwom członkowskim strefy euro znajdującym się w trudnej sytuacji finansowej w utrzymaniu dostępu do rynków długu rządowego. Oznacza to, że EFW mógłby udzielać wsparcia finansowego do łącznej kwoty 500 mld EUR (z możliwością jej zwiększenia), z wykorzystaniem instrumentów takich jak pożyczki dla krajów strefy euro, skup obligacji rządowych na rynku pierwotnym i wtórnym, pożyczki na rekapitalizację banków. Z czasem EFW mógłby też rozwijać nowe instrumenty wsparcia finansowego i byłby bardziej bezpośrednio zaangażowany w zarządzanie programami pomocy finansowej. Finansowanie działalności EFW odbywałoby się na tych samych zasadach, co EMS. Ważnym nowym zadaniem EFW byłoby zapewnianie wspólnego mechanizmu ochronnego (backstop) dla jednolitego funduszu restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji (*Single Resolution Fund*, SRF). Mechanizm ten byłby jednak wykorzystywany jedynie jako ostateczność (last resort), jeśli w ramach działań resolution danego banku środki z SRF byłyby niewystarczające. Zgodnie z propozycją, pomoc mogłaby przyjąć formę linii kredytowej lub gwarancji na rzecz funduszu i podlegałaby zwrotowi przez banki, zapewniając w ten sposób neutralność fiskalną wsparcia. Opublikowany przez Komisję komunikat odnosi się także do potencjalnego udziału w mechanizmie państw spoza strefy euro przystępujących do unii bankowej na zasadzie nawiązania bliskiej współpracy z Europejskim Bankiem Centralnym. Kraje te tworzyłyby mechanizm ochronny wraz z EFW poprzez udostępnienie równoległej linii kredytowej lub gwarancji na zasadach analogicznych do tych, na jakich wsparcie jest zapewniane przez EFW. Zgodnie z planem Komisji, państwa członkowskie powinny osiągnąć polityczne porozumienie w sprawie backstop do połowy 2018 r., aby mechanizm ten zaczął funkcjonować od 2019 r.

Unia rynków kapitałowych

Komisja Europejska opublikowała w czerwcu 2017 r. komunikat⁵ nt. śródkresowego przeglądu planu działania na rzecz budowy unii rynków kapitałowych. Stwierdzono w nim, że KE udało się podjąć 20 z 33 działań, które były zaplanowane w Planie działania na rzecz budowy unii rynków kapitałowych⁶ z września 2015 r. Komisja zapowiedziała publikację trzech propozycji legislacyjnych dotyczących (i) ogólnoeuropejskiego indywidualnego produktu emerytalnego (OIPE), (ii) prawa papierów wartościowych w kontekście transgranicznym oraz (iii) ustanowienia ogólnoeuropejskich ram dla obligacji zabezpieczonych. W komunikacie określono ponadto dziewięć nowych działań priorytetowych, które mają służyć wzmocnieniu Planu działania na rzecz unii rynków kapitałowych. Działania te dotyczą:

- wzmocnienia i zwiększenia skuteczności nadzoru Europejskiego Urzędu Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych (*European Securities Markets Authority*, ESMA) oraz pozostałych Europejskich Urzędów Nadzoru poprzez zwiększenie ich uprawnień;
- zapewnienia bardziej proporcjonalnego otoczenia regulacyjnego, sprzyjającego wprowadzaniu małych i średnich przedsiębiorstw (MŚP) do obrotu giełdowego na rynkach publicznych;
- dostosowania ram regulacyjnych w zakresie wymogów ostrożnościowych i nadzoru nad firmami inwestycyjnymi do ich rozmiaru i rodzaju prowadzonej działalności;
- wykorzystania potencjału sektora FinTech;
- wsparcia rozwoju rynków wtórnych dla kredytów zagrożonych;
- rozwoju zrównoważonych inwestycji w UE;
- ułatwienia transgranicznej dystrybucji produktów i usług oferowanych przez przedsiębiorstwa zbiorowego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe oraz alternatywne fundusze inwestycyjne, a także poprawy nadzoru nad ich działalnością;
- przedstawienia wytycznych dotyczących dokonywanych w UE inwestycji transgranicznych oraz ustanowienia odpowiednich ram prawnych dotyczących polubownego rozwiązywania sporów;

- opracowania kompleksowej strategii UE dotyczącej działań mających na celu wsparcie rozwoju lokalnych i regionalnych rynków kapitałowych.

Unia bankowa

Komisja Europejska opublikowała w październiku 2017 r. komunikat⁷ dotyczący dokończenia budowy unii bankowej. Zaprezentowała w nim sprawozdanie z dotychczasowych działań oraz plany dalszych kroków w następujących obszarach: (i) zmniejszenie ryzyka i zwiększenie odporności banków w UE (tzw. *banking package*), (ii) utworzenie europejskiego systemu ubezpieczenia depozytów (*European Deposit Insurance Scheme*, EDIS), (iii) stworzenie zabezpieczenia dla jednolitego funduszu restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji (*Single Resolution Fund*, SRF), (iv) zmniejszanie poziomu kredytów zagrożonych (*non-performing loans*, NPLs) w UE (v) stworzenie europejskich papierów wartościowych zabezpieczonych obligacjami skarbowymi (*sovereign bond-backed securities*, SBBS) oraz (vi) rozszerzenie zakresu nadzoru SSM o duże firmy inwestycyjne, które oferują usługi zbliżone do bankowych.

Kredyty zagrożone w Europie

Rada UE przyjęła w lipcu 2017 r. konkluzje zawierające plan działania na rzecz rozwiązania problemu kredytów zagrożonych (*non-performing loans*, NPLs) w Europie⁸. Rada zwróciła się do państw członkowskich, instytucji europejskich i organów nadzoru o przygotowanie ram prawnych i instytucjonalnych, które ograniczą ryzyko pojawienia się w przyszłości problemu NPLs w skali zagrażającej stabilności finansowej w Unii. W szczególności Rada wezwała KE by rozważyła wprowadzenie do pakietu CRR/CRDIV nowych wymogów ostrożnościowych dotyczących minimalnego poziomu rezerw dla kredytów zagrożonych (statutory prudential backstop), a także by opracowała plan dotyczący ewentualnego utworzenia krajowych spółek zarządzających aktywami (*Asset Management Companies*). Równocześnie zwróciła się do EBC i nadzorców krajowych by wdrożyli wobec banków nienadzorowanych bezpośrednio przez EBC wytyczne dotyczące NPLs podobne do tych, które zostały skierowane do banków bezpośrednio nadzorowanych przez EBC.

Rada wezwała również ERRS do przygotowania ram makroostrożnościowych, które ograniczą ryzyko pojawienia się problemu kredytów zagrożonych w przyszłości. Jednocześnie zwróciła się do EUNB i krajowych organów nadzoru o rozszerzenie na wszystkie banki obowiązku ujawnień w zakresie jakości aktywów i poziomu NPLs oraz wprowadzenia minimalnych wymogów dotyczących publikacji danych dotyczących ekspozycji kredytowych.

Realizując konkluzje Rady UE, Komisja Europejska rozpoczęła w listopadzie 2017 r. konsultacje dotyczące wprowadzenia minimalnego poziomu rezerw dla kredytów zagrożonych wraz z systemem ich odliczania od kapitału CET1⁹. Nowe wymogi ostrożnościowe mają funkcjonować równoległe z już istniejącymi zasadami tworzenia rezerw celowych. Dla niezabezpieczonej części ekspozycji Komisja przewiduje dwuletni okres budowania rezerw do 100% wartości ekspozycji, zaś dla zabezpieczonej części ekspozycji – okres siedmioletni. Komisja proponuje także stosowanie minimalnego poziomu redukcji wartości zabezpieczenia kredytowego w kolejnych latach po klasyfikacji należności jako zagrożonej. Tempo redukcji wartości zabezpieczenia zależne byłoby od jego rodzaju i jakości.

Natomiast w III i IV kw. 2017 r. KE przeprowadziła konsultacje dotyczące rozwoju rynku wtórnego dla NPLs i nowego instrumentu prawnego umożliwiającego uproszczoną pozasądową egzekucję wierzytelności kredytowych¹⁰. Rozwój firm odpowiedzialnych za obsługę kredytów i windykację należności jest ważnym filarem rozwoju rynku wtórnego dla kredytów zagrożonych. W ocenie Komisji korzystanie z usług zewnętrznych pozwoli ograniczyć koszty operacyjne banków związane z tymi obszarami działalności, a specjalizacja firm zewnętrznych umożliwi szersze wykorzystanie efektów skali, skuteczniejszą egzekucję należności i odzyskanie większej części długów.

Projekty regulacji dotyczących instytucji kredytowych i firm inwestycyjnych

Projekt rozporządzenia dotyczącego funkcjonowania Europejskich Urzędów Nadzoru i Europejskiej Rady ds. Ryzyka Systemowego¹¹

Propozycja KE z września 2017 r. w sprawie nowelizacji trzech rozporządzeń dotyczących Europejskich Urzędów Nadzoru ma na celu rozszerzenie ich kompetencji i wzmocnienie pozycji jako agencji europejskich. Projekt wprowadza zmiany w zakresie struktury zarządczej Urzędów, likwidując Zarządy i powołując Rady Wykonawcze (*Executive Board*) o rozszerzonym zakresie kompetencji. Przewiduje się, że członkowie Rad i Przewodniczący Urzędów Nadzoru będą wybierani w procedurze unijnej bez udziału nadzorców krajowych, co ma wzmocnić i uniezależnić Rady od nacisków ze strony nadzorców. Dodatkowo, projekt Komisji przewiduje zmianę zasad finansowania Europejskich Urzędów Nadzoru i zastąpienie wpłat od krajowych organów nadzoru rocznymi wpłatami od instytucji finansowych, jako jednego ze źródeł finansowania Europejskich Urzędów Nadzoru. KE proponuje również zmiany dotyczące funkcjonowania Europejskiej Rady ds. Ryzyka Systemowego (ERRS), mające na celu dostosowanie ERRS do nowego otoczenia instytucjonalnego tj. utworzenia unii bankowej. Propozycje KE obejmują ustanowienie Prezesa EBC stałym Przewodniczącym ERRS, co jest usankcjonowaniem obecnie istniejącego rozwiązania i doprecyzowanie zakresu zadań i wzmocnienie roli szefa Sekretariatu ERRS. KE proponuje też zapewnienie udziału przedstawicieli unii bankowej z prawem głosu w pracach ERRS, a także doprecyzowanie, że EBC może być adresatem zaleceń i ostrzeżeń ERRS w zakresie jego funkcji nadzorczych.

Projekt dyrektywy w sprawie nadzoru ostrożnościowego nad firmami inwestycyjnymi¹² oraz projekt rozporządzenia w sprawie wymogów ostrożnościowych dla firm inwestycyjnych¹³

Obowiązujące obecnie wymogi regulacyjne dla firm inwestycyjnych, zwłaszcza te wprowadzone w odpowiedzi na ostatni kryzys finansowy, są nieadekwatne do specyfiki działalności większości tych podmiotów z UE. Wiele z tych wymogów zostało opracowanych na podstawie analizy zagrożeń dla sektora bankowego i są one zbyt restrykcyjne dla firm inwestycyjnych. W związku z tym KE uznała, że potrzebna jest kompleksowa zmiana regulacji działalności firm inwestycyjnych, dostosowanie wymogów ostrożnościowych do specyfiki ich działalności oraz związanych z nią rodzajów ryzyka. Komisja zaproponowała zmianę kategoryzacji firm inwestycyjnych. W miejsce jedenastu kategorii zostałyby wprowadzone trzy: systemowo istotne firmy inwestycyjne, małe i niepowiązane wzajemnie firmy inwestycyjne, pozostałe firmy inwestycyjne. Tylko firmy inwestycyjne systemowo istotne nadal miałyby podlegać reżimowi prawnemu CRDIV¹⁴/CRR¹⁵ (w 2017 r. funkcjonowało w UE 8 takich firm inwestycyjnych i wszystkie były zarejestrowane w Wielkiej Brytanii). Dla pozostałych firm inwestycyjnych projekt przewiduje ustanowienie odrębnych przepisów, w szczególności wprowadzenie nowych rozwiązań w zakresie wymogów kapitałowych i zasad sprawowania nadzoru nad tymi podmiotami. Na potrzeby wyznaczenia tych wymogów stworzono system współczynników dla wyodrębnionych trzech rodzajów ryzyka: ponoszonego przez klientów, podejmowanego przez firmę inwestycyjną oraz istotnego dla rynku finansowego. Współczynniki te (określane jako *K-factors*) częściowo bazują na rozwiązaniach zawartych w CRR, ale niektóre z nich uwzględniają także takie rodzaje działalności firm inwestycyjnych, które nie były objęte przepisami tego rozporządzenia. W zakresie ryzyka ponoszonego przez klientów nowe rozwiązania odnosiłyby się m.in. do wartości zarządzanych przez firmę inwestycyjną aktywów i przechowywanych przez nią środków pieniężnych klientów oraz skali obsługiwanych przez nią zleceń klientów. Dla obliczeń dotyczących ryzyka istotnego dla rynku uwzględniana ma być m. in. wartość transakcji zarejestrowanych w portfelu handlowym firmy inwestycyjnej (tzw. pozycja ryzyka netto); w określonych przypadkach pod uwagę brana byłaby także kwota wstępnych depozytów zabezpieczających wniesionych przez firmę inwestycyjną na

rzecz uczestnika rozliczającego. Natomiast w przypadku ryzyka ponoszonego przez firmę inwestycyjną proponowane współczynniki dotyczą przede wszystkim ryzyka niewykonania zobowiązania przez kontrahenta oraz koncentracji ekspozycji w portfelu handlowym firmy inwestycyjnej wobec klienta lub grupy powiązanych klientów.

Nowelizacja Dyrektywy BRR w odniesieniu do zdolności do absorpcji strat i rekaptalizacji instytucji kredytowych oraz firm inwestycyjnych¹⁶, zmiana Rozporządzenia (EU) Nr 806/2014 w odniesieniu do zdolności do absorpcji strat i rekaptalizacji instytucji kredytowych oraz firm inwestycyjnych¹⁷ oraz nowelizacja Rozporządzenia (UE) 806/2014 w celu ustanowienia europejskiego systemu gwarantowania depozytów¹⁸

Wskazane projekty aktów prawnych zostały zaprezentowane w poprzednich edycjach opracowania *Rozwój systemu finansowego w Polsce*¹⁹. Prace legislacyjne były kontynuowane w 2017 r. W zakresie przepisów dotyczących zdolności do absorpcji strat i rekaptalizacji instytucji kredytowych prowadzone negocjacje dotyczyły głównie:

- kalibracji wysokości wymogu MREL zarówno dla banków będących częścią międzynarodowych grup kapitałowych, jak i dla banków pozostających poza takimi strukturami (w tym poziomu uznaniowości organów resolution w wyznaczaniu wymogu),
- kwestii proporcjonalności w zakresie ustanawiania wymogu,
- zakresu instrumentów zaliczanych do MREL,
- wprowadzenia obowiązku utrzymywania MREL w formie podporządkowanych instrumentów dłużnych,
- konsekwencji niespełnienia przez instytucję wymogu MREL (w tym uprawnień organów resolution w przypadku złamania wymogu),
- wymogów w zakresie raportowania i publikacji danych dotyczących poziomu MREL banku,
- harmonizacji narzędzia moratorium.

Prace w zakresie Europejskiego Systemu Gwarantowania Depozytów (*European Deposit Insurance Scheme*, EDIS) znacząco spowolniły ze względu na rozbieżności pomiędzy poszczególnymi krajami członkowskimi w zakresie kształtu i momentu wprowadzenia systemu w życie. Dyskutowanymi zagadnieniami były przede wszystkim zakres podmiotowy (tj. rodzaje instytucji objętych systemem) i przedmiotowy (tj. dotyczący zadań systemu) EDIS, a także sposób osiągnięcia oraz kształt docelowego systemu gwarancji depozytów dla unii bankowej.

Projekty regulacji dotyczących rynków finansowych i infrastruktury

Projekt nowelizacji rozporządzenia EMIR²⁰

W 2017 r. KE przedstawiła projekt rozporządzenia nowelizującego rozporządzenie EMIR. Głównym celem proponowanych zmian jest zmniejszenie, bez uszczerbku dla stabilności systemu finansowego UE, obciążeń nałożonych na podmioty mało aktywne na rynku instrumentów pochodnych OTC. Ponadto niektóre spośród sugerowanych przez KE modyfikacji mają na celu harmonizację przepisów EMIR z podobnymi regulacjami obowiązującymi w innych jurysdykcjach i tym samym zmniejszenie przestrzeni dla potencjalnego arbitrażu regulacyjnego.

W wyniku prowadzonych w II połowie 2017 r. dyskusji w Radzie UE zaproponowano m.in. następujące zmiany względem obowiązujących przepisów EMIR²¹:

- Zwolnienie tzw. małych instytucji finansowych, wykazujących niewielką aktywność na rynku instrumentów pochodnych, z obowiązku centralnego rozliczania transakcji instrumentami pochodnymi OTC. Jednocześnie zaproponowano zmiany w definicji instytucji finansowych, w wyniku których do kategorii tej zostałyby włączone niektóre podmioty uznawane do tej pory za niefinansowe (m.in. niektóre rodzaje funduszy inwestycyjnych).

- Wprowadzenie możliwości zawieszenia przez KE na wniosek ESMA obowiązku centralnego rozliczania transakcji pochodnych, w sytuacji gdy kierowanie transakcji do CCP mogłoby mieć niekorzystny wpływ na funkcjonowanie systemu finansowego.
- W przypadku transakcji instytucji finansowych z podmiotami niefinansowymi zwolnionymi z obowiązku centralnego rozliczania miałyby istnieć możliwości scedowania obowiązku ich raportowania do repozytoriów wyłącznie na instytucje finansowe. Ponadto przewidziano zwolnienie z obowiązku raportowania dla transakcji wewnątrzgrupowych realizowanych między podmiotami niefinansowymi.
- Ułatwienie podmiotom charakteryzującym się relatywnie niewielką aktywnością na rynku instrumentów pochodnych OTC dostępu do usług rozliczeniowych. Zgodnie z propozycją KE usługi te powinny być oferowane na „sprawiedliwych, rozsądnych i niedyskryminujących warunkach handlowych”. Oznacza to, że CCP, członkowie rozliczający oraz ich klienci powinni ustalić przejrzyste warunki dostępu do usług rozliczeniowych, mające zastosowanie zarówno w odniesieniu do dużych, jak i mniejszych klientów. Ewentualne różnice w pobieranych opłatach powinny być proporcjonalne do kosztów i ryzyka ponoszonych przez podmioty oferujące wspomniane usługi.

Projekt rozporządzenia w odniesieniu do procedur i organów związanych z udzielaniem zezwolenia CCP oraz wymogów dotyczących uznawania CCP z państw trzecich²²

W czerwcu 2017 r. KE opublikowała projekt rozporządzenia przewidujący istotne zmiany w nadzorze zarówno nad CCP autoryzowanymi w UE, jak i zlokalizowanymi w krajach trzecich izbami świadczącymi usługi rozliczeniowe dla podmiotów z UE. Wniosek przewiduje m.in.: istotne zwiększenie udziału organów unijnych w sprawowaniu bieżącego nadzoru nad CCP, utworzenie Kolegium Wykonawczego ds. CCP w ramach Rady Organów Nadzoru ESMA, a także rozszerzenie uprawnień banków centralnych jako emitentów waluty w zakresie nadzoru nad tymi podmiotami. Prowadzone w 2017 r. negocjacje na poziomie Rady UE koncentrowały się na rozwiązaniach przewidzianych dla CCP z krajów trzecich, co było związane przede wszystkim z perspektywą opuszczenia UE przez Wielką Brytanię, gdzie jest zlokalizowana największa w Europie izba rozliczeniowa.

Projekt rozporządzenia w sprawie działań naprawczych oraz restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji CCP²³

W 2017 r. kontynuowano prace nad propozycją KE dotyczącą działań naprawczych (*recovery*) oraz restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji (*resolution*) CCP²⁴. Prowadzone w Radzie UE i PE dyskusje nad projektem KE koncentrowały się na następujących zagadnieniach:

- uwzględnieniu przyczyn problemów finansowych CCP, tj. podziale projektowanych rozwiązań na odnoszące się do sytuacji wynikających z upadłości uczestnika bezpośredniego CCP (*default events*) oraz innych problemów, np. będących wynikiem materializacji ryzyka operacyjnego (*non-default events*),
- podziale narzędzi *recovery* i *resolution* na możliwe do zastosowania w tych dwóch sytuacjach,
- zwiększeniu udziału akcjonariuszy CCP w pokrywaniu strat wynikających z problemów finansowych CCP, w tym w szczególności z tytułu wystąpienia *non-default events*,
- uszczegółowieniu wymogów dotyczących zawartości planów *recovery* opracowywanych przez CCP,
- określeniu katalogu możliwych do zastosowania narzędzi *resolution*, w tym zasadności wykorzystania wstępnych depozytów zabezpieczających złożonych przez wykonujących zobowiązania uczestników bezpośrednich CCP (*initial margin haircutting*), oraz
- sposobie doboru składu kolegiów *resolution* dla CCP, w tym zwiększenie roli w tych gremiach organów z krajów, dla których systemów finansowych działalność danego CCP może mieć znaczenie systemowe.

Projekty regulacji dotyczących pozostałych instytucji finansowych

Projekt rozporządzenia w sprawie ogólnoeuropejskiego indywidualnego produktu emerytalnego (OIPE)²⁵

Przedłożony projekt jest elementem unii rynków kapitałowych. Celem projektowanego rozporządzenia jest utworzenie jednolitego europejskiego rynku indywidualnych produktów emerytalnych oraz ułatwienie gromadzenia oszczędności emerytalnych także w przypadku zmiany kraju zamieszkania. W projekcie zakłada się stworzenie znaku jakości unijnych indywidualnych produktów emerytalnych. Kluczowe elementy OIPE mają podlegać harmonizacji. Dotyczy to: zakresu informacji przekazywanych w procesie dystrybucji produktu, ogólnych zasad polityki inwestycyjnej (co najmniej zasada „ostrożnego inwestora”), zasad zmiany instytucji zarządzającej i transgranicznego oferowania OIPE. Ponadto wszystkie instytucje oferujące OIPE będą zobowiązane do utworzenia krajowych subkont, w których oszczędzający mógłby gromadzić środki niezależnie od aktualnego miejsca zamieszkania i do umożliwienia transgranicznego przenoszenia środków między subkontami. Instytucje oferujące OIPE będą mogły proponować maksymalnie pięć wariantów polityki inwestycyjnej, spośród których jeden powinien być domyślny i zapewniać przynajmniej odzyskanie zainwestowanego kapitału. Zgodnie z projektem OIPE będą mogły być oferowane przez: instytucje kredytowe, zakłady ubezpieczeń, pracownicze programy emerytalne²⁶, firmy inwestycyjne, spółki zarządzające UCITS i zarządzających alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi po uzyskaniu zezwolenia od EIOPA.

¹ Biała księga w sprawie przyszłości Europy: Refleksje i scenariusze dla UE-27 do 2025 r., COM(2017) 2025 wersja ostateczna, Bruksela, 1 marca 2017 r., Komisja Europejska.

² Dokument otwierający debatę w sprawie pogłębienia unii gospodarczej i walutowej, COM(2017) 291 final, Bruksela, 31 maja 2017 r., Komisja Europejska;

³ Termin „prawdziwa unia finansowa”, użyty w tym dokumencie, oznacza stan pełnej funkcjonalności unii bankowej oraz unii rynków kapitałowych.

⁴ Komunikat Komisji do Parlamentu Europejskiego, Rady Europejskiej, Rady i Europejskiego Banku Centralnego: Dalsze działania na rzecz dokończenia budowy Unii Gospodarczej i Walutowej: Plan działania, COM (2017) 821, Bruksela, 7 grudnia 2017 r., Komisja Europejska.

⁵ Komunikat Komisji do Parlamentu Europejskiego, Rady, Europejskiego Komitetu Ekonomiczno-Społecznego i Komitetu Regionów w sprawie śródkrośowego przeglądu planu działania na rzecz unii rynków kapitałowych, COM(2017) 292 final, Bruksela, 8 czerwca 2017 r., Komisja Europejska.

⁶ Komunikat Komisji do Parlamentu Europejskiego, Rady, Europejskiego Komitetu Ekonomiczno-Społecznego i Komitetu Regionów Plan działania na rzecz tworzenia unii rynków kapitałowych, COM(2015) 468 final, Bruksela, 30 września 2015 r., Komisja Europejska.

⁷ Komunikat do Parlamentu Europejskiego, Rady, Europejskiego Banku Centralnego, Europejskiego Komitetu Ekonomiczno-Społecznego i Komitetu Regionów w sprawie dokończenia budowy unii bankowej, COM(2017) 592 final, Bruksela, 11 października 2017 r., Komisja Europejska.

⁸ Konkluzje Rady w sprawie Planu działania na rzecz rozwiązania problemu kredytów zagrożonych w Europie, ST 11173 2017 INIT, Bruksela, 11 lipca 2017 r., Rada Unii Europejskiej.

⁹ Consultation Document: Statutory prudential backstops addressing insufficient provisioning for newly originated loans that turn non-performing, Brussels, 10 November 2017, European Commission.

¹⁰ Consultation Document: Development of secondary markets for Non-Performing Loans and distressed assets and protection of secured creditors from borrowers' default, Brussels, 10 July 2017, European Commission.

¹¹ Wniosek. Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady zmieniające rozporządzenie (UE) nr 1093/2010 w sprawie ustanowienia Europejskiego Urzędu Nadzoru (Europejskiego Urzędu Nadzoru Bankowego); rozporządzenie (UE) nr 1094/2010 w sprawie ustanowienia Europejskiego Urzędu Nadzoru (Europejskiego Urzędu Nadzoru Ubezpieczeń i Pracowniczych Programów Emerytalnych); rozporządzenie (UE) nr 1095/2010 w sprawie ustanowienia Europejskiego Urzędu Nadzoru (Europejskiego Urzędu Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych); rozporządzenie (UE) nr 345/2013 w sprawie europejskich funduszy venture capital; rozporządzenie (UE) nr 346/2013 w sprawie europejskich funduszy na rzecz przedsiębiorczości społecznej; rozporządzenie (UE) nr 600/2014 w sprawie rynków instrumentów finansowych; rozporządzenie (UE) 2015/760 w sprawie europejskich długoterminowych funduszy inwestycyjnych; rozporządzenie (UE) 2016/1011 w sprawie indeksów stosowanych jako wskaźniki referencyjne w instrumentach finansowych i umowach finansowych lub do pomiaru wyników funduszy inwestycyjnych oraz

rozporządzenie (UE) 2017/1129 w sprawie prospektu, który ma być publikowany w związku z ofertą publiczną papierów wartościowych lub dopuszczeniem ich do obrotu na rynku regulowanym, COM(2017) 536 final, Bruksela, 20 września 2017 r., Komisja Europejska.

- ¹² Wniosek. Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady w sprawie nadzoru ostrożnościowego nad firmami inwestycyjnymi oraz zmieniająca dyrektywy 2013/36/UE i 2014/65/UE, KOM(2017) 791 wersja ostateczna, Bruksela, 20 grudnia 2017 r., Komisja Europejska.
- ¹³ Wniosek. Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady w sprawie wymogów ostrożnościowych dla firm inwestycyjnych oraz zmieniające rozporządzenia (UE) nr 575/2013, (UE) nr 600/2014 i (UE) nr 1093/2010, KOM(2017) 790 wersja ostateczna, Bruksela, 20 grudnia 2017 r., Komisja Europejska.
- ¹⁴ Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2013/36/UE z dnia 26 czerwca 2013 r. w sprawie warunków dopuszczenia instytucji kredytowych do działalności oraz nadzoru ostrożnościowego nad instytucjami kredytowymi i firmami inwestycyjnymi, zmieniająca dyrektywę 2002/87/WE i uchylająca dyrektywy 2006/48/WE oraz 2006/49/WE (Dz. Urz. UE L176 z 2013 r., s. 338 z późn. zm.).
- ¹⁵ Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 575/2013 z dnia 26 czerwca 2013 r. w sprawie wymogów ostrożnościowych dla instytucji kredytowych i firm inwestycyjnych, zmieniające rozporządzenie (UE) nr 648/2012 (Dz. Urz. UE L176 z 2013 r., s. 1 z późn. zm.).
- ¹⁶ Wniosek. Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady zmieniająca Dyrektywę 2014/59/EU w odniesieniu do zdolności instytucji kredytowych i firm inwestycyjnych do pokrycia strat i dokapitalizowania oraz zmieniająca dyrektywę 98/26/WE, dyrektywę 2002/47/WE, dyrektywę 2012/30/UE, dyrektywę 2011/35/UE, dyrektywę 2005/56/WE, dyrektywę 2004/25/WE oraz dyrektywę 2007/36/WE, COM(2016) 852 wersja ostateczna, Bruksela, 23 listopada 2016 r., Komisja Europejska.
- ¹⁷ Wniosek. Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady zmieniające Rozporządzenie (EU) Nr 806/2014 w odniesieniu do zdolności do absorpcji strat i rekaptalizacji instytucji kredytowych oraz firm inwestycyjnych, COM (2016) 851 wersja ostateczna, Bruksela 23 listopada 2016 r., Komisja Europejska.
- ¹⁸ Wniosek. Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady zmieniające Rozporządzenie (UE) 806/2014 w celu ustanowienia europejskiego systemu gwarantowania depozytów, COM (2015) 586 wersja ostateczna, Strasburg, 24 listopada 2015 r., Komisja Europejska.
- ¹⁹ *Rozwój systemu finansowego w Polsce w 2015 r.*, Warszawa 2016, NBP, s. 66-67; *Rozwój systemu finansowego w Polsce w 2016 r.*, Warszawa 2017, NBP, s. 56-57.
- ²⁰ Wniosek. Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady zmieniające rozporządzenie (UE) nr 648/2012 w odniesieniu do obowiązku rozliczania, zawieszania obowiązku rozliczania, wymogów dotyczących zgłaszania, technik ograniczania ryzyka związanego z kontraktami pochodnymi będącymi przedmiotem obrotu poza rynkiem regulowanym, które nie są rozliczane przez kontrahenta centralnego, rejestracji repozytoriów transakcji i nadzoru nad nimi, a także wymogów dotyczących repozytoriów transakcji, KOM(2017) 208, Bruksela, 4 maja 2017 r., Komisja Europejska.
- ²¹ Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council amending Regulation (EU) No 648/2012 as regards the clearing obligation, the suspension of the clearing obligation, the reporting requirements, the risk-mitigation techniques for OTC derivatives contracts not cleared by a central counterparty, the registration and supervision of trade repositories and the requirements for trade repositories - Mandate for negotiations with the European Parliament, ST 15626 2017 INIT - 2017/0090 (COD), Brussels, 11 December 2017, Council of the European Union.
- ²² Wniosek. Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady zmieniające rozporządzenie (UE) nr 1095/2010 w sprawie ustanowienia Europejskiego Urzędu Nadzoru (Europejskiego Urzędu Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych) oraz zmieniające rozporządzenie (UE) nr 648/2012 w odniesieniu do procedur i organów związanych z udzielaniem zezwolenia CCP oraz wymogów dotyczących uznawania CCP z państw trzecich, KOM(2017) 331 wersja ostateczna, Strasburg, 13 czerwca 2017 r., Komisja Europejska.
- ²³ Wniosek. Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady w sprawie ram na potrzeby prowadzenia działań naprawczych oraz restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji w odniesieniu do kontrahentów centralnych oraz zmieniające rozporządzenia (UE) nr 1095/2010, (UE) nr 648/2012 i (UE) 2015/2365, KOM(2016) 856 wersja ostateczna, Bruksela, 28 listopada 2016 r., Komisja Europejska.
- ²⁴ Szerzej na temat zaproponowanych przez KE rozwiązań dotyczących działań naprawczych oraz restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji dla CCP w: *Rozwój systemu finansowego w Polsce w 2016 r.*, Warszawa 2017, NBP, s.57.
- ²⁵ Wniosek. Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady w sprawie ogólnoeuropejskiego indywidualnego produktu emerytalnego (OIPE), COM(2017) 343, wersja ostateczna, Bruksela, 29 czerwca 2017 r., Komisja Europejska.
- ²⁶ Podmioty, o których mowa w dyrektywie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 2016/2341 z dnia 14 grudnia 2016 r. w sprawie działalności instytucji pracowniczych programów emerytalnych oraz nadzoru nad takimi instytucjami (IORP) (Dz. Urz. UE L354 z 2016 r., s. 37).

3. Infrastruktura systemu

Na infrastrukturę systemu finansowego składają się instytucje i systemy umożliwiające dokonywanie płatności, organizujące obrót instrumentami finansowymi oraz umożliwiające rozliczanie i rozrachunek zawartych transakcji. Istotnym elementem infrastruktury są instytucje poprawiające przejrzystość informacyjną oraz systemy zapewniające ochronę uczestnikom rynku. Ważną rolę odgrywają również podmioty regulujące funkcjonowanie systemu finansowego i nadzorujące go. W niniejszym rozdziale przedstawiono najważniejsze zmiany dotyczące infrastruktury systemu finansowego w Polsce, jakie nastąpiły w 2017 r.

3.1. Instytucje regulujące i nadzorcze

Instytucjami regulującymi i nadzorującymi funkcjonowanie polskiego systemu finansowego są: Ministerstwo Finansów, Komisja Nadzoru Finansowego oraz Narodowy Bank Polski. W analizowanym okresie KNF przyznano uprawnienia nadzorcze w odniesieniu do podmiotów świadczących usługi pośrednictwa kredytu hipotecznego⁸⁹. Od 22 lipca 2017 r. wykonywanie działalności przez pośrednika kredytu hipotecznego wymaga uzyskania zezwolenia KNF i wpisu do prowadzonego przez nią rejestru tych podmiotów. Jednocześnie KNF została wskazana jako instytucja prowadząca rejestr pośredników kredytowych i rejestr instytucji pożyczkowych. Od 22 lipca 2017 r. wpis do tych rejestrów jest warunkiem świadczenia usług przez takie podmioty. Organ nadzoru otrzymał uprawnienie do odmowy dokonania takiego wpisu, jeżeli podmiot nie spełnia określonych w ustawie o kredycie konsumenckim⁹⁰ wymogów dotyczących podjęcia działalności polegającej na, odpowiednio, pośrednictwie w udzielaniu kredytu konsumenckiego oraz udzielaniu kredytów konsumenckich.

Od 4 czerwca 2016 r. nadzorem KNF została objęta także działalność alternatywnych spółek inwestycyjnych (ASI)⁹¹. Na mocy przepisów przejściowych wspomniane podmioty mogły kontynuować działalność na dotychczasowych zasadach do momentu uzyskania wpisu KNF do rejestru zarządzających ASI albo uzyskania zezwolenia KNF na wykonywanie tej działalności. Podmioty te zostały jednocześnie zobowiązane do złożenia w KNF do 4 czerwca 2017 r. wniosków o wspomniany wpis albo o wydanie zezwolenia. Ponadto od 8 lutego 2017 r. NBP powierzono

⁸⁹ Ustawa z dnia 23 marca 2017 r. o kredycie hipotecznym oraz o nadzorze nad pośrednikami kredytu hipotecznego i agentami (Dz.U. z 2017 r., poz. 819).

⁹⁰ Ustawa z dnia 12 maja 2011 r. o kredycie konsumenckim (tekst jednolity Dz.U. z 2016 r., poz. 993 z późn. zm.).

⁹¹ Ustawa z dnia 31 marca 2016 r. o zmianie ustawy o funduszach inwestycyjnych oraz niektórych innych ustaw (Dz.U. z 2016 r., poz. 615).

nadzór systemowy (*oversight*) nad funkcjonowaniem schematów płatniczych⁹². W analizowanym okresie na podmioty tworzące infrastrukturę systemu płatniczego, tj. podmioty prowadzące systemy płatności, schematy płatnicze, centralny depozyt papierów wartościowych oraz systemy rozliczeń i rozrachunku papierów wartościowych, nałożono nowe obowiązki sprawozdawcze wobec NBP, sprawującego nadzór *oversight* nad systemem płatniczym⁹³.

Wskazane instytucje regulujące i nadzorujące krajowy system finansowy wraz z Bankowym Funduszem Gwarancyjnym (BFG) tworzą sieć bezpieczeństwa finansowego i współpracują w ramach Komitetu Stabilności Finansowej (KSF). W 2017 r. odbyło się pięć posiedzeń Komitetu w formule makroostrożnościowej (KSF-M)⁹⁴. Na czterech z nich Komitet skierował do Ministra Rozwoju i Finansów rekomendację dotyczącą utrzymania antycyklicznego bufora kapitałowego⁹⁵ na poziomie 0%. Na posiedzeniu w grudniu 2017 r. KSF-M wydał, na wniosek KNF, opinie w sprawie uznania zidentyfikowanych przez KNF dwunastu banków krajowych za tzw. inne instytucje o znaczeniu systemowym (O-SII, *Other Systemically Important Institution*)⁹⁶ oraz o nałożeniu na nie odpowiedniego bufora kapitałowego⁹⁷. Ponadto Komitet przedstawił rekomendację dotyczącą restrukturyzacji portfela kredytów mieszkaniowych w walutach obcych⁹⁸. Składa się ona ze skierowanych do poszczególnych instytucji współpracujących w KSF-M dziewięciu zaleceń, których realizacja ma stworzyć warunki sprzyjające restrukturyzacji walutowych kredytów mieszkaniowych na zasadzie dobrowolnego porozumienia między bankami a kredytobiorcami.

⁹² Szerzej na temat uprawnień Prezesa NBP w zakresie sprawowania nadzoru systemowego nad schematami płatniczymi w: *Rozwój systemu finansowego w Polsce w 2016 r.*, Warszawa 2017, NBP, rozdział 2.1.

⁹³ Szerzej na temat tych obowiązków sprawozdawczych na stronie internetowej NBP: <http://www.nbp.pl/home.aspx?f=/systemplatniczy/nadzor/raportysprawozdawcze.html>.

⁹⁴ Szerzej na temat działalności KSF jako organie makroostrożnościowym w: *Informacja o działalności Komitetu Stabilności Finansowej w zakresie nadzoru makroostrożnościowego w 2017 r.*, Warszawa, czerwiec 2018 r., <http://www.nbp.pl/nadzormakroostroznosciowy/publikacje/informacja-roczna-KSF-M-2017.pdf>.

⁹⁵ Więcej o buforze antycyklicznym na stronie internetowej NBP, <http://www.nbp.pl/nadzormakroostroznosciowy/bufor.aspx>.

⁹⁶ O-SII – instytucja o znaczeniu systemowym inna niż globalna instytucja systemowo ważna (*Global Systemically Important Institution*, G-SII). Pojęcie tzw. innej instytucji o znaczeniu systemowym zostało wprowadzone do ustawy z dnia 5 sierpnia 2015 r. o nadzorze makroostrożnościowym nad systemem finansowym i zarządzaniu kryzysowym w systemie finansowym w związku z koniecznością zaimplementowania do polskiego porządku prawnego przepisów dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady 2013/36/UE z dnia 26 czerwca 2013 r. w sprawie warunków dopuszczenia instytucji kredytowych do działalności oraz nadzoru ostrożnościowego nad instytucjami kredytowymi i firmami inwestycyjnymi, zmieniającej dyrektywę 2002/87/WE i uchylającej dyrektywy 2006/48/WE i 2006/49/WE (Dz. Urz. UE L176 z 2013 r., s. 338) z późn. zm.

⁹⁷ Więcej o innych instytucjach o znaczeniu systemowym i nałożonych na nie buforach na stronie internetowej NBP, <http://www.nbp.pl/nadzormakroostroznosciowy/insrtumenty.aspx>.

⁹⁸ Informacja o zawartych w rekomendacji zaleceniach oraz stanie ich wdrożenia dostępna na stronie internetowej NBP, <http://www.nbp.pl/nadzormakroostroznosciowy/podstawa/20170602.pdf>.

Poza wymienionymi instytucjami, przy ministrze właściwym do spraw instytucji finansowych działała Rada Rozwoju Rynku Finansowego (RRRF). Jest to organ opiniodawczy i doradczy w sprawach związanych z rozwojem i regulacjami krajowego rynku finansowego.

3.2. System płatniczy

W 2017 r. na polskim rynku funkcjonowało pięć głównych systemów płatności w złotych: SORBNET2, Elixir, Express Elixir, BlueCash i BLIK oraz dwa systemy płatności w euro: TARGET2-NBP i Euro Elixir. We wszystkich wspomnianych systemach odnotowano wzrost wartości i liczby przetworzonych w nich zleceń.

Bazując na zaleceniach CPMI-IOSCO dotyczących ochrony przed cyberzagrożeniami⁹⁹, w 2017 r. NBP dokonał oceny dwóch krajowych podmiotów prowadzących systemowo ważne systemy płatności (SORBNET2 i Elixir) pod kątem bezpieczeństwa ich infrastruktury teleinformatycznej. Ocena ta wskazała na wysoki stopień odporności obu podmiotów na cyberzagrożenia.

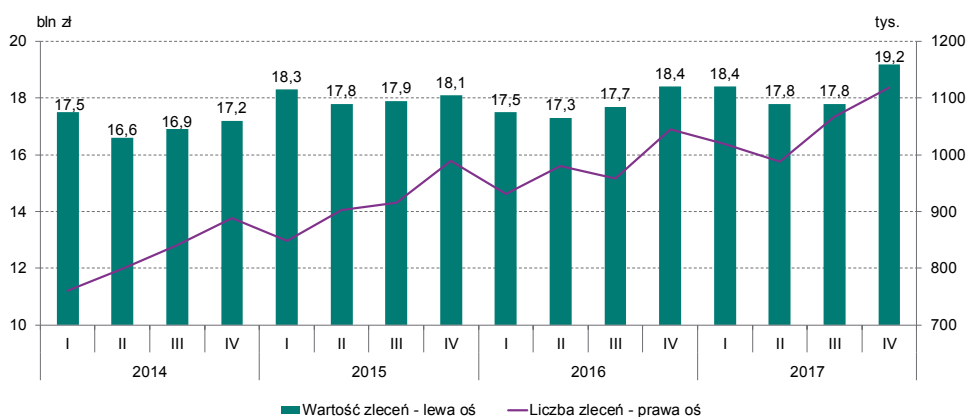
3.2.1. Systemy wysokokwotowych płatności międzybankowych

System SORBNET2

W systemie SORBNET2, służącym do rozrachunku płatności wysokokwotowych w złotych, według stanu na koniec 2017 r. uczestniczyło: 45 banków, NBP, KDPW, KDPW_CCP oraz KIR. W porównaniu z 2016 r. zarówno wartość, jak i liczba zleceń zrealizowanych w tym systemie zwiększyły się, odpowiednio, o 3,0% i 6,8% (wykres 3.2.1). Do wzrostów tych przyczyniła się głównie większa skala przesyłanych przez KDPW zleceń przeprowadzenia rozrachunku pieniężnego z tytułu operacji na rynku papierów wartościowych. W 2017 r. w systemie SORBNET2 średnio rozliczano 16 699 zleceń dziennie (15 762 w 2016 r.), a średnia wartość pojedynczego zlecenia wyniosła 17,4 mln zł (18,1 mln zł w roku poprzednim). W strukturze obrotów według typów operacji dominowały płatności wynikające z realizacji zleceń klientów, głównie z tytułu płatności międzybankowych (wykres 3.2.2).

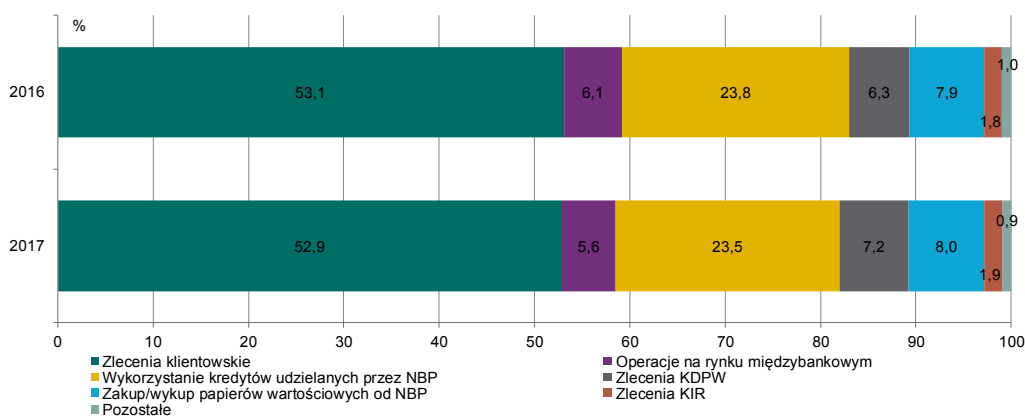
⁹⁹ *Guidance on cyber resilience for financial market infrastructures*, czerwiec 2016 r., CPMI-IOSCO, dokument dostępny na stronie internetowej Banku Rozrachunków Międzynarodowych, <https://www.bis.org/cpmi/publ/d146.pdf>. Zalecenia te są skierowane do podmiotów infrastruktury systemu finansowego, w tym podmiotów prowadzących systemowo istotne systemy płatności.

Wykres 3.2.1. Kwartalna wartość i liczba zleceń przetworzonych w systemie SORBNET2 w latach 2014–2017



Źródło: NBP.

Wykres 3.2.2. Udział głównych typów operacji w strukturze obrotów brutto w systemie SORBNET2 w 2016 i 2017 r.



Źródło: NBP.

W 2017 r. w systemie SORBNET2 wprowadzono funkcję, która pozwala na wnoszenie przez banki do utworzonych w BFG funduszy – gwarancyjnego banków i przymusowej restrukturyzacji banków – składek w formie zobowiązania do zapłaty¹⁰⁰. Funkcja ta umożliwia ustanawianie na rzecz BFG nieodwołalnej blokady znajdujących się na rachunkach bieżących banków środków pochodzących z wykupu (zdeponowanych w NBP lub KDPW) papierów wartościowych stanowiących zabezpieczenie tego zobowiązania, do czasu nabycia przez banki kolejnych papierów wartościowych. W analizowanym okresie prowadzono prace dotyczące wprowadzenia możliwości zastosowania wielostronnej kompensacji zleceń złożonych przez uczestników oraz

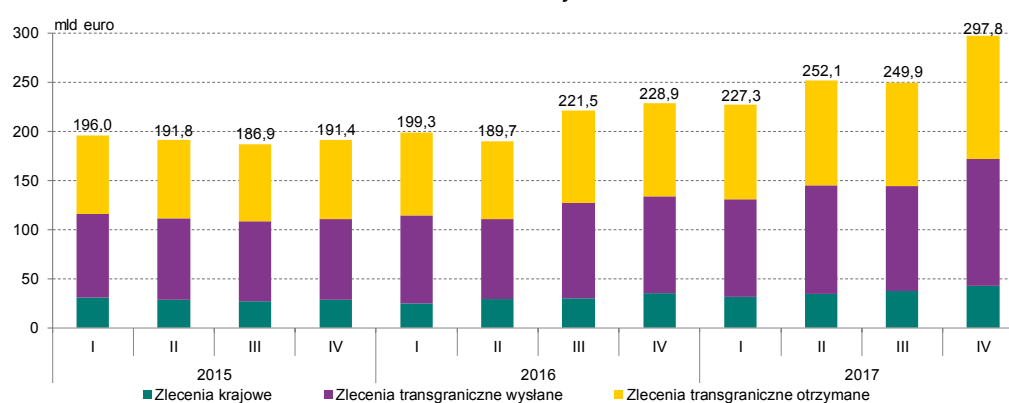
¹⁰⁰ Sposób wnoszenia składek w formie zobowiązania do zapłaty określa art. 304 ustawy z dnia 10 czerwca 2016 r. o Bankowym Funduszu Gwarancyjnym, systemie gwarantowania depozytów oraz przymusowej restrukturyzacji (Dz.U. z 2016 r., poz. 996, z późn. zm.).

nowego statusu uczestnika systemu (określanego jako „zawieszony”). Status ten ma być nadawany w sytuacji ogłoszenia upadłości uczestnika lub ograniczenia prowadzonej przez niego działalności. Wdrożenie tych zmian w SORBNET2 zaplanowano na I połowę 2018 r.

System TARGET2-NBP

System TARGET2-NBP (T2-NBP), będący polskim komponentem systemu TARGET2 (T2), służy do rozrachunku wysokokwotowych płatności transgranicznych i krajowych w euro. Na koniec grudnia 2017 r. w systemie T2-NBP uczestniczyło: 18 banków krajowych oraz NBP, KIR, KDPW i KDPW_CCP. Wartość obrotów w tym systemie była wyższa o 22,4% w porównaniu z 2016 r. (wykres 3.2.3). W 2017 r. średnio realizowano 5 tys. 809 zleceń dziennie, a średnia wartość pojedynczego zlecenia wyniosła 693,4 tys. euro. Największy udział w rozrachunkach miały zlecenia transgraniczne, stanowiły one 85,7% wartości obrotów oraz 87,0% całkowitej liczby przetworzonych zleceń.

Wykres 3.2.3. Kwartalna wartość obrotów brutto w systemie TARGET2-NBP w latach 2015–2017



Źródło: NBP.

W 2017 r. NBP rozpoczął przygotowania do świadczenia w polskim komponentie systemu T2 usługi rozrachunku płatności natychmiastowych. Konieczność zapewnienia takiego rozwiązania wynika z decyzji Rady Prezesów EBC, dotyczącej zaplanowanego na koniec 2018 r. wprowadzenia w systemie T2 możliwości przeprowadzania w trybie natychmiastowym i bez ograniczeń czasowych, tj. przez 24 godziny na dobę i przez 7 dni w tygodniu, rozrachunku płatności nominowanych w euro, oraz ewentualnie w innych walutach¹⁰¹.

Paneuropejska platforma TARGET2-Securities (T2S), będąca pod względem prawnym częścią systemu T2 służy do rozrachunku w pieniądzu banku centralnego krajowych i transgranicznych transakcji papierami wartościowymi na zasadzie DvP (*delivery versus payment*, dostawa za płatność). Na platformie tej od czerwca 2015 r. przeprowadzany jest rozrachunek transakcji

¹⁰¹ Informacje o decyzji Rady Prezesów EBC dostępne na stronie internetowej EBC, <http://www.ecb.europa.eu/press/govcdec/otherdec/2017/html/gc170623.en.html>, <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2017/html/ecb.pr170622.en.html>.

papierami wartościowymi nominowanymi w euro, ale istnieje możliwość włączenia do T2S walut krajów UE nienależących do strefy euro. Bezpośrednimi uczestnikami T2S są centralne depozyty papierów wartościowych oraz banki centralne. Polskie centralne depozyty papierów wartościowych, tj. KDPW i SKARBNET4, nie wyraziły dotychczas zainteresowania przystąpieniem do platformy T2S. Zgodnie ze strategią grupy kapitałowej KDPW przyjętą na lata 2017-2020 KDPW zaplanował na 2018 r. dokonanie ponownej oceny zasadności ewentualnego uczestnictwa w rozrachunkach w T2S.

NBP jako uczestnik systemu T2 został zobowiązany do przygotowania komponentu T2-NBP do współpracy z platformą T2S. 18 września 2017 r. NBP udostępnił uczestnikom T2-NBP usługę autokolateralizacji. Polega ona na udzielaniu przez bank centralny kredytu w ciągu dnia w euro pod zabezpieczenie papierów wartościowych, w sytuacji, gdy właściciel prowadzonego na platformie T2S dedykowanego rachunku pieniężnego¹⁰² nie posiada wystarczających środków do przeprowadzenia rozrachunku transakcji zakupu tych papierów. Ponadto NBP otworzył na platformie T2S pierwszy dedykowany rachunek pieniężny dla uczestnika systemu T2-NBP – KDPW. Wynikało to z konieczności dostosowania się KDPW, jako uczestnika jednego z przystępujących do T2S centralnych depozytów papierów wartościowych, do wymogów związanych z przeprowadzaniem przez te podmioty rozrachunków na tej platformie.

3.2.2. Systemy płatności detalicznych

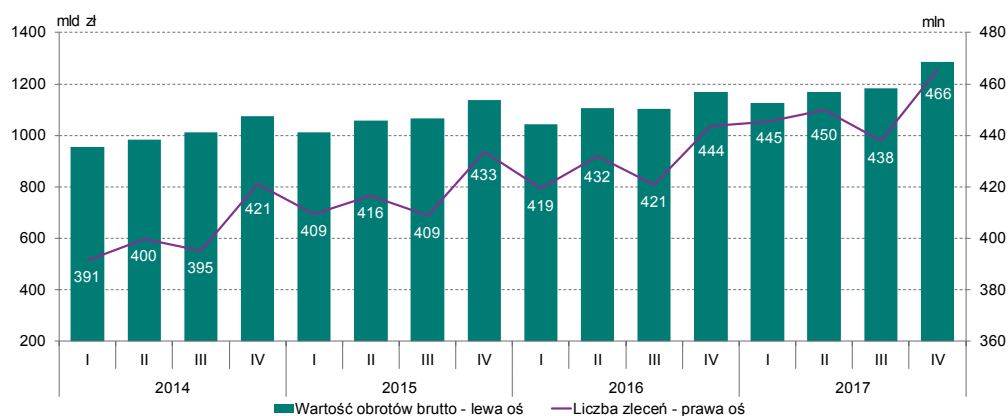
System Elixir

Wynikające ze zleceń klientów rozliczenia międzybankowe w złotych przeprowadzane są za pośrednictwem KIR w systemie Elixir, który jest najważniejszym systemem płatności detalicznych działającym w Polsce. System ten, podlegający sprawowanemu przez NBP nadzorowi *oversight*, został sklasyfikowany jako systemowo ważny system płatności detalicznych¹⁰³. Na koniec 2017 r. bezpośrednimi uczestnikami wymiany zleceń płatniczych w systemie Elixir było 39 banków krajowych oraz NBP. Od kilku lat w systemie tym systematycznie rośnie zarówno liczba, jak i wartość przetwarzanych zleceń (wykres 3.2.4). W 2017 r. średnio rozliczano 7,2 mln zleceń dziennie, a średnia wartość pojedynczego zlecenia wyniosła 2 648 zł.

¹⁰² Dedykowany rachunek pieniężny (*dedicated cash accounts*) służy do transferu środków pieniężnych w związku z rozrachunkiem transakcji papierami wartościowymi na platformie T2S.

¹⁰³ Lista systemów płatności podlegających nadzorowi systemowemu Prezesa NBP wraz z ich klasyfikacją dostępna na stronie internetowej NBP, <http://www.nbp.pl/systemplatniczy/nadzor/lista-systemow-i-schematow.pdf?v=4>.

Wykres 3.2.4. Kwartalna wartość obrotów brutto i kwartalna liczba zleceń w systemie Elixir w latach 2014-2017

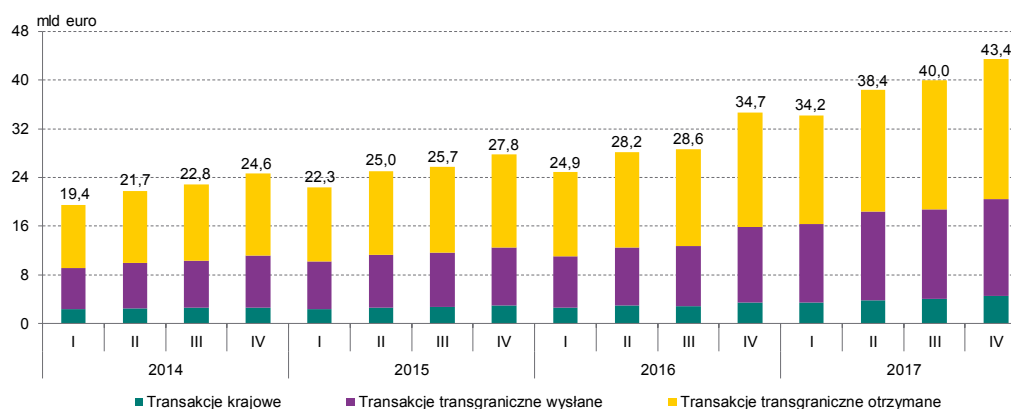


Źródło: NBP.

System Euro Elixir

Na koniec 2017 r. uczestnikami systemu Euro Elixir, przeznaczonego do realizacji krajowych i transgranicznych detalicznych zleceń płatniczych w euro, było 19 banków oraz NBP. W 2017 r. kontynuowany był wzrost wartości obrotów w tym systemie (wykres 3.2.5). Przeciętnie realizowano w nim prawie 107 tys. zleceń dziennie (więcej o 24,4% w porównaniu z 2016 r.), a średnia wartość pojedynczego zlecenia wyniosła 5 732 euro.

Wykres 3.2.5. Kwartalna wartość obrotów brutto w systemie Euro Elixir w latach 2014-2017



Źródło: NBP.

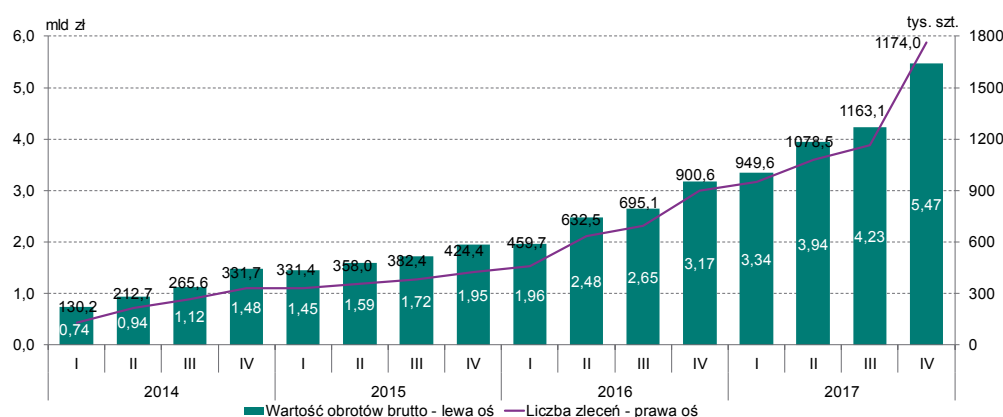
W analizowanym okresie KIR prowadziła prace nad udostępnieniem uczestnikom systemu Euro Elixir usługi rozliczania poleceń zapłaty SEPA, zgodnych z wymogami rozporządzenia UE w sprawie wymogów technicznych i handlowych dla poleceń przelewu i poleceń zapłaty

w euro¹⁰⁴. Zgodnie z założeniami KIR usługa ta byłaby realizowana za pośrednictwem NBP, który miałby zapewnić bankom dostęp do prowadzonego przez paneuropejską spółkę EBA Clearing systemu płatności detalicznych, rozliczającego transakcje wspomnianym instrumentem płatniczym.

System Express Elixir

System Express Elixir, którego operatorem jest KIR, realizuje zlecenia płatnicze klientów banków w złotych w trybie natychmiastowym, przez 24 godziny na dobę oraz przez 7 dni w tygodniu. Z usługi przelewów natychmiastowych mogą korzystać tylko klienci tych banków, które zawarły z KIR umowy uczestnictwa oraz zastosowały odpowiednie rozwiązania technologiczne. Na koniec 2017 r. uczestnikami systemu Express Elixir było 12 banków oraz NBP. Wraz z dołączeniem banku centralnego w marcu 2017 r. do grona uczestników tego systemu możliwe stało się regulowanie przez podatników w czasie rzeczywistym zobowiązań wobec organów administracji skarbowej, których rachunki bankowe prowadzone są przez NBP.

Wykres 3.2.6. Kwartalna wartość obrotów brutto i kwartalna liczba zleceń w systemie Express Elixir w latach 2014–2017



Źródło: NBP.

Od uruchomienia systemu Express Elixir liczba i wartość zleceń w nim przetworzonych systematycznie rośnie (wykres 3.2.6). W porównaniu z 2016 r. liczba zleceń zwiększyła się o 84,4%, a ich wartość o 65,5%. W systemie tym w 2017 r. przeciętnie realizowano 13 576 zleceń dziennie, a średnia wartość pojedynczego zlecenia wyniosła 3 427 zł.

System BlueCash

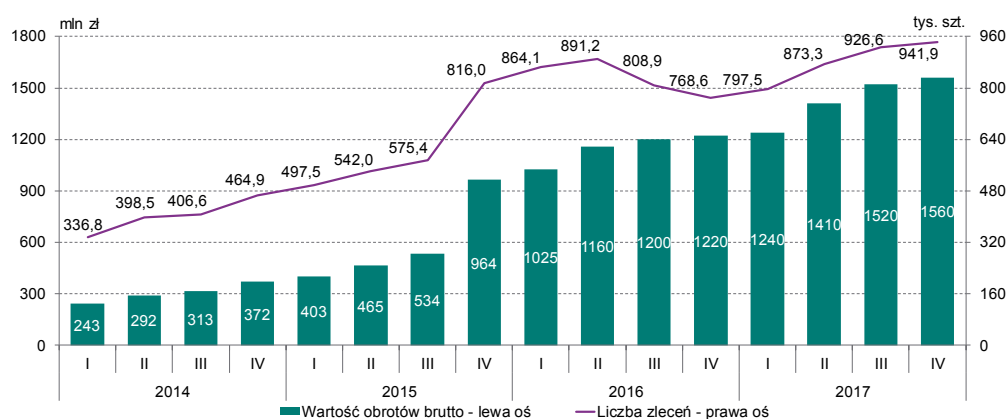
System płatności BlueCash, którego operatorem jest spółka Blue Media, jest drugim na rynku

¹⁰⁴ Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 260/2012 z dnia 14 marca 2012 r. ustanawiające wymogi techniczne i handlowe w odniesieniu do poleceń przelewu i poleceń zapłaty w euro oraz zmieniające rozporządzenie (WE) nr 924/2009 (Dz. Urz. UE L94 z 2012 r., s. 22 z późn. zm.). Rozporządzenie to zakończyło samoregulacyjną formułę realizacji projektu utworzenia jednolitego obszaru płatności w euro – SEPA (Single Euro Payments Area) w zakresie tych dwóch paneuropejskich instrumentów płatniczych.

krajowym systemem umożliwiającym natychmiastową i bez ograniczeń czasowych realizację krajowych transakcji płatniczych w formie polecenia przelewu w złotych. Jego uczestnikami są wyłącznie banki, które zawarły z organizatorem tego systemu umowę o uczestnictwo. Zlecenia płatnicze mogą być realizowane między uczestnikami systemu oraz mogą być przez nich kierowane do banków posiadających status podmiotów współpracujących (niebędących jego uczestnikami). Na koniec 2017 r. aktywnymi uczestnikami Systemu BlueCash było 105 banków, w tym 99 banków spółdzielczych.

System BlueCash jest coraz powszechniej wykorzystywany przez jego użytkowników. Liczba i wartość obsługiwanych w nim zleceń wzrosły w porównaniu z 2016 r., odpowiednio, o 6,2% i 24,4% (wykres 3.2.7). W 2017 r. w systemie tym realizowano przeciętnie 9 696 zleceń dziennie, a średnia wartość pojedynczego zlecenia wyniosła 1 619 zł. Nieco ponad jedna trzecia wszystkich operacji została dokonana między jego uczestnikami, natomiast pozostałe płatności były wysyłane przez uczestników systemu do banków współpracujących.

Wykres 3.2.7. Kwartalna wartość obrotów brutto i kwartalna liczba zleceń w systemie BlueCash w latach 2014–2017

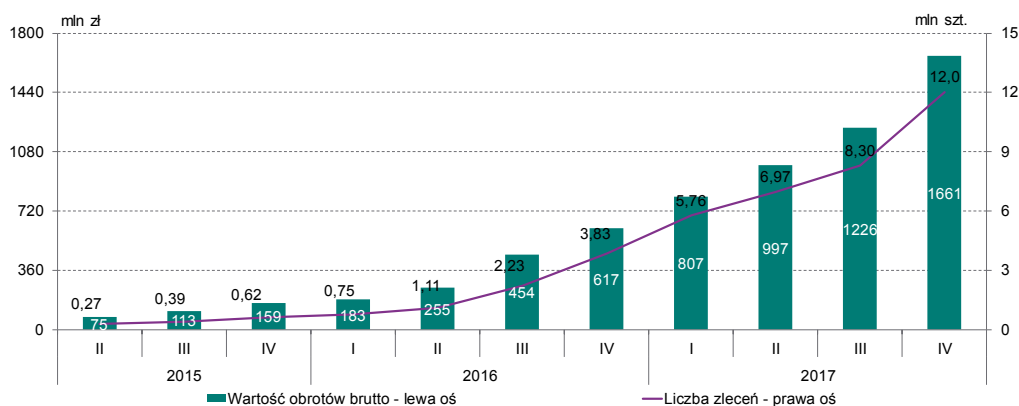


Źródło: NBP.

System BLIK

System płatności mobilnych BLIK jest pierwszym w Polsce systemem, który umożliwia dokonywanie za pomocą telefonu komórkowego i tabletu transakcji płatniczych w sklepach stacjonarnych i internetowych, w komunikacji miejskiej i urzędach publicznych. Pozwala on także na wypłatę gotówki z bankomatów przy użyciu wspomnianych urządzeń mobilnych. Ponadto system ten oferuje usługę natychmiastowego przesyłania środków pieniężnych między jego użytkownikami, bez konieczności podawania numeru rachunku bankowego odbiorcy przelewu, a jedynie przez wskazanie jego numeru telefonu. Na koniec grudnia 2017 r. aktywnymi uczestnikami systemu BLIK było dziewięć banków krajowych.

Wykres 3.2.8. Kwartalna wartość obrotów brutto i kwartalna liczba zleceń w systemie BLIK w okresie II kwartał 2015 r. – IV kwartał 2017 r.



Źródło: NBP.

Od uruchomienia tego systemu w lutym 2015 r. liczba i wartość przetwarzanych w nim zleceń istotnie wzrosły (wykres 3.2.8). W 2017 r. przeciętnie realizowano 90 527 zleceń dziennie, a średnia wartość pojedynczego zlecenia wyniosła 142 zł. Wśród płatności mobilnych największy udział pod względem wartości miały wypłaty gotówki w bankomacie – stanowiły one 55,7% tych płatności. Natomiast najczęściej realizowanym rodzajem operacji były płatności internetowe (65% wszystkich płatności mobilnych).

3.2.3. Podmioty pośredniczące w przyjmowaniu wpłat na rachunki bankowe

Zgodnie z przepisami ustawy o usługach płatniczych¹⁰⁵ działalność polegająca na przyjmowaniu wpłat gotówkowych w celu ich dalszego przekazania na rachunki bankowe jest zaliczana do usług płatniczych i może być wykonywana tylko przez licencjonowane krajowe instytucje płatnicze albo zarejestrowane biura usług płatniczych. Na koniec 2017 r. do prowadzonego przez KNF Rejestru Usług Płatniczych¹⁰⁶ wpisane były 44 instytucje płatnicze oraz 1 320 biur usług płatniczych¹⁰⁷.

Według danych gromadzonych przez NBP, na koniec 2017 r. funkcjonowało 909 podmiotów przyjmujących wpłaty gotówkowe na rachunki bankowe¹⁰⁸ (o 9 podmiotów mniej niż w 2016 r.).

¹⁰⁵ Ustawa z dnia 19 sierpnia 2011 r. o usługach płatniczych (Dz.U. z 2011 r., nr 199, poz. 1175, z późn. zm.).

¹⁰⁶ Rejestr Usług Płatniczych, dostępny na stronie internetowej KNF, <https://erup.knf.gov.pl/View/>.

¹⁰⁷ Sprawozdanie z działalności Komisji Nadzoru Finansowego w 2017 roku, dokument dostępny na stronie internetowej KNF, https://www.knf.gov.pl/knf/pl/komponenty/img/PRZYJ%C4%98TY_NA_POSIEDZENIU_10_04_2018_Sprawozdanie_2017_61508.pdf.

¹⁰⁸ Liczba podmiotów przyjmujących wpłaty na rachunki bankowe wpisanych do rejestru KNF różni się istotnie od liczby podmiotów przekazujących dane do NBP w 2017 r. Rozbieżność ta może wynikać z następujących powodów: firmy zostały wpisane do rejestru w 2017 r., ale nie rozpoczęły działalności; firmy zarejestrowane w KNF zakończyły działalność w 2017 r. albo firmy zostały wpisane do rejestru kilkakrotnie (kilka osób pod jednym adresem firmy), a dane do NBP przekazywały jako jeden podmiot.

Liczba punktów obsługi spadła o 18,7% w porównaniu z końcem 2016 r., do 33,1 tys. Średnia wartość wpłat gotówkowych dokonywanych w tych podmiotach wyniosła w 2017 r. 163 zł.

Podobnie jak w poprzednich latach, część biur usług płatniczych, w szczególności tych posiadających jeden punkt obsługi, rezygnowała ze świadczenia usługi pośrednictwa w przyjmowaniu wpłat na rachunki bankowe. Jednocześnie pojawiały się nowe biura usług płatniczych, a niektóre z obecnych już na rynku podmiotów przyjmujących wpłaty gotówkowe rozwijały działalność przez rozbudowę sieci placówek. Świadczone przez nie usługi były nadal popularnym sposobem opłacania rachunków wśród pewnych grup społeczeństwa, o czym świadczy odnotowany w 2017 r. wzrost wartości i liczby przyjętych przez nie wpłat (tabela 3.2.1).

Tabela 3.2.1. Wartość i liczba transakcji realizowanych w podmiotach pośredniczących w przyjmowaniu wpłat na rachunki bankowe w latach 2014–2017

	2014	2015	2016	2017
Wartość transakcji realizowanych w biurach usług płatniczych (w mld zł)	13,410	12,864	13,341	13,657
Liczba transakcji realizowanych w biurach usług płatniczych (w mln szt.)	82,029	82,683	83,123	83,790

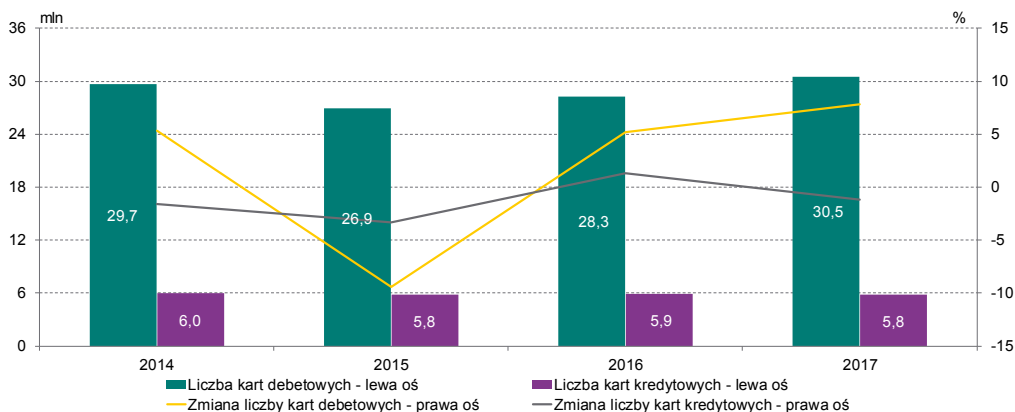
Źródło: NBP.

3.2.4. Detaliczne instrumenty i usługi płatnicze

W analizowanym okresie zwiększyła się (o 7,8%) liczba kart debetowych w obiegu (wykres 3.2.9). Liczba transakcji, w których wykorzystywano karty debetowe, wzrosła o 16,6% osiągając 4,19 mld, a ich wartość o 11,4% do 596,8 mld zł. Po epizodycznym wzroście liczby wydanych kart kredytowych, jaki miał miejsce w 2016 r., nastąpił ich spadek – na koniec 2017 r. było ich o 1,2% mniej niż rok wcześniej. Trwająca od kilku lat tendencja ograniczania liczby tych kart jest związana m.in. ze stosowaniem przez banki zaostrzonych wymogów dotyczących przyznawania i spłacania kredytu kartowego.

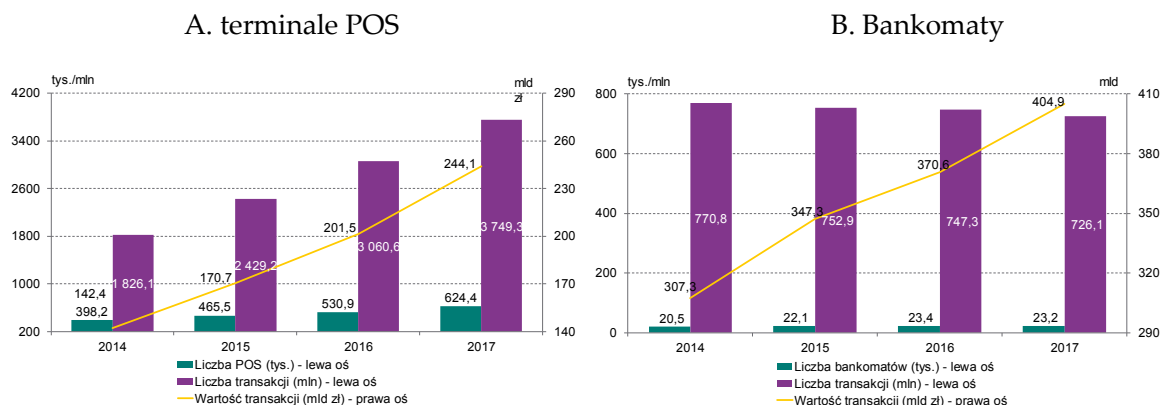
Pod względem wartości transakcji karty płatnicze były nadal najczęściej wykorzystywane jako instrumenty służące do wypłat gotówki z bankomatu. Wartość transakcji zrealizowanych w bankomatach, tj. wypłat i wpłat gotówki, przelewów (np. w celu spłaty zadłużenia na karcie kredytowej), zakupu usług (np. zasilenia kont telefonów komórkowych), wzrosła w 2017 r. o 9,2% do 404,9 mld zł. Natomiast liczba bankomatów nieznacznie spadła (wykres 3.2.10). Średnia wartość pojedynczej transakcji wypłaty gotówki z bankomatu wyniosła 477,5 zł i była znacznie wyższa niż średnia wartość pojedynczej transakcji bezgotówkowej dokonanej kartą (67,3 zł).

Wykres 3.2.9. Liczba kart debetowych i kredytowych oraz tempo ich zmian w latach 2014-2017



Źródło: NBP.

Wykres 3.2.10. Liczba urządzeń oraz roczna liczba i wartość transakcji dokonanych za pośrednictwem terminali POS i bankomatów w latach 2014-2017



Źródło: NBP.

Udział transakcji bezgotówkowych w ogólnej wartości transakcji przeprowadzonych za pomocą kart płatniczych zwiększył się w 2017 r. do 40,3%. Kolejny rok z rzędu wzrosła (o 16,4%) liczba zainstalowanych w placówkach handlowo-usługowych terminali akceptujących płatności dokonywane przy użyciu tych kart. Wpływ na te tendencje mogło mieć kilka czynników. W 2015 r. obniżono stawki opłaty *interchange* dla transakcji płatniczych dokonywanych kartami debetowymi i kartami kredytowymi¹⁰⁹. Mniejsze koszty ponoszone przez akceptantów przełożyły się na

¹⁰⁹ W kwietniu 2015 r. wprowadzona została ustawowa obniżka stawki opłaty *interchange* dla krajowych transakcji dokonanych przy użyciu kart płatniczych. Zgodnie z przyjętymi rozwiązaniami, stawki te wyniosły 0,2% i 0,3% jednostkowej wartości transakcji płatniczej dokonanej, odpowiednio, kartą debetową i kredytową. Natomiast 9 grudnia 2015 r. weszły w życie przewidziane w rozporządzeniu MIF rozwiązania ustanawiające w UE maksymalne stawki tej opłaty na takich samych poziomach, jak określone we wspomnianej ustawie.

zwiększenie się liczby punktów realizujących takie transakcje. Od kwietnia 2017 r. jednostki administracji publicznej były wyposażane w terminale płatnicze do akceptacji płatności kartą za czynności urzędowe oraz przystosowywane do usługi przyjmowania takich płatności dokonywanych telefonem. W kolejnych latach obrót bezgotówkowy w Polsce powinien się dalej upowszechniać dzięki m.in. powstałemu w wyniku współpracy Ministerstwa Przedsiębiorczości i Technologii, ZBP, organizacji płatniczych oraz agentów rozliczeniowych programowi¹¹⁰, który ma zapewnić zwiększenie liczby terminali płatniczych w Polsce o 600 tys. w okresie 3 lat, oraz innym inicjatywom, takim jak umożliwienie opłacania kartą mandatów karnych za wykroczenia drogowe.

Na rynku krajowym bardzo popularne są płatności dokonywane kartami z funkcją zbliżeniową. Na koniec grudnia 2017 r. w obiegu było ponad 31,1 mln kart zbliżeniowych, co stanowiło 79,7% wszystkich kart płatniczych, natomiast udział transakcji zbliżeniowych w ogólnej liczbie bezgotówkowych transakcji dokonanych przy użyciu kart wyniósł 67,2%. Polska należy do czołówki krajów europejskich pod względem częstotliwości użycia kart z funkcją zbliżeniową przy dokonywaniu płatności¹¹¹. Z kolei wartość płatności kartami zbliżeniowymi stanowiła 46,7% ogólnej wartości bezgotówkowych transakcji zrealizowanych przy użyciu kart wydanych w Polsce. Dynamiczny rozwój tego segmentu rynku płatności wynika nie tylko z wygody i szybkości dokonywania płatności kartą zbliżeniową, ale także z zapewnienia odpowiedniej infrastruktury płatniczej (na koniec grudnia 2017 r. prawie 95% terminali płatniczych było przystosowanych do obsługi transakcji kartami zbliżeniowymi¹¹²) i otwartości polskiego społeczeństwa na innowacje płatnicze¹¹³. Coraz częstsze wykorzystywanie kart z funkcją zbliżeniową do dokonywania płatności na niewielkie kwoty (do 50 zł) przekłada się na zmniejszenie się średniej wartości jednej transakcji bezgotówkowej dokonanej kartą płatniczą (z 69 zł w 2016 r. do 67 zł w 2017 r.).

Drugi rok z rzędu nieznacznie zmniejszył się udział kart wyposażonych przynajmniej w mikroprocesor w całkowitej liczbie wydanych kart płatniczych (tabela 3.2.2). Jednocześnie ponownie odnotowano wzrost liczby kart wyposażonych wyłącznie w pasek magnetyczny (w porównaniu z 2016 r. liczba tych kart w obiegu wzrosła o 19,3%). Zmiana ta wynikała z oferty tego typu kart przygotowanej na potrzeby klientów biznesowych.

¹¹⁰ Szerzej o Programie Wsparcia Obrotu Bezgotówkowego Polska Bezgotówkowa na stronie internetowej Polska Bezgotówkowa, <http://polskabezgotowkowa.pl/#questions>.

¹¹¹ *Porównanie wybranych elementów polskiego systemu płatniczego z systemami innych krajów Unii Europejskiej w 2016 r.*, Warszawa, grudzień 2017 r., NBP, dokument dostępny na stronie internetowej NBP, http://www.nbp.pl/systemplatniczy/obrot_bezgotowkowy/porownanie_UE_2016.pdf.

¹¹² *Ocena funkcjonowania polskiego systemu płatniczego w II półroczu 2017 r.*, Warszawa, maj 2018 r., NBP, dokument dostępny na stronie internetowej NBP, http://www.nbp.pl/systemplatniczy/ocena/ocena2017_2.pdf.

¹¹³ *Digital Payments Study 2017*, Visa, czerwiec-lipiec 2017 r., podsumowanie wyników badania dostępne na stronie internetowej Visa Polska, <https://www.visa.pl/o-nas/aktualnosci/raport-visa-polacy-otwarci-na-innowacyjne-platnosci-rowniez-z-wykorzystaniem-biometrii-2415459?returnUrl=%2fo-nas%2faktualnosci%2flisting.aspx>.

Tabela 3.2.2. Liczba wydanych w Polsce kart płatniczych oraz liczba i wartość transakcji dokonanych tymi kartami w latach 2014–2017

	2014	2015	2016	2017
Liczba kart płatniczych w obiegu na koniec okresu (w tys. szt.)	36 068,8	35 209,0	36 874,5	39 095,9
w tym karty wyposażone przynajmniej w mikroprocesor udział (w %)	34 149,7 94,7	33 589,8 95,4	34 860,1 94,5	36 619,9 93,7
Liczba transakcji dokonanych za pomocą kart płatniczych (w mln szt.)	2 653,9	3 307,0	3 966,2	4 598,8
Wartość transakcji dokonanych za pomocą kart płatniczych (w mld zł)	462,7	507,0	582,3	647,1

Uwagi: 1. Dane obejmują karty wyposażone w: pasek magnetyczny, pasek magnetyczny i mikroprocesor, mikroprocesor, oraz tzw. karty wirtualne (przeznaczone do płatności w Internecie lub innych płatności dokonywanych bez fizycznego przedstawienia karty). 2. Dane prezentowane w tabeli różnią się od opublikowanych we wcześniejszych edycjach opracowania ze względu na korekty danych źródłowych.

Źródło: NBP.

3.3. Infrastruktura rynku instrumentów finansowych

Na infrastrukturę rynku instrumentów finansowych składają się instytucje organizujące obrót tymi instrumentami, podmioty dokonujące rozliczeń i rozrachunku transakcji, oraz podmioty gromadzące dane o transakcjach. W Polsce obrót instrumentami finansowymi odbywa się na rynkach organizowanych przez Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie (GPW), rynkach organizowanych przez spółkę BondSpot oraz rynku organizowanym przez Towarową Giełdę Energii (TGE). W 2017 r. infrastrukturę depozytowo-rozrachunkową polskiego rynku finansowego stanowiły:

- system KDPW (kdpw_stream), obsługujący rynki obligacji skarbowych, akcji i innych instrumentów finansowych dostępnych na rynkach organizowanych przez GPW i BondSpot, oraz
- prowadzony przez NBP system SKARBNET4, obsługujący transakcje bonami skarbowymi i bonami pieniężnymi.

KDPW prowadził także działalność jako agencja numerująca, tj. nadawał kody ISIN (*international securities identifying number*), CFI (*classification of financial instruments*) i FISN (*financial instrument short name*), które służą do określania i klasyfikacji instrumentów finansowych. Ponadto KDPW był podmiotem uprawnionym do nadawania międzynarodowych kodów LEI (*legal entity identifier*), czyli unikatowych w skali międzynarodowej kodów, które jednoznacznie identyfikują podmioty gospodarcze zawierające transakcje instrumentami finansowymi. Istotnym elementem polskiej infrastruktury potransakcyjnej jest również repozytorium transakcji organizowane przez KDPW. KDPW_TR gromadzi i przechowuje informacje o transakcjach pochodnych zawartych na rynkach regulowanym i OTC, oraz informacje na temat wyceny tych transakcji i ich kontrahentów.

Na krajowym rynku finansowym działała izba rozliczeniowa KDPW_CCP, która rozliczała nominowane w złotych i w euro transakcje dopuszczonymi do obrotu na rynku zorganizowanym instrumentami finansowymi oraz nominowane w złotych transakcje określonymi klasami instrumentów pochodnych OTC stopy procentowej, a także prowadziła system zabezpieczania płynności rozliczania tych transakcji. Na mocy decyzji KNF wydanej w sierpniu 2016 r., izba ta może również prowadzić rozliczenia transakcji nominowanymi w euro niektórymi instrumentami pochodnymi OTC stopy procentowej. Transakcje notowanymi na TGE towarowymi instrumentami pochodnymi były kierowane do rozliczenia przez Izbę Rozliczeniową Giełd Towarowych (IRGiT).

Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie

W 2017 r. GPW była operatorem:

- Głównego Rynku GPW (rynek regulowany¹¹⁴), na którym były notowane: obligacje, akcje, prawa do akcji (PDA), prawa poboru, certyfikaty inwestycyjne, tytuły uczestnictwa funduszy ETF (*exchange traded fund*), produkty strukturyzowane, walutowe kontrakty *futures*, oraz instrumenty pochodne związane z rynkiem akcji (kontrakty terminowe na indeksy akcji i akcje spółek oraz opcje indeksowe), a także kontrakty *futures* na stawki referencyjne WIBOR i obligacje skarbowe,
- rynku NewConnect (alternatywnego systemu obrotu, ASO), na którym notowane były: akcje i PDA,
- detalicznych segmentów platformy obrotu papierami dłużnymi Catalyst¹¹⁵ (rynek regulowanego oraz ASO), na których notowane były: obligacje skarbowe, komunalne, przedsiębiorstw i obligacje banków, w tym banków spółdzielczych, oraz listy zastawne.

W 2017 r. uczestnikami Głównego Rynku GPW było 55 instytucji finansowych, w tym 28 krajowych firm inwestycyjnych i 27 podmiotów zagranicznych. Status członka rynku NewConnect posiadało 31 instytucji, w tym 27 krajowych podmiotów prowadzących działalność maklerską i cztery zagraniczne. Uczestnikami rynku regulowanego platformy Catalyst były natomiast 53 podmioty, a rynku ASO – 24.

W analizowanym okresie rozpoczęto publikację indeksów mWIG40 i sWIG80 w formule dochodowej. Polega ona na obliczaniu wartości indeksów giełdowych z uwzględnieniem, poza

¹¹⁴ Dnia 29 kwietnia 2017 r. weszły w życie przepisy ustawy z dnia 9 marca 2017 r. o zmianie ustawy o obrocie instrumentami finansowymi oraz niektórych innych ustaw (Dz.U. z 2017 r., poz. 791), które m.in. zlikwidowały dotychczasowy podział rynku regulowanego na rynek giełdowy i rynek pozagiełdowy. Przed zmianami wprowadzonymi wspomnianą ustawą Główny Rynek GPW był giełdowym rynkiem regulowanym, natomiast po zmianach zyskał on status rynku regulowanego.

¹¹⁵ System obrotu Catalyst jest prowadzony na platformach transakcyjnych GPW (segment detaliczny, na którym jednostką transakcyjną jest jedna obligacja) oraz BondSpot (segment hurtowy, na którym minimalna wartość transakcji wynosi 100 tys. zł).

aktualnymi cenami akcji spółek wchodzących w ich skład, pożytków z akcji, tj. dywidendy i prawa poboru. Dotychczas indeksy mWIG40 i sWIG80 były kalkulowane tylko w formule cenowej.

Z początkiem 2017 r. dla wszystkich trzech rynków organizowanych przez GPW wprowadzona została nowa klasyfikacja sektorowa emitentów. Obowiązujący wcześniej odrębny dla Głównego Rynku GPW, rynku NewConnect i platformy Catalyst podział branżowy notowanych na nich spółek zastąpiono jednolitą ich klasyfikacją z trzema kategoriami: makrosektor, sektor i subsektor. W ramach tych zmian dokonano także modyfikacji niektórych indeksów branżowych i wprowadzono nowe indeksy.

W pierwszym kwartale 2017 r. w ramach grupy kapitałowej GPW została utworzona spółka GPW Benchmark, która 30 czerwca 2017 r. przejęła od Stowarzyszenia Rynków Finansowych ACI Polska organizację fixingu stawek referencyjnych WIBID i WIBOR. Tego dnia wszedł w życie nowy *Regulamin stawek referencyjnych WIBID i WIBOR*, zgodnie z którym spółka GPW Benchmark stała się administratorem oraz pełni funkcję agenta kalkulacyjnego (wykonywaną poprzednio przez Thomson Reuters) tych wskaźników rynkowych. Zgodnie z przepisami rozporządzenia w sprawie indeksów stosowanych jako wskaźniki w instrumentach finansowych i umowach finansowych¹¹⁶, prowadzenie takiej działalności będzie wymagało uzyskania przez GPW Benchmark, najpóźniej do 1 stycznia 2020 r., zezwolenia KNF. Termin ten wynika z przewidzianego we wspomnianym rozporządzeniu UE okresu przejściowego na dostosowanie działalności do wymogów tej regulacji.

Rynki organizowane przez spółkę BondSpot

W 2017 r. spółka BondSpot prowadziła następujące rynki obrotu instrumentami finansowymi:

- Treasury BondSpot Poland¹¹⁷ – elektroniczną platformę transakcyjną, na której odbywał się obrót obligacjami skarbowymi; platforma ta jest częścią prowadzonego przez Ministra Finansów systemu Dealerów Skarbowych Papierów Wartościowych (DSPW),
- rynek regulowany, na którym odbywał się obrót instrumentami dłużnymi notowanymi w ramach segmentu hurtowego platformy Catalyst (obligacje skarbowe, komunalne, przedsiębiorstw, banków oraz listy zastawne),
- ASO w ramach hurtowego segmentu platformy Catalyst, na którym notowane były obligacje przedsiębiorstw i banków, w tym banków spółdzielczych.

¹¹⁶ Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2016/1011 z dnia 8 czerwca 2016 r. w sprawie indeksów stosowanych jako wskaźniki referencyjne w instrumentach finansowych i umowach finansowych lub do pomiaru wyników funduszy inwestycyjnych i zmieniające dyrektywy 2008/48/WE i 2014/17/UE oraz rozporządzenie (UE) nr 596/2014 (Dz. Urz. UE L171 z 2016 r., s. 1).

¹¹⁷ Platforma Treasury BondSpot Poland stanowi integralną część systemu DSPW. Do końca 2017 r. funkcjonowała poza obrotem zorganizowanym, ale w ramach prac nad projektem ustawy o zmianie ustawy o obrocie instrumentami finansowymi oraz niektórych innych ustaw, mającym na celu dostosowanie polskiego prawa do rozwiązań przewidzianych w regulacjach MIFID II/MIFIR, zaproponowano, aby platforma ta uzyskała status Alternatywnego Systemu Obrotu (ASO).

W 2017 r. uczestnikami platformy Treasury BondSpot Poland były 33 podmioty, w tym 14 mających status DSPW. Na platformie tej działało bezpośrednio 12 zagranicznych instytucji finansowych. Na koniec grudnia uczestnikami rynku regulowanego BondSpot było 14 instytucji (10 krajowych podmiotów maklerskich i 4 banki), a uczestnikami ASO – 18 instytucji (12 krajowych podmiotów maklerskich i 6 banków).

Towarowa Giełda Energii

TGE posiada wydane w 2015 r. przez Ministra Finansów zezwolenie na prowadzenie giełdy w zakresie obrotu niebędącymi papierami wartościowymi instrumentami pochodnymi, dla których instrumentem bazowym jest towar dopuszczony do obrotu na giełdzie towarowej. Wspomniana zgoda umożliwiła TGE prowadzenie rynku regulowanego w zakresie towarowych instrumentów pochodnych. Na organizowanym przez TGE Rynku Instrumentów Finansowych do 28 listopada 2017 r. notowane były kontrakty *futures* na indeks cen energii TGe24. Decyzja o zaprzestaniu obrotu tymi instrumentami była związana z niezawarciem przez TGE z izbą rozliczeniową o statusie CCP umowy dotyczącej rozliczania transakcji nimi. Zgodnie z wchodzącymi w życie 3 stycznia 2018 r. przepisami rozporządzenia MiFIR zawierane na rynku regulowanym transakcje instrumentami pochodnymi objęto obowiązkiem centralnego rozliczania. W 2017 r. na Rynku Instrumentów Finansowych TGE nie zawarto żadnej transakcji kontraktami *futures* na indeks cen energii TGe24.

SKARBNET4

System SKARBNET4¹¹⁸ prowadzony przez NBP obsługuje transakcje bonami skarbowymi (w tym zawierane na platformie Treasury BondSpot Poland), oraz bonami pieniężnymi emitowanymi przez NBP. SKARBNET4 pełni funkcję centralnego depozytu dla tych papierów wartościowych oraz służy do rozliczania i rozrachunku transakcji nimi.

W systemie SKARBNET4 na koniec 2017 r. rachunki bonów skarbowych miało 40 banków i 3 podmioty niebankowe, a w obrocie bonami pieniężnymi uczestniczyło 40 banków oraz 2 podmioty niebankowe. W analizowanym okresie w systemie tym pod względem wartości przetworzonych transakcji dominowały transakcje bonami pieniężnymi (tabela 3.3.1).

SKARBNET4 jako centralny depozyt papierów wartościowych podlega wymogom określonym w rozporządzeniu CSDR i wydanych do niego regulacyjnych standardach technicznych¹¹⁹.

¹¹⁸ System ten został uruchomiony w kwietniu 2015 r. Jego poprzednikiem był Rejestr Papierów Wartościowych (RPW).

¹¹⁹ Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 909/2014 z dnia 23 lipca 2014 r. w sprawie usprawnienia rozrachunku papierów wartościowych w Unii Europejskiej i w sprawie centralnych depozytów papierów wartościowych zmieniające dyrektywy 98/26/WE i 2014/65/UE oraz rozporządzenie (UE) nr 236/2012 (Dz. Urz. UE L257 z 2014 r., s.1.), oraz rozporządzenie delegowane Komisji (UE) 2017/392 z dnia 11 listopada 2016 r. uzupełniające rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 909/2014 w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych dotyczących wymogów w zakresie udzielania zezwoleń oraz wymogów nadzorczych i operacyjnych dla centralnych depozytów papierów wartościowych (Dz. Urz. UE L65 z 2017 r., s. 48).

W odniesieniu do centralnych depozytów prowadzonych przez banki centralne rozporządzenie to przewiduje wyłączenia ze stosowania niektórych przepisów, w tym dotyczących m.in. udzielania zezwoleń centralnym depozytom i sprawowania nad nimi nadzoru, wymogów organizacyjnych, wymogów kapitałowych oraz polityki inwestycyjnej. Spełnienie pozostałych wymogów wspomnianej regulacji przez centralne depozyty prowadzone przez banki centralne powinno nastąpić do 30 marca 2018 r. W 2017 r. w systemie SKARBNET4 podjęto odpowiednie działania dostosowawcze, które miały zapewnić zgodność jego funkcjonowania z przepisami regulacji CSDR.

Tabela 3.3.1. Liczba i wartość zarejestrowanych w RPW/SKARBNET4 transakcji bonami skarbowymi i bonami pieniężnymi w latach 2014–2017

	Liczba transakcji (w tys.)				Wartość transakcji (w mld zł)			
	2014	2015	2016	2017	2014	2015	2016	2017
Bony skarbowe	0,0	0,0	0,3	0,3	0,0	0,0	40,3	41,3
Bony pieniężne	0,6	1,0	0,4	0,3	6 177,5	5 200,2	4 327,3	4 486,7

Uwagi: 1. Liczba transakcji dla rynku wtórnego. 2. Wartość transakcji obejmuje rynek pierwotny i wtórny.

Źródło: NBP.

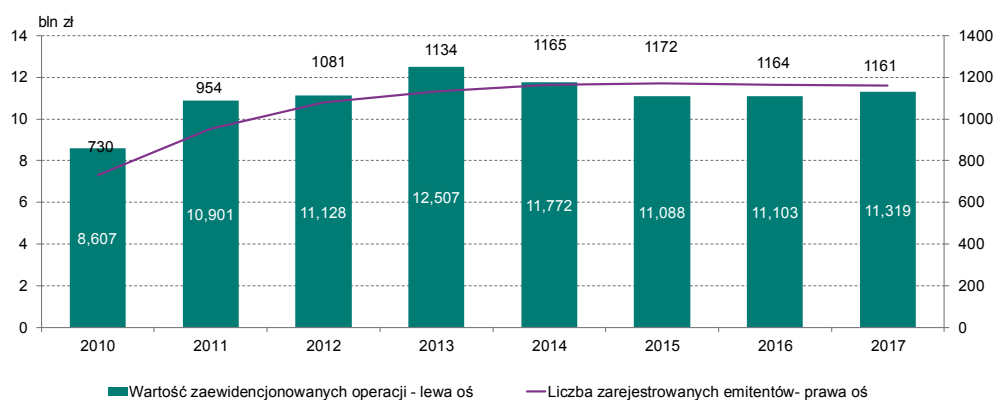
Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych

Działalność podstawowa KDPW obejmuje rejestrowanie zdematerializowanych papierów wartościowych, przede wszystkim akcji i obligacji skarbowych, centralne prowadzenie kont i rachunków tych papierów, a także rozrachunek transakcji tymi papierami. Obsługa wspomnianych operacji depozytowo-rozrachunkowych odbywa się za pomocą systemu informatycznego kdpw_stream.

Według stanu na koniec 2017 r. status bezpośredniego uczestnika KDPW miało 65 podmiotów, a liczba zarejestrowanych emitentów wyniosła 1 161, w tym 1 084 emitentów krajowych i 77 emitentów zagranicznych. W 2017 r. wartość operacji zaewidencjonowanych w prowadzonym przez KDPW systemie rozrachunku papierów wartościowych była nieznacznie wyższa do odnotowanej w 2016 r. (wykres 3.3.1).

Na koniec grudnia 2017 r. KDPW posiadał 20 połączeń operacyjnych z zagranicznymi odpowiednikami – pięć połączeń bezpośrednich i piętnaście połączeń zapewniających dostęp do instytucji depozytowych za pośrednictwem dwóch międzynarodowych centralnych depozytów oraz banków powierniczych.

Wykres 3.3.1. Wartość zaewidencjonowanych operacji i liczba zarejestrowanych emitentów w KDPW w latach 2010–2017



Źródło: KDPW.

W analizowanym okresie w celu otrzymania autoryzacji jako centralny depozyt papierów wartościowych KDPW finalizował przygotowania do spełnienia wymogów rozporządzenia CSDR¹²⁰ i wydanych na jego podstawie regulacyjnych standardów technicznych¹²¹. Dostosowanie działalności KDPW do wymogów tej regulacji polegało na wprowadzeniu zmian w takich obszarach jak m.in.: zarządzanie ryzykiem, zapewnienie uczestnikom otwartego, przejrzystego i niedyskryminującego dostępu do usług (zmiany w tabeli pobieranych opłat), dyscyplina rozrachunku, gromadzenie i raportowanie danych, połączenia operacyjne z innymi centralnymi depozytami oraz regulacje korporacyjne. W ramach wspomnianych dostosowań na uczestników KDPW, w tym emitentów papierów wartościowych, nałożono obowiązek posiadania identyfikatora LEI. 29 września 2017 r. KDPW złożył w KNF wniosek o uzyskanie wspomnianej autoryzacji. Powinna ona zostać udzielona w terminie sześciu miesięcy od dnia uznania tego wniosku przez organ nadzoru za kompletny. Otrzymanie zezwolenia na podstawie rozporządzenia CSDR jest warunkiem koniecznym dla dalszego prowadzenia przez KDPW

¹²⁰ Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 909/2014 z dnia 23 lipca 2014 r. w sprawie usprawnienia rozrachunku papierów wartościowych w Unii Europejskiej i w sprawie centralnych depozytów papierów wartościowych zmieniające dyrektywy 98/26/WE i 2014/65/UE oraz rozporządzenie (UE) nr 236/2012 (Dz. Urz. UE L257 z 2014 r., s.1.) Szerzej na temat tej regulacji w: *Rozwój systemu finansowego w Polsce w 2014 r.*, Warszawa 2015, NBP, rozdział 2.2.

¹²¹ Rozporządzenie delegowane Komisji (UE) 2017/390 z dnia 11 listopada 2016 r. uzupełniające rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 909/2014 w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych dotyczących pewnych wymogów ostrożnościowych dla centralnych depozytów papierów wartościowych i wyznaczonych instytucji kredytowych oferujących bankowe usługi pomocnicze oraz rozporządzenie delegowane Komisji (UE) 2017/392 z dnia 11 listopada 2016 r. uzupełniające rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 909/2014 w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych dotyczących wymogów w zakresie udzielania zezwoleń oraz wymogów nadzorczych i operacyjnych dla centralnych depozytów papierów wartościowych (Dz. Urz. UE L65 z 2017 r., s. 9 i 48). Regulacje te weszły w życie 30 marca 2017 r.

działalności w zakresie wszystkich usług podstawowych niezbędnych dla funkcjonowania krajowego rynku finansowego, w tym tak istotnych jego segmentów jak rynek obligacji skarbowych i rynek akcji GPW.

W kwietniu 2017 r. KDPW zaprzestał świadczyć usługę rozliczania zawieranych w obrocie zorganizowanym transakcji papierami dłużnymi nominowanymi w euro. Usługa ta została uruchomiona w KDPW_CCP, co było związane z uzyskaniem w sierpniu 2016 r. przez tego kontrahenta centralnego zezwolenia KNF na prowadzenie tych rozliczeń.

W czerwcu 2017 r. KDPW zaoferował usługę ustanawiania przez uczestników systemu depozytowego zabezpieczeń w papierach wartościowych dla rozliczanych bilateralnie transakcji instrumentami pochodnymi OTC. Świadczenie takiej usługi jest związane z wprowadzanymi w UE rozwiązaniami dotyczącymi wymiany zabezpieczeń w celu ograniczenia ekspozycji na ryzyko kredytowe kontrahenta z tytułu nierozliczanych centralnie transakcji instrumentami pochodnymi OTC¹²². Usługą tą mogą być zainteresowane banki krajowe, które, ustanawiając depozyty zabezpieczające na rzecz swojego kontrahenta, preferowałyby utrzymywanie na własnym rachunku papierów wartościowych stanowiących wspomniane zabezpieczenie.

Ponadto KDPW prowadził prace nad uruchomieniem usługi tzw. zatwierdzonego mechanizmu sprawozdawczego (*Approved Reporting Mechanism, ARM*). Polega ona na pośredniczeniu przez KDPW w wypełnianiu nałożonego na firmy inwestycyjne rozporządzeniem MiFIR obowiązku raportowania do organu nadzoru transakcji instrumentami finansowymi dopuszczonymi do systemów obrotu lub których instrumenty bazowe znajdują się w takim obrocie.

KDPW_TR

KDPW dostosowywał system repozytorium transakcji, który służy do gromadzenia i przechowywania informacji o transakcjach pochodnych, do zmienionych standardów technicznych¹²³ do rozporządzenia EMIR. Standardy te rozszerzyły zakres zgłaszanych do

¹²² Rozporządzenie delegowane Komisji (UE) nr 2016/2251 z dnia 4 października 2016 r. uzupełniające rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 648/2012 w sprawie instrumentów pochodnych będących przedmiotem obrotu poza rynkiem regulowanym, kontrahentów centralnych i repozytoriów transakcji w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych dotyczących technik ograniczania ryzyka związanego z kontraktami pochodnymi będącymi przedmiotem obrotu poza rynkiem regulowanym, które nie są rozliczane przez kontrahenta centralnego (Dz. Urz. UE L340 z 2016 r., s. 9).

¹²³ Rozporządzenie delegowane Komisji (UE) 2017/104 z dnia 19 października 2016 r. zmieniające rozporządzenie delegowane (UE) nr 148/2013 uzupełniające rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 648/2012 w sprawie instrumentów pochodnych będących przedmiotem obrotu poza rynkiem regulowanym, kontrahentów centralnych i repozytoriów transakcji w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych określających minimalny poziom szczegółowości informacji podlegających zgłoszeniu repozytoriom transakcji (Dz. Urz. UE L17 z 2017 r., s. 1) oraz rozporządzenie wykonawcze Komisji (UE) 2017/105 z dnia 19 października 2016 r. zmieniające rozporządzenie wykonawcze (UE) nr 1247/2012 ustanawiające wykonawcze standardy techniczne w odniesieniu do formatu i częstotliwości dokonywania zgłoszeń dotyczących transakcji do repozytoriów

repozytoriów szczegółowych informacji o transakcjach pochodnych i kontrahentach je zawierających oraz ustanowiły kod LEI jedynym dopuszczalnym sposobem identyfikacji podmiotów raportujących do repozytoriów. W systemie repozytorium transakcji KDPW wprowadzono także rozwiązania służące usprawnieniu komunikacji z portalem ESMA (TRACE), przez który organy nadzoru mogą pozyskiwać jednocześnie ze wszystkich repozytoriów dane o transakcjach pochodnych zawieranych przez podmioty objęte ich nadzorem. Dostęp do wspomnianego portalu ma być docelowo zapewniony również bankom centralnym. Ponadto KDPW rozpoczął przygotowania do świadczenia nowej usługi, polegającej na przyjmowaniu od uczestników rynku raportów dotyczących transakcji finansujących, w których jako zabezpieczenie wykorzystywane są papiery wartościowe (*securities financing transactions*, SFT). Wprowadzenie tej usługi ma umożliwić kontrahentom zawierającym takie transakcje wywiązywanie się z nałożonych na nich regulacjami unijnymi¹²⁴ obowiązków raportowania.

Izba rozliczeniowa KDPW_CCP

KDPW_CCP, autoryzowany zgodnie z rozporządzeniem EMIR kontrahent centralny, oferuje rozliczanie:

- nominowanych w złotych i w euro transakcji pochodnych FRA, IRS, OIS i *basis swap*,
- nominowanych w złotych transakcji *outright* obligacjami skarbowymi i transakcji *repo* zabezpieczonych tymi papierami dłużnymi zawieranych na rynku OTC oraz transakcji następującymi instrumentami finansowymi znajdującymi się w obrocie zorganizowanym: akcjami, obligacjami, kontraktami *futures* i opcjami na akcje i indeksy akcji, kontraktami *futures* na kursy walut, stawki referencyjne WIBOR i obligacje skarbowe, a także
- nominowanych w euro transakcji papierami wartościowymi dopuszczonymi do obrotu zorganizowanego.

W 2017 r. KDPW_CCP rozliczył 20,2 mln transakcji zawartych na rynkach kasowych prowadzonych przez GPW i BondSpot oraz ponad 3,2 mln transakcji zawartych na rynku terminowym GPW. W 2017 r. izba przyjęła do rozliczenia 1 086 transakcji instrumentami pochodnymi OTC stopy procentowej w złotych (przede wszystkim IRS i *basis swap*, w dalszej kolejności FRA i OIS), o kwotach nominalnych 135 mld zł. Pierwsze dwie grupy wskazanych

transakcji zgodnie z rozporządzeniem Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 648/2012 w sprawie instrumentów pochodnych będących przedmiotem obrotu poza rynkiem regulowanym, kontrahentów centralnych i repozytoriów transakcji (Dz. Urz. UE L17 z 2017 r., s. 17).

¹²⁴ Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 2015/2365 z dnia 25 listopada 2015 r. w sprawie przejrzystości transakcji finansowych z użyciem papierów wartościowych i ponownego wykorzystania oraz zmiany rozporządzenia (UE) nr 648/2012 (Dz. Urz. UE L337 z 2015 r., s.1). Szerzej na temat tej regulacji w: *Rozwój systemu finansowego w Polsce w 2015 r.*, Warszawa 2016 NBP, rozdział 2.2.

w akcie delegowanym do rozporządzenia EMIR¹²⁵ podmiotów, które zawierają transakcje IRS i FRA nominowane w złotych (w tym kilkanaście należących do pierwszej grupy banków krajowych będących uczestnikami KDPW_CCP), zostały zobligowane do ich centralnego rozliczania od, odpowiednio, 9 lutego 2017 r. i 9 sierpnia 2017 r. KDPW_CCP kontynuował prace nad rozwojem usług rozliczania transakcji instrumentami finansowymi w euro, polegające w szczególności na rozszerzeniu katalogu akceptowanych przez tę izbę zabezpieczeń o obligacje skarbowe nominowane w euro¹²⁶. W omawianym okresie uczestnicy KDPW_CCP nie skierowali do rozliczenia w tej izbie żadnych transakcji instrumentami pochodnymi OTC nominowanymi w euro.

W 2017 r. KDPW_CCP prowadził cztery odrębne systemy zabezpieczania płynności rozliczania transakcji, w tym odpowiednio wydzielone fundusze na wypadek niewykonania zobowiązań przez uczestnika rozliczającego izby:

- fundusz zabezpieczający rozliczanie transakcji zawieranych na rynku regulowanym prowadzonym przez GPW i na rynku regulowanym prowadzonym przez BondSpot,
- fundusz zabezpieczający rozliczanie transakcji zawieranych w alternatywnym systemie obrotu prowadzonym przez GPW i w alternatywnym systemie obrotu prowadzonym przez BondSpot,
- fundusz zabezpieczający rozliczanie transakcji zawieranych poza obrotem zorganizowanym (tj. transakcji instrumentami pochodnymi OTC stopy procentowej i transakcji *repo* zabezpieczonych obligacjami skarbowymi), oraz
- fundusz zabezpieczający pożyczki na zlecenie.

Na koniec grudnia 2017 r. uczestnikami rozliczającymi KDPW_CCP wnoszącymi wpłaty do pierwszego z wymienionych funduszy było 36 podmiotów. W obszarze obsługi transakcji zawieranych w alternatywnych systemach obrotu prowadzonych przez GPW i BondSpot uczestniczyły 34 banki krajowe. Wpłaty do funduszu zabezpieczającego OTC wносиło natomiast 12 podmiotów. W 2017 r. żadna instytucja finansowa nie złożyła deklaracji przystąpienia do funduszu zabezpieczającego pożyczki na zlecenie i nie było w nim środków.

W 2017 r. KDPW_CCP przygotowywał system informatyczny (m.in. dostosowywał nową strukturę komunikatów) do współpracy z nowymi, spełniającymi wymagania zawarte w regulacji MiFID II, wersjami systemów transakcyjnych GPW (UTP II) i BondSpot. Wprowadzone z początkiem 2018 r. (3 stycznia) zmiany w systemie *kdpw_stream* pozwoliły na terminowe wypełnianie wymogów wspomnianej regulacji UE przez organizatorów obrotu instrumentami finansowymi na krajowym rynku regulowanym.

¹²⁵ Rozporządzenie delegowane Komisji (UE) 2016/1178 z dnia 10 czerwca 2016 r. uzupełniające rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 648/2012 w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych dotyczących obowiązku rozliczania (Dz. Urz. UE L195 z 2016 r., s. 3).

¹²⁶ Możliwość ustanawiania zabezpieczeń w środkach pieniężnych w euro została wprowadzona przez KDPW_CCP we wrześniu 2016 r.

Zgodnie z międzynarodowymi wytycznymi CPMI-IOSCO KDPW i jego spółka zależna – KDPW_CCP, jako podmioty prowadzące systemy rozrachunku i rozliczeń papierów wartościowych, powinny zapewnić odpowiedni poziom bezpieczeństwa ich systemów przed cyberzagrożeniami. W 2017 r. oba te podmioty przeprowadziły samoocenę w tym zakresie. Ocena ta została przekazana do analizy przez krajowe organy nadzoru.

Izba Rozliczeniowa Giełd Towarowych

Głównym obszarem działalności IRGiT jest prowadzenie rozliczeń transakcji zawieranych na rynku towarowym organizowanym przez TGE, przede wszystkim na rynku kasowym i kontraktów terminowych na dostawę energii elektrycznej. Jedynymi instrumentami finansowymi, których rozliczanie oferowała ta izba, były transakcje notowanymi na TGE do 28 listopada 2017 r. kontraktami *futures* na indeks cen energii elektrycznej TGe24.

IRGiT prowadzi również funkcjonujący pod nazwą IRGiT SRF system rozliczeń i rozrachunku papierów wartościowych w rozumieniu ustawy o ostateczności rozrachunku¹²⁷. W 2016 r. został on wpisany na listę systemów podlegających nadzorowi systemowemu sprawowanemu przez NBP. Na koniec 2017 r. uczestnikami tego systemu były trzy podmioty, ale w analizowanym okresie nie przetworzono w nim żadnej transakcji.

3.4. Instytucje zwiększające przejrzystość informacyjną

Biuro Informacji Kredytowej

W 2017 r. w systemie wymiany informacji BIK, w którym są gromadzone, przetwarzane i dystrybuowane dane o historii kredytowej klientów, uczestniczyło 41 banków komercyjnych i banków zrzeszających banki spółdzielcze, 554 banki spółdzielcze, 35 SKOK-ów, Krajowa Spółdzielcza Kasa Oszczędnościowo-Kredytowa oraz 84 podmioty spoza sektora instytucji kredytowych.

W analizowanym okresie liczba udostępnionych przez BIK raportów dotyczących klientów indywidualnych wzrosła nieznacznie (o 1,8%) w porównaniu z 2016 r. Natomiast liczba wydanych ocen scoringowych zmniejszyła się aż o 43,1%, co było spowodowane zmniejszeniem pobrań tych ocen udostępnianych w trybie *off-line*¹²⁸ (wykres 3.4.1). W strukturze wspomnianych raportów

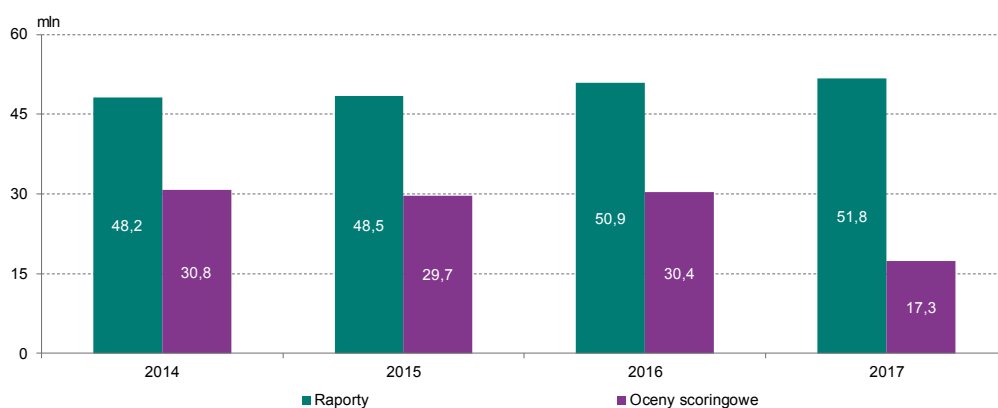
¹²⁷ Ustawa z dnia 24 sierpnia 2001 r. o ostateczności rozrachunku w systemach płatności i systemach rozrachunku papierów wartościowych oraz zasadach nadzoru nad tymi systemami (Dz.U. z 2001 r. nr 123, poz. 1351, z późn. zm.).

¹²⁸ Zmiana w liczbie pobrań ocen scoringowych nie musi oznaczać niższej aktywności kredytowej lub osłabienia jakości procesów kredytowych. Podane na wykresie 3.12 dane na temat ocen scoringowych obejmują dwa typy pobrań informacji – *on-line* oraz *off-line*. Oceny scoringowe pobierane *on-line* wykorzystywane są w przetwarzaniu wniosków kredytowych, natomiast pobierane *off-line* mają zastosowanie m.in. w ocenie całego portfela kredytowego (np. na potrzeby wyliczenia rezerw) lub przy przygotowaniu kampanii sprzedażowych. Spadek liczby pobrań ocen scoringowych w 2017 r. wynikał ze zmiany procesów wewnętrznych w dużych bankach, skutkującej rezygnacją ze znacznej liczby pobrań ocen scoringowych w trybie *off-line*. Liczba pobrań *on-line* nie zmieniła się istotnie.

przeważały tzw. raporty zarządzanie (64,4% wszystkich raportów udostępnianych przez BIK), które służą wstępnej ocenie wiarygodności klienta w związku z oferowaniem mu kart kredytowych oraz innych niż kredyty produktów bankowych. Raporty kredytowe, które ściśle wiążą się z oceną zdolności kredytowej oraz wiarygodności klienta przy ubieganiu się o kredyt, stanowiły 27,9% ogółu raportów dotyczących klientów indywidualnych, a raporty monitorujące stan zobowiązań klienta wobec banku – 7,7%.

Do systemu międzybankowej wymiany informacji o przedsiębiorcach (System Informacji BIK Przedsiębiorca) dane przekazywały 332 banki oraz 14 podmiotów spoza sektora instytucji kredytowych. Liczba zapytań o raporty wzrosła z 3,6 mln w 2016 r. do 3,9 mln w 2017 r., co było związane m.in. z przystąpieniem wielu nowych uczestników do tego systemu. Na koniec grudnia 2017 r. w bazie BIK Przedsiębiorca znajdowało się 2,5 mln zbiorów informacji o rachunkach kredytowych przedsiębiorców, a liczba podmiotów, których dane zgromadzono w tym systemie, osiągnęła 2 mln 120 tys.¹²⁹

Wykres 3.4.1. Liczba raportów oraz ocen scoringowych dotyczących klientów indywidualnych udostępnionych przez BIK w latach 2014–2017



Źródło: BIK.

Instytucje oceniające ryzyko inwestycyjne (agencje ratingowe)

W 2017 r. na polskim rynku działały trzy agencje ratingowe: Fitch Polska SA, EuroRating Sp. z o.o. oraz INC Rating Sp. z o.o., a także oddział globalnej agencji Moody's Investors Service.

Na koniec 2017 r. oceny nadane przez agencję Fitch Polska SA, należącą do globalnej grupy Fitch Ratings, miało 47 podmiotów krajowych: Rzeczpospolita Polska, 3 województwa, 18 miast, 13 banków, 1 firma leasingowa oraz 11 przedsiębiorstw niefinansowych. Oceny ratingowe nadane przez agencję ratingową EuroRating posiadały 54 podmioty (21 banków, 17 przedsiębiorstw i 16 funduszy poręczeń kredytowych). Większość przyznanych przedsiębiorstwom i bankom ocen

¹²⁹ Liczba ta obejmuje: przedsiębiorstwa i rolników (występujących w roli głównych kredytobiorców, współkredytobiorców oraz przystępujących do długu – 1,2 mln), poręczycieli kredytów, dostawców zabezpieczeń kredytów, pełnomocników oraz osoby fizyczne, które są reprezentantami przedsiębiorstw.

była ratingami niezamówionymi, tj. nadanymi z inicjatywy tej agencji na podstawie publicznie dostępnych informacji. Agencja ratingowa INC Rating Sp. z o.o. specjalizuje się w przyznawaniu ocen wiarygodności kredytowej małym i średnim jednostkom samorządu terytorialnego, samodzielnym publicznym zakładom opieki zdrowotnej oraz spółkom komunalnym. Do końca 2017 r. instytucja ta nadała ratingi trzynastu jednostkom samorządu terytorialnego.

Od 2014 r. z inicjatywy GPW prowadzone są prace nad powołaniem w Polsce agencji ratingowej, mającej specjalizować się w nadawaniu ratingów przedsiębiorstwom średniej wielkości, które nie są głównymi adresatami usług dużych, międzynarodowych agencji ratingowych. W listopadzie 2017 r. GPW, Polski Fundusz Rozwoju i BIK podpisały porozumienie o współpracy dotyczące utworzenia takiej instytucji na bazie istniejącego w strukturze grupy kapitałowej GPW Instytutu Analiz i Ratingu. Zanim nowa agencja ratingowa rozpocznie wydawanie ocen wiarygodności kredytowej, co zaplanowano na drugą połowę 2018 r., będzie musiała zostać zarejestrowana w ESMA.

3.5. Systemy ochrony uczestników rynku

W związku z wejściem w życie w 2016 r. nowej ustawy o Bankowym Funduszu Gwarancyjnym, systemie gwarantowania depozytów oraz przymusowej restrukturyzacji¹³⁰, która ustanowiła BFG organem do spraw przymusowej restrukturyzacji banków krajowych, oddziałów banków zagranicznych, SKOK-ów oraz niektórych domów maklerskich, w analizowanym okresie po raz pierwszy wskazane podmioty finansowe zostały zobligowane do wniesienia składek do funduszy przymusowej restrukturyzacji (składek należnych za 2017 r.). W przyjętych przez Radę BFG uchwałach określone zostały łączne kwoty składek na fundusz przymusowej restrukturyzacji banków i fundusz przymusowej restrukturyzacji kas oraz wskazano 20 lipca 2017 r. jako ostateczny termin ich wniesienia¹³¹. W kwietniu 2017 r. wspomniana ustawa została znowelizowana¹³² – wprowadzono m.in. możliwość wykluczenia przez BFG z systemu gwarantowania depozytów podmiotów, które nie realizują obowiązków wynikających z uczestnictwa w tym systemie.

¹³⁰ Ustawa z dnia 10 czerwca 2016 r. o Bankowym Funduszu Gwarancyjnym, systemie gwarantowania depozytów oraz przymusowej restrukturyzacji (DZ.U. z 2016 r., poz. 996) z późn. zm.

¹³¹ Uchwała nr 17/2017 Rady Bankowego Funduszu Gwarancyjnego z dnia 27 lutego 2017 r. w sprawie określenia łącznej kwoty składek na fundusz przymusowej restrukturyzacji banków na 2017 r., terminu ich wniesienia oraz udziału składek wnoszonych w formie zobowiązania do zapłaty, oraz Uchwała nr 18/2017 Rady Bankowego Funduszu Gwarancyjnego z dnia 27 lutego 2017 r. w sprawie określenia łącznej kwoty składek na fundusz przymusowej restrukturyzacji kas na 2017 r., terminu ich wniesienia oraz udziału składek wnoszonych w formie zobowiązania do zapłaty.

¹³² Ustawa z dnia 9 marca 2017 r. o zmianie ustawy o obrocie instrumentami finansowymi oraz niektórych innych ustaw (Dz.U. z 2017 r., poz. 791).

W analizowanym okresie nie zmieniły się przepisy regulujące działanie Ubezpieczeniowego Funduszu Gwarancyjnego (UFG)¹³³ oraz Funduszu Gwarancyjnego sektora funduszy emerytalnych. Na dotychczasowych zasadach funkcjonował także obowiązkowy system rekompensat prowadzony przez KDPW, który stanowił mechanizm ochrony uczestników rynku kapitałowego. W 2017 r. KDPW kontynuował rozpoczętą w 2016 r. wypłatę rekompensat dla klientów jednego z domów maklerskich, który z powodu sytuacji finansowej nie był w stanie zaspokoić roszczeń inwestorów.

Ochroną konsumentów na polskim rynku usług finansowych zajmuje się Prezes Urzędu Ochrony Konkurencji i Konsumentów (UOKiK), Rzecznik Finansowy oraz KNF. Prezes UOKiK posiada uprawnienia do wszczęcia postępowania w zakresie stosowania praktyk naruszających zbiorowe interesy konsumentów na rynku usług finansowych. Ponadto może on w drodze decyzji administracyjnej uznać postanowienia wzorców umów zawieranych między konsumentami a instytucjami finansowymi za niedozwolone i zakazać ich wykorzystywania¹³⁴. Takie postanowienia wzorców umów określane są jako klauzule niedozwolone (abuzywne). Wspomniana decyzja Prezesa UOKiK po uprawomocnieniu jest skuteczna wobec wszystkich konsumentów, którzy zawarli z daną instytucją finansową umowę na podstawie wzorca zawierającego niedozwoloną klauzulę.

Do zadań Rzecznika Finansowego należy natomiast przede wszystkim rozpatrywanie indywidualnych skarg i wniosków dotyczących reklamacji złożonych przez konsumentów (klientów) instytucji finansowych, informowanie organów nadzoru i kontroli o dostrzeżonych nieprawidłowościach w działaniu tych instytucji oraz prowadzenie postępowań w sprawie pozasądowego rozwiązywania sporów konsumenckich¹³⁵. W 2017 r. do Rzecznika Finansowego wpłynęło 14 356 wniosków dotyczących ubezpieczeń gospodarczych oraz 4 401 skarg na podmioty rynku bankowo-kapitałowego. Klienci instytucji finansowych skarżyli się m.in. na odmowę uznania roszczenia o odszkodowanie (z tytułu umów ubezpieczenia OC posiadaczy pojazdów mechanicznych) oraz opieszałość w wypłacie tych odszkodowań, brak zgody na restrukturyzację zadłużenia (w przypadku kredytu konsumenckiego) oraz na postanowienia

¹³³ Ubezpieczeniowy Fundusz Gwarancyjny zajmuje się wypłatą odszkodowań dla osób pokrzywdzonych w wypadkach spowodowanych przez właścicieli pojazdów mechanicznych, którzy nie posiadają obowiązkowego ubezpieczenia odpowiedzialności cywilnej lub tożsamości których nie można ustalić, oraz rolników nieposiadających takiego ubezpieczenia.

¹³⁴ Art. 23b ust. 1 ustawy z dnia 16 lutego 2017 r. o ochronie konkurencji i konsumentów oraz niektórych innych ustaw (tekst jednolity Dz.U. z 2017 r., poz. 229 z późn. zm.).

¹³⁵ Art. 17 ust. 1 i art. 35a ustawy z dnia 5 sierpnia 2015 r. o rozpatrywaniu reklamacji przez podmioty rynku finansowego i Rzeczniku Finansowym (tekst jednolity Dz.U. z 2017 r., poz. 2270).

w umowach o kredyt hipoteczny, odnoszące się do sposobu ustalania jego oprocentowania oraz kosztów ubezpieczeń, które trzeba zawrzeć w związku z tym kredytem¹³⁶.

Z kolei celem sprawowania nadzoru przez KNF nad rynkiem finansowym jest zapewnienie ochrony jego uczestników. Realizując wspomniany cel KNF m.in. kontroluje, czy podmioty rynku finansowego prowadzą działalność w sposób uwzględniający interesy ich klientów, np. weryfikując na ile świadczone przez podmioty maklerskie usługi i oferowane instrumenty finansowe są odpowiednie dla konsumentów. Ponadto do zadań KNF należy stwarzanie możliwości polubownego i pojednawczego rozstrzygnięcia sporów między uczestnikami rynku finansowego¹³⁷. Przy KNF został utworzony Sąd Polubowny, którego celem jest rozpatrywanie sporów między konsumentami a nadzorowanymi podmiotami rynku finansowego. W 2017 r. do wspomnianego sądu złożono 2 941 wniosków o przeprowadzenie mediacji między klientem a instytucją finansową. Przedmiotem sporów kierowanych do mediacji były m.in. roszczenia poszkodowanych w wypadkach (głównie komunikacyjnych) wynikające z umów ubezpieczenia OC posiadaczy pojazdów mechanicznych, roszczenia wynikające z realizacji umów ubezpieczeń na życie powiązanych z ubezpieczeniowymi funduszami kapitałowymi oraz postanowienia umów kredytów walutowych¹³⁸.

¹³⁶ *Sprawozdanie z działalności Rzecznika Finansowego za 2017 r. oraz uwagi o stanie przestrzegania prawa i interesów klientów podmiotów rynku finansowego*, Warszawa, marzec 2018, dokument dostępny na stronie: https://rf.gov.pl/files/22778__5316__Sprawozdanie_Rzecznika_Finansowego_za_2017_r_.pdf.

¹³⁷ Art. 4 ust. 1 pkt 6 ustawy z dnia 21 lipca 2006 r. o nadzorze nad rynkiem finansowym (tekst jednolity Dz.U. z 2017 r., poz. 196 z późn. zm.).

¹³⁸ *Sprawozdanie z działalności Komisji Nadzoru Finansowego w 2017 roku*, dokument dostępny na stronie internetowej KNF, https://www.knf.gov.pl/knf/pl/komponenty/img/PRZYJ%C4%98TY_NA_POSIEDZENIU_10_04_2018_Sprawozdanie_2017_61508.pdf.

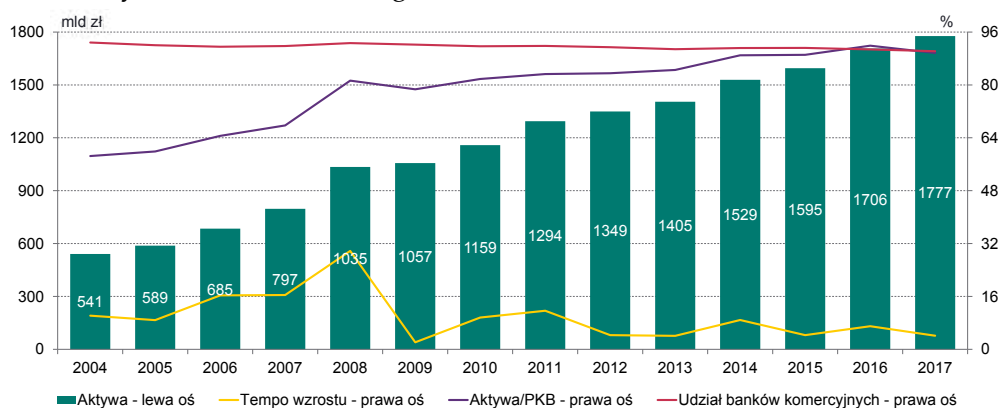
4. Instytucje finansowe

4.1. Banki

4.1.1. Ewolucja struktury sektora bankowego

Od 2010 r. polski sektor bankowy rozwija się w umiarkowanym tempie (wykres 4.1.1). W 2017 r. jego aktywa wzrosły o 4,1% r/r – nieco mniej niż rok wcześniej i wolniej od wzrostu całej gospodarki. W rezultacie relacja aktywów banków do produktu krajowego brutto (PKB) nieznacznie się obniżyła do poziomu ok. 89%.

Wykres 4.1.1. Aktywa sektora bankowego w latach 2004-2017



Źródło: NBP.

Struktura sektora bankowego zdominowana jest przez krajowe banki komercyjne (tabela 4.1.1). Łączny udział w aktywach sektora bankowego pozostałych typów banków, tj. oddziałów instytucji kredytowych (OIK) i banków spółdzielczych, nie przekracza 10%.

Polski sektor bankowy świadczy usługi głównie na rzecz rezydentów, a działalność zagraniczna banków krajowych pozostaje ograniczona. Jeden bank prowadzi działalność za pośrednictwem spółki zależnej na Ukrainie, a trzy banki w formie OIK na terenie państw UE. Łącznie z działalnością zagraniczną, kredyty udzielane przez banki krajowe nierezydentom i przyjmowane od nich depozyty nie przekraczają, odpowiednio, 1,5% i 2,9% ogółu aktywów tworzących je grup kapitałowych.

Tabela 4.1.1. Struktura własnościowa sektora bankowego w latach 2013-2017

Liczba banków					
	2013	2014	2015	2016	2017
Sektor bankowości komercyjnej					
1. Banki komercyjne	67	64	63	61	61
1.1. Banki krajowe	39	36	36	34	33
1.1.1. Z przewagą kapitału państwowego	4	4	5	6	8
1.1.2. Z przewagą kapitału prywatnego:	35	32	31	28	25
– polskiego	4	4	5	4	4
– zagranicznego	31	28	26	24	21
1.2. Oddziały instytucji kredytowych	28	28	27	27	28
Sektor bankowości spółdzielczej					
2. Banki zrzeszające	2	2	2	2	2
3. Banki spółdzielcze ²	571	565	560	558	553
Sektor bankowy (1 + 2 + 3)	640	631	625	621	616
Udział w aktywach sektora bankowego (w %)¹					
	2013	2014	2015	2016	2017
Sektor bankowości komercyjnej					
1. Banki komercyjne	90,8	91,1	91,2	90,7	90,2
1.1. Banki krajowe	88,5	89,0	89,2	88,6	87,7
1.1.1. Z przewagą kapitału państwowego	22,3	24,1	23,9	28,8	40,0
1.1.2. Z przewagą kapitału prywatnego:	66,2	64,9	65,3	59,7	47,7
– polskiego	5,3	5,5	8,3	5,4	4,9
– zagranicznego	60,9	59,4	57,0	54,4	42,8
1.2. Oddziały instytucji kredytowych	2,3	2,1	2,0	2,1	2,5
Sektor bankowości spółdzielczej					
2. Banki zrzeszające	2,3	2,0	2,0	2,2	2,4
3. Banki spółdzielcze	6,9	6,9	6,8	7,1	7,4

¹ Banki spółdzielcze, z wyjątkiem Krakowskiego Banku Spółdzielczego i Banku Spółdzielczego w Brodnicy, zrzeszone są w Banku Polskiej Spółdzielczości (352 banków) lub w SGB-Banku (199 banki).

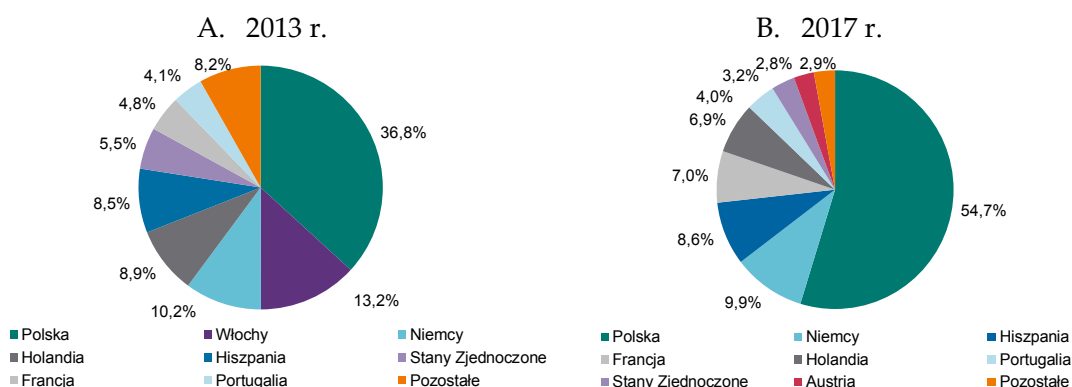
Źródło: NBP.

W czerwcu 2017 r. nastąpiły istotne zmiany własnościowe w sektorze bankowym wynikające z przejęcia banków kontrolowanych przez UniCredit – Banku Pekao i Pekao Banku Hipotecznego – przez konsorcjum złożone z PZU i PFR¹³⁹. Transakcja ta zwiększyła liczbę i udział w aktywach sektora banków pośrednio lub bezpośrednio kontrolowanych przez Skarb Państwa (do 40%). Grupę tę tworzy pięć banków uniwersalnych (w tym dwa największe banki w Polsce), dwa banki hipoteczne i bank państwowy współfinansujący rządowe programy rozwojowe.

¹³⁹ Komunikat PZU S.A. z dnia 7.06.2017 r. *Zamknięcie transakcji nabycia pakietu akcji Banku Pekao S.A.* (https://www.pzu.pl/c/document_library/get_file?uuid=1bb15d8c-b5ef-4149-a7df-e46ea43dab18&groupId=10172).

Sprzedaż przez UniCredit pakietu kontrolnego akcji Banku Pekao spowodowała, że po raz pierwszy od 1999 r. wartość aktywów banków z przewagą kapitału krajowego była wyższa niż banków z przewagą kapitału zagranicznego. Transakcja ta sprawiła również, że po kilkunastu latach odgrywania istotnej roli w polskim sektorze bankowym włoscy inwestorzy stali się niemal całkowicie nieobecni. Warto podkreślić, że kapitał zagraniczny w polskim sektorze jest zdywersyfikowany pod względem kraju pochodzenia inwestorów (wykres 4.1.2).

Wykres 4.1.2. Struktura dominujących inwestorów w sektorze bankowym w Polsce według krajów pochodzenia kapitału właścicielskiego



Źródło: NBP.

OIK są grupą instytucji porównywalną pod względem liczebności z bankami komercyjnymi, niemniej ich znaczenie w polskim sektorze bankowym nadal pozostaje niewielkie. Działalność OIK obejmuje m.in. obsługę przedsiębiorstw zagranicznych prowadzących działalność gospodarczą w Polsce, a także finansowanie sprzedaży samochodów i innych produktów wytwarzanych przez przedsiębiorstwa należące do tej samej grupy kapitałowej. W 2017 r. liczba OIK powiększyła się o jeden, co było rezultatem likwidacji dwóch oddziałów i rozpoczęcia działalności przez trzy. Aktywa OIK wzrosły o około 22% przede wszystkim na skutek przekształcenia spółki Mitsubishi Tokyo Bank Polska w MUFG Bank (Europe) N.V. S.A. Oddział w Polsce¹⁴⁰.

Najliczniejszą grupę stanowią banki spółdzielcze, choć ich udział w aktywach sektora bankowego jest stosunkowo niewielki (ramka 4.1.3). Większość z nich działa w zrzeszeniach, tj. Banku Polskiej Spółdzielczości (352 banki) i SGB-Banku (199 banków), a dwa banki działają samodzielnie. Od 2015 r. banki spółdzielcze mogą przystępować również do tzw. Systemów Ochrony Instytucjonalnej (IPS)¹⁴¹. W 2017 r. działały dwa systemy ochrony, tj. IPS BPS (skupiający 292 banki

¹⁴⁰ Komunikat MUFG Bank (Europe) N.V. na temat przekształcenia Banku of Tokyo-Mitsubishi UFJ (Polska) S.A. w MUFG Bank (Europe) N.V. S.A. Oddział w Polsce (zob. <https://www.nl.bk.mufg.jp/news/reorganization-of-bank-of-tokyo-mitsubishi-ufj-polska-sa>).

¹⁴¹ *Rozwój systemu finansowego w Polsce w 2016 r.*, Warszawa 2017, NBP – Ramka 4.1.3. Systemy Ochrony Instytucjonalnej w zrzeszeniach banków spółdzielczych w Polsce, s. 124-127.

spółdzielcze) i IPS SGB (196 banków). Pozostałe banki, z wyjątkiem samodzielnie działających, zobowiązane są do końca 2018 r. do przystąpienia do systemu IPS lub innej formy zrzeszenia¹⁴² spełniającego wymogi znowelizowanej ustawy o *funkcjonowaniu banków spółdzielczych, ich zrzeszaniu się i bankach zrzeszających*¹⁴³. W 2017 r. liczba banków spółdzielczych zmniejszyła się o pięć w wyniku połączenia z większymi podmiotami. W procesach tych uczestniczyły głównie średnie i małe podmioty. Przyczyną połączeń było m.in. dążenie do wykorzystania efektów skali i poprawienia pozycji konkurencyjnej na rynku. W kilku przypadkach banki o słabej sytuacji finansowej zostały przejęte przez inne banki spółdzielcze.

W 2017 r. procesy konsolidacyjne w polskim sektorze bankowym ograniczyły się do sektora banków spółdzielczych¹⁴⁴. Zahamowanie aktywności konsolidacyjnej przy jednoczesnym organicznym wzroście banków komercyjnych przyczyniło się do nieznacznego obniżenia koncentracji sektora. W 2017 r. wskaźnik HHI zmniejszył się o 0,0012 do 0,0648, a udział aktywów pięciu największych banków w sektorze o 0,3 pkt proc. do 47,9%. Wartości wymienionych wskaźników koncentracji lokują Polskę na 22 pozycji w UE¹⁴⁵. Polska należy do grupy państw o stosunkowo nisko skoncentrowanym sektorze bankowym, co sprawia, że ewentualna dalsza konsolidacja nie powinna prowadzić do ryzyka nadmiernego obniżenia poziomu konkurencji na rynku bankowym¹⁴⁶.

Średnie wskaźniki zwrotu z aktywów i kapitałów w polskim sektorze bankowym wyglądają korzystnie na tle sektorów bankowych innych krajów UE (ramka 4.1.1). Relatywnie wysoką zyskowność (0,8% ROA na koniec 2017 r.) polski sektor bankowy zawdzięcza głównie dużym i średnim podmiotom, podczas gdy mediana dla banków komercyjnych jest prawie dwa razy niższa (0,43%) (zob. rozdział 4.1.5). Mniejsze banki mogą mieć trudności z osiąganiem wyników satysfakcjonujących akcjonariuszy i umożliwiających dalsze rozwijanie działalności. Wydaje się zatem, że można oczekiwać dalszej konsolidacji sektora i zwiększania udziału rynkowego przez podmioty obecnie średniej wielkości w drodze przejmowania mniej zyskownych banków.

¹⁴² 21 listopada 2017 r. KNF wydała zezwolenie na utworzenie Polskiego Banku Apeksowego. Przed końcem roku bank nie otrzymał zgody na rozpoczęcie działalności operacyjnej.

¹⁴³ Ustawa z dnia 7 grudnia 2000 roku o *funkcjonowaniu banków spółdzielczych, ich zrzeszaniu się i bankach zrzeszających* (tekst jednolity Dz.U. z 2016 r., poz. 1826).

¹⁴⁴ Ograniczenie procesów konsolidacyjnych ma miejsce również w sektorach bankowych państw UE, gdzie od 2007 r. obserwuje się spadkową aktywność konsolidacyjną banków, zarówno pod względem liczby, jak i wartości transakcji. W 2016 i pierwszej połowie 2017 roku przeprowadzono najmniejszą od 2007 r. liczbę fuzji o stosunkowo niskiej wartości transakcji (zob. *Report on financial structures*, October 2017, ECB, s. 29).

¹⁴⁵ Źródło: ECB Statistical Data Warehouse.

¹⁴⁶ W „Wytycznych w sprawie oceny horyzontalnego połączenia przedsiębiorstw na mocy rozporządzenia Rady w sprawie kontroli koncentracji przedsiębiorstw” (Dz.U. UE C031 z 2004 r., s.10-23) stwierdza się, że „nie jest możliwe, aby Komisja zidentyfikowała problemy związane z konkurencją horyzontalną po połączeniu na rynku, kiedy wskaźnik koncentracji HHI wynosi poniżej 0,1000. Rynki takie zwykle nie wymagają obszernej analizy.” (zob. art. 19).

Dotychczasowe procesy konsolidacyjne, w tym wychodzenie z rynku inwestorów zaangażowanych w małe podmioty, zdają się potwierdzać te wnioski.

Przyczyną dalszej konsolidacji wśród banków spółdzielczych może stać się wciąż stosunkowo niska efektywność modelu biznesowego tych banków i ewentualne niespełnienie przez część z nich warunków przystąpienia do systemu ochrony instytucjonalnej lub utworzenia nowego zrzeczenia w wymaganym terminie¹⁴⁷. Konsolidacja tej części sektora bankowego wydaje się pożądana dla wzmocnienia sektora bankowości spółdzielczej oraz zwiększenia jego efektywności i konkurencyjności.

Ramka 4.1.1. Sektor bankowy w Polsce na tle sektorów bankowych w krajach UE

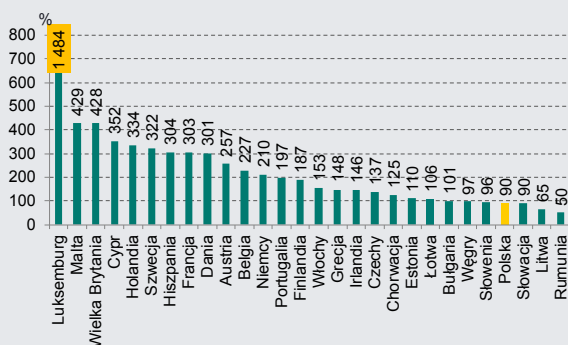
W porównaniu do innych krajów UE sektor bankowy w Polsce należał do stosunkowo niewielkich¹ w relacji do PKB (wykres I, lewy panel). Jednocześnie prezentował się korzystnie pod względem zyskowności i wyposażenia kapitałowego.

Wielkość i struktura sektora bankowego

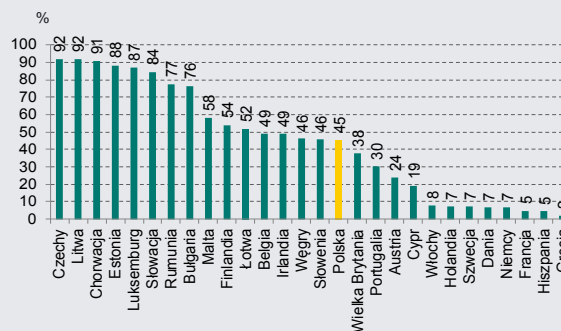
Począwszy od 2015 r. w Polsce systematycznie zwiększał się udział banków z dominującym udziałem kapitału krajowego. W 2017 r. po przejściu przez PZU SA i Polski Fundusz Rozwoju SA drugiego pod względem wielkości aktywów banku, Polska przesunęła się do grupy państw o systemie bankowym w większości kontrolowanym przez inwestorów krajowych (wykres I, prawy panel). Udział banków kontrolowanych przez inwestorów zagranicznych jest najniższy spośród wszystkich krajów Europy Środkowo-Wschodniej² (EŚW).

Wykres I. Wielkość i struktura sektorów bankowych w krajach UE na koniec 2017 r.

A. Relacja aktywów sektorów bankowych do PKB



B. Udział w aktywach sektora banków o dominującym udziale kapitału zagranicznego

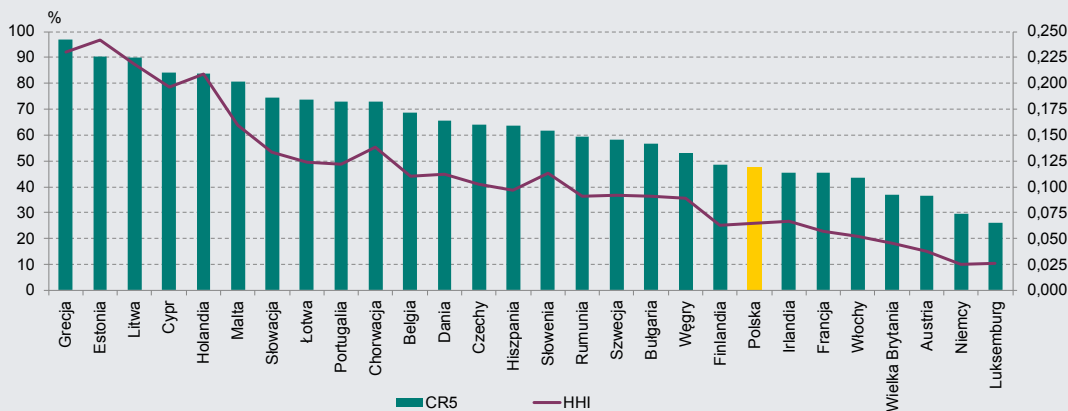


Źródło: obliczenia NBP na podstawie danych skonsolidowanych EBC oraz danych NBP.

Krajowy sektor bankowy, charakteryzował się niską koncentracją (wykres II). Na koniec 2017 r. aktywa pięciu największych banków stanowiły około 47,5% aktywów sektora, podczas gdy średnia w UE i w krajach Europy Środkowo-Wschodniej³ wynosiła, odpowiednio około 62% i 70%.

¹⁴⁷ Informacja o sytuacji banków spółdzielczych i zrzeszających w III kwartale 2017 r., Warszawa 2017, UKNF, s. 3.

Wykres II. Koncentracja sektora bankowego liczona według wartości aktywów w krajach UE na koniec 2017 r.

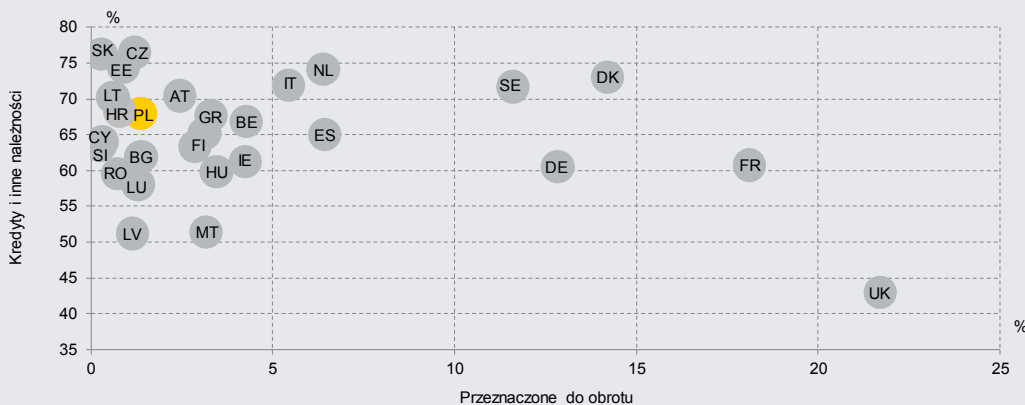


Źródło: obliczenia NBP na podstawie danych skonsolidowanych EBC.

Struktura aktywów i pasywów sektora bankowego

Polski sektor bankowy funkcjonuje zgodnie z klasycznym modelem pośrednictwa finansowego, w którym banki głównie udzielają kredytów dla sektora niefinansowego, finansując je depozytami klientów. Znajduje to odzwierciedlenie w wysokim udziale kredytów w aktywach sektora bankowego, który na koniec 2017 r. wynosił 68% i był wyższy niż średnia dla sektorów bankowych z krajów UE (65%) i EŚW (66%). Udział innych rodzajów aktywów w bilansach banków, w szczególności stanowiących portfel „przeznaczone do obrotu”, był w Polsce – podobnie jak w innych krajach EŚW – wyraźnie niższy niż w państwach bardziej rozwiniętych gospodarczo (wykres III).

Wykres III. Udział aktywów zaklasyfikowanych do portfela „kredyty i inne należności” oraz do portfela „przeznaczone do obrotu” w sumie bilansowej sektorów bankowych UE na koniec 2017 r.



Legenda: AT-Austria, BE-Belgia, BG-Bulgaria, CY-Cypr, CZ-Czechy, DE-Niemcy, DK-Dania, EE-Estonia, GR-Grecja, ES-Hiszpania, FI-Finlandia, FR-Francja, HR-Chorwacja, HU-Węgry, IE-Irlandia, IT-Włochy, LT-Litwa, LU-Luksemburg, LV-Łotwa, MT-Malta, NL-Holandia, PL-Polska, RO-Rumunia, SE-Szwecja, SI-Słowenia, SK-Słowacja, UK-Wielka Brytania.

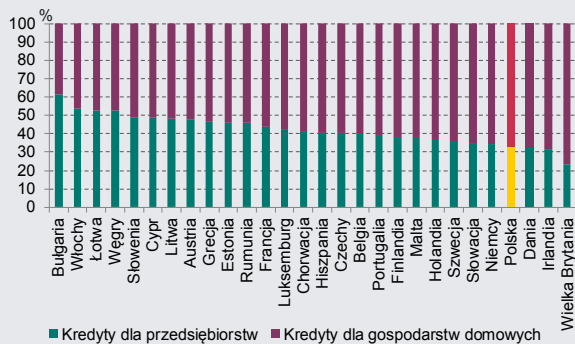
Źródło: obliczenia NBP na podstawie danych monetarnych EBC.

Sektor bankowy w Polsce charakteryzował się niskim, choć stopniowo wzrastającym, udziałem kredytów dla przedsiębiorstw w portfelu kredytowym (wykres IV, lewy panel). Relacja kredytów dla przedsiębiorstw do PKB wynosiła 17% i należała, obok Rumunii, Irlandii i Węgier, do najniższych w UE. Z kolei portfel kredytów dla gospodarstw domowych w polskich bankach należał do najbardziej

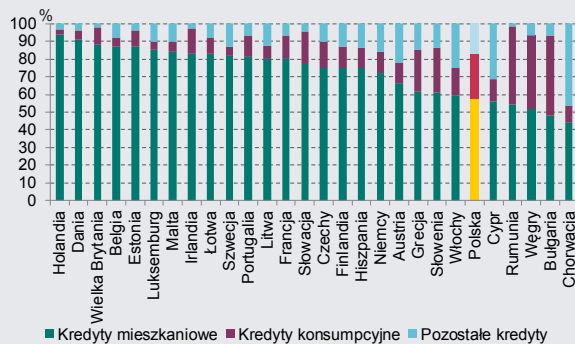
zdywersyfikowanych w krajach UE (wykres IV, prawy panel). Jego największą część (58%) stanowiły kredyty mieszkaniowe. Jednocześnie jednak znaczenie kredytów mieszkaniowych w gospodarce było niższe: w relacji do PKB kredyty mieszkaniowe stanowiły w Polsce 19,3%, w UE średnio – 40%.

Wykres IV. Struktura portfela kredytowego w sektorach bankowych krajów UE na koniec 2017 r.

A. Kredyty dla sektora niefinansowego



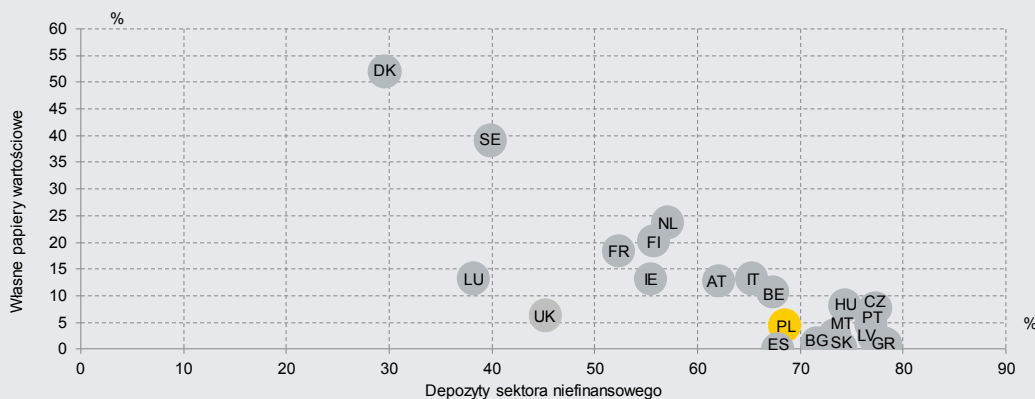
B. Kredyty dla gospodarstw domowych



Źródło: obliczenia NBP na podstawie danych skonsolidowanych EBC.

W Polsce banki w znacznie większym stopniu niż w większości państw UE finansowały się depozytami krajowego sektora niefinansowego (wykres V). Udział finansowania za pośrednictwem emisji instrumentów dłużnych, mimo wzrostu w 2017 r. do 4,5%, nadal należał do jednego z najniższych w UE. Niewielka skala rynku tych papierów wartościowych może w najbliższych latach powodować trudności w plasowaniu nowych emisji instrumentów dłużnych kwalifikowanych do MREL. Podobną strukturą finansowania jak w Polsce charakteryzowały się sektory bankowe większości państw z regionu EŚW.

Wykres V. Udział depozytów sektora niefinansowego i własnych papierów wartościowych w sumie bilansowej sektorów bankowych UE na koniec 2017 r.



Legenda: zob. wykres III.

Uwaga: dla Polski dane po wyłączeniu obligacji emitowanych przez BGK na rzecz KFD.

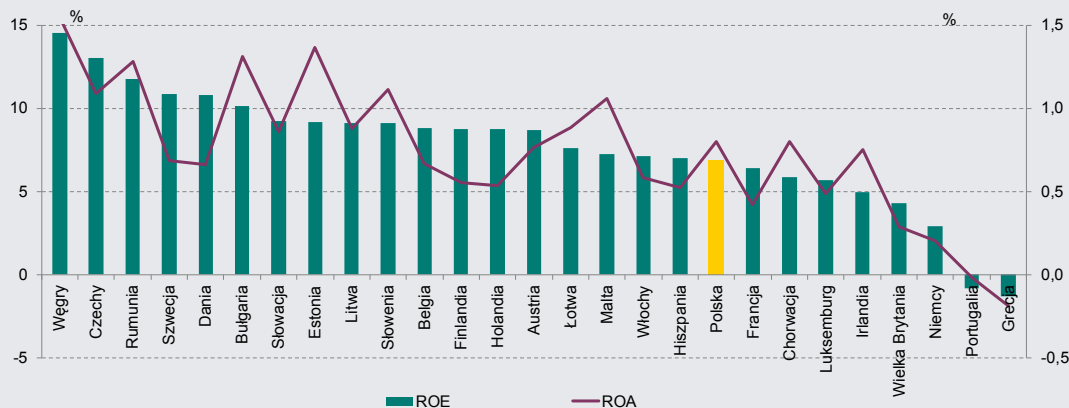
Źródło: obliczenia NBP na podstawie danych skonsolidowanych EBC oraz danych NBP.

Zyskowność i efektywność kosztowa banków

Mimo obserwowanego od 2011 r. osłabienia rentowności polski sektor bankowy należał do grupy stosunkowo zyskownych w UE (wykres VI). Stopa zwrotu z aktywów (0,8%) znacznie przewyższała

średnią w UE (0,42%), a stopa zwrotu z kapitału własnego (6,9%) była na zbliżonym, ale nadal wyższym poziomie (5,9%).

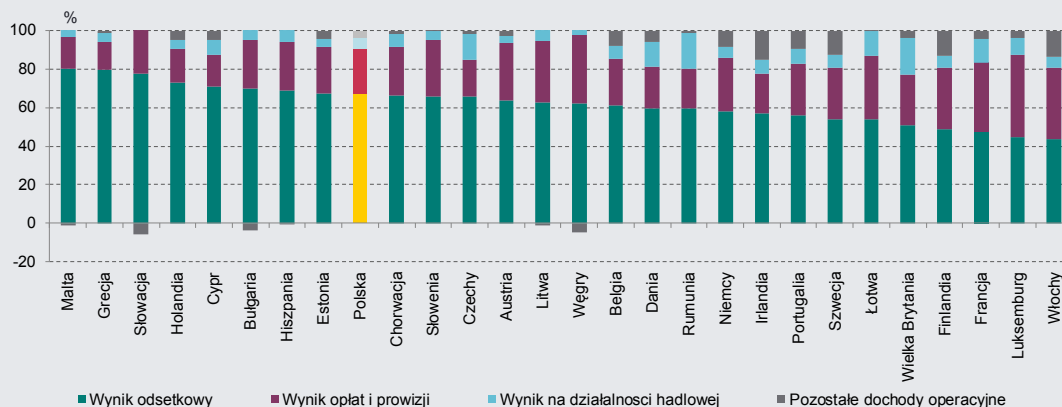
Wykres VI. Wskaźnik zwrotu z kapitału ROE i zwrotu z aktywów ROA w sektorach bankowych UE na koniec 2017 r.



Źródło: obliczenia NBP na podstawie danych skonsolidowanych EBC.

Jednocześnie udział wyniku odsetkowego w wyniku działalności bankowej (67%) był wyższy niż średnio w sektorze bankowym krajów UE (62%) i EŚW (65%) (wykres VII). Znacznie mniejsze znaczenie dochodów z działalności handlowej i dochodów z prowizji i opłat polskiego sektora bankowego w generowaniu wyniku działalności bankowej niż w części krajów UE, przede wszystkim strefy euro, jest skorelowane z niższym rozwojem rynków finansowych w Polsce.

Wykres VII. Struktura wyniku działalności bankowej w sektorach bankowych UE na koniec 2017 r.



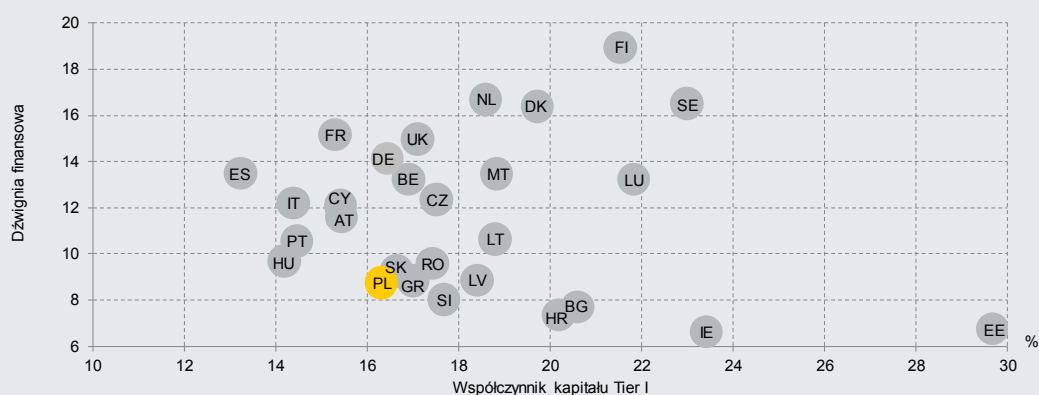
Legenda: zob. wykres II.

Źródło: obliczenia NBP na podstawie danych skonsolidowanych EBC.

Adekwatność kapitałowa banków

Na koniec 2017 r. współczynnik kapitału Tier I polskiego sektora bankowego był nieco niższy niż średnia dla UE (18,2%). Niemniej jednak wyposażenie kapitałowe sektora bankowego w Polsce można ocenić jako bardzo dobre, gdyż działał on przy jednej z najniższych dźwigni finansowych w UE (wykres VIII).

Wykres VIII. Współczynnik kapitału Tier I i dźwignia finansowa w sektorach bankowych UE na koniec 2017 r.



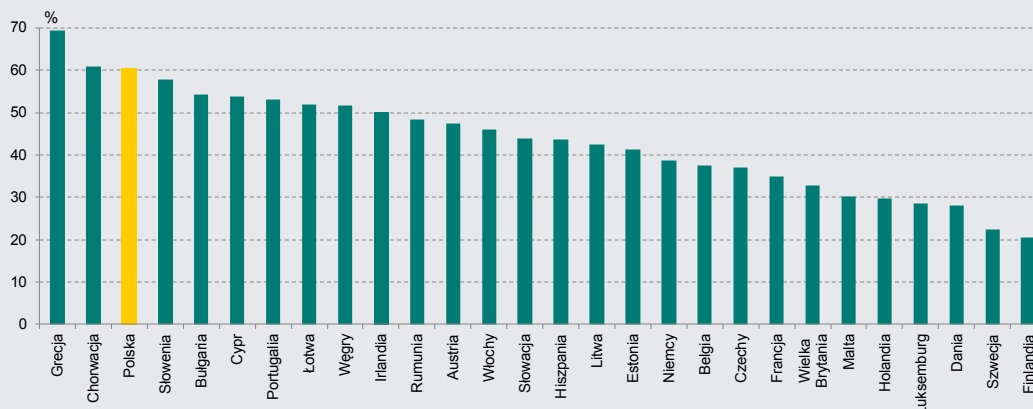
Legenda: zob. wykres II.

Uwaga: dźwignia finansowa obliczona jako krotność aktywów do kapitałów.

Źródło: obliczenia NBP na podstawie danych skonsolidowanych EBC.

Charakterystyczną cechą polskiego sektora bankowego jest wysoka wartość łącznej ekspozycji na ryzyko w relacji do aktywów (wykres IX). Wynika to ze stosowania przez krajowe banki bardziej konserwatywnych niż średnio w UE wag ryzyka i powoduje, że wskaźniki kapitałowe są niższe niż byłyby w przypadku stosowania na szeroką skalę modeli wewnętrznych do szacowania wymogów kapitałowych.

Wykres IX. Relacja łącznej ekspozycji na ryzyko do aktywów ogółem w sektorach bankowych UE na koniec 2017 r.



Uwaga: łączna ekspozycja na ryzyko uwzględnia wszystkie rodzaje ryzyka, o których mowa w art. 92 CRR, w tym ryzyko kredytowe z tytułu kredytów dla sektora niefinansowego. Artykuł 92 CRR określa m.in. wymogi w zakresie funduszy własnych w odniesieniu do następujących elementów: ryzyka kredytowego, ryzyka rynkowego oraz pozostałych ryzyk.

Źródło: obliczenia NBP na podstawie danych skonsolidowanych EBC.

¹ Porównania międzynarodowe wykonano na podstawie danych skonsolidowanych udostępnianych przez EBC. Dane dla danego kraju obejmują krajowy sektor bankowy wraz z filiami i oddziałami zagranicznymi oraz banki/oddziały zagraniczne działające w danym kraju. Taki sposób konsolidacji powoduje, że część danych liczona jest podwójnie (np. portugalski bank działający w Polsce wykazywany jest w sektorze polskim i portugalskim). Ze względu na zastosowanie danych skonsolidowanych niektóre wartości i wskaźniki mogą się różnić od tych przedstawianych w innych częściach Raportu. Niektóre kraje nie przekazały wszystkich kategorii danych według stanu na 2017 r.

² Europa Środkowo-Wschodnia - kraje, które przystąpiły do UE w 2004, 2007 i 2013 roku, z wyłączeniem Cypru i Malty.

³ Wartości średnie dla grup krajów to średnie arytmetyczne z wartości wskaźnika w danej grupie krajów (za wyjątkiem wskaźników stopy zwrotu z aktywów i stopy zwrotu dla kapitału własnego – średnia arytmetyczna ważona).

4.1.2. Zmiany w strukturze aktywów banków

W odróżnieniu od 2016 r., w którym w konsekwencji wprowadzenia podatku od niektórych instytucji finansowych zauważalnie wzrosły wartość i udział papierów wartościowych w sumie bilansowej, w 2017 r. struktura aktywów sektora bankowego nie zmieniła się istotnie (tabela 4.1.2). Dominujący udział miały nadal należności od sektora niefinansowego, w zdecydowanej większości od rezydentów (około 98,7%). Drugą co do wartości pozycją aktywów sektora bankowego pozostawały papiery wartościowe. Niski udział portfela handlowego w sumie aktywów (około 1% na koniec 2017 r.) odzwierciedla tradycyjny model działalności sektora bankowego w Polsce.

Tabela 4.1.2. Aktywa sektora bankowego w latach 2013-2017

	2013	2014	2015	2016	2017
W mld zł					
Kasa i operacje z bankiem centralnym	54,9	67,5	68,0	54,1	56,2
Należności od sektora finansowego ¹	117,7	128,8	129,2	135,7	147,4
Należności od sektora niefinansowego ¹	785,8	838,3	900,0	952,0	982,8
Należności od sektora instytucji rządowych i samorządowych ¹	78,5	79,2	80,7	83,4	85,7
Papiery wartościowe ²	304,0	330,4	340,3	412,4	432,6
Instrumenty pochodne ³	20,8	36,8	26,0	16,9	16,3
Aktywa trwale i wartości niematerialne i prawne	20,3	21,4	21,5	21,5	21,4
Pozostałe aktywa	22,7	26,9	29,3	30,3	34,7
Ogółem	1404,7	1529,3	1595,0	1706,3	1777,1
W % sumy bilansowej					
Kasa i operacje z bankiem centralnym	3,9	4,4	4,3	3,2	3,2
Należności od sektora finansowego ¹	8,4	8,4	8,1	8,0	8,3
Należności od sektora niefinansowego ¹	55,9	54,8	56,4	55,8	55,3
Należności od sektora instytucji rządowych i samorządowych ¹	5,6	5,2	5,1	4,9	4,8
Papiery wartościowe ²	21,6	21,6	21,3	24,2	24,3
Instrumenty pochodne ³	1,5	2,4	1,6	1,0	0,9
Aktywa trwale i wartości niematerialne i prawne	1,4	1,4	1,3	1,3	1,2
Pozostałe aktywa	1,7	1,8	1,8	1,8	2,0

¹ Z wyłączeniem instrumentów dłużnych.

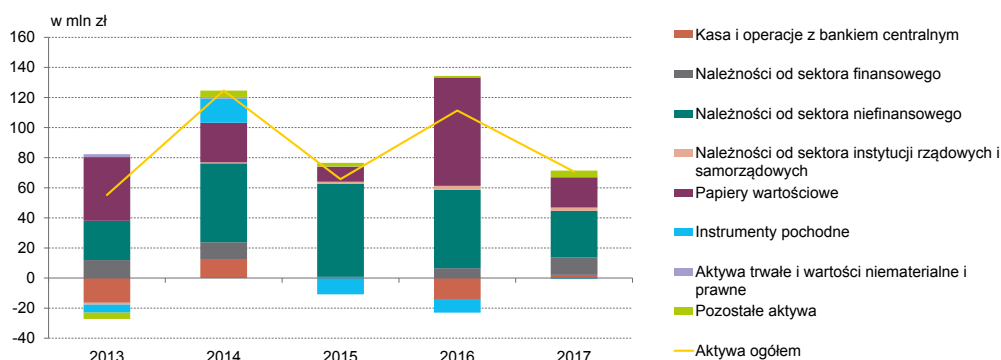
² Instrumenty dłużne i kapitałowe.

³ Łącznie instrumenty pochodne przeznaczone do obrotu i zabezpieczające.

Źródło: NBP.

Głównym składnikiem wzrostu aktywów był przyrost kredytów dla sektora niefinansowego (wykres 4.1.3). W odróżnieniu od poprzednich trzech lat istotny wkład do przyrostu aktywów ogółem miał również przyrost kredytów dla sektora finansowego.

Wykres 4.1.3. Składowe przyrostów aktywów sektora bankowego w latach 2013-2017



Źródło: NBP.

W 2017 r. tempo wzrostu kredytów dla sektora niefinansowego zwiększało się (około 6%¹⁴⁸ r/r na koniec roku), przy czym pozostawało zbliżone do nominalnego tempa wzrostu PKB i nie prowadziło do powstawania nierównowag zagrażających stabilności finansowej. Na przestrzeni ostatnich pięciu lat dynamiki zmian w głównych segmentach produktowych były zróżnicowane, na co wpływały zarówno zmiany popytu na kredyt, jak i czynniki regulacyjne (wykres 4.1.4).

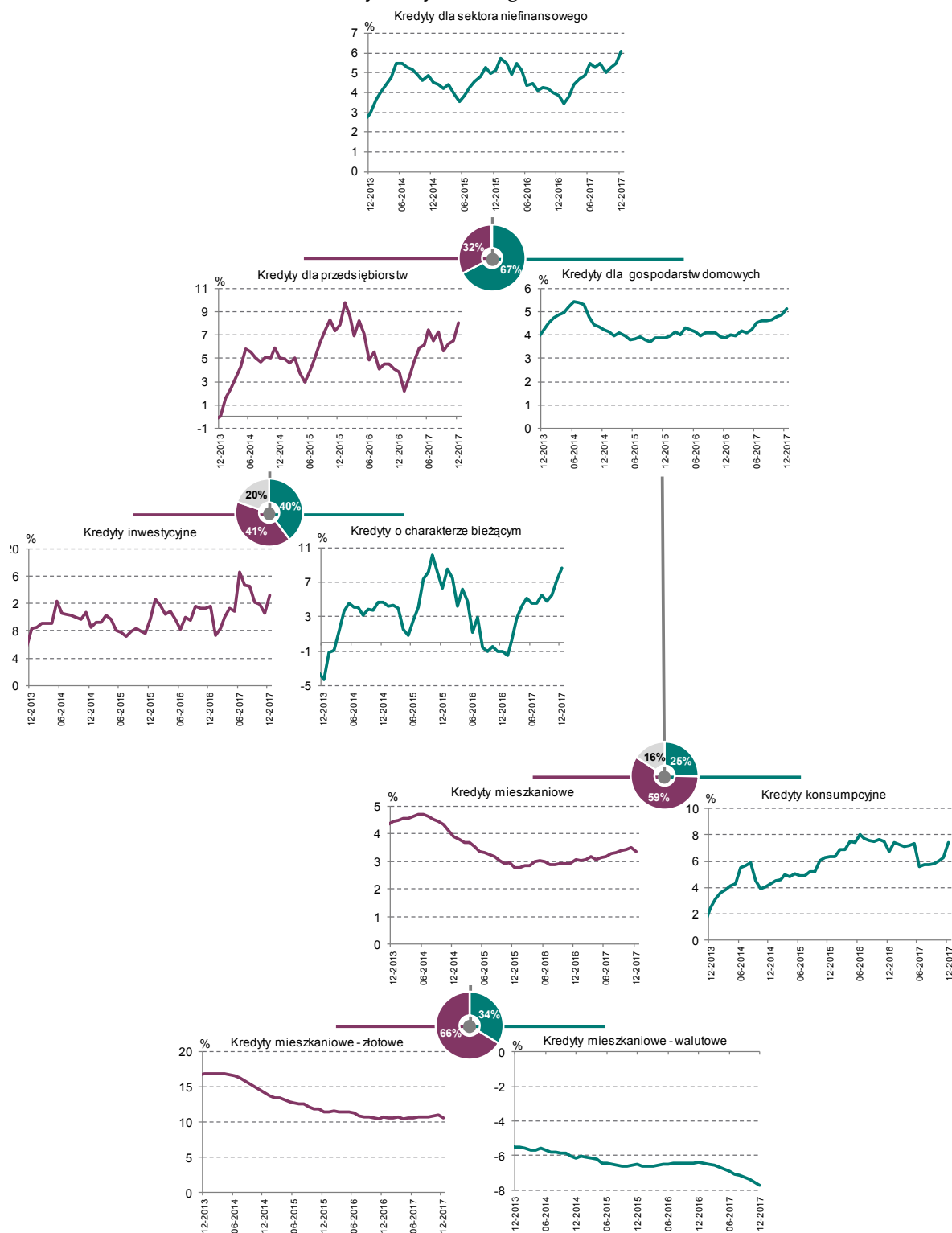
Roczne tempo wzrostu kredytów mieszkaniowych ogółem, kategorii o największym udziale w portfelu kredytowym, nie zmieniło się istotnie (3,4% r/r na koniec 2017 r.). Składało się na nie relatywnie wysokie tempo wzrostu kredytów złotych oraz stabilne spłaty kredytów walutowych. Banki kontynuowały umiarkowane zaostrzenie polityki kredytowej, co w ich ocenie spowodowane było przede wszystkim uwzględnieniem niższego ustawowego wieku emerytalnego oraz zaleceniami pokontrolnymi dotyczącymi weryfikacji poziomu kosztów utrzymania gospodarstwa domowego wykorzystywanego w procesie oceny zdolności kredytowej¹⁴⁹. Obniżenie dopuszczalnego limitu LTV zgodnie z zapisami Rekomendacji S¹⁵⁰, skutkujące podniesieniem wysokości wymaganego wkładu własnego kredytobiorcy, nie wpłynęło ograniczająco na popyt na kredyty mieszkaniowe. Wsparciem dla akcji kredytowej pozostawał program „Mieszkanie dla Młodych” – w latach 2014-2017 kredyty z dofinansowaniem wkładu własnego stanowiły około 8% wartości nowych umów o kredyt mieszkaniowy. Od 2015 roku, po wprowadzeniu korzystnych dla kredytobiorców zmian w funkcjonowaniu programu, środki przeznaczone na dofinansowanie kredytów były wykorzystywane w pełni (co nie zdarzało się w latach 2013-2014).

¹⁴⁸ Przytaczane w rozdziale 4 zmiany procentowe wartości kredytów odnoszą się do danych monetarnych (dla rezydentów) po wyeliminowaniu wpływu zmian kursów walutowych.

¹⁴⁹ Sytuacja na rynku kredytowym – wyniki ankiety do przewodniczących komitetów kredytowych, NBP, edycja z 2017 r.

¹⁵⁰ Zgodnie z Rekomendacją S dotyczącą dobrych praktyk w zakresie zarządzania ekspozycjami kredytowymi zabezpieczonymi hipotecznie od 1 stycznia 2017 r. wartość LtV nie powinna przekraczać 80% albo 90% w przypadku, gdy nadwyżka powyżej 80% będzie odpowiednio ubezpieczona lub zabezpieczona w innej formie.

Wykres 4.1.4. Tempo wzrostu (r/r) wybranych kategorii kredytów dla sektora niefinansowego w latach 2013-2017 oraz struktura wybranych kategorii na koniec 2017 r.



Uwaga: dane monetarne (dla rezydentów) po wyeliminowaniu wpływu zmian kursów walutowych. Wykresy kołowe prezentują strukturę kategorii kredytów przedstawionych na wykresach liniowych.
Źródło: NBP.

Tabela 4.1.3. Należności od sektora niefinansowego w latach 2013-2017 (w mld zł)

	2013	2014	2015	2016	2017
Osoby prywatne, z tego:	449,4	475,1	509,1	537,0	541,6
- kredyty mieszkaniowe złotowe	162,9	186,1	208,5	230,7	255,1
- kredyty mieszkaniowe walutowe	165,3	161,1	164,0	160,0	129,7
- kredyty konsumpcyjne	112,1	119,1	128,3	137,9	150,2
- pozostałe	9,1	8,8	8,3	8,4	6,5
Rolnicy indywidualni	25,7	28,7	31,2	32,0	33,0
Przedsiębiorcy indywidualni	52,7	58,6	61,6	64,2	68,5
Przedsiębiorstwa, z tego:	252,7	270,1	292,1	312,4	332,9
- kredyty inwestycyjne	84,0	92,5	98,1	110,0	121,6
- kredyty o charakterze bieżącym	102,6	105,9	114,9	116,6	123,3
- kredyty na nieruchomości	47,4	48,7	55,2	56,8	57,3
- pozostałe	18,7	23,0	23,8	29,0	30,6

Źródło: NBP.

W segmencie kredytów konsumpcyjnych kontynuowane było ożywienie¹⁵¹. Tempo wzrostu kredytów konsumpcyjnych było w dalszym ciągu determinowane głównie przez wzrost kredytów wysoko kwotowych o dłuższych terminach zapadalności, w tym powyżej 5 lat. W kontekście starań o utrzymanie poziomu zyskowności oraz rosnących obciążeń można oczekiwać, że banki będą dążyły do zwiększania udziału w portfelu kredytowym kredytów charakteryzujących się wysoką zyskownością przy relatywnie niskich wymogach kapitałowych.

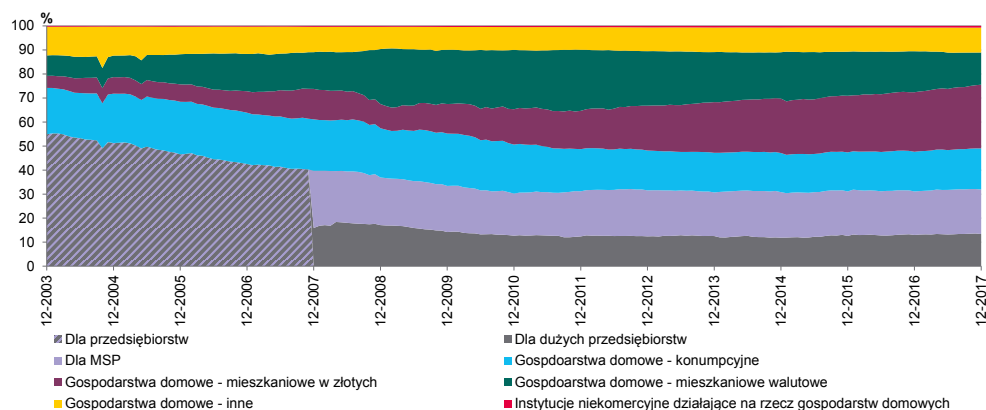
W 2017 r. zaobserwowano istotny wzrost dynamiki akcji kredytowej dla przedsiębiorstw (8% r/r na koniec roku). Przyczyniło się do tego przede wszystkim wyraźnie wyższe tempo wzrostu kredytów o charakterze bieżącym wynikające, w ocenie banków, m.in. z większego zapotrzebowania przedsiębiorstw na finansowanie zapasów i kapitału obrotowego. Wzrostowi wartości kredytów dla przedsiębiorstw towarzyszyło w 2017 r. zaostrzenie warunków kredytowych, co znalazło odzwierciedlenie m.in. we wzroście ich oprocentowania. W przypadku małych i średnich przedsiębiorstw wsparciem dla akcji kredytowej pozostawały programy portfelowych linii gwarancyjnych Banku Gospodarstwa Krajowego (BGK). Kredyty objęte gwarancjami BGK stanowiły około 14% kredytów udzielonych przedsiębiorstwom w 2017 r.

Tempo wzrostu poszczególnych kategorii kredytów w ograniczonym stopniu przekładało się na zmiany w strukturze portfela kredytowego dla sektora niefinansowego (tabela 4.1.3 i wykres 4.1.5). Udział kredytów dla przedsiębiorstw pozostawał niski (około 32% na koniec 2017 r. przy około 50% przed 2005 r.), przy czym w ostatnich latach tendencja spadkowa uległa zahamowaniu.

¹⁵¹ Przejściowy spadek dynamiki rocznej kredytów konsumpcyjnych wynika z wprowadzenia w czerwcu 2017 r. nowego systemu sprawozdawczego dla banków. Przy tej okazji dokonano pewnych rodzajowych przeklasyfikowań kredytów (kredyty edukacyjne przestały być zaliczane do kredytów konsumpcyjnych), co wpłynęło na wartości kategorii zagregowanych i w konsekwencji na wskaźniki dynamik.

W kontekście roli systemu bankowego we wspieraniu zrównoważonego wzrostu gospodarczego pożądanym byłoby zwiększenie udziału kredytów dla przedsiębiorstw w portfelu kredytowym.

Wykres 4.1.5. Struktura kredytów dla sektora niefinansowego w latach 2003-2017

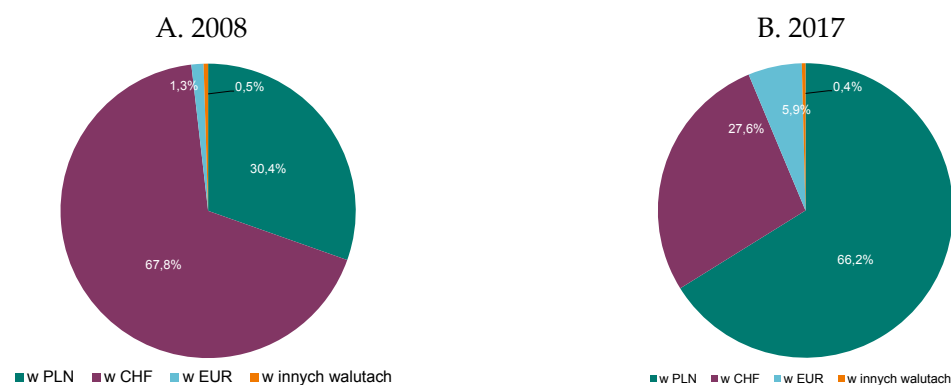


Uwaga: dane monetarne (dla rezydentów).

Źródło: NBP.

Kredyty dla gospodarstw domowych nadal miały największy udział w portfelu kredytowym (około 67% na koniec 2017 r.). Spadek wartości portfela walutowych kredytów mieszkaniowych nie przekładał się na istotny spadek udziału kredytów dla gospodarstw domowych w całym portfelu kredytowym, ponieważ równocześnie wzrastał udział kredytów konsumpcyjnych i złotych kredytów mieszkaniowych.

Wykres 4.1.6. Struktura walutowa kredytów mieszkaniowych dla gospodarstw domowych



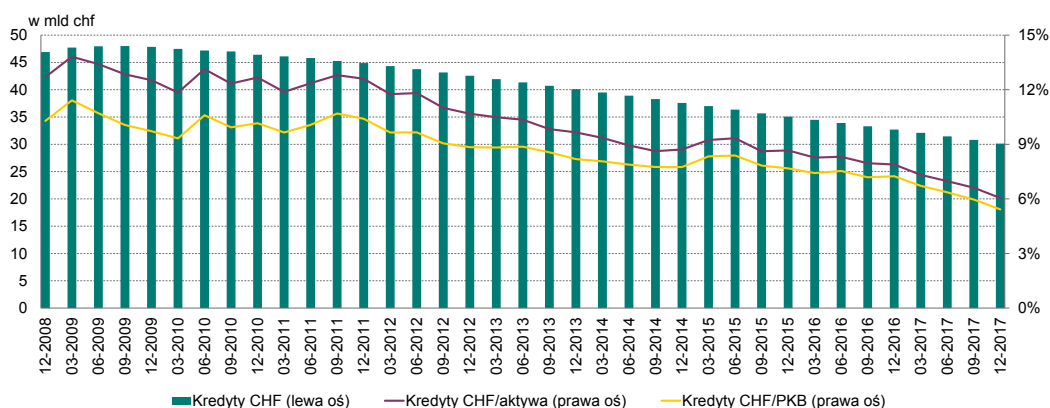
Źródło: NBP.

O ile udział kredytów dla gospodarstw domowych w ostatnich latach nie zmieniał się istotnie, to należy zwrócić uwagę na systematyczny spadek wartości walutowych kredytów mieszkaniowych. Na skutek zmian strategii banków oraz działań nadzoru i NBP, od końca 2011 r. akcja kredytowa w segmencie kredytów mieszkaniowych koncentruje się niemal wyłącznie na kredytach złotych. W rezultacie na koniec grudnia 2017 r. kredyty walutowe stanowiły około

34% wszystkich kredytów mieszkaniowych (wykres 4.1.6). Wartość tego portfela w przeliczeniu na złote wynosiła około 131 mld zł, z czego zdecydowaną większość stanowiły kredyty nominowane w CHF (82%). Wartość kredytów mieszkaniowych w CHF wyrażona w złotych wynosiła na koniec 2017 r. około 107,5 mld zł, co stanowiło 5,8% sumy bilansowej sektora bankowego (wykres 4.1.7).

Istotny spadek wartości walutowych kredytów mieszkaniowych w 2017 r. w decydującym stopniu wynikał z umocnienia kursu złotego. W wyrażeniu kwotowym wartość walutowych kredytów mieszkaniowych nadal jest jednak duża i pozostaną one istotną pozycją w aktywach banków ze względu na ich długą zapadalność. W kierunku spadku wartości walutowych kredytów mieszkaniowych oddziałują jednak regularne spłaty tych kredytów, które w ostatnich latach utrzymują się na zbliżonym poziomie – również w 2015 r. kiedy frank szwajcarski wyraźnie się umocnił. Można oczekiwać kontynuacji procesu spłat, ponieważ sytuacja zdecydowanej większości gospodarstw domowych, które zaciągnęły kredyty walutowe jest dobra, a ich odporność na potencjalne szoki kursowe pozostaje wysoka¹⁵². W grudniu 2017 r. podwyższono wagi ryzyka dla ekspozycji zabezpieczonych hipotekami na nieruchomościach mieszkaniowych¹⁵³ (patrz ramka 4.1.2), co może skłaniać banki do formułowania korzystniejszych niż do tej pory ofert przewalutowania lub przedterminowej spłaty kredytów walutowych

Wykres 4.1.7. Wartość kredytów w CHF w relacji do aktywów sektora bankowego i produktu krajowego brutto



Uwaga: dane po wyłączeniu wpływu zmian kursu walutowego.

Źródło: NBP.

¹⁵² Aktualne wyniki analiz stabilności systemu finansowego oraz ocenę jego odporności na ewentualne zaburzenia, w tym informacje o jakości portfela walutowych kredytów mieszkaniowych oraz działaniach nadzorczych w zakresie jego restrukturyzacji, przedstawione zostały w: *Raport o stabilności systemu finansowego*. Czerwiec 2018 r., Warszawa 2018, NBP.

¹⁵³ Zob. Rozporządzenie Ministra Rozwoju i Finansów z dnia 25 maja 2017 r. w sprawie wyższej wagi ryzyka dla ekspozycji zabezpieczonych hipotekami na nieruchomościach (Dz.U. z 2017 r., poz. 1068).

Drugą co do wartości pozycją aktywów sektora bankowego pozostawały papiery wartościowe, a ich udział w strukturze aktywów na koniec 2017 r. utrzymał się na niezmiennym poziomie. Zauważalny wzrost wartości skarbowych papierów wartościowych w 2016 r. (tabela 4.1.4) spowodowany był działaniami optymalizacyjnymi banków w związku z wejściem w życie ustawy *o podatku od niektórych instytucji finansowych*. W 2017 r. wartość skarbowych papierów wartościowych w bilansach wzrastała, jednak w tempie i skali wyraźnie mniejszej niż w 2016 r. Udział papierów skarbowych w portfelu papierów wartościowych wyniósł 62%, a w sumie bilansowej 15%. Udziały pozostałych instrumentów, w tym papierów wyemitowanych przez krajowe przedsiębiorstwa i nierezydentów, były niskie. Wynosiły one odpowiednio 5,7% i 2,2% portfela papierów wartościowych oraz 1,4% i 0,5% sumy bilansowej sektora bankowego.

Tabela 4.1.4. Papiery wartościowe w portfelu banków w latach 2013-2017 (w mld zł)

	2013	2014	2015	2016	2017
Dłużne papiery wartościowe emitowane przez rezydenta:	297,5	318,7	326,6	398,1	417,6
- skarbowe papiery wartościowe	139,7	180,7	193,3	259,4	269,2
- bony pieniężne	114,5	84,4	72,7	79,4	91,2
- obligacje samorządowe	17,1	17,7	18,8	18,7	19,0
- obligacje przedsiębiorstw	16,1	23,0	26,6	25,7	24,8
- obligacje banków ¹	9,1	10,9	12,9	11,0	9,8
Dłużne papiery wartościowe emitowane przez nierezydenta	3,1	7,5	7,1	8,2	9,4
Kapitałowe papiery wartościowe	3,4	4,1	6,7	6,2	5,6

¹Obligacje banków obejmują również obligacje emitowane przez BGK na rzecz Krajowego Funduszu Drogowego.
Źródło: NBP.

Trzecią pod względem wartości kategorią aktywów były należności od sektora finansowego. W około 55% były to należności od banków i oddziałów instytucji kredytowych. Od 2016 r. na przyrost tej kategorii aktywów wpływał przede wszystkim wzrost kredytów dla firm leasingowych.

4.1.3. Zmiany w strukturze pasywów banków

W strukturze pasywów sektora bankowego dominujący udział miały depozyty sektora niefinansowego. Na przestrzeni lat 2013-2017 ich wartość rosła, a udział stopniowo zwiększył się do około 60%. W tym czasie systematycznie malał w pasywach udział środków lokowanych przez podmioty z sektora finansowego, szczególnie nominowanych w walutach obcych, co związane było z malejącym zapotrzebowaniem na finansowanie portfela walutowych kredytów mieszkaniowych (tabela 4.1.5.).

Tabela 4.1.5. Pasywa sektora bankowego w latach 2013-2017

	2013	2014	2015	2016	2017
W mld zł					
Zobowiązania wobec banku centralnego	0,01	0,12	0,01	0,01	0,01
Depozyty ¹ od sektora finansowego	258,2	258,5	259,0	250,1	232,2
Depozyty sektora niefinansowego	771,3	849,3	933,4	1 021,0	1 062,5
Depozyty sektora instytucji rządowych i samorządowych	55,4	60,6	48,4	63,5	69,0
Zobowiązania z tytułu emisji instrumentów dłużnych	54,1	54,5	57,6	67,2	85,3
Zobowiązania z tytułu transakcji typu <i>repo</i>	25,1	26,6	19,4	11,9	12,6
Instrumenty pochodne ²	23,1	40,5	32,7	25,1	17,2
Pozostałe zobowiązania	64,5	73,2	69,3	83,6	94,0
Kapitały ³	153,0	166,0	175,2	183,8	204,4
Ogółem	1 404,7	1 529,3	1 595,0	1 706,3	1 777,1
W % sumy bilansowej					
Zobowiązania wobec banku centralnego	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Depozyty ¹ od sektora finansowego	18,4	16,9	16,2	14,7	13,1
Depozyty sektora niefinansowego	54,9	55,5	58,5	59,8	59,8
Depozyty sektora instytucji rządowych i samorządowych	3,9	4,0	3,0	3,7	3,9
Zobowiązania z tytułu emisji instrumentów dłużnych	3,9	3,6	3,6	3,9	4,8
Zobowiązania z tytułu transakcji typu <i>repo</i>	1,8	1,7	1,2	0,7	0,7
Instrumenty pochodne ²	1,6	2,7	2,1	1,5	1,0
Pozostałe zobowiązania	4,6	4,7	4,4	4,9	5,3
Kapitały ³	10,9	10,9	11,0	10,8	11,5

¹ W przypadku sektora finansowego *depozyty* zawierają zarówno depozyty (lokaty), jak i kredyty od innych instytucji finansowych.

² Łącznie instrumenty pochodne przeznaczone do obrotu i zabezpieczające.

³ W tabeli zaprezentowano kapitały w ujęciu księgowym.

Źródło: NBP.

Depozyty sektora niefinansowego w 2017 r. rosły w tempie porównywalnym z tempem wzrostu sumy bilansowej sektora bankowego, jednak wolniej niż w poprzednich latach (wykres 4.1.8.). Wyraźnie niższa była skala przyrostu depozytów gospodarstw domowych. W 2017 r. nominalny przyrost depozytów wyniósł 30 mld zł, podczas gdy średnia z poprzednich trzech lat wynosiła około 60 mld zł. Do spadku tempa wzrostu depozytów gospodarstw domowych mogło się przyczynić niskie oprocentowanie środków na rachunkach bankowych, co mogło skłaniać do poszukiwania alternatywnych sposobów oszczędzania na rynku kapitałowym i rynku nieruchomości. Przykładowo, w tym czasie saldo wpłat gospodarstw domowych do funduszy inwestycyjnych potrojiło się w stosunku do roku poprzedniego (rozdział 4.5).

W strukturze terminowej depozytów gospodarstw domowych i przedsiębiorstw dominowały depozyty bieżące¹⁵⁴ i z terminem zapadalności do 1 miesiąca (wykres 4.1.9.). Niskie oprocentowanie lokat skutkowało zmianami struktury terminowej środków, tj. wzrostem udziału depozytów bieżących i skracaniem terminu wymagalności lokat terminowych.

¹⁵⁴ Kategoria *depozyty bieżące* zawiera wszystkie środki wypłacane na żądanie, zarówno gromadzone na rachunkach oszczędnościowo-rozliczeniowych, jak i na kontach oszczędnościowych.

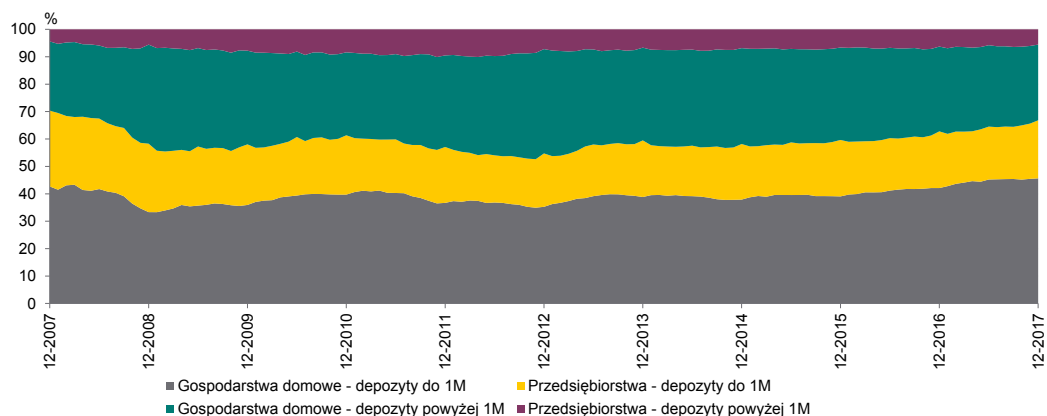
Wykres 4.1.8. Tempo wzrostu (r/r) wybranych pozycji pasywów sektora bankowego w latach 2013-2017



¹Finansowanie hurtowe obejmuje kredyty i depozyty sektora finansowego oraz zobowiązania z tytułu własnych emisji instrumentów dłużnych i transakcji *repo*.

Źródło: NBP.

Wykres 4.1.9. Struktura terminowa depozytów gospodarstw domowych i przedsiębiorstw w latach 2007-2017

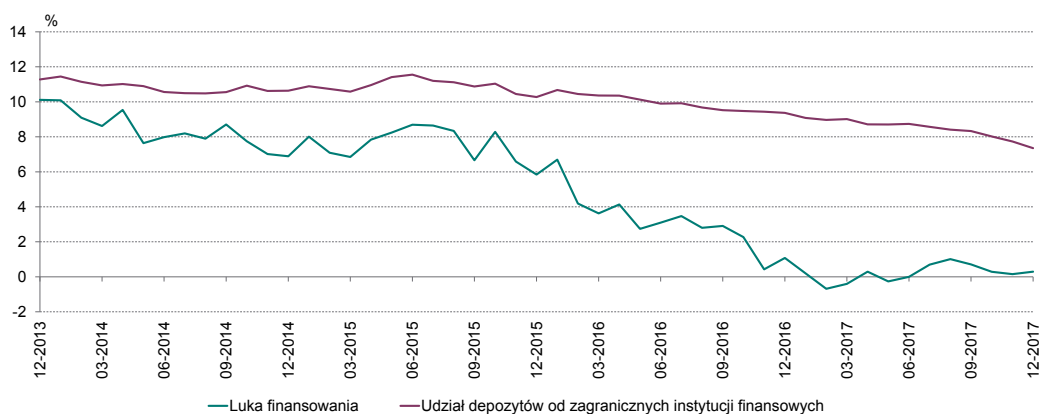


Uwaga: dane dla depozytów rezydentów.

Źródło: NBP.

Pomimo wolniejszego niż w latach ubiegłych tempa wzrostu depozytów, luka finansowania banków pozostawała zbliżona do zera (wykres 4.1.10.). Działo się tak ze względu na umocnienie złotego, które w połączeniu ze spłatą kredytów walutowych, szczególnie mieszkaniowych nominowanych we franku szwajcarskim, hamowało tempo wzrostu należności od sektora niefinansowego.

Wykres 4.1.10. Luka finansowania i udział depozytów od zagranicznych instytucji finansowych w pasywach w latach 2012-2017



Uwaga: kategoria *depozyty* zawiera zarówno depozyty (lokaty), jak i kredyty od zagranicznych instytucji finansowych.

Źródło: NBP.

Depozyty od sektora finansowego pozostawały drugim najważniejszym źródłem finansowania banków w Polsce (tabela 4.1.6.), jednak ich udział w całej strukturze pasywów sektora bankowego systematycznie malał. Szczególnie istotnie spadło finansowanie sektora bankowego od zagranicznych instytucji finansowych, pozyskiwane głównie w walutach obcych (wykres 4.1.10.).

Tabela 4.1.6. Depozyty i kredyty od instytucji finansowych w latach 2013-2017 (mld zł)

Kontrahent	2013	2014	2015	2016	2017
Krajowe banki i oddziały instytucji kredytowych	42,2	38,2	38,4	35,7	43,4
Inne krajowe instytucje finansowe	57,6	57,7	56,8	54,6	58,2
Krajowe instytucje finansowe ogółem	99,8	95,9	95,2	90,4	101,6
Zagraniczne banki	100,1	91,0	92,6	87,1	67,1
Inne zagraniczne instytucje finansowe	58,3	71,6	71,2	72,8	63,5
Zagraniczne instytucje finansowe ogółem	158,4	162,6	163,8	159,8	130,6

Źródło: NBP.

Rynek lokat międzybankowych pozostawał ograniczony głównie do krótkich lokat O/N, służących do regulowania bieżącej płynności (rozdział 5.1.). Zobowiązania wobec banków krajowych były skoncentrowane w bankach zrzeszających banki spółdzielcze (37,5 mld zł). Przyrost zobowiązań wobec banków wystąpił jedynie w bankach zrzeszających i bankach hipotecznych.

Depozyty i kredyty od zagranicznych banków stanowiły istotne źródło finansowania działalności zagranicznych filii i oddziałów instytucji kredytowych działających w Polsce, jak również banków zaangażowanych w kredyty mieszkaniowe w walutach obcych. Przeważały kredyty i depozyty z rezydualnym terminem zapadalności powyżej 1 roku (80%) i w walutach obcych (68%). W 2017 r. znacznie (o 20 mld zł) spadło finansowanie na rzecz banków zaangażowanych w walutowe kredyty mieszkaniowe, co jest związane z systematycznym zmniejszaniem zadłużenia z tytułu tych kredytów, ale również z zastępowaniem tego źródła finansowania przez emisje własne instrumentów dłużnych w walutach obcych (euro i franku szwajcarskim).

Prawie połowę finansowania z rynku finansowego banki pozyskały od tzw. niebankowych instytucji finansowych¹⁵⁵ (NIF). Wartość depozytów i kredytów od krajowych NIF pozostała stabilna na relatywnie niskim poziomie. Dominujące znaczenie miały środki złożone przez fundusze inwestycyjne, instytucje ubezpieczeniowe oraz fundusze emerytalne. Natomiast w przypadku zagranicznych NIF największy wkład miały międzynarodowe instytucje finansowe oraz instytucje pośrednictwa finansowego. W 2017 r. wartość środków pozyskanych od zagranicznych NIF zmniejszyła się w porównaniu ze średnią z ostatnich trzech lat.

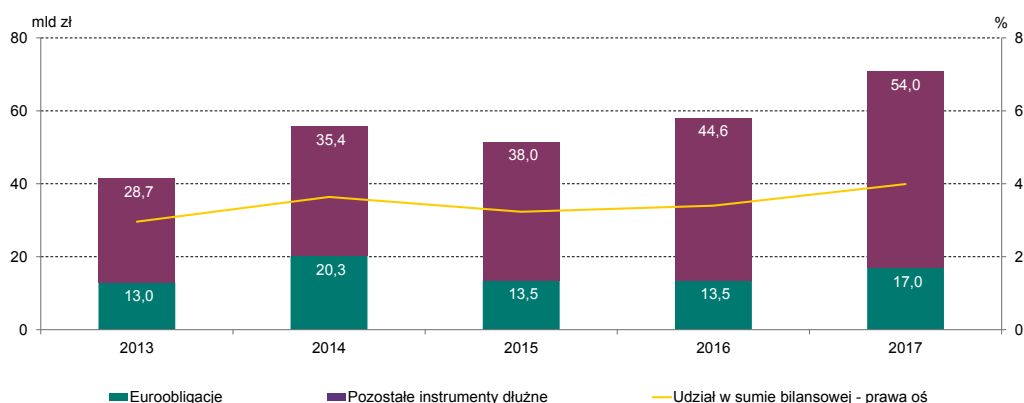
Wartość transakcji typu *repo* kolejny rok pozostała na niskim poziomie, do czego przyczynił się podatek od instytucji finansowych. Banki zmniejszyły wartość przyjmowanych lokat zabezpieczonych i niezabezpieczonych (*repo*, BSB, lokaty międzybankowe) optymalizując podstawę opodatkowania podatkiem od niektórych instytucji finansowych. Dotyczy to przede wszystkim analizowanych w raporcie okresów na końcu miesiąca, na które liczona jest podstawa opodatkowania, niemniej obroty pozostały niskie w całym roku.

W 2017 r. wzrosła wartość emisji instrumentów dłużnych, w szczególności hipotecznych listów zastawnych (rozdział 5.2.2.3.2.) i euroobligacji nominowanych w walutach obcych (wykres 4.1.11). Nowelizacja ustawy o listach zastawnych i bankach hipotecznych z 2015 r. ułatwiła emitowanie i zwiększyła atrakcyjność inwestowania w listy zastawne¹⁵⁶. W najbliższych latach można spodziewać się dalszego wzrostu emisji hipotecznych listów zastawnych, co powinno pozytywnie wpływać na wydłużenie terminów zapadalności pasywów. Dodatkowo w perspektywie 2023 r. zastosowanie regulacji dotyczących planów przymusowej restrukturyzacji *resolution*, może spowodować wzrost emisji instrumentów dłużnych kwalifikowanych do MREL¹⁵⁷.

¹⁵⁵ Do niebankowych instytucji finansowych zalicza się fundusze inwestycyjne, fundusze rynku pieniężnego, fundusze emerytalne, instytucje ubezpieczeniowe, międzynarodowe instytucje finansowe, inne instytucje pośrednictwa finansowego, pomocnicze instytucje finansowe oraz spółdzielcze kasy oszczędnościowo-kredytowe.

¹⁵⁶ Podsumowanie najważniejszych zmian w ustawie w: *Rozwój systemu finansowego w Polsce w 2015 r.*, Warszawa 2016, NBP, s. 44.

¹⁵⁷ Więcej informacji nt. wymogów regulacyjnych dotyczących planów przymusowej restrukturyzacji *resolution* w: *Raport o stabilności systemu finansowego. Grudzień 2017 r.*, Warszawa 2017, NBP – ramka 4. MREL – nowy wymóg regulacyjny dla potrzeb przymusowej restrukturyzacji, s. 65.

Wykres 4.1.11. Zobowiązania z tytułu emisji instrumentów dłużnych w latach 2013-2017

Uwaga: dane szacunkowe po wyłączeniu obligacji emitowanych przez BGK na rzecz KFD oraz uwzględnieniu emisji euroobligacji¹⁵⁸.

Źródło: NBP.

Pozostałe pozycje zobowiązań nie zmieniły się istotnie. W 2017 r. zanotowano nieznaczny wzrost udziału depozytów sektora rządowego i samorządowego, jednak rola tych środków w finansowaniu działalności banków pozostaje ograniczona ze względu na duże wahania sald depozytów. Dodatkowo depozyty sektora rządowego są skoncentrowane w banku państwowym – BGK¹⁵⁹. Zmiany stanu zobowiązań z tytułu instrumentów pochodnych (łącznie przeznaczonych do obrotu i zabezpieczających) wynikały głównie ze zmiany ich wyceny.

4.1.4. Zmiany w adekwatności kapitałowej banków

Wyposażenie kapitałowe sektora bankowego stopniowo się zwiększało, przede wszystkim na skutek akumulacji zysków. W 2017 r. fundusze własne sektora wzrosły o 9,8%, m.in. w wyniku podniesienia kapitału podstawowego Tier I o 13,3 mld zł i kapitału Tier II o 2,7 mld zł. Uwagę zwraca relatywnie duży wzrost kapitału Tier II w bankach komercyjnych (ok. 25%). Zjawisko to było związane ze zmianą strategii finansowania i wydłużaniem terminów zapadalności zobowiązań podporządkowanych, aby dalej mogły się zaliczać do kapitału Tier II¹⁶⁰.

Struktura funduszy własnych banków (wykres 4.1.12) pozostała korzystna zarówno z punktu widzenia możliwości absorbowania ewentualnych strat powstających w toku działalności

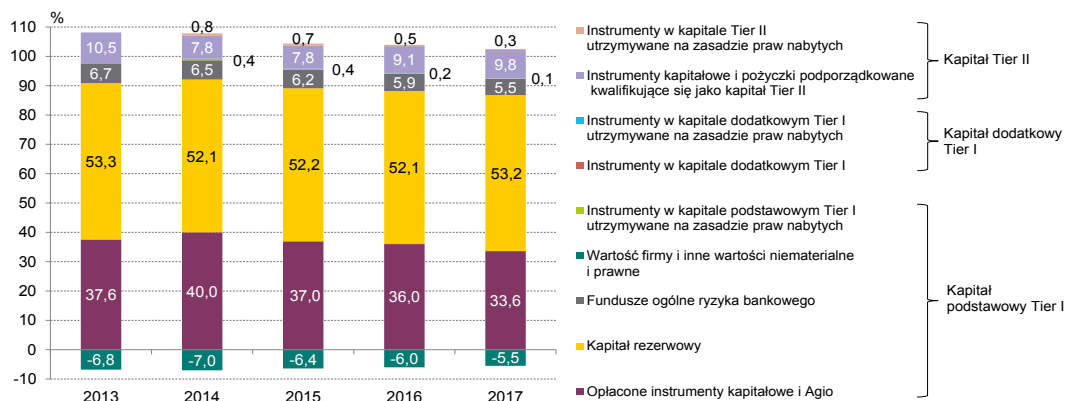
¹⁵⁸ Kilka krajowych banków ma otwarte programy emisji euroobligacji, które ze względu na metodę ich przeprowadzania nie są wykazywane jako zobowiązania z tytułu emisji. M.in. ze względów podatkowych emisji dokonują zagraniczne spółki celowe, które następnie pożyczają krajowemu bankowi pozyskane środki.

¹⁵⁹ Ponad połowa depozytów sektora rządowego jest utrzymywana w BGK, który konsoliduje środki niektórych jednostek sektora finansów publicznych.

¹⁶⁰ Obligacje podporządkowane zaliczane do kapitału Tier II, które mają mniej niż pięć lat do terminu zapadalności, podlegają amortyzacji dziennej.

bankowej, jak również możliwości spełniania europejskich norm ostrożnościowych (współczynników kapitałowych i buforów kapitałowych).

Wykres 4.1.12. Struktura funduszy własnych banków w latach 2013-2017



Uwagi: dane pokazują główne elementy tworzące fundusze własne i nie uwzględniają wszystkich pomniejszych. Wartość firmy i inne wartości niematerialne i prawne pomniejszają fundusze własne.

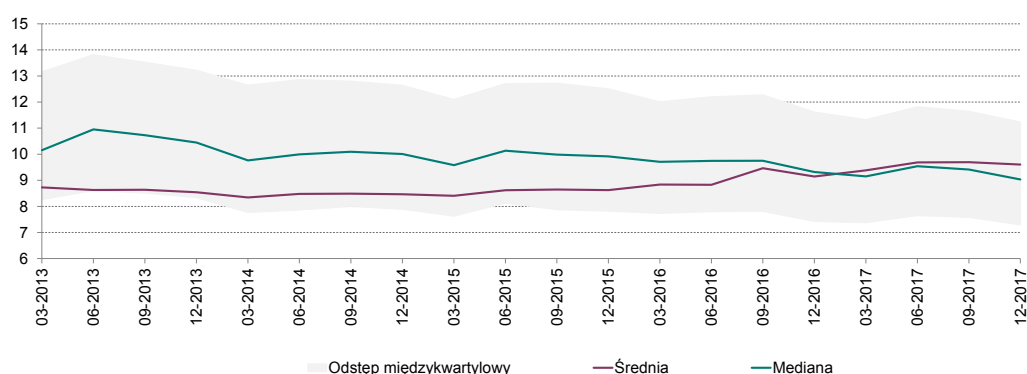
Źródło: NBP.

Kapitał podstawowy Tier I (CET1), zbudowany w przeważającej części z zatrzymanych zysków z wcześniejszych okresów i w drodze emisji akcji, stanowił ponad 90% funduszy własnych. Pozostałą część funduszy własnych tworzył prawie w całości kapitał Tier II, w którego składzie dominowały zobowiązania podporządkowane. Udział instrumentów hybrydowych zaliczanych do kapitału dodatkowego Tier I (AT1), tj. obligacji zamiennych w określonych warunkach na akcje, pozostawał niewielki (poniżej 1% funduszy regulacyjnych) i występował jedynie w postaci instrumentów utrzymywanych w funduszach własnych na zasadzie „praw nabytych” w bankach spółdzielczych.

Odzwierciedleniem wysokiego wyposażenia kapitałowego banków w Polsce jest stosunkowo niska dźwignia finansowa w porównaniu do innych państw członkowskich UE (ramka 4.1.1). Średni wskaźnik dźwigni finansowej w 2017 r. wynosił 9,6% i był nieznacznie wyższy niż na koniec 2016 r. (wykres 4.1.13).

Na przestrzeni ostatnich pięciu lat średnie wartości współczynników kapitałowych zwiększały się (wykres 4.1.14). Wyjątkiem był rok 2014, w którym zaczęły obowiązywać przepisy pakietu regulacyjnego CRDIV/CRR i część dotychczasowych instrumentów kapitałowych przestała być kwalifikowana jako element funduszy własnych, w tym część funduszy udziałowych w bankach spółdzielczych (ramka 4.1.3). Średnia wartość łącznego współczynnika kapitałowego (TCR) na koniec 2017 r. wynosiła 18%, a współczynników kapitału podstawowego Tier I i kapitału Tier I przekraczała 16,2%.

Wykres 4.1.13. Wskaźnik dźwigni finansowej w latach 2013-2017



Uwagi: wskaźnik dźwigni według CRDIV/CRR to wyrażony w procentach iloraz kapitału Tier I do miary ekspozycji, która uwzględnia zarówno ekspozycje bilansowe, jak i pozabilansowe (wzrost wskaźnika wynikający ze wzrostu kapitału Tier I lub spadku bilansowej części miary ekspozycji jest tożsamy ze spadkiem dźwigni finansowej). Dane za rok 2013 szacunkowe.

Źródło: NBP.

Wymagany w 2017 r. minimalny poziom współczynników kapitałowych determinowany był nie tylko przez normy kapitałowe z art. 92 CRR – tzw. filar I oraz nakładane w drodze indywidualnych decyzji domiary kapitałowe w ramach tzw. filara II, ale również przez bufora kapitałowe¹⁶¹.

- Od IV kwartału 2015 r. w 14 bankach istotnie zaangażowanych w walutowe kredyty mieszkaniowe dla gospodarstw domowych obowiązywały domiary kapitałowe z filara II. Domiary dla poszczególnych banków obowiązujące na koniec 2017 r. wynosiły od 0,54 pkt proc. do 5,81 pkt proc. łącznych współczynników kapitałowych (TCR), a dla współczynników kapitału Tier I oraz współczynników kapitału podstawowego Tier I, odpowiednio, 75% i 56% domiarów TCR¹⁶².
- W 2017 r. wszystkie banki były zobowiązane do utrzymywania bufora zabezpieczającego w wysokości 1,25% łącznej ekspozycji na ryzyko. Kilka banków, które posiadały ekspozycje kredytowe w krajach, w których władze krajowe ustanowiły wskaźnik bufora antycyklicznego powyżej 0% było zobowiązanych do utrzymywania specyficznego dla danej instytucji bufora antycyklicznego¹⁶³.
- Banki zidentyfikowane jako inne instytucje o znaczeniu systemowym (OSII) musiały dodatkowo utrzymywać odpowiednie bufora kapitałowe. Nałożone bufora OSII,

¹⁶¹ Zob. ustawa z dnia 5 sierpnia 2015 r. o nadzorze makroostrożnościowym nad systemem finansowym i zarządzaniu kryzysowym w systemie finansowym, Dz.U. z 2015 r., poz. 1513.

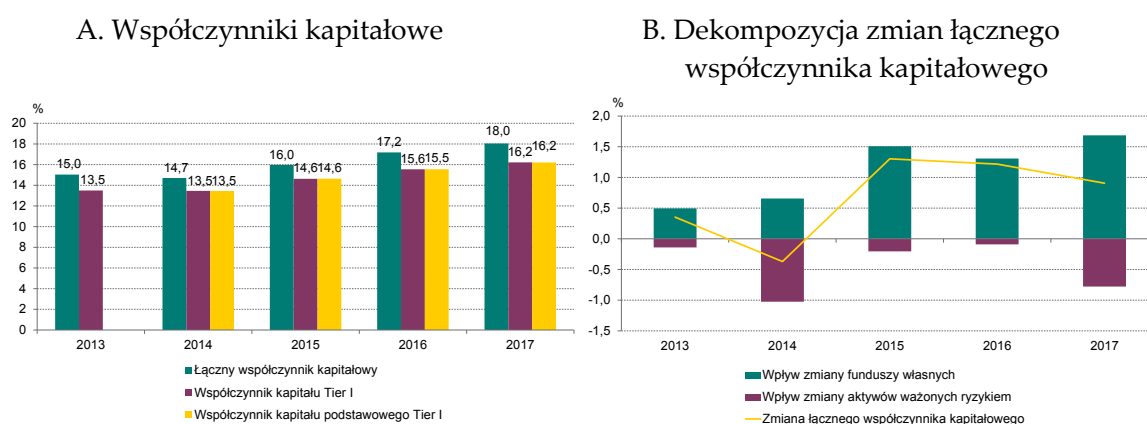
¹⁶² Zob. *Raport o stabilności systemu finansowego. Czerwiec 2018 r.*, Warszawa 2017, NBP.

¹⁶³ Banki te muszą utrzymywać dla tych ekspozycji zagranicznych bufor antycykliczny na zasadzie wzajemności. Na koniec grudnia 2017 r. wysokość tego bufora wynosiła niewiele ponad 20 mln zł.

w zależności od wielkości banku, miały wartość 0 pkt proc. (2 banki), 0,25 pkt proc. (5 banków), 0,5 pkt proc. (3 banki) lub 0,75 pkt proc. (2 banki).

Duży udział kapitału podstawowego Tier I (CET1) w funduszach własnych pozwala większości banków spełniać wymogi połączonego bufora kapitałowego (wykres 4.1.15) i kontynuować działalność zachowując dotychczasową autonomię¹⁶⁴, w tym utrzymując tempo i strukturę udzielania kredytów.

Wykres 4.1.14. Współczynniki kapitałowe i dekompozycja zmian łącznego współczynnika kapitałowego w latach 2013-2017



Uwaga: dane dla krajowego sektora bankowego, bez oddziałów instytucji kredytowych i banku BGK¹⁶⁵.
Źródło: NBP.

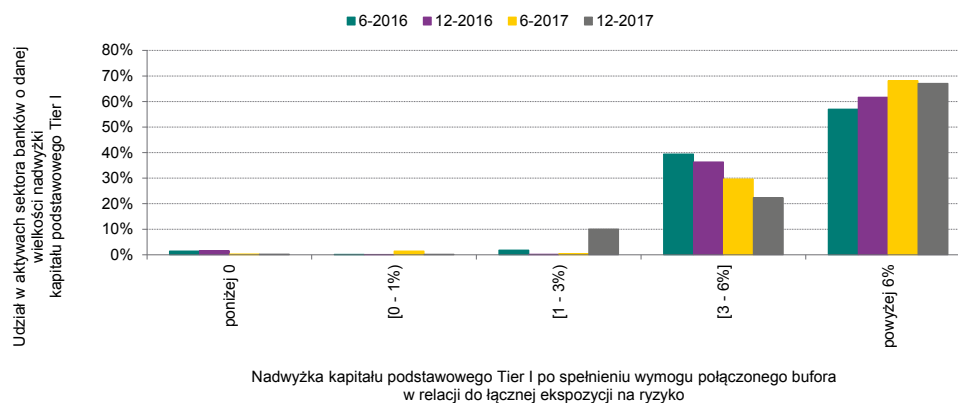
Podobnie jak w poprzednich latach, w 2017 r. KNF oczekiwała, że dywidendę będą mogły wypłacać wyłącznie te banki, które utrzymywały współczynniki kapitałowe na poziomach wyższych niż minimalne określone w pakiecie CRDIV/CRR. Oczekiwania te określone były w tzw. polityce dywidendowej, określającej kryteria pozwalające na wypłatę dywidendy z zysków za 2016 r. w maksymalnej wysokości¹⁶⁶, m.in. współczynnik kapitału Tier I na poziomie wyższym o 4 pkt proc. niż wynikający z pakietu regulacji CRDIV/CRR i 6 pkt proc. w przypadku banków zidentyfikowanych jako OSII.

¹⁶⁴ Szerzej na temat konsekwencji niespełniania norm kapitałowych oraz wymogu połączonego bufora w: *Raport o stabilności systemu finansowego. Czerwiec 2017 r.*, Warszawa 2017, NBP, ramka 4 *Progi kapitałowe jako punkt odniesienia w testach warunków skrajnych przeprowadzanych przez NBP*, s. 127.

¹⁶⁵ BGK jest specjalnym bankiem państwowym realizującym programy rządowe w dziedzinie polityki społecznej i rozwoju i nie podlega regulacjom pakietu CRDIV/CRR w takim samym zakresie jak inne banki.

¹⁶⁶ Zob. *Stanowisko KNF w sprawie polityki dywidendowej banków, zakładów ubezpieczeń, PTE, domów maklerskich i TFI*, KNF, 6 grudnia 2016 r.

Wykres 4.1.15. Rozkład aktywów krajowych banków według relacji nadwyżki kapitału podstawowego Tier I do łącznej ekspozycji na ryzyko



Uwagi: dane pokazują główne elementy tworzące fundusze własne i nie uwzględniają wszystkich pomniejszych. „Wartość firmy i inne wartości niematerialne i prawne” pomniejszają fundusze własne.
Źródło: NBP.

W 2017 r. łączny wymóg kapitałowy zmienił się istotnie (wzrost o 4,5%) za sprawą wzrostu wymogu na ryzyko kredytowe. Pozostałe wymogi kapitałowe, tj. wymóg na ryzyko operacyjne i wymogi na ryzyko rynkowe, nieznacznie spadły. Większy w porównaniu do poprzednich lat wzrost wymogu kapitałowego z tytułu ryzyka kredytowego był m.in. skutkiem podwyższenia do 150% wagi ryzyka dla walutowych kredytów mieszkaniowych¹⁶⁷ (ramka 4.1.2. Wykres I).

¹⁶⁷ Rozporządzenie Ministra Rozwoju i Finansów z dnia 25 maja 2017 r. w sprawie wyższej wagi ryzyka dla ekspozycji zabezpieczonych hipotekami na nieruchomościach (Dz.U. z 2017 r., poz. 1068). Więcej szczegółów na temat rozporządzenia w rozdziale Regulacje systemu finansowego.

Ramka 4.1.2. Wagi ryzyka kredytowego w Polsce

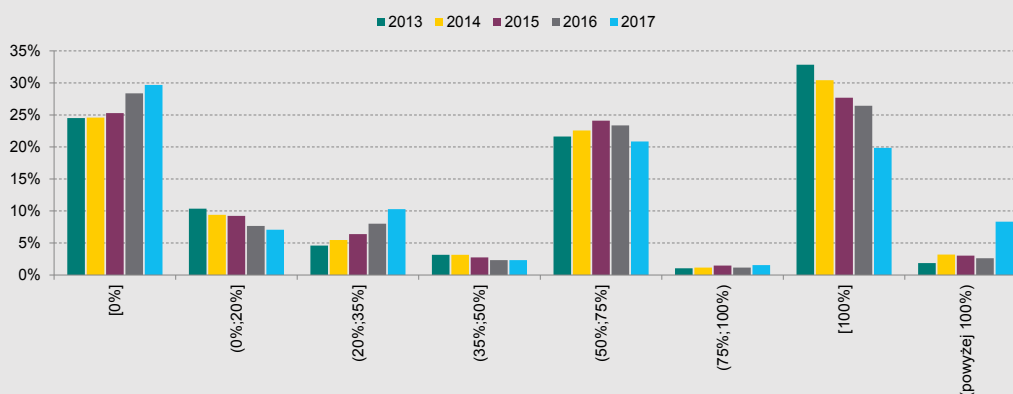
Średni poziom wag ryzyka kredytowego w krajowych bankach pozostaje niezmiennie wysoki – 53,5% (78,5% dla ekspozycji z sektora niefinansowego) i ciągle powyżej średniego poziomu w UE (ramka 4.1.1). Nie wynika to jednak z wyższego ryzyka aktywów banków w Polsce, ale z konserwatywnego podejścia do wyznaczania wymogów kapitałowych, w tym ze stosowania przez większość banków metody standardowej do wymogu kapitałowego na ryzyko kredytowe. Dodatkowo w strukturze ekspozycji kredytowych nadal dominują ekspozycje, którym przypisywana jest waga ryzyka 100% i 75% (wykres I). Ma to związek z następującymi czynnikami:

- małym wykorzystaniem w rachunku adekwatności kapitałowej zabezpieczenia hipoteką na nieruchomości mieszkalnej i powszechnym przypisywaniem wagi ryzyka kontrahenta detalicznego (waga ryzyka 75%),
- obowiązkiem stosowania podwyższonej do 100% wagi ryzyka dla ekspozycji zabezpieczonych hipoteką na nieruchomości komercyjnej,
- małym udziałem w ekspozycji kredytowej przedsiębiorstw z oceną wiarygodności kredytowej nadaną przez uznaną agencję ratingową (ECAI) (waga ryzyka 100% dla ekspozycji wobec przedsiębiorstw bez ratingu i niekorzystających z ochrony kredytowej).

W strukturze ekspozycji kredytowych wyróżniały się również ekspozycje, którym przypisywana jest waga ryzyka 0%, co wynikało m.in. z:

- dużego udziału w portfelu papierów skarbowych lub bonów NBP oraz ekspozycji zabezpieczonych bezpośrednio lub pośrednio przez Skarb Państwa,
- relatywnie dużego udziału wzajemnych ekspozycji członków IPS w sektorze banków spółdzielczych.

Wykres I. Rozkłady ekspozycji kredytowych po wagach ryzyka kredytowego w latach 2013-2017



Źródło: NBP.

Zmiana wag ryzyka dla ekspozycji zabezpieczonych na nieruchomości

Wejście w życie rozporządzenia Ministra Rozwoju i Finansów *w sprawie wyższej wagi ryzyka dla ekspozycji zabezpieczonych hipotekami na nieruchomościach* (dalej: rozporządzenie w sprawie wyższej wagi ryzyka) spowodowało przede wszystkim wzrost wymogu kapitałowego w bankach stosujących metodę standardową do wyznaczania tego wymogu z tytułu walutowych kredytów mieszkaniowych. Podobne rozwiązanie występowało w krajowych regulacjach¹ do momentu wejścia w życie Rozporządzenia CRR, gdzie ekspozycje wynikające z takich kredytów otrzymywały wagę ryzyka 100% zarówno w części ekspozycji znajdującej się w klasie ekspozycji zabezpieczonych na nieruchomości, jak i w części

klasyfikowanej do klasy ekspozycji detalicznych. Od momentu wejścia w życie Rozporządzenia CRR UKNF oczekiwał od banków utrzymania wyższych wag ryzyka dla takich ekspozycji.

Efektym ubocznym wejścia w życie rozporządzenia w sprawie wyższej wagi ryzyka w 2017 r. było przeklasyfikowanie części ekspozycji złotych jako w pełni i całkowicie zabezpieczonych na nieruchomości mieszkalnej. Dzięki temu preferencyjną wagę ryzyka 35% przypisano większej części ekspozycji zabezpieczonej na nieruchomości mieszkalnej wynikających z kredytu w złotym².

Wejście w życie rozporządzenia zwiększającego wagę ryzyka pozostało prawie bez wpływu na banki wykorzystujące do wyznaczania wymogu kapitałowego dla takich ekspozycji metodę wewnętrznych ratingów (IRB)³. W tych bankach wpływ na wysokość wymogów kapitałowych z tytułu ryzyka kredytowego mają modelowane przez banki parametry (m.in. PD, LGD) wpływające na wagi ryzyka przypisywane danym pulom ekspozycji. Zwiększenie minimalnego średniego parametru LGD dla ekspozycji wynikających z kredytów walutowych zabezpieczonych na nieruchomości mieszkalnej było kolejnym z rekomendowanych przez KSF w dniu 13 stycznia 2017 r. działań skierowanych w stosunku do walutowych kredytów mieszkaniowych⁴.

Zwiększenie wag ryzyka dla ekspozycji zabezpieczonych na nieruchomości komercyjnej, wynikające z rozporządzenia w sprawie wyższej wagi ryzyka, nie miało praktycznie wpływu na rozkład ekspozycji kredytowych ze względu na wagi ryzyka i wielkość wymogów kapitałowych w krajowych bankach. Wynika to najprawdopodobniej z faktu, że krajowe banki rzadziej wykorzystują zabezpieczenie na nieruchomości komercyjnej w kalkulacji wymogów kapitałowych lub w mniejszym stopniu angażują się w finansowanie nieruchomości komercyjnych, takich jak biura czy galerie handlowe, które częściej finansowane są środkami z zagranicznych instytucji finansowych, w tym oddziałów instytucji kredytowych. Dodatkowo, w przypadku kilku banków komercyjnych takie kredyty są objęte metodą wewnętrznych ratingów (IRB) lub jej uproszczonym wariantem.

¹ Zob. załącznik nr 4 do uchwały nr 76/2010 Komisji Nadzoru Finansowego z dnia 10 marca 2010 r. w sprawie zakresu i szczegółowych zasad wyznaczania wymogów kapitałowych z tytułu poszczególnych rodzajów ryzyka.

² Zgodnie z art. 125 Rozporządzenia CRR, wagę ryzyka równą 35% można co do zasady przypisywać do ekspozycji, bądź części ekspozycji wynikającej z kredytu, która jest w pełni i całkowicie zabezpieczona hipoteką na nieruchomości mieszkalnej, jeśli jej wartość nie przekracza 80% wartości rynkowej przedmiotowej nieruchomości lub 80% bankowo-hipotecznej wartości przedmiotowej nieruchomości. Krajowe regulacje obowiązujące do momentu wejścia w życie Rozporządzenia CRR określały ten próg na poziomie odpowiednio 50% i 60% (zob. Załącznik nr 4 do uchwały nr 76/2010 Komisji Nadzoru Finansowego z dnia 10 marca 2010 r. w sprawie zakresu i szczegółowych zasad wyznaczania wymogów kapitałowych z tytułu poszczególnych rodzajów ryzyka). Zgodnie z komunikatem UKNF (zob. Komunikat UKNF z dnia 19 września 2017 r. dotyczący interpretacji treści rozporządzenia Ministra Rozwoju i Finansów z dnia 25 maja 2017 r. w sprawie wyższej wagi ryzyka dla ekspozycji zabezpieczonych hipotekami na nieruchomościach) do 2 grudnia 2017 r. banki obowiązane były stosować dotychczasowe podejście w zakresie stosowania oraz zasad przypisywania wagi ryzyka dla ekspozycji zabezpieczonych na nieruchomości mieszkalnej wynikające z ww. regulacji krajowych.

³ Metodę tę stosowały cztery banki o około 21% udziale w aktywach sektora. Metodami zaawansowanymi objętych jest około 37-53% ekspozycji kredytowych tych banków, a do pozostałych banki stosują metodę standardową.

⁴ Zob. Uchwała Nr 14/2017 Komitetu Stabilności Finansowej z dnia 13 stycznia 2017 r. w sprawie rekomendacji dotyczącej restrukturyzacji portfela kredytów mieszkaniowych w walutach obcych.

4.1.5. Wyniki finansowe sektora bankowego

Wyniki finansowe sektora bankowego w ostatnich kilku latach pozostawały poniżej poziomów osiąganych w okresie 2011-2014, gdy corocznie przekraczały 15 mld zł. Wynikało to w dużym stopniu (oprócz zdarzeń jednorazowych w 2015 i 2016 r.¹⁶⁸) z wprowadzenia od lutego 2016 r. podatku od niektórych instytucji finansowych¹⁶⁹ oraz kosztów ponoszonych przez banki na rzecz BFG¹⁷⁰. W 2017 r. zysk sektora bankowego był nieznacznie niższy niż rok wcześniej¹⁷¹ (tabela 4.1.7).

Tabela 4.1.7. Rachunek wyników sektora bankowego w latach 2013-2017 (w mld zł)

	2013	2014	2015	2016	2017
Wynik z tytułu odsetek	34,7	37,1	35,2	38,4	42,5
Przychody z tytułu odsetek	61,8	58,8	52,6	54,3	58,0
- w tym: z instrumentów dłużnych ¹	7,7	7,1	5,9	6,4	7,2
Koszty z tytułu odsetek	27,2	21,7	17,4	15,9	15,5
Wynik nie odsetkowy	20,8	20,5	20,6	21,6	19,3
Wynik z tytułu opłat i prowizji	13,4	13,8	13,3	12,7	13,7
Przychody z tytułu dywidend	0,8	1,2	1,4	1,3	1,2
Wynik z wyceny i działalności handlowej ²	6,6	5,6	5,9	7,6	4,4
Wynik działalności bankowej	55,4	57,6	55,8	59,9	61,8
Koszty działania banku	27,5	27,1	30,5	32,2	32,9
Amortyzacja	2,7	2,7	2,8	2,9	2,9
Odpisy z tytułu utraty wartości aktywów finansowych	7,8	8,3	7,1	7,7	8,3
w tym: kredytów ze stwierdzoną utratą wartości	7,7	8,1	7,0	7,6	8,2
Wynik finansowy brutto	18,7	19,8	15,8	18,1	18,6
Wynik finansowy netto	15,1	15,9	12,8	13,9	13,8

¹Przychody odsetkowe z instrumentów dłużnych sklasyfikowanych jako „dostępne do sprzedaży” lub „utrzymywane do terminu zapadalności”.

²Na wartość tej pozycji składa się wynik z tytułu aktywów i zobowiązań finansowych wchodzących w skład portfeli „przeznaczone do obrotu” i „wyceniane wg wartości godziwej ze skutkiem wyceny odnoszonym do rachunku zysków i strat”, zrealizowany wynik z tytułu aktywów i zobowiązań finansowych należących do pozostałych portfeli oraz wynik z tytułu różnic kursowych.

Źródło: NBP.

Znaczna część zysków osiąganych przez sektor bankowy przypadła dużym instytucjom. W 2017 r. sześć największych banków, kontrolujących 55% aktywów sektora bankowego, wypracowało 71% jego zysków.

¹⁶⁸ W 2015 r. wyniki finansowe banków zostały obciążone wypłatą depozytów gwarantowanych po upadłości SK banku, a na przełomie 2015 i 2016 r. – składką na Fundusz Wsparcia Kredytobiorców.

¹⁶⁹ Ustawa z dnia 15 stycznia 2016 r. o podatku od niektórych instytucji finansowych (Dz.U. z 2016 r., poz. 68).

¹⁷⁰ Średnioroczne koszty z tytułu składek na BFG wyniosły 0,9 mld zł w okresie 2011-2014 i 2,0 mld zł w latach 2015-2017 (z wyłączeniem wypłaty depozytów SK banku w 2015 r.).

¹⁷¹ Należy jednak pamiętać, że w 2016 r. banki uzyskały (jednorazowy) przychód ze sprzedaży udziałów w VISA Europe Limited. Całkowity łączny przychód banków ze sprzedaży udziałów w VISA Europe Limited wyniósł 2,47 mld zł. Zob. Informacja o sytuacji banków w okresie I-IX 2016 r., Warszawa 2016, KNF.

Mimo spadku w 2017 r. (tabela 4.1.8) zyskowość sektora bankowego w Polsce (mierzona wskaźnikami zysku netto do aktywów i zysku netto do funduszy własnych) pozostawała wyższa niż średnia w UE (ramka 4.1.1).

Tabela 4.1.8. Wskaźniki operacyjne systemu bankowego w latach 2013-2017 (w%)

	2013	2014	2015	2016	2017
Odsetek przeciętnych aktywów					
Wynik z tytułu odsetek	2,49	2,50	2,23	2,32	2,44
Wynik nie odsetkowy	1,49	1,39	1,31	1,30	1,11
- wynik z tytułu opłat i prowizji	0,96	0,93	0,85	0,78	0,79
- przychody z tytułu dywidend	0,05	0,08	0,09	0,08	0,07
- wynik z tytułu wyceny i działalności handlowej ¹	0,48	0,38	0,37	0,44	0,25
Wynik działalności bankowej	3,98	3,89	3,54	3,62	3,55
Koszty działania banku	1,97	1,83	1,94	1,95	1,89
Amortyzacja	0,19	0,18	0,18	0,18	0,17
Odpisy z tytułu utraty wartości aktywów finansowych	0,56	0,56	0,45	0,47	0,48
- w tym: kredytów ze stwierdzoną utratą wartości	0,55	0,55	0,44	0,46	0,47
Wynik finansowy brutto	1,34	1,34	1,00	1,10	1,07
Wynik finansowy netto	1,09	1,07	0,81	0,84	0,79
Odsetek wyniku działalności					
Wynik z tytułu odsetek	62,54	64,38	63,15	64,02	68,77
Wynik nie odsetkowy	37,46	35,62	36,85	35,98	31,23
- wynik z tytułu opłat i prowizji	24,22	23,91	23,83	21,24	22,21
- przychody z tytułu dywidend	1,37	2,03	2,44	2,18	1,89
- wynik z tytułu wyceny i działalności handlowej ¹	11,87	9,68	10,58	12,56	7,13
Wynik działalności bankowej	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00
Koszty działania banku	49,61	47,05	54,72	53,74	53,22
Amortyzacja	4,78	4,73	5,10	4,89	4,76
Odpisy z tytułu utraty wartości aktywów finansowych	14,06	14,46	12,75	13,01	13,41
- w tym: kredytów ze stwierdzoną utratą wartości	13,94	14,13	12,55	12,73	13,33
Wynik finansowy brutto	33,76	34,41	28,25	30,23	30,01
Wynik finansowy netto	27,32	27,54	22,93	23,17	22,33
Odsetek przeciętnego kapitału Tier I					
Wynik finansowy brutto ²	15,04	15,52	11,28	12,04	11,27
Wynik finansowy netto ²	12,13	12,42	9,13	9,18	8,35

¹ Na wartość tej pozycji składa się wynik z tytułu aktywów i zobowiązań finansowych wchodzących w skład portfeli „przeznaczone do obrotu” i „wyceniane wg wartości godziwej ze skutkiem wyceny odnoszonym do rachunku zysków i strat”, zrealizowany wynik z tytułu aktywów i zobowiązań finansowych należących do pozostałych portfeli oraz wynik z tytułu różnic kursowych.

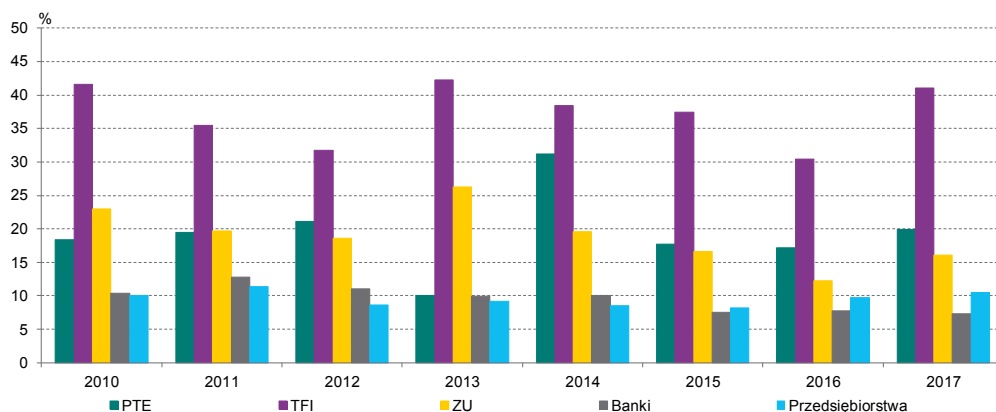
² Dane dla krajowego sektora bankowego z wyłączeniem BGK.

Źródło: NBP.

Od 2015 r. krajowe banki są natomiast mniej zyskowe od przedsiębiorstw niefinansowych, a w samym 2017 r. przewaga przedsiębiorstw niefinansowych w tym aspekcie dodatkowo się

zwiększyła¹⁷² (wykres 4.1.16). Historycznie, w szczególności przed wybuchem kryzysu na rynkach globalnych, sektor bankowy najczęściej miał wyższą rentowność niż sektor przedsiębiorstw.

Wykres 4.1.16. Wskaźnik ROE dla instytucji finansowych i przedsiębiorstw w latach 2010-2017



Źródło: NBP.

Czynnikiem wspierającym zyskowność banków był dalszy wzrost marży odsetkowej netto (mierzonej jako relacja wyniku odsetkowego do aktywów), który był skutkiem m.in.:

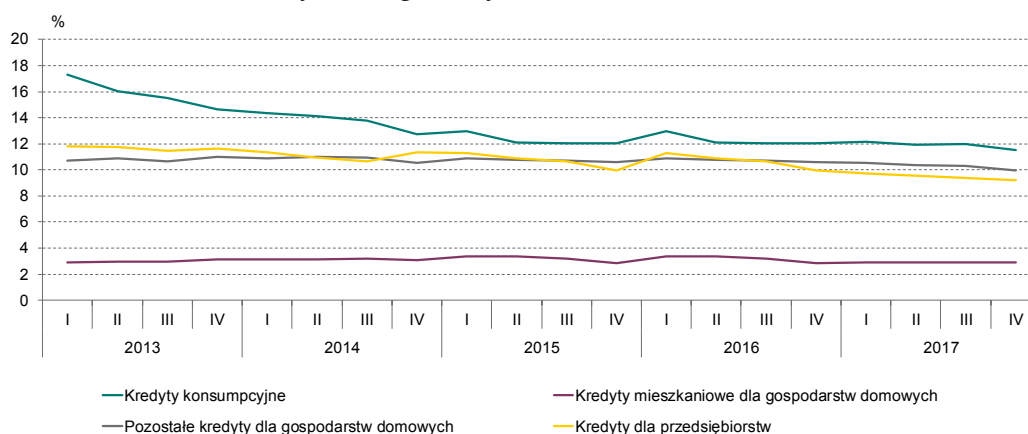
- podniesienia przez część banków marż na niektórych produktach kredytowych,
- zastępowania zapadających należności o niskich marżach (w tym kredytów mieszkaniowych we frankach szwajcarskich) przez bardziej zyskowne produkty,
- kontynuacji przenoszenia środków przez klientów na rachunki bieżące i depozyty krótkoterminowe (wykres 4.1.9), z reguły niżej oprocentowane niż depozyty długoterminowe.

Korzystnie na zyskowność banków wpłynęła też poprawa efektywności kosztowej, mierzonej relacją kosztów działania banku i amortyzacji do aktywów. Przed 2015 r. efektywność kosztowa działalności bankowej systematycznie się poprawiała. W 2015 r. banki poniosły koszty wypłaty depozytów gwarantowanych związane z upadłością SK banku, a na przełomie lat 2015 i 2016 – koszty wpłat na Fundusz Wsparcia Kredytobiorców. Od 2015 r. wzrosły też składki na BFG, a od lutego 2016 r. koszty działania obciążył dodatkowo podatek od niektórych instytucji finansowych. Banki skutecznie kontrolowały natomiast pozostałe koszty działania, utrzymując na mniej więcej stałym poziomie obciążenie kosztami pracowniczymi oraz relatywnie ograniczając inne koszty ogólnego zarządu (czynsze, usługi obce itp.).

¹⁷² Ze względu na różną specyfikę działalności banków i przedsiębiorstw niefinansowych, niehomogeniczność sektora przedsiębiorstw niefinansowych (np. zróżnicowanie branżowe) oraz odmienne uregulowania niektórych kwestii związanych ze sporządzaniem sprawozdań finansowych (na przykład w zakresie tworzenia rezerw) należy zachować ostrożność przy porównywaniu wskaźników rentowności kapitału obliczonych dla tych sektorów.

Relacja kosztów realizacji ryzyka kredytowego (odpisów z tytułu utraty wartości kredytów) do aktywów pozostawała w ostatnich latach stabilna. Poprawie jakości kredytów (wykres 4.1.17) sprzyjała korzystna sytuacja makroekonomiczna. Najlepszą jakością tradycyjnie charakteryzowały się portfele kredytów mieszkaniowych, niezależnie od waluty, w której zostały one udzielone¹⁷³.

Wykres 4.1.17. Wskaźniki kredytów zagrożonych w latach 2013-2017



Źródło: NBP.

Dominujący udział sektora bankowości komercyjnej w systemie bankowym pozwala przyjąć, że większość opisanych powyżej wniosków dotyczących całego systemu bankowego wynika z sytuacji banków komercyjnych. Tendencje zmian w strukturze bilansu, rachunku wyników i adekwatności kapitałowej banków spółdzielczych różnią się od tendencji w całym sektorze bankowym. Sytuację banków spółdzielczych przedstawia ramka 4.1.3.

¹⁷³ Więcej na temat jakości kredytów, w tym kredytów mieszkaniowych nominowanych w walutach obcych, oraz ich wpływu na rachunek wyników i stabilność sektora finansowego w: *Raport o stabilności systemu finansowego. Czerwiec 2018 r.*, Warszawa 2018, NBP.

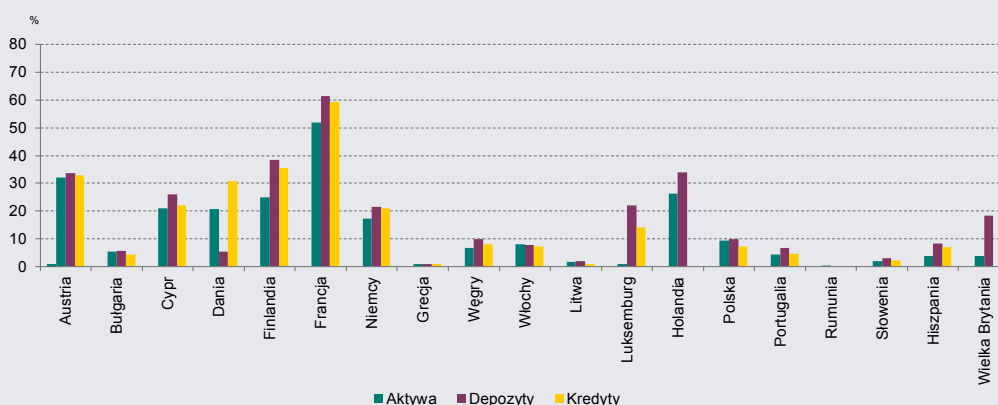
Ramka 4.1.3. Sytuacja banków spółdzielczych w Polsce

Rola banków spółdzielczych i pozycja rynkowa w systemie bankowym

Bankowość spółdzielcza odgrywa ważną rolę w segmencie obsługi i finansowania małych i średnich przedsiębiorstw oraz klientów detalicznych. Stopień rozwoju i znaczenie sektora spółdzielczego w Unii Europejskiej były zróżnicowane. Dotyczyło to również modeli funkcjonowania banków, w tym zwłaszcza organizacji i sposobu działania ich zrzeszeń¹.

W Polsce znaczenie banków spółdzielczych w finansowaniu gospodarki jest relatywnie niewielkie. Świadczy o tym relacja sumy bilansowej do PKB wynosząca na koniec 2017 r. około 8% oraz nie przekraczający 10% udział banków spółdzielczych w aktywach sektora bankowego (wykres I). Banki spółdzielcze były najliczniejszą grupą banków w Polsce. Na koniec 2017 r. działały 553 banki spółdzielcze, z których 352 były zrzeszone w BPS, a 199 w SGB-Banku. Poza zrzeszeniami działały dwa banki - Krakowski Bank Spółdzielczy oraz Bank Spółdzielczy w Brodnicy. Banki spółdzielcze charakteryzował również, według stanu na koniec 2017 r., 20% udział w zatrudnieniu sektora bankowego oraz ponad 40% udział w liczbie placówek bankowych.

Wykres I. Pozycja rynkowa banków spółdzielczych na tle całego sektora bankowego w wybranych krajach UE na koniec 2016 r.



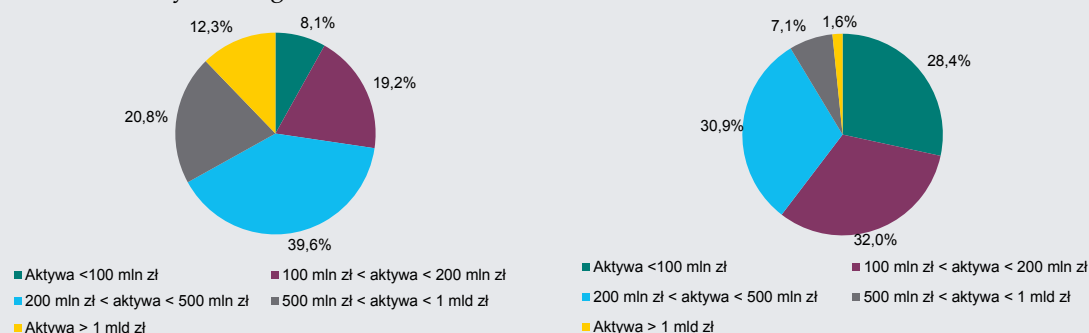
Uwaga: dane dla Polski dotyczą banków spółdzielczych i zrzeszających.

Źródło: opracowanie NBP na podstawie danych EACB i EBC.

Banki spółdzielcze odgrywały istotną rolę na terenach mniej zurbanizowanych, stanowiąc w swoich regionach ważne centra rozliczeniowe, kredytowe i depozytowe, zwłaszcza dla rolników, MSP, klientów detalicznych oraz samorządów. W ostatnich latach banki spółdzielcze rozszerzały teren swojej działalności otwierając placówki w dużych aglomeracjach.

Banki spółdzielcze były zróżnicowaną zbiorowością, zarówno pod względem wielkości, głównych obszarów działalności, jak i osiągniętej zyskowności. Najliczniejszą grupę stanowiły małe i średnie banki o aktywach nieprzekraczających 500 mln zł (wykres II).

Wykres II. Podział aktywów (lewy panel) i liczby (prawy panel) banków spółdzielczych według wielkości ich aktywów wg stanu na koniec 2017 r.

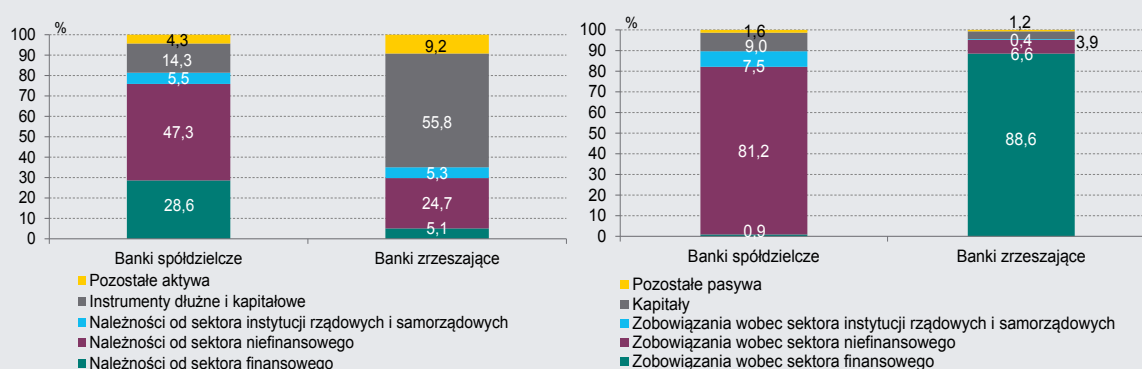


Źródło: NBP.

Zmiany w strukturze bilansu

Banki spółdzielcze, podobnie jak w minionych latach, koncentrowały się przede wszystkim na tradycyjnej działalności bankowej – przyjmowaniu depozytów od podmiotów sektora niefinansowego (głównie gospodarstw domowych) i samorządowego oraz udzielaniu im kredytów. Kontynuowały także inwestycje w instrumenty dłużne (zwłaszcza obligacje skarbowe i bony NBP) (wykres III).

Wykres III. Struktura aktywów (lewy panel) i pasywów (prawy panel) banków spółdzielczych i banków zrzeszających na koniec 2017 r.



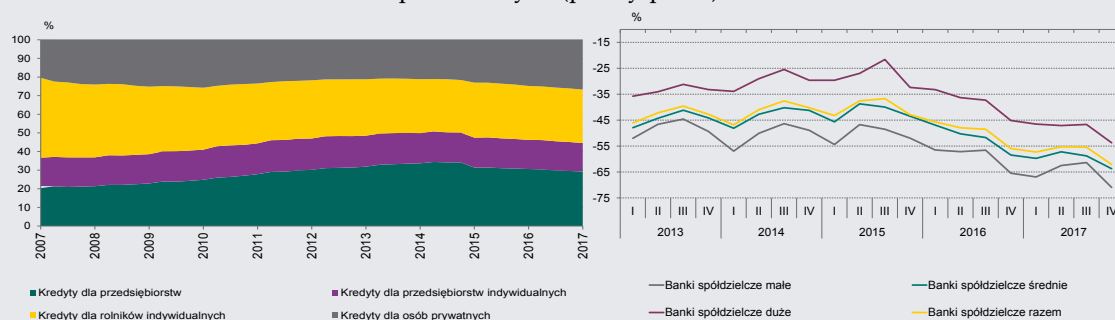
Źródło: NBP.

Wśród należności od sektora niefinansowego znaczący udział miały kredyty dla przedsiębiorstw oraz dla rolników indywidualnych, których udział systematycznie spadał (wykres IV, lewy panel). Oprócz czynników popytowych i regulacyjnych (zaostrenie przepisów regulujących obrót nieruchomościami rolnymi oraz nowe ograniczenia w prowadzeniu egzekucji z majątku rolników) spadek udziału mógł wynikać z coraz większego zainteresowania banków komercyjnych tym segmentem rynku. Około 38% kredytów dla rolników indywidualnych stanowiły kredyty preferencyjne, charakteryzujące się wysoką spłacalnością.

W 2017 r. w portfelu kredytów dla sektora niefinansowego nastąpił wzrost udziału kredytów dla osób prywatnych, głównie w segmencie kredytów mieszkaniowych oraz zmniejszenie udziału kredytów dla przedsiębiorstw. W portfelu kredytów dla przedsiębiorstw dominowały (99% w ujęciu wartościowym na koniec 2017 r.) kredyty dla małych i średnich przedsiębiorstw. Wzrost znaczenia tych kredytów w przeszłości wynikał z działalności największych banków spółdzielczych, jednak od 2016 r.,

po ujawnieniu się problemów z efektywnym zarządzaniem ryzykiem kredytowym, banki te stopniowo ograniczyły aktywność w tym segmencie rynku.

Wykres IV. Struktura portfela kredytów dla sektora niefinansowego w latach 2007-2017 (lewy panel) oraz luka finansowania w bankach spółdzielczych (prawy panel) w latach 2013-2017



Uwagi: małe banki spółdzielcze – aktywa o wartości do 200 mln zł, średnie banki spółdzielcze – aktywa o wartości 200 – 500 mln zł, duże banki spółdzielcze – aktywa o wartości większej niż 500 mln zł.

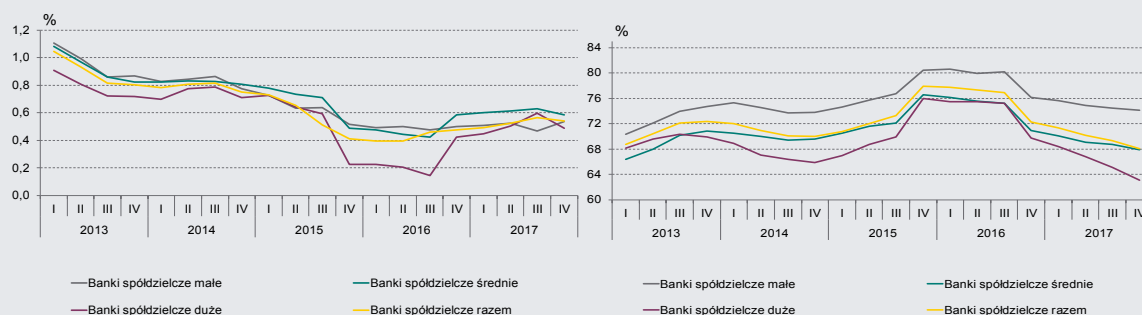
Źródło: NBP.

Dominującym źródłem finansowania w bankach spółdzielczych pozostawały depozyty sektora niefinansowego (ok. 80% sumy bilansowej). Udział finansowania depozytami był wyższy niż w bankach komercyjnych (ok. 60%). Przy wysokim udziale kapitałów w strukturze pasywów (9%), rola innych źródeł finansowania była niewielka. Banki spółdzielcze charakteryzowała tradycyjnie wysoka nadpłynność. Nadwyżka depozytów nad kredytami, tzw. ujemna luka finansowania, zwiększyła się z 56% w 2016 r. do 62% w roku 2017. Zjawisku temu sprzyjała wyższa w stosunku do akcji kredytowej dynamika depozytów od sektora niefinansowego (4,8% i 9,1%), przy czym, największą luką charakteryzowały się małe banki spółdzielcze (wykres IV, prawy panel). Pogłębiająca się nadpłynność w sektorze może wskazywać na trudności pewnej grupy banków spółdzielczych w lokowaniu przyrostu depozytów w akcję kredytową. Warto wskazać, że poza aspektem pomocowym w obecnym modelu biznesowym banków spółdzielczych w Polsce nie ma efektywnych mechanizmów dystrybucji płynności i kapitału wewnątrz zrzeszenia, co pozwoliłoby na transfer zasobów z jednostek o ograniczonych możliwościach rozwoju akcji kredytowej (np. ze względu na teren działalności lub uwarunkowania rynkowe) do jednostek charakteryzujących się znacznym potencjałem biznesowym.

Wyniki finansowe

Zyskowność banków spółdzielczych (mierzona relacjami zysku netto do aktywów i do kapitału regulacyjnego Tier I) od 2016 r. stopniowo się poprawiała (wykres V, lewy panel), przede wszystkim dzięki zmniejszeniu obciążenia wyników kosztami działania (tabela I). W 2017 r. wzrosła również marża odsetkowa netto a udział wyniku odsetkowego w wyniku działalności bankowej zwiększył się do prawie 77%. W 2017 r. ponownie wzrosło obciążenie wyników odpisami z tytułu utraty wartości kredytów, osiągając poziom obserwowany w bankach komercyjnych. Jedną z przyczyn tego wzrostu był przegląd jakości aktywów i adekwatności rezerw na kredyty zagrożone podjęty przez KNF i IPS.

Zyskowność banków spółdzielczych pozostawała znacznie niższa niż banków komercyjnych, na co wpływała przede wszystkim niższa efektywność kosztowa banków spółdzielczych i to w sytuacji nie obciążania ich kosztów operacyjnych podatkiem od niektórych instytucji finansowych². Rozbudowana sieć oddziałów, stanowiąca jeden z atutów bankowości spółdzielczej i zapewniająca bliski kontakt z klientami, przyczyniała się do wysokich kosztów ich funkcjonowania i niższych wskaźników efektywności. Wskaźniki C/I i ROA dla banków spółdzielczych na koniec 2017 r. wyniosły 68,2% i 0,5%, podczas gdy w bankach komercyjnych osiągnęły odpowiednio 54,5% i 0,8%.

Wykres V. Zyskowność aktywów (lewy panel) oraz współczynnik efektywności kosztowej (prawy panel) w bankach spółdzielczych w latach 2013-2017

Źródło: NBP.

Tabela I. Wybrane wskaźniki operacyjne banków spółdzielczych (w %) w latach 2013-2017

	2013	2014	2015	2016	2017
Odsetek przeciętnych aktywów					
Wynik z tytułu odsetek	3,45	3,35	2,90	2,84	2,88
Wynik nieodsetkowy	1,13	1,07	1,01	0,97	0,88
- wynik z tytułu opłat i prowizji	1,10	1,02	0,94	0,90	0,84
- przychody z tytułu dywidend	0,00	0,00	0,01	0,01	0,00
- wynik z tytułu wyceny i działalności handlowej ¹	0,03	0,05	0,06	0,06	0,04
Wynik działalności bankowej	4,58	4,42	3,91	3,81	3,76
Koszty działania banku	3,10	2,88	2,87	2,58	2,40
Amortyzacja	0,22	0,21	0,19	0,17	0,15
Odpisy z tytułu utraty wartości aktywów finansowych	0,26	0,33	0,31	0,40	0,52
- w tym: kredytów ze stwierdzoną utratą wartości	0,26	0,33	0,29	0,38	0,51
Wynik finansowy brutto	1,03	0,98	0,56	0,70	0,74
Wynik finansowy netto	0,80	0,75	0,41	0,51	0,54
Odsetek wyniku z działalności					
Wynik z tytułu odsetek	75,3	75,9	74,3	74,5	76,7
Wynik nieodsetkowy	24,7	24,1	25,7	25,5	23,3
- wynik z tytułu opłat i prowizji	24,0	22,9	24,0	23,5	22,2
- przychody z tytułu dywidend	0,0	0,0	0,2	0,2	0,0
- wynik z tytułu wyceny i działalności handlowej ¹	0,7	1,2	1,5	1,8	1,1
Wynik działalności bankowej	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Koszty działania banku	67,4	65,2	73,1	67,7	64,0
Amortyzacja	4,9	4,7	4,8	4,6	4,1
Odpisy z tytułu utraty wartości aktywów finansowych	5,7	7,5	7,8	10,5	13,7
- w tym: kredytów ze stwierdzoną utratą wartości	5,6	7,4	7,5	10,1	13,6
Wynik finansowy brutto	22,5	22,1	14,4	18,3	19,8
Wynik finansowy netto	17,6	17,0	10,5	13,3	14,3
Odsetek przeciętnych funduszy podstawowych					
Wynik finansowy brutto	10,9	10,6	6,2	7,9	8,7
Wynik finansowy netto	8,5	8,1	4,5	5,8	6,3

¹ Na wartość tej pozycji składa się wynik z tytułu aktywów i zobowiązań finansowych wchodzących w skład portfeli „przeznaczone do obrotu” i „wyceniane według wartości godziwej ze skutkiem wyceny odnoszonym do rachunku zysków i strat”, zrealizowany wynik z tytułu aktywów i zobowiązań finansowych należących do pozostałych portfeli oraz wynik z tytułu różnic kursowych.

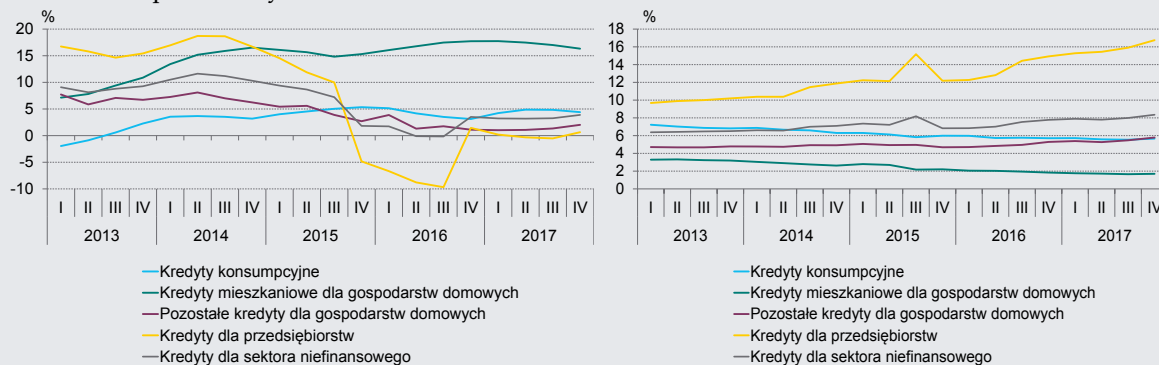
Źródło: NBP.

Najsłabszą efektywnością kosztową charakteryzowały się małe, a najlepszą – duże banki spółdzielcze (wykres V, prawy panel), co wskazuje na możliwość uzyskiwania w tym obszarze korzyści skali. Szansą na poprawę efektywności kosztowej mogą być też działania integracyjne w ramach IPS i zrzeszeń, takie jak ujednolicanie procesów operacyjnych i oferty produktowej oraz rozwijanie wspólnych systemów informatycznych. W dłuższym okresie istotnym obciążeniem dla banków spółdzielczych mogą okazać się nakłady finansowe związane z bezpieczeństwem informatycznym oraz rozwojem technologicznym. Przy niskiej skali działalności i słabej integracji, brak możliwości przeniesienia tych kosztów na poziom całego zrzeszenia może być dla wielu banków, zwłaszcza tych najmniejszych, dużym wyzwaniem. Z drugiej strony, brak adekwatnych inwestycji w tych obszarach, może prowadzić do stopniowej utraty konkurencyjności w dobie rosnącej digitalizacji i presji rynkowej ze strony banków komercyjnych.

Jakość portfela kredytowego

W latach 2013-2017 pogorszyła się jakość portfela kredytowego banków spółdzielczych, odmiennie niż w sektorze banków komercyjnych. Wskaźnik kredytów zagrożonych dla podmiotów sektora niefinansowego wzrósł w tym okresie z 6,5% do 8,3% (wykres VI, prawy panel). Obniżenie jakości dotyczyło przede wszystkim kredytów udzielonych przedsiębiorstwom (wzrost wskaźnika kredytów zagrożonych z 10,2% na koniec 2013 r. do 16,7% na koniec 2017 r.) i w znacznym stopniu było konsekwencją pogorszenia się jakości tego portfela w dużych bankach spółdzielczych. Pozytywną tendencją był wzrost pokrycia kredytów zagrożonych rezerwami. Wskaźnik pokrycia rezerwami kredytów dla sektora niefinansowego wzrósł z 31,6% w 2016 r. do 43,9% w roku 2017. Do tego wzrostu przyczyniły się zarówno zmiany w zasadach rachunkowości banków spółdzielczych, jak i prowadzone przez KNF i IPSy działania związane z monitorowaniem ryzyka podejmowanego przez banki i jego właściwym odzwierciedleniem w sprawozdaniach finansowych. W bankach komercyjnych wskaźnik ten poprawił się z 54,9% do 56,9%.

Wykres VI. Dynamika kredytów (lewy panel) oraz wskaźnik kredytów zagrożonych (prawy panel) w bankach spółdzielczych w latach 2013-2017



Uwaga: dane od IV kwartału 2015 r. nie obejmują SK banku.

Źródło: NBP.

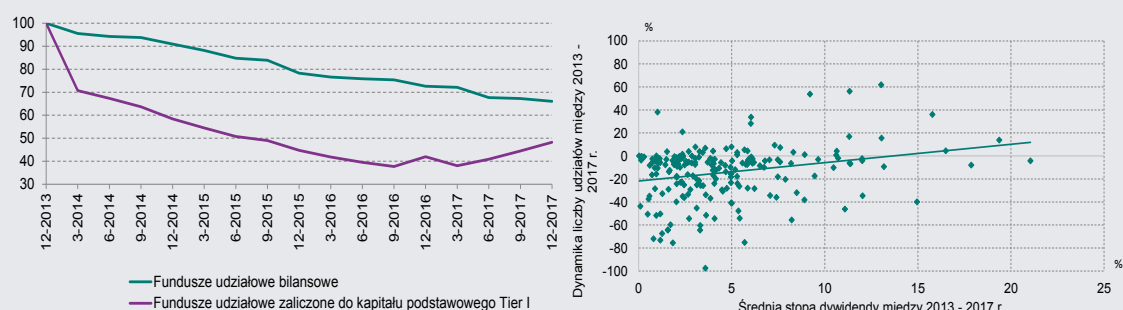
Pozycja kapitałowa banków spółdzielczych

W ciągu pięciu ostatnich lat łączny współczynnik kapitałowy banków spółdzielczych zwiększył się z 14,3% do 17,1%³. Podnoszenie kapitałów i utrzymanie odpowiedniego poziomu współczynników kapitałowych w miarę rozwoju działalności banków pozostawało ważnym wyzwaniem. Wprowadzenie od początku 2018 r. obowiązku utrzymywania bufora ryzyka systemowego przez wszystkie banki licencjonowane w Polsce, rosnący poziom bufora zabezpieczającego czy możliwość wprowadzenia bufora antycyklicznego, oznaczać będzie konieczność posiadania większych nadwyżek

kapitału podstawowego Tier I. Kapitał ten może być powiększany z zatrzymywanych zysków albo poprzez zwiększanie funduszy udziałowych, co jednak może nie być łatwe.

Poprawie sytuacji kapitałowej banków spółdzielczych sprzyjał pozytywny wynik notyfikacji do Europejskiego Urzędu Nadzoru Bankowego w grudniu 2016 r. udziałów członkowskich w polskich bankach spółdzielczych, umożliwiającą wykorzystanie funduszy udziałowych do zasilania funduszy własnych (wykres VII lewy panel). W 2017 r. banki spółdzielcze kontynuowały proces uzupełniania kapitału podstawowego Tier I udziałami członkowskimi, jednak w dalszym ciągu duża część tych instrumentów pozostaje poza kategorią kapitału podstawowego Tier I (ok. 25% funduszu udziałowego), a część jest zaliczana do tej kategorii kapitału tylko na zasadzie „praw nabytych” – do momentu wprowadzenia zmian w statutach banków (22% funduszu udziałowego)⁴.

Wykres VII. Dynamika funduszy (lewy panel) oraz zależność między dynamiką liczby udziałowców a średnią stopą dywidendy (prawy panel) w latach 2013-2017



Źródło: NBP.

Liczba członków banków spółdzielczych w ostatnich latach systematycznie spadała, a brak wypłat dywidendy nie przyciągał nowych członków. Zarówno stopa wypłaty dywidendy, jak i stopa dywidendy⁵ w bankach spółdzielczych pozostawała w ostatnich latach na niskim poziomie ze względu na złożoną sytuację kapitałową banków, jak i na ograniczone możliwości zwiększania zysków. Brak możliwości preferencyjnego traktowania członków banku powodował, że poziom wypłacanej dywidendy stanowił praktycznie jedyny bodziec finansowy mogący przyciągnąć nowych udziałowców. Nie można wykluczyć, że w przypadku niektórych (choć nielicznych) banków wyższa stopa dywidendy przyczyniła się do pozyskania nowych członków (wykres VII, prawy panel).

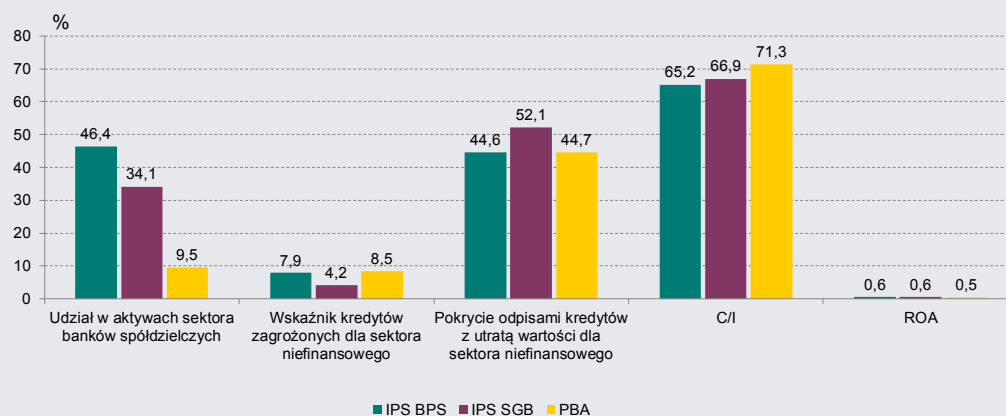
Instytucjonalne systemy ochrony

W 2015 r. utworzono systemy ochrony instytucjonalnej (IPS) w zrzeszeniach banków spółdzielczych w Polsce, których celem funkcjonowania jest zapewnienie płynności i wypłacalności każdego uczestnika na zasadach określonych w ustawie i w umowie systemu ochrony⁶. Na koniec 2017 r. dwa istniejące systemy ochrony instytucjonalnej, skupiły blisko 90% banków spółdzielczych. Oprócz funkcji kontrolnych i pomocowych IPS może stanowić bazę do podjęcia szerszych działań integrujących i przebudowy modelu biznesowego (m.in. poprzez ujednocianie procesów opartych na wystandaryzowanych regulacjach, rozwój wspólnych usług i projektów informatycznych oraz outsourcing pewnych procesów *back-office*).

Poza IPS funkcjonowało 65 banków spółdzielczych (w tym dwa działające samodzielnie i dwa deklarujące chęć samodzielnej działalności). Zgodnie z wymogami ustawowymi⁷ z końcem 2018 r., wraz z wygaśnięciem działalności zrzeszeń w dotychczasowej formie, banki spółdzielcze muszą podjąć decyzję co do dalszej formy działalności. Większość (47) nienależących do tej pory do IPS banków zdecydowało się na utworzenie trzeciego banku zrzeszającego – PBA (Polskiego Banku Apeksowego S.A.)⁸. Rozpoczęcie działalności operacyjnej przez PBA jest uzależniane od spełnienia warunków

niezbędnych do wydania zgody przez KNF. W przypadku pozytywnego rozstrzygnięcia, nowe zrzeszenie będzie funkcjonować w ramach modelu z bankiem zrzeszającym zorganizowanym jako bank apeksowy, który wyłącznie będzie świadczył usługi na rzecz zrzeszonych banków spółdzielczych, nie prowadząc działalności komercyjnej. Preferowanym rozwiązaniem z punktu widzenia rozwoju i stabilności sektora byłaby integracja wszystkich banków niespełniających kryteriów samodzielnego działania w ramach IPS⁹. Takie rozwiązanie byłoby korzystne m.in. ze względu na wysokie koszty operacyjne utworzenia nowego zrzeszenia i brak obowiązku prowadzenia w jego ramach działań pomocowych przy relatywnie wyższym ryzyku generowanym przez jego członków (wykres VIII).

Wykres VIII. Wskaźniki efektywności i ryzyka na koniec 2017 r.



Uwaga: publikowane na wykresie dane dotyczą średnich dla banków wchodzących do grupy IPS BPS i IPS SGB oraz banków spółdzielczych pierwotnie deklarujących na koniec 2017 r. chęć założenia nowego zrzeszenia (PBA).
Źródło: NBP.

¹ Szerzej w: R. Ayadi, D. Llewellyn, R. Schmidt, H. Reinhard, P. De Groen, *Investigating Diversity in the Banking Sector in Europe: Key Developments, Performance and Role of Cooperative Banks*, CEPS Paperbacks, September 2010.

² Podatek ten jest naliczany od aktywów banków przekraczających kwotę 4 mld zł. Obecnie wartość aktywów żadnego banku spółdzielczego nie przekracza tej kwoty.

³ Więcej na temat wpływu zmian CRDIV/CRR na wartość funduszy własnych, funduszy udziałowych i wymogów kapitałowych w raporcie pt. *Rozwój systemu finansowego w Polsce w 2016 r.*, Warszawa 2017, NBP, ramka 4.1.2.

⁴ Fundusz udziałowy opłacony do dnia 28 czerwca 2013 r. stanie się częścią funduszy podstawowych Tier I i nie będzie podlegał amortyzacji, pod warunkiem uzupełnienia statutów poszczególnych banków o zapisy, o których mowa w art. 10c ustawy o funkcjonowaniu banków spółdzielczych, ich zrzeszaniu się i bankach zrzeszających oraz zatwierdzeniu przez KNF zmian w statutach. Natomiast zaliczenie udziałów objętych i opłaconych po 28 czerwca 2013 r. do funduszy własnych banku spółdzielczego wymaga zgody KNF. Po zaliczeniu udziały te również nie będą amortyzowane.

⁵ Przez stopę wypłaty dywidendy rozumie się iloraz wypłacanej dywidendy do zysku netto, a przez stopę dywidendy iloraz dywidendy przypadającej na jednostkę udziałową do wartości jednego udziału.

⁶ Więcej na temat IPS w raporcie pt. *Rozwój systemu finansowego w Polsce w 2016 r.*, Warszawa 2017, NBP, ramka 4.1.3.

⁷ Artykuł 22b ust 12 ustawy o funkcjonowaniu banków spółdzielczych, ich zrzeszaniu się i bankach zrzeszających stanowi, że w zrzeszeniu, w którym został utworzony system ochrony, do którego przystąpił bank zrzeszający, dotychczasowa umowa zrzeszenia w odniesieniu do banków, które nie przystąpiły do systemu ochrony, wygasa w terminie 36 miesięcy od dnia zawarcia umowy systemu ochrony. Dla banków zrzeszonych w SGB okres ten mija 23.11.2018 r., a BPS 31.12.2018 r. W przypadku banku spółdzielczego, który zamierza prowadzić działalność poza zrzeszeniem, Komisja Nadzoru Finansowego odmawia wyrażenia zgody na prowadzenie przez ten bank działalności poza zrzeszeniem, jeżeli bank ten nie posiada kapitału założycielskiego na poziomie równowartości co najmniej 5 000 000 euro, nie spełnia ogólnych wymogów ostrożnościowych w odniesieniu do kwestii wymienionych w art. 1 rozporządzenia nr 575/2013, realizuje program postępowania naprawczego albo występują przesłanki określone w art. 142 ust. 1 ustawy – *Prawo bankowe*, albo nie jest należycie przygotowany organizacyjnie do rozpoczęcia działalności poza zrzeszeniem.

⁸ *Informacja o sytuacji banków spółdzielczych i zrzeszających w 2017 r.*, Warszawa 2018, KNF.

⁹ Zob. rekomendacja 3 w *Raport o stabilności systemu finansowego. Czerwiec 2018 r.*, Warszawa 2018, NBP.

4.2. Spółdzielcze kasy oszczędnościowo-kredytowe

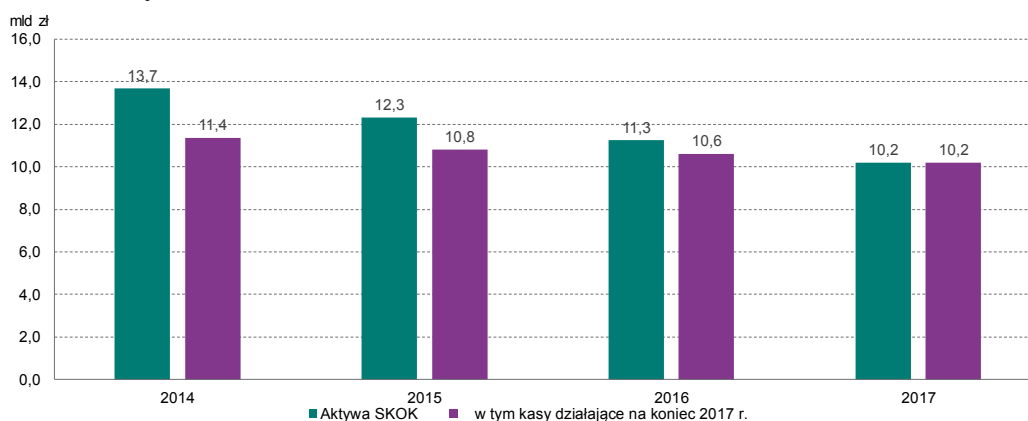
W 2017 r. w sektorze spółdzielczych kas oszczędnościowo-kredytowych, tak jak w latach poprzednich, kontynuowane były procesy restrukturyzacyjne. Na koniec 2017 r. działalność prowadziły 34 kasy. W stosunku do końca 2016 r. ich liczba zmniejszyła się o 6 podmiotów: 2 kasy zostały przejęte przez banki, zaś działalność 4 została zawieszona przez KNF¹⁷⁴. Sytuacja finansowa działających kas pozostaje zróżnicowana, przy czym większość z nich (tj. 24 podmioty) objęta była programem postępowania naprawczego. Jedynie 4 kasy realizowały programy zatwierdzone przez KNF¹⁷⁵, natomiast 3 działały pod zarządem komisarycznym.

Sektor SKOK pozostaje bardzo silnie skoncentrowany¹⁷⁶. Wskaźnik HHI na koniec 2017 r. wynosił prawie 0,46 (wzrost r/r o 0,07 pkt.), a udział aktywów trzech największych kas w aktywach sektora stanowił około 80% (wzrost r/r o ponad 5 pkt proc.). Jednocześnie połowa działających kas to podmioty o aktywach nieprzekraczających 50 mln zł o łącznym udziale w sektorze wynoszącym niecałe 4% (wśród nich 9 kas ma status małej kasy¹⁷⁷).

Zmiany aktywów i pasywów kas

Zmniejszaniu się liczby kas towarzyszy spadek aktywów sektora. W 2017 r. ich wartość obniżyła się o ponad 1 mld zł (tj. 9,4%) i na koniec roku wynosiła niecałe 10,2 mld zł (wykres 4.2.1). Jednocześnie aktywa kas kontynuujących działalność zmniejszyły się o 0,4 mld zł (tj. 4%).

Wykres 4.2.1. Aktywa kas w latach 2014-2017



Źródło: UKNF.

¹⁷⁴ Od 2012 r., tj. od objęcia sektora nadzorem KNF, do końca 2017 r. liczba kas zmniejszyła się o 21, z czego: 8 kas zostało przejętych przez banki, 1 przez inną kasę, 2 połączyły się, zaś działalność 11 została zawieszona przez KNF, a właściwe sądy okręgowe ogłosiły ich upadłość.

¹⁷⁵ Programem postępowania naprawczego objęta jest również Krajowa Spółdzielcza Kasa Oszczędnościowo-Kredytowa (Kasa Krajowa).

¹⁷⁶ Analizę sytuacji sektora SKOK przeprowadzono w oparciu o dane sprawozdawcze otrzymywane od UKNF. Różnice pomiędzy danymi prezentowanymi w poprzednich edycjach Raportu są wynikiem sukcesywnie wprowadzanych korekt przez poszczególne kasy.

¹⁷⁷ Szerzej rozdział 2.1.3.

Wraz ze spadkiem wartości aktywów sektora SKOK zmieniła się ich struktura. Udział dominującej pozycji aktywów, tj. należności od członków z tytułu kredytów i pożyczek, wzrósł o 3,5 pkt proc. do prawie 60% (pomimo spadku wartości tego portfela o 3,6% do 6 mld zł na koniec 2017 r.). Zmniejszył się natomiast udział należności od sektora finansowego z 21,3% do 19,4%, na skutek obniżenia stanu lokat kas w Kasie Krajowej (o 17,9%, tj. do niecałych 2 mld zł). Obniżeniu w strukturze aktywów uległ również udział portfela instrumentów dłużnych i kapitałowych, który na koniec 2017 r. stanowił 9,6% aktywów kas (1 pkt proc. mniej niż na koniec 2016 r.). Jego wartość zmniejszyła się w ciągu 2017 r. o 17% (do 1 mld zł) w wyniku zmiany wyceny akcji i udziałów kas w spółkach zależnych.

Wskaźnik jakości portfela kredytowego poprawił się, co było wynikiem dokonywanych przez głównie duże kasy sprzedaży wierzytelności przeterminowanych¹⁷⁸. W 2017 r. wskaźnik udziału w portfelu kredytowym sektora SKOK kredytów o przeterminowaniu dłuższym niż 3 miesiące zmniejszył się o 4 pkt proc. i na koniec roku wyniósł 13%. Jednocześnie kasy wykazują wysoki stopień pokrycia kredytów przeterminowanych odpisami, który na koniec 2017 r. wynosił 87% i w porównaniu z końcem 2016 r. nie uległ zasadniczej zmianie.

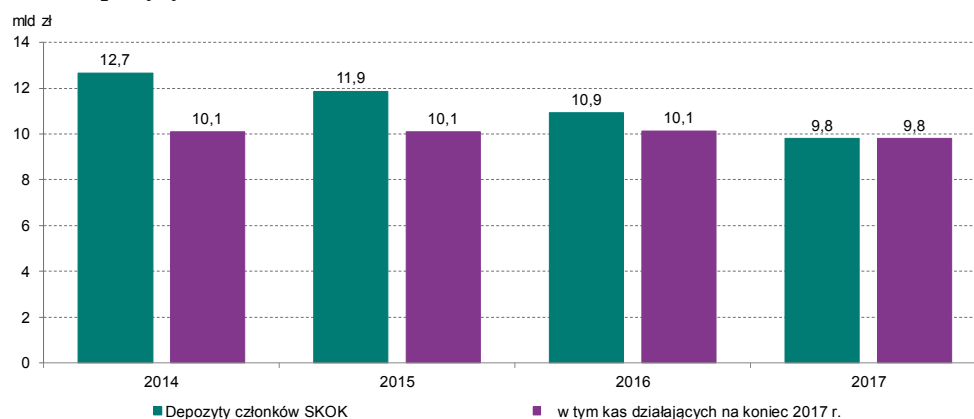
Sytuacja płynnościowa sektora SKOK pozostawała stabilna, wszystkie kasy utrzymywały wskaźnik rezerwy płynnej powyżej ustawowego minimum 10%. Wskaźnik rezerwy płynnej dla całego sektora nie zmienił się i na koniec 2017 r. wyniósł 11,9%, pomimo obserwowanego w III kwartale 2017 r. odpływu depozytów, który objął większość kas¹⁷⁹.

Struktura aktywów płynnych pozostaje stabilna – SKOK-i nadal utrzymują ponad 60% swoich środków płynnych (tj. 1,6 mld zł) na lokatach w Kasie Krajowej. Prawie 21% (tj. ok. 0,6 mld zł) stanowiły środki na rachunkach bieżących i lokatach terminowych w bankach. Pozostała część aktywów płynnych kas utrzymywana była w postaci gotówki oraz inwestowana w instrumenty dłużne i udziałowe.

Głównym źródłem finansowania działalności SKOK-ów pozostają depozyty członków. Ich wartość na koniec 2017 r. wyniosła 9,8 mld zł (wykres 4.2.2) i w ciągu 12 miesięcy zmniejszyła się o 1,1 mld zł (z czego 70% było skutkiem zakończenia działalności przez 6 kas). Jednocześnie depozyty kas kontynuujących działalność zmniejszyły się o 0,3 mld zł (tj. o 3,4%). Nieznacznie zmieniła się struktura terminowa bazy depozytowej - udział depozytów terminowych zmniejszył się (o 2,5 pkt proc.) jednak nadal pozostają one dominującą częścią zobowiązań kas wobec swoich członków (ponad 76%).

¹⁷⁸ W 2017 r. kasy sprzedały wierzytelności przeterminowane o wartości brutto prawie 0,7 mld zł.

¹⁷⁹ Ze względu na znaczący poziom aktywów płynnych odpływ depozytów z rachunków klientów nie spowodował pogorszenia sytuacji płynnościowej zarówno poszczególnych kas, jak i całego sektora.

Wykres 4.2.2. Depozyty członków SKOK w latach 2014-2017

Źródło: UKNF.

Wyniki finansowe i adekwatność kapitałowa kas

W 2017 r. sektor SKOK wypracował 40 mln zł zysku netto. Głównym czynnikiem, który wpłynął na dodatni wynik sektora było okresowe rozwiązywanie odpisów utworzonych na sprzedawane wierzytelności zagrożone¹⁸⁰. Negatywny wpływ na osiągnięte wyniki miały utrzymujące się wysokie koszty działania (zwłaszcza opłaty z tytułu usług obcych), które w 2017 r. stanowiły około 73% wyniku z odsetek oraz prowizji i opłat.

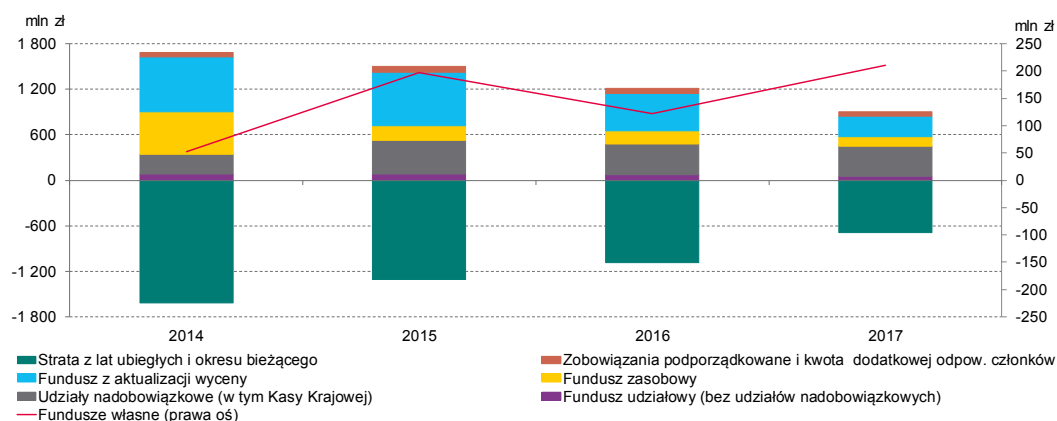
W sektorze SKOK utrzymuje się niedobór kapitałów, jednak sytuacja kapitałowa kas jest zróżnicowana, a dominujący wpływ na kształtowanie się współczynnika wypłacalności sektora mają największe kasy. Na koniec 2017 r. fundusze własne kas wyniosły 213 mln zł i w ciągu roku wzrosły o 89 mln zł (wykres 4.2.3). Czynnikiem, który miał decydujący wpływ na wzrost funduszy było zakończenie działalności przez 6 kas (z których 4 miały ujemne kapitały). Jednocześnie w 2017 r. negatywny wpływ na wysokość funduszy własnych miał spadek wartości funduszu z aktualizacji wyceny¹⁸¹.

Struktura funduszy własnych uniemożliwia pełną absorpcję strat. Na pokrycie strat SKOK-i mogą przeznaczać środki z funduszu udziałowego oraz funduszu zasobowego. Wg stanu na koniec 2017 r. wykazane przez SKOK-i straty stanowiły 83% sumy funduszy udziałowego (łącznie z udziałami nadobowiązkowymi) i zasobowego.

¹⁸⁰ Transakcje sprzedaży wierzytelności (w 99% przeterminowanych powyżej 12 miesięcy) są regularnie przeprowadzane przez duże kasy (o aktywach powyżej 100 mln zł).

¹⁸¹ Na fundusz z aktualizacji wyceny składają się: fundusz z aktualizacji wyceny rzeczowych aktywów trwałych oraz niezrealizowane zyski/straty na instrumentach dłużnych i kapitałowych klasyfikowanych jako dostępne do sprzedaży. Zmiana jego wartości wynika ze zmiany wyceny akcji i udziałów spółek zależnych, posiadanych przez największe kasy. Jednocześnie fundusz ten, będący drugą co do wielkości pozycją funduszy własnych, nie może być źródłem pokrycia strat.

Wykres 4.2.3. Fundusze własne SKOK-ów w latach 2014-2017 r.



Źródło: UKNF.

Wzrost funduszy własnych wpłynął na wzrost współczynnika wypłacalności sektora (o 1,1 pkt proc.) do poziomu 2,4%, który jednak nadal kształtuje się znacząco poniżej nadzorczego minimum 5%. Na koniec 2017 r. z 34 działających kas 28 wykazało współczynnik wypłacalności na poziomie przekraczającym wymagane minimum, jednak aktywa tych kas stanowiły tylko 16,7% aktywów sektora. Jednocześnie z 6 kas, które nie spełniały wymogów kapitałowych, 4 należą do grupy największych kas o aktywach powyżej 200 mln zł (z których dwie, działające pod zarządem komisarycznym, wykazywały ujemne fundusze własne).

4.3. Instytucje niebankowe świadczące usługi finansowe

4.3.1. Podmioty świadczące usługi leasingu¹⁸²

Leasing jest usługą finansową, w ramach której wyspecjalizowany podmiot (leasingodawca) jest zobowiązany do nabycia aktywów oraz przekazania ich do użytkowania na oznaczony czas leasingobiorcy, np. przedsiębiorstwu albo osobie fizycznej. Krajowe przedsiębiorstwa (zwłaszcza mikro- i małe) chętnie wykorzystują leasing w finansowaniu działalności ze względu na uproszczone względem kredytu procedury związane z zawarciem umowy leasingu, brak konieczności ustanawiania zabezpieczeń, kompleksową obsługę przedmiotu leasingu, możliwość częstej wymiany użytkowanych środków trwałych oraz korzyści podatkowe. Badania przeprowadzone przez Komisję Europejską w 2017 r. wskazały, że odsetek małych i średnich przedsiębiorstw korzystających z leasingu w Polsce był jednym z najwyższych w UE (39% analizowanych firm deklarowało korzystanie z leasingu w ciągu ostatnich 6 miesięcy, tj. w okresie kwiecień-wrzesień 2017 r.)¹⁸³.

W krajowym porządku prawnym umowa leasingu jest umową nazwaną. Została ona uregulowana w art. 709¹–709¹⁸ kodeksu cywilnego¹⁸⁴. Ponadto do kwalifikacji umów leasingowych dla potrzeb księgowych i podatkowych mają zastosowanie przepisy ustawy o rachunkowości, ustawy o podatku dochodowym od osób prawnych, ustawy o podatku dochodowym od osób fizycznych oraz ustawy o podatku od towarów i usług¹⁸⁵.

Wielkość rynku

Według danych ZPL w 2017 r. leasingobiorcy pozyskali od spółek leasingowych 67,8 mld zł,

¹⁸² Dane o rynku usług leasingowych w Polsce wykorzystane w niniejszym opracowaniu pochodzą ze Związku Polskiego Leasingu (ZPL) oraz z Głównego Urzędu Statystycznego (GUS). ZPL gromadzi dane od spółek leasingowych zrzeszonych w tej organizacji (dane ZPL za 2016 r. dotyczyły transakcji 28 podmiotów). ZPL publikuje także własne szacunki obrotów dla całego rynku leasingu w Polsce. W badaniu GUS *Działalność przedsiębiorstw leasingowych w 2017 r.*, Warszawa 2018, wzięło udział 95 podmiotów świadczących usługi leasingu. W przypadku 20 badanych firm leasing był jedynym rodzajem działalności, w 45 dominującym, a w 30 stanowił jedynie usługę dodatkową. Spośród badanych podmiotów 48 posiadało akcjonariuszy zagranicznych, w tym w przypadku 46 firm ich udział w kapitale zakładowym był dominujący.

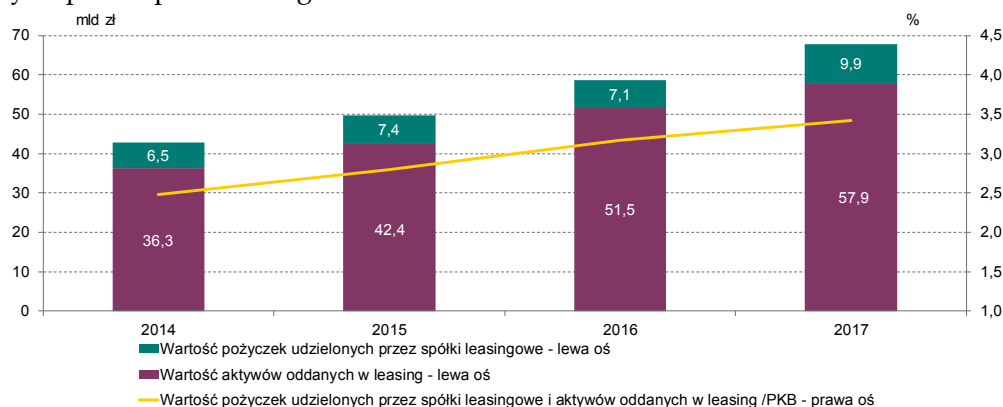
¹⁸³ *Survey on the access to finance of enterprises (SAFE). Analytical Report 2017*, Komisja Europejska, listopad 2017, s. 20. Raport jest dostępny na stronie internetowej https://ec.europa.eu/growth/access-to-finance/data-surveys_en. Badanie przeprowadzono w formie wywiadów telefonicznych lub formularzy online. Respondentami byli głównie dyrektorzy finansowi lub główni księgowi losowo wybranych przedsiębiorstw. Z Polski w badaniu wzięło udział 1305 przedsiębiorstw.

¹⁸⁴ Ustawa z dnia 23 kwietnia 1964 r. Kodeks cywilny (tekst jednolity Dz.U. z 2018 r., poz. 1025).

¹⁸⁵ Ustawa z dnia 29 września 1994 r. o rachunkowości (tekst jednolity Dz.U. z 2018 r., poz. 395), Ustawa z dnia 15 lutego 1992 r. o podatku dochodowym od osób prawnych (tekst jednolity Dz.U. z 2018 r., poz. 1036), Ustawa z dnia 26 lipca 1991 r. o podatku dochodowym od osób fizycznych (tekst jednolity Dz.U. z 2018 r., poz. 200), Ustawa z dnia 11 marca 2004 r. o podatku od towarów i usług (tekst jednolity Dz.U. z 2017 r., poz. 1221).

tj. o 15,7% więcej niż w 2016 r. Blisko 85,4% tej kwoty dotyczyło umów leasingowych, a 14,6% pożyczek udzielanych na zakup środków trwałych (wykres 4.3.1.). Na koniec analizowanego okresu wartość portfela aktywnych umów leasingu wyniosła 119,3 mld zł (o 14,2 mld zł więcej niż rok wcześniej). Środki trwale sfinansowane przez spółki leasingowe w Polsce stanowiły około 4% wartości rynku europejskiego¹⁸⁶.

Wykres 4.3.1. Wartość aktywów oddanych w leasing oraz sfinansowanych pożyczkami udzielonymi przez spółki leasingowe w Polsce w latach 2014–2017



Źródło: ZPL, GUS.

Wzrostowi obrotów na rynku leasingu sprzyjały przyspieszenie wzrostu gospodarczego, rosnąca liczba zamówień w gospodarce oraz dobra sytuacja finansowa przedsiębiorstw. W takich warunkach nastroje podmiotów gospodarczych pozostawały korzystne, co mogło wpływać na ich większą skłonność do nabywania środków trwałych, w tym finansowanych za pomocą leasingu. Impulsem do rozwoju rynku leasingu w analizowanym okresie był ponadto rosnący napływ środków z UE w ramach nowej perspektywy finansowej. Zgodnie z danymi GUS liczba klientów spółek leasingowych wyniosła w 2017 r. 368 tys., tj. o 114 tys. więcej niż rok wcześniej.

Krajowe przedsiębiorstwa zawarły umowy leasingowe o wartości 56,0 mld zł, tj. o 13,8% więcej niż w 2016 r.¹⁸⁷ Z tej formy finansowania korzystały głównie mikro- i małe przedsiębiorstwa¹⁸⁸. Najwięcej leasingobiorców prowadziło działalność w branżach: przetwórstwo przemysłowe, handel hurtowy i detaliczny, naprawa pojazdów samochodowych oraz pozostała działalność usługowa.

¹⁸⁶ Według Leaseurope wartość aktywów sfinansowanych leasingiem w Europie wyniosła w 2017 r. 384,1 mld euro i była o 9,4% wyższa niż przed rokiem. Na podstawie informacji prasowej ZPL z 5.09.2018 r., materiał dostępny na stronie http://leasing.org.pl/files/uploaded/ZPL_Wysoka%20popularnos%CC%81c%CC%81%20leasingu%20w%20Europie_05.09.2018.pdf.

¹⁸⁷ *Działalność przedsiębiorstw leasingowych w 2017 r.*, Warszawa 2018, GUS.

¹⁸⁸ *Wyniki branży leasingowej, 2017 r.*, Związek Przedsiębiorstw Leasingowych, prezentacja z konferencji prasowej ZPL w dniu 30.01.2018 r. dostępna na stronie internetowej http://leasing.org.pl/files/uploaded/stabilny/ZPL_Wyniki%20bran%C5%BCy%20leasingowej%20w%202017r._30.01.2018_v2.pdf

Gospodarstwa domowe wykorzystywały leasing (leasing konsumencki) w bardzo ograniczonym stopniu. Podpisane przez nie umowy stanowiły znikomą część wartości wszystkich umów leasingowych zawartych w 2017 r. (udział ten nie zmienił się istotnie w porównaniu z poprzednim rokiem). Wśród przyczyn słabego zainteresowania osób fizycznych tą formą finansowania aktywów można wymienić przede wszystkim konserwatywne podejście konsumentów do kwestii własności użytkowanego środka trwałego i w związku z tym preferowanie takich rozwiązań, które pozwalają przenieść na nich własność nabywanego aktywa (np. kredyt lub pożyczka), a także nadal relatywnie niską świadomość na temat tej usługi finansowej.

Udział w rynku pięciu największych firm zrzeszonych w ZPL, mierzony wartością udzielonych pożyczek i aktywów przekazanych w leasing, wyniósł w 2017 r. 44,8% (39,7% rok wcześniej). W rezultacie dalszych procesów konsolidacyjnych istotnie zmieniły się udziały rynkowe niektórych spółek. Największym leasingodawcą był PKO Leasing, który zawarł umowy o wartości 8,1 mld zł¹⁸⁹. Na kolejnych miejscach znalazły się także podmioty powiązane kapitałowo z bankami, tj. Idea Getin Leasing (7,6 mld zł), Europejski Fundusz Leasingowy (5,5 mld zł), mLeasing (5,0 mld zł) oraz BZ WBK Leasing (4,2 mld zł).

W przyjętym przez większość firm leasingowych w Polsce modelu finansowania działalności istotną rolę odgrywają kredyty udzielane najczęściej przez bank z tej samej grupy kapitałowej. Według danych GUS w 2017 r. ich udział w strukturze źródeł finansowania środków przekazanych w leasing wynosił 74%, a udział finansowania własnego 5,7%. Niektóre spółki leasingowe pozyskiwały także środki od międzynarodowych instytucji finansowych lub z rynku papierów dłużnych. Według dostępnych informacji w 2017 r. trzy firmy leasingowe wprowadziły na krajowy rynek kapitałowy (w trybie oferty niepublicznej) obligacje o łącznej wartości około 500 mln zł¹⁹⁰. Ponadto jedna ze spółek przeprowadziła sekurytyzację portfela wierzytelności leasingowych¹⁹¹ o znacznej wartości (2,2 mld zł). Wartość obligacji zabezpieczonych tymi wierzytelnościami, wyemitowanych przez powołaną w tym celu spółkę specjalnego przeznaczenia, wyniosła 1,8 mld zł. Papiery dłużne zostały objęte przez krajowe i międzynarodowe instytucje finansowe, w tym głównie przez Europejski Bank Inwestycyjny w kwocie 1,1 mld zł¹⁹².

¹⁸⁹ Na początku 2017 r. PKO Leasing przejął spółkę Raiffeisen Leasing.

¹⁹⁰ Obliczenia na podstawie opracowania *Rating&Rynek*, Fitch Polska S.A., nr 12(364), 31 grudnia 2017 r.

¹⁹¹ Wierzytelności te dotyczyły leasingu nowych i używanych środków trwałych, w tym głównie środków transportu, maszyn i urządzeń.

¹⁹² Na podstawie informacji Europejskiego Banku Inwestycyjnego udostępnionej na stronie http://www.eif.org/w_hat_we_do/guarantees/news/2017/eif_kfw_poland.htm?lang=en.

Według danych GUS w 2017 r. aktywa 65 spółek, dla których leasing był jedynym lub dominującym rodzajem działalności¹⁹³, wyniosły 106,4 mld zł. Podmioty te osiągnęły zysk netto w wysokości 0,8 mld zł, a średni poziom rentowności ich kapitału własnego¹⁹⁴ wyniósł 10,3%¹⁹⁵. Dodatni wynik finansowy netto zrealizowała większość badanych podmiotów. Głównym składnikiem przychodów spółek leasingowych były przychody netto ze sprzedaży (9,0 mld zł), a elementem najbardziej obciążającym wynik finansowy – koszty z działalności operacyjnej (5,9 mld zł).

Struktura leasingowanych aktywów

Według danych GUS 86,7% wartości umów podpisanych w 2017 r. stanowił leasing finansowy (w ujęciu bilansowym)¹⁹⁶, a walutą transakcji był głównie złoty. Ponad 3/4 umów pod względem wartości zostało zawartych na okres od dwóch do pięciu lat.

W strukturze aktywów finansowanych przez spółki leasingowe w Polsce od lat dominują środki ruchome (tabela 4.3.1.), a wśród nich środki transportu drogowego. Analizowany okres był kolejnym, w którym najwyższe tempo wzrostu wartości aktywów sfinansowanych przez spółki leasingowe (25,4%) odnotowano w kategorii samochodów osobowych. Podobnie jak w poprzednich latach, finansowanie dotyczyło głównie nowych aut, w szczególności rejestrowanych przez firmy. Przedsiębiorcy chętnie wybierali tę formę finansowania, ponieważ umożliwiała im ona m.in. zmniejszenie obciążeń podatkowych¹⁹⁷.

¹⁹³ Publikowane przez GUS dane o wynikach finansowych spółek leasingowych dotyczą tylko tych podmiotów, dla których leasing był jedynym lub dominującym rodzajem działalności. Na temat całej badanej populacji zob. przypis 182.

¹⁹⁴ Wskaźnik ROE obliczono jako relację wyniku finansowego spółek do kapitału własnego na koniec 2017 r.

¹⁹⁵ Dla populacji badanej w 2016 r. wartości te wyniosły, odpowiednio 0,8 mld zł oraz 9,8%. Jednak ze względu na różną wielkość populacji badawczej w 2016 i 2017 r. wartości te nie są w pełni porównywalne.

¹⁹⁶ Ze względu na obowiązujące w Polsce przepisy, umowy leasingu są kwalifikowane w prawie bilansowym inaczej niż w prawie podatkowym. W praktyce rynkowej często ta sama umowa leasingowa jest w ujęciu bilansowym jednostki sprawozdającej ujmowana jako leasing finansowy, a podatkowo rozliczana jako leasing operacyjny. Podmioty biorące udział w badaniu GUS przekazują informacje zgodnie z uregulowaniami zawartymi w ustawie o rachunkowości, zgodnie z którymi aktywa będące przedmiotem umowy leasingu zalicza się do środków trwałych leasingobiorcy (pod warunkiem, że umowa spełnia co najmniej jeden z siedmiu warunków określonych w art. 3 ust. 4 Ustawy z dnia 29 września 1994 r. o rachunkowości, tekst jednolity Dz.U., z 2018 r., poz. 395).

¹⁹⁷ Korzystający z leasingu operacyjnego mogą zaliczyć do kosztów uzyskania przychodów całą ratę leasingową (wraz z odsetkami) oraz opłatami manipulacyjnymi (w tym opłatą wstępną). W przypadku kredytu kosztem uzyskania przychodu są wyłącznie odsetki. Ponadto w 2017 r. nadal obowiązywały korzystne dla przedsiębiorców zasady odliczania podatku VAT przy zakupie oraz leasingu samochodów używanych zarówno w celach służbowych, jak i prywatnych (możliwość odliczenia 50% kwoty podatku VAT, a także 50% kwoty podatku od wszystkich wydatków związanych z eksploatacją pojazdów, w tym wydatków na zakup paliwa).

Tabela 4.3.1. Aktywa sfinansowane przez spółki leasingowe w latach 2014–2017

	Wartość (w mld zł)				Struktura (w %)			
	2014	2015	2016	2017	2014	2015	2016	2017
Środki ruchome, w tym:	41,6	48,4	57,9	66,9	97,2	97,2	98,8	98,7
- maszyny i urządzenia	13,6	15,1	14,6	17,6	31,8	30,3	24,9	25,9
- komputery i sprzęt biurowy	0,6	0,7	0,7	0,9	1,4	1,4	1,2	1,3
- środki transportu kolejowego, powietrznego, wodnego	0,5	0,7	1,1	0,8	1,2	1,4	1,8	1,1
- środki transportu drogowego, w tym:	26,5	31,5	41,1	47,3	61,9	63,3	70,2	69,8
- samochody osobowe	11,1	15,2	20,4	25,6	25,9	30,5	34,8	37,7
Nieruchomości	1,2	1,4	0,7	0,9	2,8	2,8	1,2	1,3
Środki ruchome i nieruchomości ogółem	42,8	49,8	58,6	67,8	100,0	100,0	100,0	100,0

Źródło: ZPL.

Przedsiębiorstwa korzystały także z długoterminowego wynajmu floty samochodowej (*car fleet management*)¹⁹⁸. Dane Polskiego Związku Wynajmu i Leasingu Pojazdów wskazują, że tempo wzrostu liczby aut w usłudze wynajmu długoterminowego było najwyższe od 6 lat i wyniosło 13,1%. Według szacunków tego związku co piąty nowy samochód osobowy nabyty w 2017 r. przez przedsiębiorstwa w Polsce był objęty tą usługą¹⁹⁹.

W strukturze środków trwałych sfinansowanych przez spółki leasingowe istotny udział oraz wysoką dynamikę wzrostu (20,4%) odnotowały ponadto maszyny i urządzenia. Szczególnie wysokie tempo wzrostu finansowania dotyczyło maszyn rolniczych, co było związane z rosnącym napływem środków z UE w ramach nowej perspektywy finansowej 2014–2020 (leasing w tej kategorii aktywów jest silnie związany z absorpcją funduszy unijnych). Ponad 75% wartości finansowania udzielonego przez spółki leasingowe na zakup tej kategorii aktywów miało formę pożyczki.

Leasing nieruchomości stanowił nadal niewielką część (1,3%) finansowania udzielonego przez spółki leasingowe w 2017 r. Według danych ZPL dziewięć podmiotów zrzeszonych w tej organizacji sfinansowało w ten sposób 111 obiektów (o 23 mniej w porównaniu z 2016 r.). Oferty firm leasingowych w odniesieniu do tej kategorii aktywów, ze względu na czas oraz koszty przygotowania umów leasingu nieruchomości, były kierowane przede wszystkim do większych przedsiębiorstw. Liczba podmiotów świadczących leasing nieruchomości była ograniczona.

¹⁹⁸ Ta forma finansowania różni się od klasycznego leasingu tym, że obejmuje także obsługę serwisową i administracyjną aut.

¹⁹⁹ Na podstawie informacji zawartych na stronie internetowej Polskiego Związku Wynajmu i Leasingu Pojazdów: <https://pzwlp.pl/30-stycznia-2018-wyniki-pzwlp-po-iv-kwartale-2017-informacja-prasowa>.

4.3.2. Podmioty świadczące usługi faktoringu²⁰⁰

Faktoring jest usługą finansową, która polega na wykupie przez wyspecjalizowany podmiot (faktora) nieprzeterminowanych wierzytelności przedsiębiorstwa (faktoranta) z tytułu sprzedaży towarów lub usług oraz świadczeniu na jego rzecz dodatkowych usług, takich jak np. monitoring płatności, działania windykacyjne, czynności księgowe i administracyjne. Przedsiębiorstwa wykorzystują faktoring przede wszystkim do skrócenia cyklu regulowania należności, a przez to do poprawy płynności finansowej i struktury bilansu, a także do zabezpieczenia się przed niewypłacalnością kontrahentów, czy przed ryzykiem kursu walutowego.

W przeciwieństwie do umowy leasingu, w krajowym porządku prawnym umowa faktoringu jest umową nienazwaną. Mają do niej zastosowanie przepisy kodeksu cywilnego²⁰¹ dotyczące swobody przelewu wierzytelności. Na gruncie prawa międzynarodowego kwestie dotyczące faktoringu reguluje konwencja zawarta 28 maja 1988 r. w Ottawie²⁰².

Wielkość rynku

Według danych GUS w 2017 r. wartość wierzytelności wykupionych przez krajowe podmioty świadczące usługi faktoringowe wzrosła o 17%, osiągając 222,5 mld zł (wykres 4.3.3). W analizowanym okresie krajowi faktorzy wykupili 10,1 mln faktur, tj. 1,5 mln więcej niż rok wcześniej.

Według uczestników rynku przedsiębiorstwa korzystające z faktoringu w Polsce coraz częściej sygnalizowały, że oprócz zapewnienia szybkiej realizacji płatności za sprzedane towary potrzebują zabezpieczenia przed ryzykiem braku zapłaty przez kontrahentów. Taką ochronę, dzięki przeniesieniu ryzyka niewypłacalności partnera transakcji na faktora, zapewniał im faktoring bez regresu. Zainteresowanie tym rodzajem faktoringu znalazło odzwierciedlenie w wysokiej dynamice wzrostu obrotów faktorów działających w tym segmencie rynku (17,4%). Zmiana preferencji przedsiębiorstw w kierunku bardziej zaawansowanych rozwiązań faktoringowych

²⁰⁰ Dane o rynku usług faktoringowych w Polsce wykorzystane w niniejszym opracowaniu pochodzą z Głównego Urzędu Statystycznego (GUS) oraz Polskiego Związku Faktorów (PZF). W badaniu GUS pt. *Działalność faktoringowa przedsiębiorstw finansowych w 2017 r.*, Warszawa 2018, wzięło udział 50 podmiotów prowadzących działalność faktoringową, tj. 39 wyspecjalizowanych firm faktoringowych oraz 11 banków komercyjnych. Spośród podmiotów badanych przez GUS tylko dla 15 faktoring stanowił jedyny rodzaj działalności. Większość firm oferujących usługi faktoringu w Polsce traktuje je jako dodatkowe źródło przychodów. Dane za 2016 r. prezentowane we wspomnianym opracowaniu dotyczą zbiorowości badanej w 2017 r., dlatego różnią się od danych zamieszczonych w poprzedniej edycji opracowania. Dane PZF obejmowały transakcje 22 podmiotów zrzeszonych w PZF (zarówno banków, spółek zależnych od banków krajowych, jak i podmiotów niezwiązanych kapitałowo z bankami).

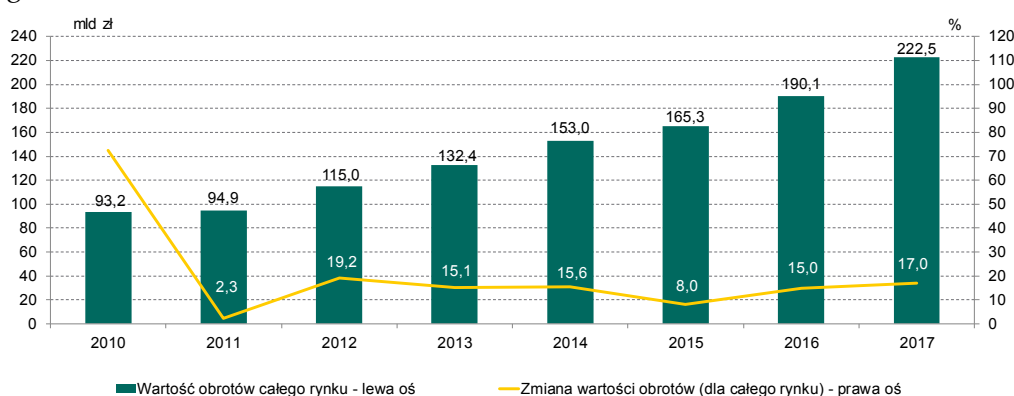
²⁰¹ Ustawa z dnia 23 kwietnia 1964 r. Kodeks cywilny (tekst jednolity Dz.U. z 2018 r., poz. 1025).

²⁰² Unidroit Convention on International Factoring, Ottawa, 28 maja 1988 r., tekst dostępny na stronie internetowej UNIDROIT: <https://www.unidroit.org/instruments/factoring>.

świadczy o rosnącej świadomości polskich przedsiębiorców na temat tej usługi finansowej, a także o wchodzeniu polskiego rynku faktoringu w dojrzałą fazę rozwoju.

W 2017 r. relacja wartości wykupionych wierzytelności do PKB wyniosła w Polsce 11,2%²⁰³ i była wyższa niż odnotowana w tym okresie średnia dla UE (7,8%). Około 3% wartości faktur skupionych przez firmy faktoringowe w UE przypadało na faktorów z Polski²⁰⁴.

Wykres 4.3.3. Wartość wierzytelności wykupionych przez krajowe podmioty świadczące usługi faktoringowe w latach 2010–2017



Źródło: GUS.

Liczba podmiotów korzystających w ciągu roku z faktoringu w Polsce zwiększyła się z 11 273 w 2016 r. do 12 424 w 2017 r.²⁰⁵ Były to najczęściej przedsiębiorstwa, których model biznesowy opierał się na zbywaniu dużych ilości towarów i wymagał akceptowania dłuższych terminów płatności. Pod względem branżowym dominowały wśród nich przedsiębiorstwa zajmujące się przetwórstwem przemysłowym, handlem hurtowym i detalicznym oraz transportem i gospodarką magazynową. Pod względem liczby blisko 60% faktorantów stanowiły przedsiębiorstwa, których obroty z faktorem nie przekraczały 5 mln zł. Przeciętna wartość pojedynczej faktury przekazanej do sfinansowania nie zmieniła się w porównaniu z poprzednim rokiem i wyniosła w 2017 r. około 22 tys. zł²⁰⁶.

Wśród podmiotów oferujących usługę faktoringu od lat dominują banki oraz spółki z bankowych grup kapitałowych. Według danych GUS banki wykupiły w analizowanym okresie faktury o wartości 76,1 mld zł, tj. około 1/3 wartości wierzytelności objętych faktoringiem. W 2017 r.

²⁰³ Obliczenia na podstawie danych GUS zawartych w opracowaniu pt. *Działalność faktoringowa...*, op.cit., oraz szacowanej przez GUS wartości PKB w 2017 r.

²⁰⁴ Dane EU Federation for the Factoring and Commercial Finance, <http://euf.eu.com/total-factoring.html>.

²⁰⁵ *Działalność faktoringowa...*, op.cit.

²⁰⁶ Obliczenia na podstawie danych GUS.

w grupie pięciu największych podmiotów świadczących tę usługę (pod względem obrotów) były dwa banki oraz trzy spółki z bankowych grup kapitałowych. Ich łączny udział w obrotach wszystkich faktorów wyniósł około 57%²⁰⁷.

Według danych GUS w 2017 r. aktywa 25 spółek, dla których faktoring był jedynym lub dominującym rodzajem działalności²⁰⁸, wyniosły 20,4 mld zł. Podmioty te osiągnęły zysk netto w wysokości 0,1 mld zł, a średni poziom rentowności ich kapitału własnego²⁰⁹ wyniósł 11,6%²¹⁰. Głównym składnikiem przychodów spółek faktoringowych były przychody netto ze sprzedaży (0,7 mld zł), a elementem najbardziej obciążającym wynik finansowy – koszty z działalności operacyjnej oraz koszty finansowe (łącznie 0,6 mld zł).

W ostatnich 2 latach grupa podmiotów oferujących faktoring w Polsce powiększała się o spółki, które można określić jako start-upy z sektora fintech zajmujące się wykupywaniem wierzytelności przez internet (tzw. e-faktoring, faktoring online). Niektóre z tych podmiotów świadczyły jednak usługi quasi-faktoringowe, charakterem przypominające bardziej pożyczki niż faktoring. Charakterystyczne dla działalności podmiotów oferujących faktoring online było m.in. stosowanie faktoringu cichego²¹¹, bardzo ograniczony stopień sformalizowania wykupu faktur (możliwość przesyłania ich w wersji elektronicznej przez specjalne do tego stworzone platformy internetowe, szybka wypłata należności), przyjmowanie do wykupu pojedynczych faktur o bardzo niskich wartościach (np. 100 zł) oraz koncentracja na klientach z sektora mikroprzedsiębiorstw (tzw. mikrofaktoring). Model biznesowy takich podmiotów istotnie różnił się od modelu tradycyjnych firm faktoringowych, ponieważ nie zakładał długoterminowej relacji z klientami.

Struktura faktoringu

Według danych GUS faktoring krajowy²¹² stanowił 85,4% wartości faktur wykupionych w 2017 r. przez spółki faktoringowe. Przedsiębiorstwa najchętniej korzystały z faktoringu bez regresu,

²⁰⁷ Obliczenia na podstawie danych PZF.

²⁰⁸ Publikowane przez GUS dane o wynikach finansowych spółek faktoringowych dotyczą tylko tych podmiotów, dla których faktoring był jedynym lub dominującym rodzajem działalności. Na temat całej badanej populacji zob. przypis 200.

²⁰⁹ Wskaźnik ROE obliczono jako relację wyniku finansowego spółek do kapitału własnego na koniec 2017 r.

²¹⁰ Dla populacji badanej w 2016 r. wartości te wyniosły, odpowiednio 0,1 mld zł oraz 17,9%. Jednak ze względu na różną wielkość populacji badawczej w 2016 i 2017 r. wartości te nie są w pełni porównywalne.

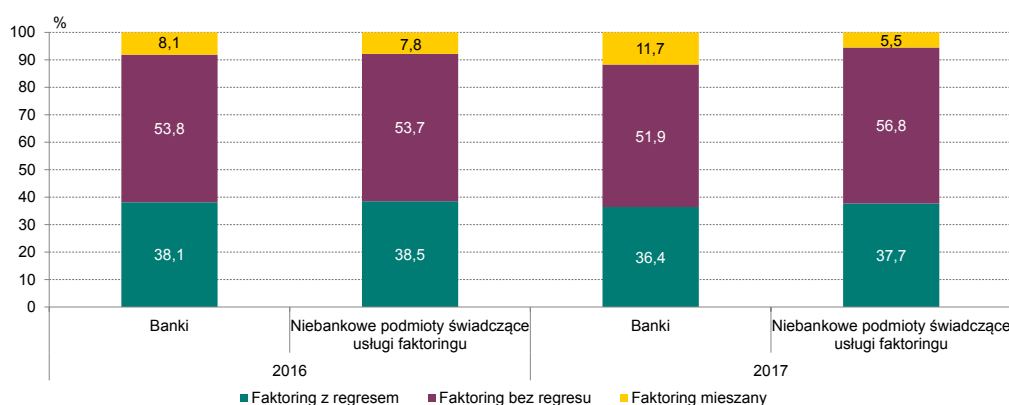
²¹¹ Jest to rodzaj faktoringu, w którym odbiorca towaru (kontrahent, płatnik faktury) nie jest informowany o tym, że wystawiona na niego faktura jest objęta faktoringiem. Stosowanie faktoringu cichego będzie utrudnione od maja 2018 r., kiedy wejdą w życie przepisy Rozporządzenia PE i Rady (UE) 2016/679 z dnia 27 kwietnia 2016 r. w sprawie ochrony osób fizycznych w związku z przetwarzaniem danych osobowych i w sprawie swobodnego przepływu takich danych oraz uchylenia dyrektywy 95/46/WE (ogólne rozporządzenie o ochronie danych). Zgodnie z tymi przepisami faktor zostanie bowiem zobowiązany do zawiadomienia kontrahenta o tym, że otrzymał jego dane (dotyczy to jednak tylko sytuacji, w których kontrahentami będą przedsiębiorstwa jednoosobowe oraz spółki cywilne).

²¹² Faktoring, w którym zarówno faktorant, jak i kontrahent prowadzą działalność w kraju faktora.

co znalazło odzwierciedlenie w strukturze wykupionych wierzytelności (wykres 4.3.4.). Wartość faktur skupionych w ramach tego rodzaju faktoringu wyniosła 104,7 mld zł, tj. o 15,5 mld zł więcej niż w 2016 r. W ramach faktoringu z regresem wykupiono natomiast wierzytelności za 70,8 mld zł (o 7,2 mld zł więcej niż w 2016 r.). Wartość faktur wykupionych w ramach faktoringu mieszanego²¹³ wyniosła 14,5 mld zł, a jego udział w strukturze wykupionych wierzytelności nadal nie przekraczał 10%.

W analizowanym okresie krajowi faktorzy odnotowywali ponadto wzrost zainteresowania faktoringiem zagranicznym (eksportowym), który umożliwiał eksporterom przede wszystkim ograniczenie ryzyka zmian kursu walutowego. Wartość faktur wykupionych w ramach tej usługi wyniosła 32,4 mld zł i była o 35,2% większa niż przed rokiem.

Wykres 4.3.4. Struktura wykupionych wierzytelności w faktoringu krajowym w latach 2016–2017



Źródło: GUS.

4.3.3. Pośrednicy kredytowi i firmy pożyczkowe

W Polsce działalność polegającą na sprzedaży kredytów i pożyczek, poza bankami, SKOK-ami i firmami leasingowymi, prowadzą jeszcze dwie grupy podmiotów:

- pośrednicy kredytowi, tj. podmioty pełniące rolę pośrednika przy udzielaniu przez banki kredytów i pożyczek,
- firmy pożyczkowe.

Podstawowym przedmiotem działalności pośredników kredytowych jest sprzedaż bankowych kredytów i pożyczek. Dodatkowe usługi świadczone przez te przedsiębiorstwa obejmują

²¹³ Jest to rodzaj faktoringu, który łączy elementy faktoringu z regresem i bez regresu. W warunkach umowy tej usługi strony ustalają m.in. wysokość limitu, do którego faktor będzie ponosił ryzyko w razie niewypłacalności nabywcy towarów i usług, a po jego przekroczeniu ryzyko przejdzie na faktoranta.

doradztwo przy zakupie ubezpieczeń, tytułów uczestnictwa w funduszach inwestycyjnych oraz przy wyborze programów oszczędnościowych. Najwięksi pośrednicy są powiązani kapitałowo z bankami lub grupami finansowymi i działają w skali ogólnopolskiej.

W 2017 r. weszła w życie ustawa o kredycie hipotecznym oraz o nadzorze nad pośrednikami kredytu hipotecznego²¹⁴. Zgodnie z nią od 22 lipca 2017 r. KNF prowadzi rejestr pośredników kredytowych (obejmujący pośredników kredytu hipotecznego oraz pośredników kredytu konsumenckiego). Warunkiem rozpoczęcia działalności przez pośredników kredytu hipotecznego jest uzyskanie przez nich zezwolenia KNF i wpis do tego rejestru. Bez zezwolenia mogą funkcjonować tylko pośrednicy kredytu hipotecznego działający wyłącznie na rzecz jednego kredytodawcy oraz pośrednicy kredytu konsumenckiego. Podmioty te muszą jedynie zostać wpisane do wspomnianego rejestru²¹⁵. Na koniec grudnia 2017 r. do rejestru pośredników kredytowych wpisanych było: 49 pośredników kredytu hipotecznego, 90 pośredników kredytu hipotecznego działających na rzecz jednego kredytodawcy oraz 2 083 pośredników kredytu konsumenckiego.

Firmy pożyczkowe, udzielając kredytów konsumenckich²¹⁶, mogą dokonywać transformacji terminów zapadalności lub transformacji płynności, co uzasadnia zaliczanie ich do sektora *shadow banking*, obejmującego podmioty i działania poza tradycyjnym systemem bankowym²¹⁷. Wśród firm pożyczkowych funkcjonujących w Polsce są zarówno takie, które finansują swoją działalność kredytami bankowymi, emisją obligacji lub pożyczkami od podmiotów dominujących, jak i takie, które udzielają pożyczek wyłącznie ze środków własnych.

Firmy pożyczkowe udzielające kredytów konsumenckich podlegają wymogom określonym w ustawie o kredycie konsumenckim²¹⁸. Podmioty te mogą prowadzić działalność wyłącznie

²¹⁴ Ustawa z dnia 23 marca 2017 r. o kredycie hipotecznym oraz o nadzorze nad pośrednikami kredytu hipotecznego i agentami (Dz.U. z 2017 r., poz. 819). Ustawa ta wprowadziła również zmiany w ustawie z dnia 12 maja 2011 r. o kredycie konsumenckim (tekst jednolity Dz.U. z 2016 r., poz. 1528 z późn. zm.) w odniesieniu do warunków rozpoczęcia prowadzenia działalności przez firmy pożyczkowe i pośredników kredytu konsumenckiego.

²¹⁵ Podmioty prowadzące taką działalność w dniu wejścia w życie ustawy (tj. 22 lipca 2017 r.) miały 6 miesięcy na złożenie wniosku o udzielenie zezwolenia albo o wpis do rejestru. Wniosek taki KNF powinna rozpatrzyć w ciągu 6 miesięcy.

²¹⁶ Zgodnie z art. 3 ustawy z dnia 12 maja 2011 r. o kredycie konsumenckim (tekst jednolity Dz.U. z 2016 r., poz. 1528, z późn. zm.), przez kredyt konsumencki rozumie się kredyt o wartości nie większej niż 255 550 zł (albo równowartość tej kwoty w walucie obcej). W szczególności za umowę o kredyt konsumencki uważa się: umowę pożyczki, umowę kredytu w rozumieniu przepisów prawa bankowego, umowę o odroczeniu konsumentowi terminu spełnienia świadczenia pieniężnego, jeżeli konsument jest zobowiązany do poniesienia jakichkolwiek kosztów związanych z odroczeniem spełnienia świadczenia, umowę o kredyt, w której kredytodawca zaciąga zobowiązanie wobec osoby trzeciej, a konsument zobowiązuje się do zwrotu kredytodawcy spełnionego świadczenia, umowę o kredyt odnawialny.

²¹⁷ *Global Shadow Banking Monitoring Report 2017*, Financial Stability Board, 5 March 2018, s. 1 oraz s. 45.

²¹⁸ Ustawa z dnia 12 maja 2011 r. o kredycie konsumenckim (tekst jednolity Dz.U. z 2016 r., poz. 1528, z późn. zm.).

w formie spółki z ograniczoną odpowiedzialnością albo spółki akcyjnej i są zobowiązane do posiadania co najmniej 200 tys. zł kapitału zakładowego, przy czym nie może on pochodzić z kredytu, pożyczki, emisji obligacji lub ze źródeł nieudokumentowanych. Spełnianie powyższych wymogów jest warunkiem prowadzenia przez firmy pożyczkowe działalności w zakresie udzielania kredytów konsumenckich. Zgodnie z rozwiązaniami wprowadzonymi wspomnianą ustawą o kredycie hipotecznym oraz o nadzorze nad pośrednikami kredytu hipotecznego i agentami firma pożyczkowa może prowadzić działalność dopiero gdy zostanie wpisana do prowadzonego przez KNF od 22 lipca 2017 r. rejestru firm pożyczkowych udzielających kredytów konsumenckich²¹⁹. KNF przyznano uprawnienie do odmowy dokonania takiego wpisu, jeżeli podmiot ubiegający się o niego nie spełnia wymogów warunkujących podjęcie działalności w zakresie udzielania kredytów konsumenckich. Na koniec grudnia 2017 r. do wskazanego rejestru było wpisanych 85 firm pożyczkowych.

Wprowadzenie obowiązku rejestracji firm pożyczkowych powinno się przyczynić do zwiększenia przejrzystości rynku pożyczek udzielanych przez instytucje niekredytowe, ograniczenia skali występujących na nim negatywnych zjawisk oraz poprawy bezpieczeństwa konsumentów. Taki publicznie dostępny rejestr umożliwi bowiem konsumentowi weryfikację, czy instytucja, z którą zamierza zawrzeć umowę pożyczki, rzeczywiście prowadzi deklarowaną działalność.

Wspomniana ustawa nie wprowadziła ani wymogu obowiązkowej sprawozdawczości firm pożyczkowych, ani nie objęła ich działalności kontrolą KNF. Obowiązkowa sprawozdawczość tych instytucji byłaby cennym źródłem informacji na temat skali ich działalności (m.in. liczby i wartości udzielonych kredytów konsumenckich i pożyczek, struktury terminowej), która w pewnych okolicznościach może generować koszty społeczne, ponieważ zobowiązania wynikające z umów o kredyt konsumencki mogą w przypadku części gospodarstw domowych istotnie ograniczać ich dochody do dyspozycji. Niekontrolowany rozwój firm pożyczkowych może zwiększać ryzyko negatywnej selekcji klientów ze względu na ich zdolność kredytową, a także w pewnym stopniu pośrednio oddziaływać na jakość portfela kredytowego banków. Z danych BIK wynika bowiem, że niemal 80% klientów firm pożyczkowych posiada kredyt w banku.

Dostępne informacje na temat wielkości rynku pożyczek niebankowych nie są kompletne, a szacunki dotyczące skali działalności sektora firm pożyczkowych są bardzo rozbieżne. Wykorzystane w dalszej części tego podrozdziału statystyki zostały zaczerpnięte z GUS, Konferencji Przedsiębiorstw Finansowych w Polsce (KPF) oraz informacji zawartych

²¹⁹ Firmy pożyczkowe prowadzące działalność w dniu wejścia w życie ustawy (tj. 22 lipca 2017 r.) miały 6 miesięcy na złożenie wniosku o wpis do rejestru instytucji pożyczkowych. Wniosek taki KNF powinna rozpatrzyć w ciągu 6 miesięcy.

w opracowaniach BIK²²⁰. Dane GUS²²¹ pochodzą z badań ankietowych przeprowadzanych na grupie podmiotów i obejmują zarówno firmy pożyczkowe udzielające pożyczek ze środków własnych, jak i pośredników kredytowych, którzy współpracują z bankami w zakresie sprzedaży kredytów i pożyczek bankowych. Pomimo istotnych różnic w działalności firm pożyczkowych i pośredników kredytowych GUS prezentuje znaczną część danych łącznie dla obu grup podmiotów. Informacje publikowane przez KPF²²² są wnioskami z badania ankietowego przeprowadzonego wśród kilkunastu firm pożyczkowych należących do tej organizacji.

Według danych GUS łączna wartość kredytów i pożyczek udzielonych w 2017 r. przez firmy pożyczkowe oraz we współpracy z pośrednikami kredytowymi wyniosła 45,9 mld zł i była o 14,9% większa niż w 2016 r. Na wartość tę złożyły się kredyty i pożyczki udzielone osobom fizycznym w kwocie 38,8 mld zł oraz przedsiębiorstwom – 7,1 mld zł. (tabela 4.3.2) Wspomniany wzrost wartości udzielonych kredytów i pożyczek następował przy jednoczesnym zwiększeniu liczby podpisanych umów. Najważniejszymi produktami oferowanymi przez firmy pożyczkowe i pośredników kredytowych były kredyty hipoteczne oraz kredyty i pożyczki gotówkowe. Najwięcej umów, tj. 42,2% pod względem wartości, podpisano bezpośrednio w placówkach stacjonarnych. Umowy zawarte za pośrednictwem kanału internetowego lub telefonicznie stanowiły blisko 16,9% wartości wszystkich umów.

Wzrost wartości umów kredytowych zawartych w 2017 r. przez firmy pożyczkowe oraz przy udziale pośredników kredytowych przełożył się na ich wyższe o 6,3% przychody netto ze sprzedaży²²³. Łączny zysk netto analizowanych podmiotów wyniósł 350,8 mln zł i był o 9% mniejszy niż w 2016 r. Jednocześnie o 2,2% zwiększyły się ich koszty działalności operacyjnej.

Szacunki KPF wskazują, że firmy pożyczkowe zrzeszone w tej organizacji udzieliły w 2017 r. kredytów konsumenckich i pożyczek o wartości 1,9 mld zł. Na koniec analizowanego okresu wartość portfela tych pożyczek wyniosła 2,0 mld zł.

²²⁰ Na koniec 2017 r. z BIK współpracowało około 55 firm pożyczkowych.

²²¹ *Działalność przedsiębiorstw pośrednictwa kredytowego w 2017 r.*, Warszawa 2018, GUS. Badaniem zostało objętych 257 podmiotów, w tym 120 pośredników kredytowych oraz 137 firm pożyczkowych udzielających pożyczek ze środków własnych, z których 11 współpracowało również z bankami.

²²² *Sektor instytucji pożyczkowych w Polsce. Lata 2008-2017*, Gdańsk 2018, Konferencja Przedsiębiorstw Finansowych w Polsce. W badaniu wzięło udział 11 firm pożyczkowych będących członkami KPF, a więc nie obejmowało ono największej firmy pożyczkowej w Polsce.

²²³ Analiza GUS dokonana na podstawie danych 169 podmiotów, dla których pośrednictwo kredytowe lub udzielanie pożyczek ze środków własnych były jedyną albo dominującą formą działalności.

Tabela 4.3.2. Działalność pośredników kredytowych oraz firm pożyczkowych w 2017 r.

	Liczba podpisanych umów (tys.), z tego:		Wartość udzielonych kredytów i pożyczek (mld zł), z tego:	
	Osoby fizyczne	Przedsiębiorstwa	Osoby fizyczne	Przedsiębiorstwa
Kredyty i pożyczki ogółem, z tego:	5 834,5	49,5	38,8	7,1
- gotówkowe	1 289,3	14,9	5,8	1,6
- ratalne i w kartach kredytowych	60,5	2,5	0,1	0,2
- hipoteczne	87,6	0,4	20,6	0,2
- samochodowe	6,2	0,8	0,3	0,1
- konsolidacyjne	7,5	0,9	0,3	0,1
- udzielone ze środków własnych	4 381,9	22,6	11,4	3,3
- inne	1,5	7,2	0,2	1,7

Uwaga: ze względu na zaokrąglenia sumy wartości kategorii podrzędnych mogą się nieznacznie różnić od wartości kategorii nadrzędnych.

Źródło: Działalność przedsiębiorstw pośrednictwa kredytowego w 2017 r. (aneks statystyczny), Warszawa 2018, GUS.

Z informacji BIK wynika, że jakość portfela pożyczek w sektorze firm pożyczkowych była znacznie gorsza niż jakość portfela kredytów konsumpcyjnych w sektorze bankowym. W pierwszym z tych sektorów pożyczki z opóźnieniem w spłacie raty powyżej 90 dni stanowiły 12,1% liczby pożyczek udzielonych w latach 2016–2017, a w przypadku banków wskaźnik ten wynosił, odpowiednio, 4,3% dla kredytów gotówkowych i 2,7% dla kredytów ratalnych. Ponadto dane BIK wskazują, że firmy pożyczkowe akceptują większe ryzyko i są skłonne do finansowania osób obsługujących wiele zobowiązań (wśród ich klientów rośnie liczba osób, które jednocześnie spłacały co najmniej 10 pożyczek lub kredytów)²²⁴.

Zgodnie z przepisami Kodeksu cywilnego maksymalne oprocentowanie kredytów i pożyczek nie może przekraczać dwukrotności sumy stopy referencyjnej NBP i 3,5 pkt proc., a maksymalne koszty ponoszone przez konsumenta z tytułu opóźnienia w spłacie raty – dwukrotności sumy stopy referencyjnej NBP i 5,5 pkt proc.²²⁵ Z kolei w ustawie o kredycie konsumenckim określono limit pozaodsetkowych kosztów kredytu konsumenckiego, mający na celu ochronę konsumentów przed nakładaniem na nich przez firmy pożyczkowe nieuzasadnionych opłat²²⁶. Pozaodsetkowe koszty kredytu konsumenckiego są uzależnione od kwoty nominalnej kredytu oraz okresu kredytowania. Koszty te nie mogą przekroczyć sumy dwóch składników, tj. 25% kwoty kredytu (część stała) oraz 30% kwoty kredytu w skali roku (część zmienna zależna od czasu umowy), przy czym w całym okresie kredytowania nie mogą być wyższe od 100% całkowitej kwoty kredytu.

²²⁴ *Kredyt trendy*, Biuro Informacji Kredytowej, kwiecień 2018.

²²⁵ Art. 359 oraz art. 481 ustawy z dnia 23 kwietnia 1964 r. – Kodeks cywilny (tekst jednolity Dz.U. z 2017 r., poz. 459 z późn. zm.).

²²⁶ Art. 36a – art. 36d ustawy z dnia 12 maja 2011 r. o kredycie konsumenckim (tekst jednolity Dz.U. z 2017 r., poz. 1528 z późn. zm.) wprowadzone ustawą z dnia 5 sierpnia 2015 r. o zmianie ustawy o nadzorze nad rynkiem finansowym oraz niektórych innych ustaw (Dz.U. z 2015 r., poz. 1357 z późn. zm.).

We wspomnianej ustawie określono także zasady udzielania przez ten sam podmiot kolejnych kredytów konsumentowi, który nie spłacił jeszcze pierwszego kredytu.

W 2017 r. firmy pożyczkowe dostosowywały swoją ofertę do obowiązywania wspomnianych limitów, tj. wycofywały pożyczki udzielane na bardzo krótkie terminy oraz proponowały klientom długoterminowe pożyczki na większe kwoty. Według danych KPF w strukturze nowo udzielonych pożyczek zmniejszył się udział pożyczek z terminem spłaty do 3 miesięcy (z 13,1% w 2016 r. do 11,3% w 2017 r.), natomiast zwiększył się (z 34,5% do 39,8%) udział pożyczek udzielonych na okres od 1 roku do 2 lat. Ponadto firmy pożyczkowe zmieniały sposób dystrybucji produktów, tj. koncentrowały się na sprzedaży internetowej oraz w placówkach stacjonarnych, w tym w placówkach partnerskich, zamiast oferowania pożyczek z obsługą w domu klienta. Z danych KPF wynika, że w 2010 r. 73,5% pożyczek udzielanych przez firmy pożyczkowe stanowiły pożyczki z obsługą w domu, a w 2017 r. udział ten zmniejszył się do 26,4%.

Klientami firm pożyczkowych są przede wszystkim gospodarstwa domowe, a oferta tych firm stanowi uzupełnienie oferty banków. Firmy pożyczkowe specjalizują się w udzielaniu krótkoterminowych pożyczek o niskich kwotach. Według danych KPF przeciętna wartość pożyczki udzielonej przez nie w 2017 r. wyniosła 2 122 zł. Główną motywacją osób korzystających z finansowania od tych podmiotów jest natychmiastowy dostęp do środków, a także ograniczone możliwości uzyskania kredytu w banku.

Źródłem zaspokajania potrzeb pożyczkowych gospodarstw domowych mogą być również pożyczki społecznościowe (P2P), będące jednym z rodzajów tzw. finansowania społecznościowego (crowdfunding)²²⁷. W przypadku tego rodzaju finansowania grupa osób dysponujących wolnymi środkami finansowymi udziela pożyczek określonej osobie lub przedsiębiorstwu poszukującemu finansowania. Strony, które zawierają umowę pożyczki, są kojarzone przez podmiot świadczący usługi finansowania społecznościowego przy wykorzystaniu obsługiwanej przez niego platformy crowdfundingowej (dedykowanej strony internetowej). Skala działalności platform pożyczek społecznościowych w Polsce nie jest znana. Nie istnieje publiczny rejestr takich platform, a dane o ich działalności nie są gromadzone w sposób kompleksowy i systematyczny przez żaden organ publiczny. Z dostępnych informacji wynika, że w 2017 r. w Polsce funkcjonowało co najmniej 7 platform pożyczek społecznościowych. Dane te pozwalają szacować, że od czasu utworzenia tych platform udzielono za ich pośrednictwem pożyczek o łącznej wartości co najmniej 330 mln zł.

²²⁷ Szerzej na temat pozostałych rodzajów *crowdfunding* w: *Rozwój systemu finansowego w Polsce w 2016 r.*, Warszawa 2017, NBP, s. 144. Dokument dostępny na stronie: <http://www.nbp.pl/systemfinansowy/rozwoj2016.pdf>.

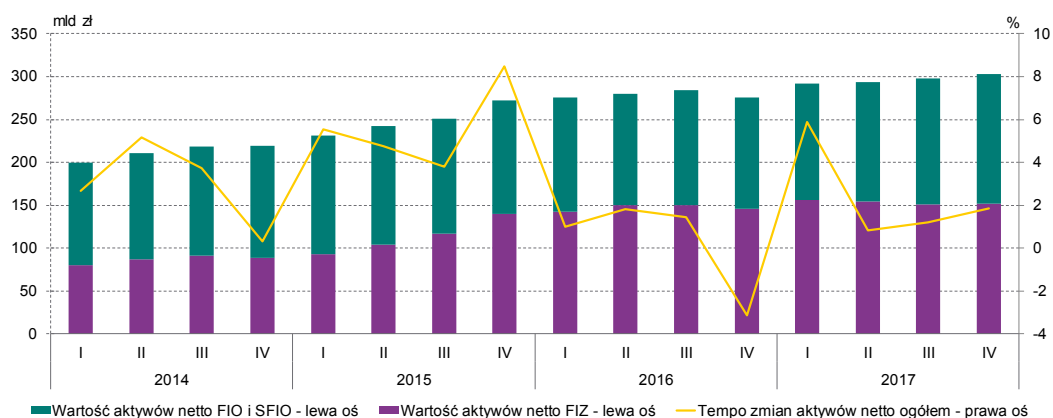
4.4. Fundusze inwestycyjne

Sektor funduszy inwestycyjnych obejmuje fundusze inwestycyjne otwarte, specjalistyczne fundusze inwestycyjne otwarte oraz fundusze inwestycyjne zamknięte działające na podstawie ustawy o funduszach inwestycyjnych i zarządzaniu alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi²²⁸.

4.4.1. Wielkość sektora

W 2017 r. wartość aktywów netto funduszy inwestycyjnych wzrosła szósty rok z rzędu. Na koniec grudnia była najwyższa w historii funkcjonowania sektora i wyniosła 302,8 mld zł (wykres 4.4.1). W ciągu roku wartość aktywów zwiększyła się o około 10% (o 27,4 mld zł). Wzrost zgromadzonych środków dotyczył zarówno funduszy otwartych, jak i zamkniętych, przy czym aktywa tych pierwszych zwiększyły się w większym stopniu. Za przyrost aktywów funduszy otwartych odpowiadało przede wszystkim dodatnie saldo wpłat i wypłat kapitału, a funduszy zamkniętych – zmiana wyceny składników portfela (wykres 4.4.2).

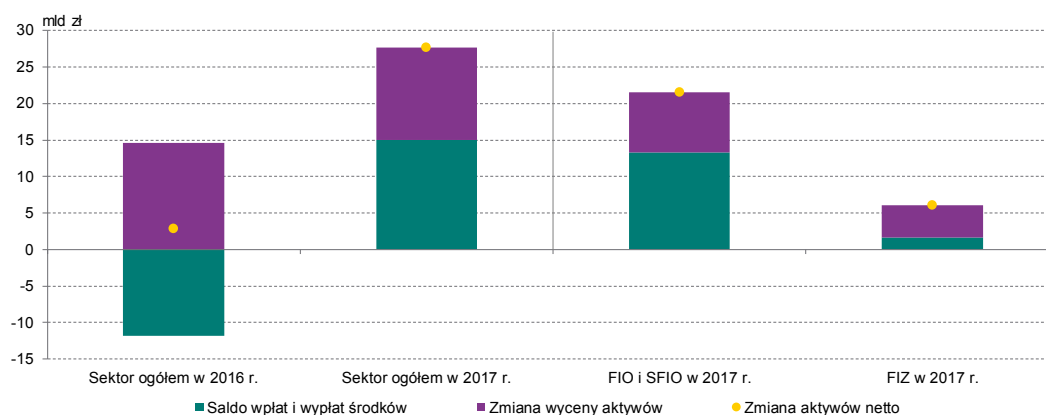
Wykres 4.4.1. Wartość oraz kwartalne tempo zmian aktywów netto funduszy inwestycyjnych w latach 2014–2017



Źródło: NBP.

²²⁸ Ustawa z dnia 27 maja 2004 r. o funduszach inwestycyjnych i zarządzaniu alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi (tekst jednolity Dz.U. z 2018 r., poz. 56, z późn. zm.). Po zmianach w przepisach ustawy z 2016 r. dostosowujących je do dyrektywy ZAFI oraz dyrektywy UCITS V fundusze inwestycyjne zamknięte oraz specjalistyczne fundusze inwestycyjne otwarte zostały uznane za alternatywne fundusze inwestycyjne, a reprezentujące je towarzystwa funduszy inwestycyjnych (TFI) – za zarządzających alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi. Ustawa określa mianem alternatywnych funduszy inwestycyjnych również alternatywne spółki inwestycyjne, które są opisane w rozdziale 4.5.

Wykres 4.4.2. Dekompozycja zmian wartości aktywów netto funduszy inwestycyjnych w latach 2016–2017



Źródło: NBP.

W odróżnieniu od funduszy zamkniętych, fundusze otwarte odnotowały napływ netto środków we wszystkich kwartałach 2017 r. (wykres 4.4.3). W ciągu roku do funduszy inwestycyjnych napłynęło około 15 mld zł w ujęciu netto. Dodatkowo saldo wpłat i wypłat środków obserwowano dla wszystkich rodzajów funduszy²²⁹ – największe w przypadku funduszy inwestycyjnych otwartych (9,5 mld zł), najmniejsze dla funduszy inwestycyjnych zamkniętych (1,6 mld zł). Saldo wpłat i wypłat kapitału było dodatnie również dla wszystkich typów funduszy. Największe wpłaty netto odnotowały fundusze papierów dłużnych (8,6 mld zł), a najmniejsze – fundusze pozostałe (1,8 mld zł). Najwięcej kapitału w ujęciu netto wpłaciły do funduszy gospodarstwa domowe (13,8 mld zł), a wypłaciły – zakłady ubezpieczeń.

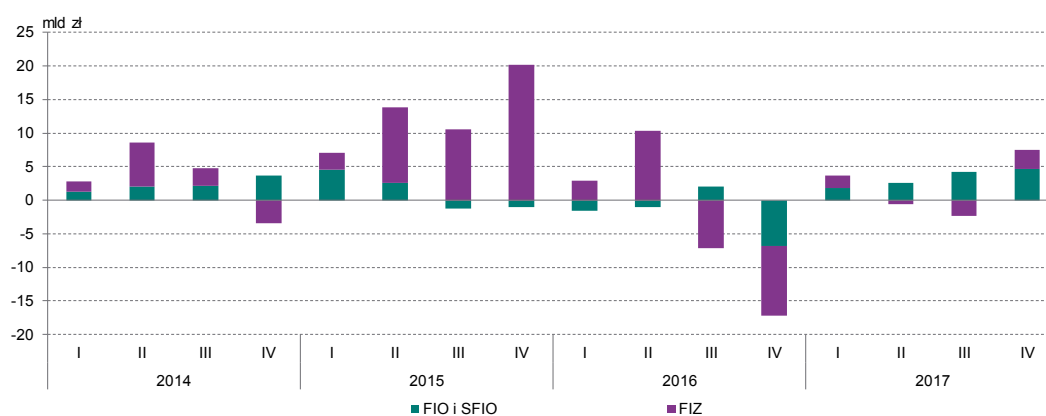
Głównymi inwestorami funduszy inwestycyjnych pozostawały gospodarstwa domowe (wykres 4.4.4)²³⁰. W 2017 r. wartość utrzymywanych przez nie tytułów uczestnictwa oraz udział w strukturze ich nabywców zwiększyły się. Na koniec grudnia wyniosły one odpowiednio 143,8 mld zł i 47,5%. Inwestycje gospodarstw domowych w tytuły uczestnictwa funduszy inwestycyjnych mogły być związane z poszukiwaniem potencjalnie bardziej dochodowych lokat

²²⁹ W opracowaniu stosowany jest podział funduszy inwestycyjnych na rodzaje oraz typy. Zgodnie z przepisami ustawy o funduszach inwestycyjnych i zarządzaniu alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi rodzaje funduszy inwestycyjnych to: fundusze inwestycyjne otwarte, specjalistyczne fundusze inwestycyjne otwarte i fundusze inwestycyjne zamknięte. Podział na typy dotyczy natomiast prowadzonej przez fundusze polityki inwestycyjnej. W opracowaniu wyróżniono fundusze: akcji, papierów dłużnych, mieszane oraz pozostałe.

²³⁰ Gospodarstwa domowe nie są jednolitym typem inwestora funduszy inwestycyjnych. Ci, którzy chcą nabyć certyfikaty inwestycyjne funduszy zamkniętych, nienotowane na GPW ani nieoferowane w drodze oferty publicznej (a także jednostki uczestnictwa niektórych specjalistycznych funduszy inwestycyjnych otwartych) muszą dysponować co najmniej równowartością 40 tys. euro. Takich ograniczeń nie ma w przypadku funduszy inwestycyjnych otwartych oraz specjalistycznych funduszy inwestycyjnych otwartych stosujących zasady i ograniczenia inwestycyjne określone dla funduszy inwestycyjnych otwartych.

kapitału niż nisko oprocentowane depozyty bankowe. Gospodarstwa domowe były głównie uczestnikami funduszy inwestycyjnych otwartych, w tym zwłaszcza funduszy papierów dłużnych (w ich tytułach uczestnictwa ulokowały 42,8 mld zł)²³¹. W 2017 r. do takich funduszy wpłaciły także najwięcej środków (7,9 mld zł). Podobnie jak w poprzednich latach, tytuły uczestnictwa były trzecią najpopularniejszą formą, w jakiej gospodarstwa domowe utrzymywały swoje oszczędności (po depozytach bankowych i gotówce). W 2017 r. udział tych instrumentów w strukturze aktywów finansowych gospodarstw domowych wzrósł (z 10,9% do 11,8%), podobnie jak relacja wartości kapitału ulokowanego przez nie w formie tytułów uczestnictwa do złożonych depozytów bankowych (z 17,2% do 19,1%).

Wykres 4.4.3. Kwartalne saldo wpłat i wypłat środków z funduszy inwestycyjnych w latach 2014–2017



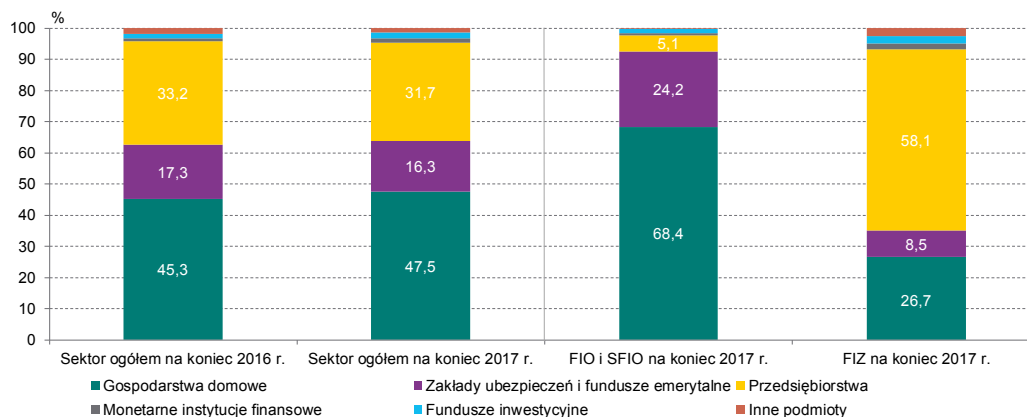
Źródło: NBP.

Udział przedsiębiorstw w strukturze uczestników funduszy inwestycyjnych zmniejszył się, jednak wartość posiadanych przez nie tytułów uczestnictwa wzrosła z 91,4 mld zł na koniec 2016 r. do 95,9 mld zł na koniec 2017 r. Przedsiębiorstwa zgromadziły najwięcej kapitału w funduszach inwestycyjnych zamkniętych (88,2 mld zł). Do takich podmiotów wpłaciły również najwięcej środków. Podobnie jak w 2016 r. wśród przedsiębiorstw inwestujących w tytuły uczestnictwa przeważały podmioty zagraniczne, przy czym istotna część z nich była tworzona przez polskich inwestorów w celu optymalizacji prowadzonej działalności. Znaczny udział w strukturze

²³¹ Istotną część kapitału gospodarstwa domowe miały ulokowane w tytułach uczestnictwa funduszy inwestujących środki w krótkoterminowe papiery dłużne i instrumenty rynku pieniężnego, które były podkategorią funduszy papierów dłużnych. W 2017 r. uchwalono Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2017/1131 w sprawie funduszy rynku pieniężnego. Rozporządzenie to zawiera m.in. zakaz stosowania przez fundusze inwestycyjne nazw sugerujących, że spełniają one ustanowione w nim wymagania. Takie nazwy mogłyby bowiem wprowadzać (potencjalnych) uczestników funduszy w błąd, sugerując przykładowo, że dany fundusz charakteryzuje się niskim poziomem ryzyka inwestycyjnego lub może być traktowany jako odpowiednik lokaty bankowej. Rozporządzenie wejdzie w życie w lipcu 2018 r. Więcej na ten temat w rozdziale 2 opracowania.

uczestników miały w szczególności przedsiębiorstwa z krajów charakteryzujących się korzystnymi przepisami podatkowymi – z Malty, Holandii, Cypru oraz Luksemburga.

Wykres 4.4.4. Struktura posiadaczy tytułów uczestnictwa funduszy inwestycyjnych na koniec 2016 r. i 2017 r. (% aktywów netto)



Źródło: NBP.

W 2017 r. zmniejszył się również udział zakładów ubezpieczeń i reasekuracji oraz funduszy emerytalnych w strukturze inwestorów funduszy inwestycyjnych. Wartość kapitału zgromadzonego przez te instytucje w funduszach inwestycyjnych wzrosła natomiast z 47,7 mld zł na koniec 2016 r. do 49,4 mld zł na koniec 2017 r. Podmioty sektora ubezpieczeniowego i emerytalnego były głównie uczestnikami specjalistycznych funduszy inwestycyjnych otwartych, w tym w szczególności funduszy dłużnych (w ich tytułach uczestnictwa ulokowały 9,7 mld zł). Lokaty zakładów ubezpieczeń w tytuły uczestnictwa funduszy inwestycyjnych wynikały głównie z inwestowania środków ubezpieczeniowych funduszy kapitałowych (stanowiły one ponad 70% wszystkich lokat zakładów w te instrumenty), a w mniejszym stopniu z lokat niezwiązanych z UFK. Zakłady działające w ramach grup kapitałowych, w których skład wchodziły również towarzystwa funduszy inwestycyjnych, były często najważniejszymi uczestnikami funduszy zarządzanych przez te TFI.

Wartość tytułów uczestnictwa funduszy zagranicznych²³² zbytych w Polsce w 2017 r. zwiększyła się o 16,4% i na koniec grudnia wyniosła 5,6 mld zł²³³. Tak jak rok wcześniej aktywa krajowych funduszy UCITS były około 17-krotnie wyższe i wyniosły 96,7 mld zł. Podobnie jak w przypadku krajowych podmiotów, za wzrost aktywów funduszy zagranicznych oferowanych w Polsce odpowiadało głównie dodatnie saldo wpłat i wypłat środków. Tytuły uczestnictwa takich

²³² Fundusze zagraniczne to podmioty prowadzące działalność zgodnie z Dyrektywą Parlamentu Europejskiego i Rady 2009/65/WE z dnia 13 lipca 2009 r. w sprawie koordynacji przepisów ustawowych, wykonawczych i administracyjnych odnoszących się do przedsiębiorstw zbiorowego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe (UCITS) (Dz. Urz. UE L302 z 2009 r., s. 32).

²³³ *Materiał informacyjny na temat zbywania na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej tytułów uczestnictwa emitowanych przez fundusze zagraniczne w okresie 1 stycznia do 31 grudnia 2017 r.*, Warszawa 2018, UKNF.

funduszy oferowano przede wszystkim zamożnym klientom detalicznym oraz klientom instytucjonalnym.

Liczba funduszy inwestycyjnych

W 2017 r. liczba funduszy inwestycyjnych działających w Polsce spadła po raz pierwszy w historii funkcjonowania sektora (tabela 4.4.1). Wynikało to ze zmniejszenia się liczby funkcjonujących funduszy inwestycyjnych zamkniętych, związanego z wprowadzonymi w 2016 r. zmianami przepisów podatkowych dotyczących tych podmiotów²³⁴, a także wydanym przez Ministerstwo Finansów w maju 2017 r. ostrzeżeniem przed wykorzystaniem ich w strukturach organizacyjnych służących optymalizacji podatkowej²³⁵. Na koniec 2017 r. funduszy tego rodzaju nadal było jednak ponad osiem razy więcej niż funduszy otwartych. Zdecydowana większość funduszy zamkniętych nie była funduszami publicznymi²³⁶. Na koniec grudnia funkcjonowało 28 publicznych funduszy inwestycyjnych zamkniętych, o trzy mniej niż na koniec 2016 r. Certyfikaty inwestycyjne 24 z nich były notowane na Głównym Ryнку GPW²³⁷.

Tabela 4.4.1. Liczba funduszy inwestycyjnych oraz TFI w Polsce w latach 2014–2017

	2014	2015	2016	2017
Fundusze inwestycyjne otwarte	40	40	44	44
Specjalistyczne fundusze inwestycyjne otwarte	47	51	53	55
Fundusze zamknięte	594	724	832	806
Ogółem	681	815	929	905
Towarzystwa funduszy inwestycyjnych	58	60	62	62

Uwaga: podane wartości obejmują również fundusze w stanie likwidacji.

Źródło: UKNF.

W 2017 r. Komisja Nadzoru Finansowego (KNF) wydała trzy zezwolenia na utworzenie specjalistycznego funduszu inwestycyjnego otwartego i jedno zezwolenie na utworzenie publicznego funduszu inwestycyjnego zamkniętego²³⁸. Ponadto zarejestrowano 97 funduszy

²³⁴ Zmiany te polegały na zastąpieniu funkcjonującego dotychczas dla funduszy inwestycyjnych zamkniętych oraz specjalistycznych funduszy inwestycyjnych otwartych stosujących zasady i ograniczenia określone dla funduszy inwestycyjnych zamkniętych podmiotowego zwolnienia z podatku dochodowego dla osób prawnych zwolnieniem przedmiotowym. Więcej na ten temat w *Rozwój systemu finansowego w Polsce w 2016 r.*, Warszawa 2017, NBP, s. 154.

²³⁵ Komunikat Ministerstwa Finansów z 8 maja 2017 r. dostępny na stronie internetowej: https://www.mf.gov.pl/ministerstwo-finansow/wiadomosci/komunikaty/-/asset_publisher/6Wwm/content/ostrezenie-mf-przed-optimalizacja-podatkowa-fiz-z-wykorzystaniem-obligacji.

²³⁶ Publiczny fundusz inwestycyjny zamknięty to podmiot, którego certyfikaty inwestycyjne zostały objęte lub nabyte w drodze oferty publicznej lub dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym, albo wprowadzone do alternatywnego systemu obrotu.

²³⁷ Pozostałe fundusze były w stanie likwidacji.

²³⁸ *Raport dotyczący sytuacji finansowej towarzystw funduszy inwestycyjnych w 2017 roku*, Warszawa 2018, UKNF.

inwestycyjnych zamkniętych, których certyfikaty nie mogły być ani oferowane w drodze oferty publicznej, ani dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym lub wprowadzone do alternatywnego systemu obrotu (w 2016 r. zarejestrowano 161 takich podmiotów)²³⁹. W wyniku tworzenia nowych podmiotów w 2017 r. zwiększyła się także liczba funkcjonujących subfunduszy – na koniec grudnia było ich 574. Większość nowych subfunduszy została wydzielona w ramach specjalistycznych funduszy inwestycyjnych otwartych.

Towarzystwa funduszy inwestycyjnych mogą tworzyć fundusze inwestycyjne szczególnych typów oraz konstrukcji. Podobnie jak w poprzednich latach wśród takich podmiotów najwięcej było funduszy aktywów niepublicznych. W 2017 r. ich liczba zmniejszyła się jednak w porównaniu ze stanem na koniec 2016 r. (tabela 4.4.2), co było związane z wspomnianymi wcześniej zmianami zasad opodatkowania funduszy inwestycyjnych. Fundusze aktywów niepublicznych stanowiły prawie połowę wszystkich podmiotów działających w sektorze. Prawie wszystkie fundusze tego typu funkcjonowały w formie funduszu inwestycyjnego zamkniętego²⁴⁰. Fundusze aktywów niepublicznych służyły często do tworzenia rozwiązań inwestycyjnych dedykowanych konkretnym klientom – przede wszystkim przedsiębiorstwom, ale także zamożnym klientom detalicznym oraz zakładom ubezpieczeń. Zapisy statutów takich funduszy, ich polityka inwestycyjna oraz kompetencje ich organów były zwykle opracowywane w porozumieniu z uczestnikami, dzięki czemu zachowywali oni wpływ na sposób zarządzania aktywami.

Tabela 4.4.2. Liczba funduszy inwestycyjnych według wybranych szczególnych typów i konstrukcji w latach 2016–2017

Szczególne konstrukcje funduszy inwestycyjnych	2016	2017	Szczególne typy funduszy inwestycyjnych	2016	2017
Fundusze z wydzielonymi subfunduszami	86	90	Fundusze rynku pieniężnego w rozumieniu art. 178 ustawy o funduszach inwestycyjnych	1	1
Fundusze podstawowe	2	2	Fundusze sekurytyzacyjne	104	123
Fundusze powiązane	4	4	Fundusze aktywów niepublicznych	472	404
Fundusze z różnymi kategoriami jednostek uczestnictwa	40	44	Fundusze portfelowe	0	0

Uwagi: tabela zawiera informacje na temat liczby funduszy prowadzących działalność na koniec poszczególnych lat, w tym funduszy będących w likwidacji. Ze względu na dokonane korekty, dane mogą się różnić od zaprezentowanych w poprzednich edycjach opracowania.

Źródło: UKNF i NBP.

Krajowe TFI nadal nie były zainteresowane tworzeniem funduszy portfelowych, a także kolejnych funduszy rynku pieniężnego oraz funduszy podstawowych i powiązanych. W 2017 r. ponownie

²³⁹ Utworzenie takich funduszy nie wymaga zezwolenia KNF.

²⁴⁰ Fundusze aktywów niepublicznych mogą być tworzone również jako specjalistyczne fundusze inwestycyjne otwarte stosujące zasady i ograniczenia inwestycyjne funduszy inwestycyjnych zamkniętych. Na koniec 2017 r. funkcjonowały tylko dwa specjalistyczne fundusze inwestycyjne otwarte aktywów niepublicznych.

wzrosła liczba funduszy z różnymi kategoriami jednostek uczestnictwa, funduszy z wydzielonymi subfunduszami (parasolowych) oraz niestandardyzowanych funduszy sekurytyzacyjnych.

Konstrukcję funduszu parasolowego miała większość funkcjonujących na rynku funduszy inwestycyjnych otwartych oraz specjalistycznych funduszy inwestycyjnych otwartych. Przyczyną popularności funduszy z wydzielonymi subfunduszami były oferowane przez nie korzyści podatkowe związane z przenoszeniem środków między subfunduszami²⁴¹. Uczestnicy takiego funduszu mogą bowiem swobodnie przebudowywać portfel i zamieniać tytuły uczestnictwa subfunduszy prowadzących różną politykę inwestycyjną, odraczając naliczenie podatku dochodowego do momentu zakończenia inwestycji w ramach danego funduszu.

W 2017 r. do KNF wpłynęły zawiadomienia o zamiarze zbywania na terenie Polski tytułów uczestnictwa dwóch zagranicznych funduszy inwestycyjnych (UCITS) oraz 23 subfunduszy funduszy zagranicznych²⁴². Na koniec grudnia do rejestru funduszy zagranicznych wpisanych było 58 podmiotów, z czego 36 zbywało i odkupywało tytuły uczestnictwa²⁴³. Większość notyfikowanych funduszy zagranicznych pochodziła z Austrii i Luksemburga – odpowiednio 30 i 23. Liczba subfunduszy zagranicznych funduszy inwestycyjnych objętych notyfikacją wzrosła do 724, przy czym liczba tych, których tytuły uczestnictwa były zbywane i odkupywane była około trzykrotnie niższa. Do KNF wpłynęły ponadto zawiadomienia o zamiarze wprowadzenia do obrotu w Polsce 71 alternatywnych funduszy inwestycyjnych oraz 14 europejskich funduszy *venture capital* (EuVECA). W 2017 r. KNF otrzymała również notyfikacje zagranicznych podmiotów zarządzających aktywami – jedna spółka zarządzająca oraz dziewięciu zarządzających alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi z siedzibą za granicą poinformowało o zamiarze prowadzenia działalności w Polsce bez zakładania oddziału.

Po raz pierwszy w historii funkcjonowania sektora w 2017 r. krajowy fundusz inwestycyjny otwarty poinformował KNF o zamiarze zbywania jednostek uczestnictwa w innym państwie UE – Luksemburgu. Zawiadomienie dotyczyło dystrybucji pięciu subfunduszy. Ponadto do KNF wpłynęły zawiadomienia od trzech krajowych towarzystw funduszy inwestycyjnych o zamiarze wykonywania działalności na terenie innych państw UE – Luksemburga i Malty.

4.4.2. Struktura sektora funduszy inwestycyjnych

Struktura sektora funduszy inwestycyjnych pod względem prowadzonej polityki inwestycyjnej nie zmieniła się istotnie (wykres 4.4.5). Podobnie jak w poprzednich latach najwyższymi aktywami netto charakteryzowały się fundusze pozostałe (tabela 4.4.3). W 2017 r. ich znaczenie obniżyło się

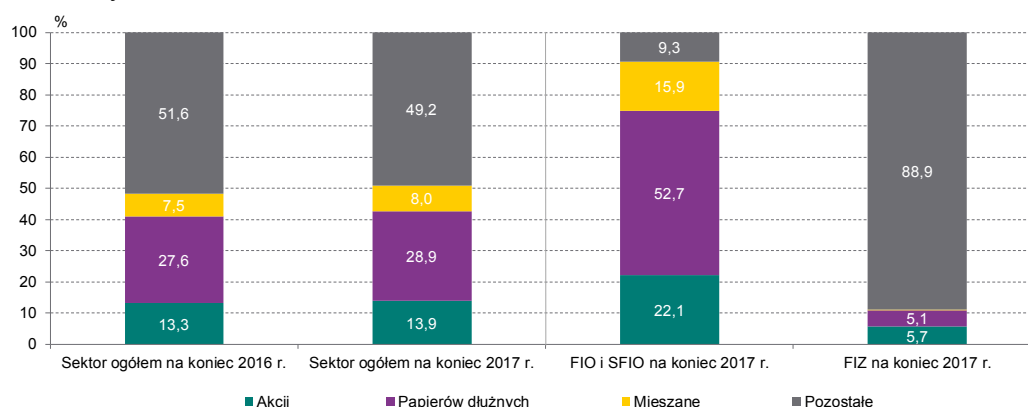
²⁴¹ Art. 17 ust. 1c ustawy z dnia 26 lipca 1991 r. o podatku dochodowym od osób fizycznych (tekst jednolity Dz.U. z 2018 r., poz. 200 z późn. zm.) oraz art. 12 ust. 4 pkt 20 ustawy z dnia 15 lutego 1992 r. o podatku dochodowym od osób prawnych (tekst jednolity Dz.U. z 2018 r., poz. 1036 z późn. zm.).

²⁴² *Sprawozdanie z działalności Komisji Nadzoru Finansowego w 2017 r.*, Warszawa 2018, UKNF.

²⁴³ *Materiał informacyjny na temat zbywania na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej tytułów uczestnictwa emitowanych przez fundusze zagraniczne w okresie 1 stycznia do 31 grudnia 2016 r.*, Warszawa 2017, UKNF.

nieznacznie, a zgromadzone w nich środki wzrosły w najmniejszym stopniu spośród wszystkich typów funduszy inwestycyjnych. Na koniec grudnia stanowiły one niewiele mniej niż połowę aktywów sektora. Wśród funduszy pozostałych dominowały fundusze aktywów niepublicznych, które miały prawie 70-procentowy udział w aktywach podmiotów tej grupy. Do funduszy pozostałych zaliczały się także m.in. fundusze sekurytyzacyjne (ich aktywa wzrosły w 2017 r. o około 13% i na koniec grudnia wyniosły 10,2 mld zł). Podmioty zaklasyfikowane do kategorii pozostałe dominowały wśród funduszy inwestycyjnych zamkniętych.

Wykres 4.4.5. Struktura sektora funduszy inwestycyjnych według ich typów na koniec 2016 r. i 2017 r. (% aktywów netto)



Uwaga: ze względu na dokonane korekty, dane mogą się różnić od zaprezentowanych w poprzednich edycjach opracowania.

Źródło: NBP.

Tabela 4.4.3. Aktywa netto sektora funduszy inwestycyjnych według ich typów w latach 2014–2017 (w mld zł)

	2014	2015	2016	2017
Akcji	33,5	34,3	36,6	42,0
Papierów dłużnych	69,5	72,2	76,0	87,4
Mieszane	29,6	29,4	20,6	24,4
Pozostałe	86,3	136,7	142,1	149,0
Ogółem	218,9	272,5	275,4	302,8

Uwaga: ze względu na dokonane korekty, dane mogą się różnić od zaprezentowanych w poprzednich edycjach opracowania.

Źródło: NBP.

Drugą najważniejszą częścią sektora funduszy inwestycyjnych były fundusze papierów dłużnych. Ich aktywa wzrosły w 2017 r. o 15,0%, głównie za sprawą wysokiego salda wpłat i wypłat środków. Podmioty tego typu miały największe znaczenie wśród funduszy otwartych. W grupie funduszy papierów dłużnych istotny udział miały fundusze lokujące środki w krótkoterminowe papiery dłużne i instrumenty rynku pieniężnego, a także fundusze skoncentrowane na obligacjach

przedsiębiorstw. Fundusze lokujące środki głównie w skarbowe papiery wartościowe miały wśród nich mniejsze znaczenie.

Fundusze inwestycyjne zamknięte dominowały na krajowym rynku nie tylko pod względem liczby podmiotów, lecz także pod względem zgromadzonych środków (tabela 4.4.4). W wyniku dynamicznego wzrostu aktywów funduszy otwartych na koniec 2017 r. zgromadziły one niemal takie same aktywa jak fundusze inwestycyjne zamknięte. Wśród funduszy zamkniętych istotnie przeważały fundusze aktywów niepublicznych. Na koniec 2017 r. ich aktywa wyniosły około 111 mld zł.

Tabela 4.4.4. Aktywa netto sektora funduszy inwestycyjnych według ich rodzajów w latach 2014–2017 (mld zł)

	2014	2015	2016	2017
Fundusze inwestycyjne otwarte	83,5	82,8	82,1	96,7
Specjalistyczne fundusze inwestycyjne otwarte	46,8	50,0	47,3	54,3
Fundusze zamknięte	88,6	139,6	145,9	151,8

Źródło: NBP.

4.4.3. Struktura aktywów funduszy inwestycyjnych

W 2017 r. struktura aktywów funduszy inwestycyjnych nie zmieniła się istotnie (wykres 4.4.6). Tak jak na koniec 2016 r. dominowały w niej dłużne papiery wartościowe, a ich udział dodatkowo się zwiększył. Drugim najważniejszym składnikiem portfela inwestycyjnego funduszy były udziałowe instrumenty finansowe. Około 75% aktywów funduszy inwestycyjnych było nominowanych w walucie krajowej. Struktura aktywów funduszy otwartych istotnie różniła się od tej funduszy zamkniętych.

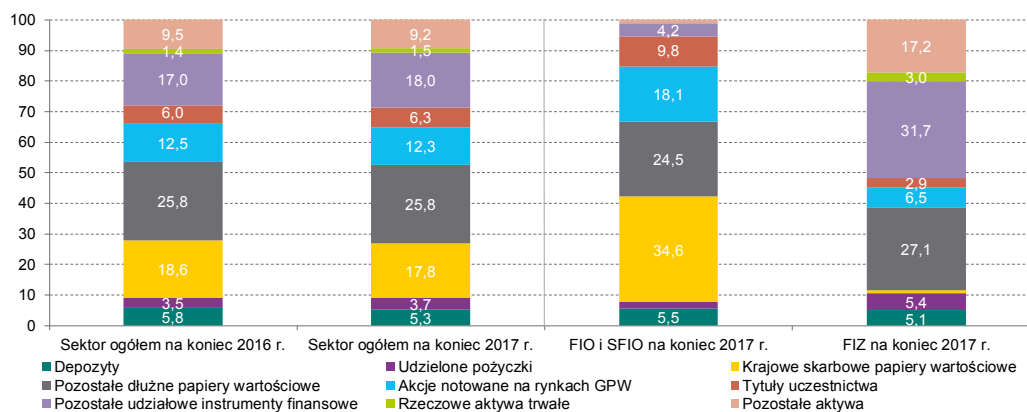
W portfelu dłużnych papierów wartościowych funduszy inwestycyjnych największe znaczenie miały instrumenty nieskarbowe, w tym w szczególności te wyemitowane przez krajowe przedsiębiorstwa (38,3 mld zł), a także krajowe banki (18,7 mld zł). Papiery przedsiębiorstw były najważniejszą pozycją w portfelu instrumentów dłużnych funduszy zamkniętych (stanowiły niemal 90% jego wartości). Takie obligacje były niekiedy wykorzystywane do optymalizacji podatkowej w ramach struktur kapitałowych, do których należały fundusze zamknięte²⁴⁴. Fundusze otwarte częściej niż w papiery przedsiębiorstw inwestowały natomiast w instrumenty wyemitowane przez banki.

W przypadku funduszy otwartych główną kategorią lokat były skarbowe papiery wartościowe, w tym zwłaszcza krajowe obligacje. Udział tych instrumentów w strukturze aktywów funduszy inwestycyjnych spadł kolejny rok z rzędu, ich wartość wzrosła jednak z 54,6 mld zł na koniec 2016 r. do 57,1 mld zł na koniec 2017 r. Podobnie jak w poprzednich latach największą część (blisko

²⁴⁴ Więcej na ten temat we wspomnianym wcześniej komunikacie Ministerstwa Finansów z 8 maja 2017 r.

połowę) portfela krajowych skarbowych papierów dłużnych w stanowiły obligacje o zmiennym oprocentowaniu. Ponadto w 2017 r. fundusze istotnie zwiększyły swoje zaangażowanie w dziesięcioletnie skarbowe papiery wartościowe (ich wartość wzrosła o około 50%). W rezultacie zwiększyło się *duration* posiadanego przez nie portfela krajowych obligacji skarbowych o stałym oprocentowaniu.

Wykres 4.4.6. Struktura aktywów funduszy inwestycyjnych na koniec 2016 r. i 2017 r.



Uwaga: ze względu na zmianę klasyfikacji instrumentów, zmianie uległy dana na koniec 2016 r.

Źródło: NBP.

Wartość posiadanych przez fundusze inwestycyjne udziałowych papierów wartościowych znajdujących się w krajowym obrocie zorganizowanym (bez certyfikatów inwestycyjnych) zwiększyła się z 36,6 mld zł na koniec 2016 r. do 39,4 mld zł na koniec 2017 r.²⁴⁵ Wzrost ten nastąpił mimo odpływu netto środków z funduszy inwestujących środki głównie na krajowym rynku akcji oraz ujemnego salda zakupu i sprzedaży tych instrumentów notowanych na rynkach organizowanych przez GPW. W 2017 r. udział funduszy inwestycyjnych w kapitalizacji i *free float* rynków organizowanych przez GPW zmniejszył się (tabela 4.4.5). Spadł także udział funduszy w obrotach na Głównym Rynku GPW, pozostawał jednak najwyższy spośród udziałów krajowych inwestorów instytucjonalnych.

Wśród udziałowych instrumentów finansowych posiadanych przez fundusze inwestycyjne istotne znaczenie miały akcje znajdujące się poza obrotem zorganizowanym (zaliczane do pozostałych instrumentów udziałowych). Ich wartość zwiększyła się z 35,9 mld zł na koniec 2016 r. do 38,3 mld zł na koniec 2017 r. Zdecydowana większość tych instrumentów była przedmiotem lokat funduszy zamkniętych. Podobnie jak na koniec 2016 r., w portfelu tych instrumentów przeważały papiery wartościowe wyemitowane przez podmioty zagraniczne, w tym zwłaszcza ze Stanów Zjednoczonych i Luksemburga.

²⁴⁵ Wartość akcji znajdujących się w obrocie zorganizowanym poza Głównym Rynkiem GPW i NewConnect wzrosła o około 40% – z 5,4 mld zł na koniec 2016 r. do 7,6 mld zł na koniec 2017 r.

W 2017 r. zwiększyło się również zaangażowanie funduszy w tytuły uczestnictwa innych funduszy inwestycyjnych. Na koniec grudnia wartość portfela tych instrumentów wyniosła 20,4 mld zł. Tak jak w poprzednich latach, dominowały w nim tytuły uczestnictwa podmiotów zagranicznych, w szczególności luksemburskich. Podobnie jak udziałowe papiery wartościowe znajdujące się w obrocie zorganizowanym, tytuły uczestnictwa miały większe znaczenie wśród składników lokat funduszy otwartych niż funduszy zamkniętych.

Wartość nominalna pochodnych instrumentów finansowych posiadanych przez fundusze inwestycyjne wzrosła. Na koniec 2017 r. w portfelu tych instrumentów największe znaczenie miały instrumenty walutowe (w tym zwłaszcza kontrakty forward) oraz instrumenty stopy procentowej. Częściej korzystały z nich fundusze otwarte niż fundusze zamknięte. W transakcjach instrumentami walutowymi kontrahentami funduszy były głównie podmioty krajowe, natomiast w przypadku pochodnych stopy procentowej – podmioty zagraniczne.

Tabela 4.4.5. Zaangażowanie funduszy inwestycyjnych na polskim rynku finansowym w latach 2014–2017 (w %)

	2014	2015	2016	2017
Udział w rynku obligacji skarbowych	11,4	11,1	9,4	9,3
Udział we <i>free float</i> rynków organizowanych przez GPW	10,8	12,1	12,9	10,9
Udział w kapitalizacji rynków organizowanych przez GPW	5,1	5,7	6,2	5,7
Udział w obrotach na Głównym Rynku GPW	12,5	12,2	12,1	10,7

Uwagi: rynek obligacji skarbowych obejmuje krajowe rynkowe obligacje skarbowe. Kapitalizacja oraz *free float* obejmują akcje i PDA spółek krajowych notowanych na Głównym Rynku GPW i na rynku NewConnect.

Źródło: obliczono na podstawie danych NBP, GPW i Ministerstwa Finansów.

4.4.4. Wyniki inwestycyjne funduszy inwestycyjnych i poziom podejmowanego ryzyka

W 2017 r., podobnie jak w poprzednim roku, wszystkie typy funduszy inwestycyjnych otwartych i specjalistycznych funduszy inwestycyjnych otwartych wypracowały dodatnie stopy zwrotu (tabela 4.4.6), zarówno w ujęciu nominalnym, jak i realnym. Wszystkie grupy funduszy poprawiły również swoje stopy zwrotu w porównaniu z 2016 r. Najlepsze wyniki osiągnęły fundusze akcji, co było związane z wzrostem cen na rynkach akcji, w tym na Głównym Rynku GPW (zmiana indeksu WIG w 2017 r. wyniosła 23,2%).

W zależności od prowadzonej polityki lokacyjnej fundusze inwestycyjne charakteryzowały się odmiennym poziomem podejmowanego ryzyka i związanym z tym potencjałem do osiągnięcia wysokich stóp zwrotu. W 2017 r. rozpiętość między wynikami poszczególnych typów funduszy inwestycyjnych wzrosła (wykres 4.4.7). Zmniejszyła się natomiast zmienność stóp zwrotu wszystkich analizowanych typów funduszy. Relacja stopy zwrotu do ryzyka poprawiła się dla funduszy akcji, mieszanych oraz pozostałych. W 2017 r. uzyskały one wyższe średnie miesięczne stopy zwrotu, jednocześnie ich zmienność była niższa niż w 2016 r. Fundusze akcji, które w analizowanym okresie charakteryzowały się najwyższym poziomem ryzyka, osiągnęły

najlepsze wyniki inwestycyjne. Stopy zwrotu funduszy papierów dłużnych, dla których obserwowano najmniejszą zmienność, były natomiast najniższe.

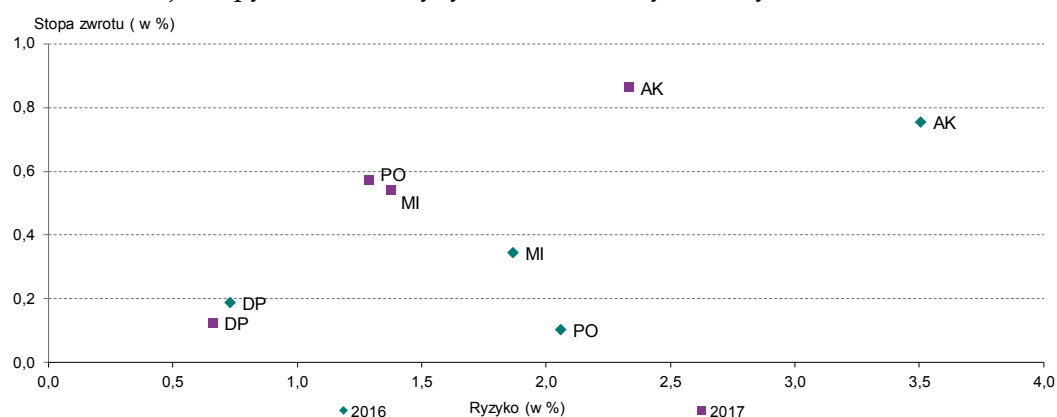
Tabela 4.4.6. Roczne stopy zwrotu funduszy otwartych w latach 2014–2017 (w %)

	2014	2015	2016	2017
Akcji	0,1	-3,4	9,5	11,1
Papierów dłużnych	5,2	1,0	2,1	2,4
Mieszane	2,6	-1,7	3,8	7,1
Pozostałe	0,6	-1,4	1,0	7,5

Uwagi: fundusze otwarte obejmują fundusze inwestycyjne otwarte i specjalistyczne fundusze inwestycyjne otwarte. Stopy zwrotu dotyczą inwestycji zakładających jednorazową wpłatę kapitału na początku okresu i nie uwzględniają opłat manipulacyjnych, które mogą być pobierane przy nabywaniu i umarzaniu tytułów uczestnictwa. W obliczeniach uwzględniono jedynie te fundusze, które funkcjonowały przez cały rok. Ze względu na dokonane korekty dane mogą się różnić od zaprezentowanych w poprzedniej edycji opracowania.

Źródło: obliczono na podstawie danych NBP.

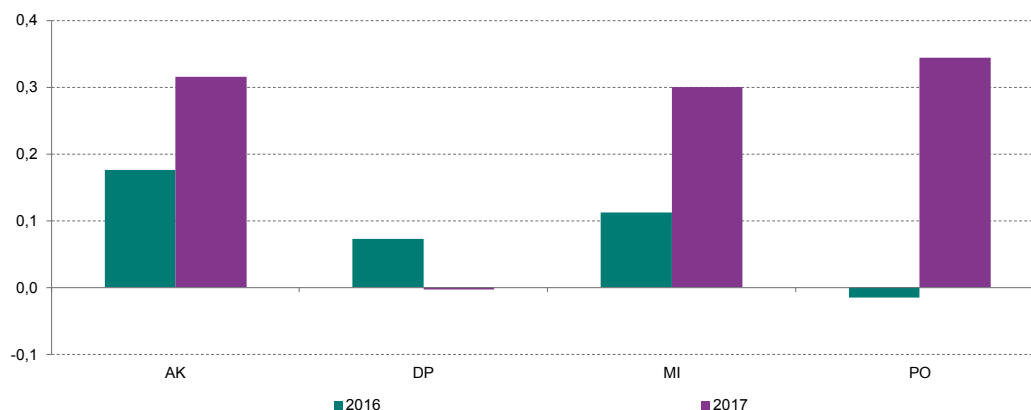
Wykres 4.4.7. Relacja stopy zwrotu do ryzyka dla funduszy otwartych w latach 2016–2017



Uwagi: fundusze otwarte obejmują fundusze inwestycyjne otwarte i specjalistyczne fundusze inwestycyjne otwarte. Skrótów oznaczają: AK – fundusze akcji, DP – fundusze papierów dłużnych, MI – fundusze mieszane, PO – fundusze pozostałe. Stopa zwrotu została wyrażona w ujęciu miesięcznym, natomiast ryzyko jako odchylenie standardowe stóp zwrotu.

Źródło: obliczono na podstawie danych NBP.

W 2017 r. indeks Sharpe'a, odzwierciedlający efektywność zarządzania portfelem inwestycyjnym poprawił się dla wszystkich analizowanych typów funduszy inwestycyjnych, z wyjątkiem funduszy papierów dłużnych (wykres 4.4.8). Co więcej, był to jedyny typ podmiotów, dla których analizowany wskaźnik był w 2017 r. ujemny. Przeciętne wyniki inwestycyjne tych funduszy były bowiem niższe od średniego oprocentowania złotych depozytów terminowych. Średnia stopa zwrotu skorygowana o poziom podejmowanego ryzyka była najwyższa w przypadku funduszy pozostałych.

Wykres 4.4.8. Indeks Sharpe'a dla wybranych typów funduszy otwartych w latach 2016–2017

Uwagi: fundusze otwarte obejmują fundusze inwestycyjne otwarte i specjalistyczne fundusze inwestycyjne otwarte. Skrótów oznaczają: AK – fundusze akcji, DP – fundusze papierów dłużnych, MI – fundusze mieszane, PO – fundusze pozostałe. Za stopę wolną od ryzyka przyjęto średnie oprocentowanie złotych depozytów terminowych w poszczególnych miesiącach.

Źródło: obliczono na podstawie danych NBP.

W 2017 r. wynik z operacji funduszy inwestycyjnych osiągnął wartość 18,1 mld zł²⁴⁶. Syntetyczny wskaźnik efektywności zarządzania, będący relacją wyniku z operacji funduszy do średniej wartości ich aktywów netto w ciągu roku wyniósł 6,1%. Najniższy wynik z operacji osiągnęły specjalistyczne fundusze inwestycyjne otwarte (3,1 mld zł). W relacji do średnich aktywów netto był on natomiast najniższy dla funduszy inwestycyjnych otwartych (5,9%). Najwyższy wynik z operacji, zarówno w ujęciu nominalnym, jak i w odniesieniu do średniej wartości aktywów obserwowano dla funduszy inwestycyjnych zamkniętych (odpowiednio 9,6 mld zł i 6,3%).

Głównym składnikiem przychodów z lokat wszystkich rodzajów funduszy inwestycyjnych były przychody odsetkowe. W 2017 r. w przypadku funduszy zamkniętych nastąpiła istotna zmiana w strukturze przychodów. Dominującą rolę straciły przychody z tytułu dywidend, mimo że instrumenty udziałowe wciąż były najważniejszą kategorią lokat tej grupy funduszy. Przychody odsetkowe stanowiły blisko połowę przychodów z lokat sektora, a dla funduszy otwartych – około 70%. Wśród kosztów funduszy dominowało wynagrodzenie TFI za zarządzanie. Jego udział w kosztach sektora wyniósł 55%. Koszty zarządzania miały największe znaczenie w przypadku funduszy inwestycyjnych otwartych, a najmniejsze – w przypadku funduszy inwestycyjnych zamkniętych (stanowiły odpowiednio blisko 80% i 40% poniesionych przez nie kosztów). Zarówno w przypadku zrealizowanych, jak i niezrealizowanych zysków funduszy inwestycyjnych największy udział miały natomiast te uzyskane na akcjach.

²⁴⁶ Wynik z operacji funduszu obejmuje przychody z lokat netto, zrealizowany zysk (stratę) ze zbycia lokat oraz niezrealizowany zysk (stratę) z wyceny lokat. W 2017 r. pozycje te wyniosły odpowiednio: 4,4 mld zł, 8,4 mld zł i 5,3 mld zł.

4.4.5. Krajowe fundusze inwestycyjne na tle europejskiego sektora funduszy inwestycyjnych

Środki zgromadzone w europejskich funduszach inwestycyjnych²⁴⁷ zwiększyły się z 10,2 bln euro na koniec 2016 r. do 11,3 bln euro na koniec 2017 r. (o 11,6%), a ich relacja do PKB – z 87,2% do 93,6%²⁴⁸. Wzrost dotyczył wszystkich typów funduszy inwestycyjnych. W największym stopniu zwiększyły się aktywa europejskich funduszy akcji, a w najmniejszym – funduszy papierów dłużnych. Największe znaczenie w europejskim sektorze funduszy inwestycyjnych miały podmioty luksemburskie (34,4% aktywów całego sektora na koniec 2017 r.). Polskie podmioty nadal stanowiły jego niewielką część – ich udział w sektorze wyniósł 0,6%.

Wzrost aktywów funduszy inwestycyjnych obserwowano w większości europejskich krajów (wykres 4.4.9). Środki zgromadzone w funduszach zmniejszyły się w przypadku podmiotów maltańskich i łotewskich – zarówno w ujęciu nominalnym, jak i w relacji do PKB. Relacja aktywów funduszy inwestycyjnych do PKB obniżyła się także w Rumunii. Największy wzrost aktywów odnotowały natomiast podmioty czeskie (27,2%), estońskie (25,6%), cypryjskie (24,8%) i belgijskie (20,6%). Również w Polsce środki zgromadzone w funduszach inwestycyjnych zwiększyły się w większym stopniu niż w całym europejskim sektorze. W relacji do PKB największy wzrost odnotowały za to fundusze luksemburskie i irlandzkie.

Poszczególne państwa Europy istotnie różniły się pod względem struktury krajowych sektorów funduszy inwestycyjnych (wykres 4.4.10). Polski sektor charakteryzował się jednym z największych udziałów podmiotów zaliczanych do grupy pozostałych, obok sektora litewskiego, portugalskiego i estońskiego. W sektorze europejskim największe znaczenie miały fundusze akcji oraz fundusze papierów dłużnych. Zgromadzone w nich środki stanowiły niemal po 30% aktywów całego sektora.

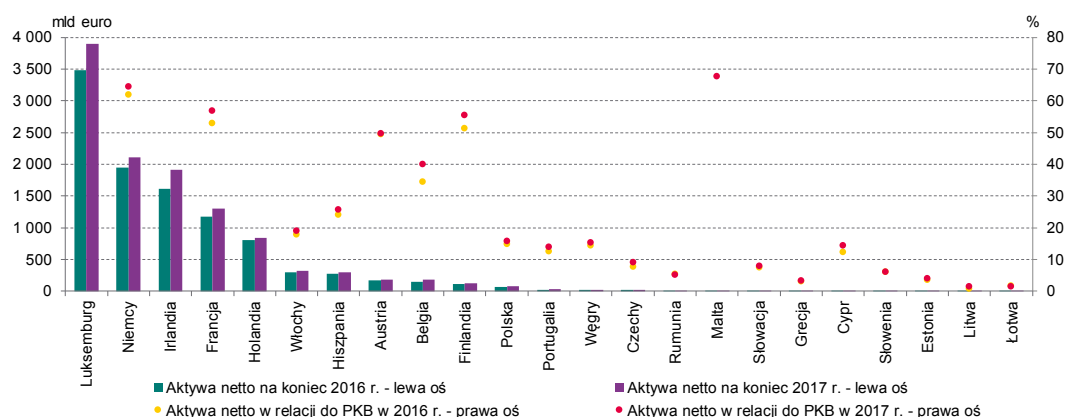
W odróżnieniu od europejskiego sektora funduszy inwestycyjnych, w Polsce fundusze zamknięte zgromadziły więcej środków niż otwarte. Podobna sytuacja miała miejsce jedynie w Estonii i na Litwie. Fundusze zamknięte stanowiły również istotną część sektora w Rumunii, Grecji, Portugalii i na Łotwie. Z kolei w krajach takich jak: Francja, Belgia, Słowenia i Słowacja fundusze zamknięte nie funkcjonowały w ogóle. W całym europejskim sektorze funduszy inwestycyjnych udział takich podmiotów na koniec 2017 r. wyniósł około 3%. W polskim sektorze funduszy inwestycyjnych pod względem zgromadzonych aktywów dominowały fundusze alternatywne, natomiast w europejskim – fundusze typu UCITS²⁴⁹. Alternatywne fundusze inwestycyjne przeważały również w sektorze funduszy inwestycyjnych w Austrii, Francji, Holandii, Portugalii, Niemczech oraz na Węgrzech i Malcie.

²⁴⁷ Europejski sektor funduszy inwestycyjnych obejmuje państwa strefy euro oraz Polskę, Czechy, Węgry i Rumunię.

²⁴⁸ Dla porównania aktywa netto funduszy inwestycyjnych krajów strefy euro były zbliżone do wartości jej PKB.

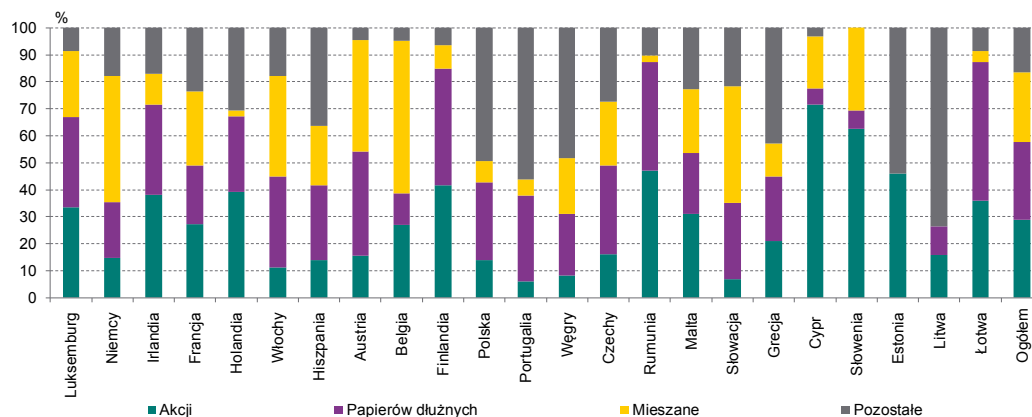
²⁴⁹ Na podstawie danych EFAMA.

Wykres 4.4.9. Aktywa netto europejskich funduszy inwestycyjnych oraz ich relacja do PKB na koniec 2016 r. i 2017 r.



Uwagi: dane nie uwzględniają funduszy rynku pieniężnego, które są zaliczane do sektora monetarnych instytucji finansowych. Relacja aktywów netto funduszy inwestycyjnych do PKB w Luksemburgu, Irlandii oraz Holandii wyniosła odpowiednio: 6 568,0%, 587,9% i 113,4% na koniec 2016 r. oraz 7 048,0%, 649,9% i 114,4% na koniec 2017 r. Źródło: EBC, Eurostat.

Wykres 4.4.10. Struktura europejskiego sektora funduszy inwestycyjnych na koniec 2017 r. (% aktywów netto)



Uwagi: dane nie uwzględniają funduszy rynku pieniężnego, które są zaliczane do sektora monetarnych instytucji finansowych. Źródło: EBC.

4.4.6. Towarzystwa funduszy inwestycyjnych

Na koniec 2017 r. funkcjonowały 62 towarzystwa funduszy inwestycyjnych. W ciągu roku trzy towarzystwa uzyskały zezwolenie KNF na prowadzenie działalności²⁵⁰. W przypadku jednego TFI zezwolenie na prowadzenie działalności wygasło²⁵¹, a jednemu zostało odebrane przez KNF²⁵². W 2017 r. nastąpiło ponadto połączenie dwóch towarzystw²⁵³.

Wszystkie funkcjonujące na rynku TFI zarządzały alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi, przy czym 29 z nich zarządzało jednocześnie funduszami UCITS. Niewiele ponad połowa towarzystw specjalizowała się w zarządzaniu określonymi rodzajami funduszy – 27 z nich zarządzało wyłącznie funduszami zamkniętymi (w tym sześć – tylko funduszami aktywów niepublicznych), a pięć – wyłącznie funduszami otwartymi.

Wśród funkcjonujących TFI 28 posiadało zezwolenie na zarządzanie portfelami, w skład których wchodzi jeden lub większa liczba instrumentów finansowych, w tym osiem również na doradztwo inwestycyjne. Nie wszystkie TFI, które posiadały zezwolenie na zarządzanie portfelami, faktycznie wykonywały taką działalność. W 2017 r. wartość tych portfeli nieznacznie wzrosła i na koniec grudnia wyniosła 62,4 mld zł, co stanowiło 16,4% sumy aktywów zarządzanych przez TFI (20,9% sumy aktywów zarządzanych przez towarzystwa posiadające zezwolenie na zarządzanie portfelami). Portfelami o największej wartości zarządzały podmioty należące do ubezpieczeniowych grup kapitałowych. Duża wartość portfeli w przypadku takich TFI była związana z przekazywaniem im aktywów w zarządzanie przez zakłady ubezpieczeń. W przypadku trzech towarzystw wartość portfeli przekraczała wartość aktywów zarządzanych funduszy inwestycyjnych.

W 2017 r. aktywa mniejszych TFI wzrosły bardziej niż środki zgromadzone w większych podmiotach. W związku z tym drugi rok z rzędu obniżył się udział w sektorze trzech oraz pięciu największych towarzystw pod względem wartości aktywów zarządzanych funduszy inwestycyjnych (tabela 4.4.7). Grupa największych na rynku podmiotów pozostawała niezmienną od kilku lat. Wśród największych TFI dwa oferowały przede wszystkim fundusze inwestycyjne zamknięte aktywów niepublicznych, a dwa – fundusze inwestycyjne otwarte;

²⁵⁰ Zezwolenie KNF na prowadzenie działalności uzyskały Baltic Captal TFI, PGE TFI oraz Raiffeisen TFI.

²⁵¹ Zezwolenie Harenda TFI wygasło, ponieważ przez okres 12 miesięcy towarzystwo to nie zarządzało żadnym funduszem inwestycyjnym.

²⁵² KNF odebrała zezwolenie na wykonywanie działalności Fincrea TFI ze względu na niewykonywanie bieżącego nadzoru nad podmiotem, któremu powierzyło ono zarządzanie portfelem inwestycyjnym czterech funduszy, a także rażące naruszenie przez te fundusze postanowień statutów w zakresie wykupu certyfikatów inwestycyjnych. Reprezentacja funduszy zarządzanych dotychczas przez TFI – również tych, w przypadku których nie stwierdzono nieprawidłowości – została przekazana ich depozytariuszom.

²⁵³ Połączenie dotyczyło Noble Funds TFI oraz Open Finance TFI. Towarzystwa te należały do tej samej grupy kapitałowej.

w przypadku trzech najważniejszymi uczestnikami zarządzanych funduszy były gospodarstwa domowe, a w przypadku pozostałych dwóch – zakłady ubezpieczeń albo przedsiębiorstwa.

Tabela 4.4.7. Wskaźniki koncentracji w sektorze TFI w latach 2014–2017

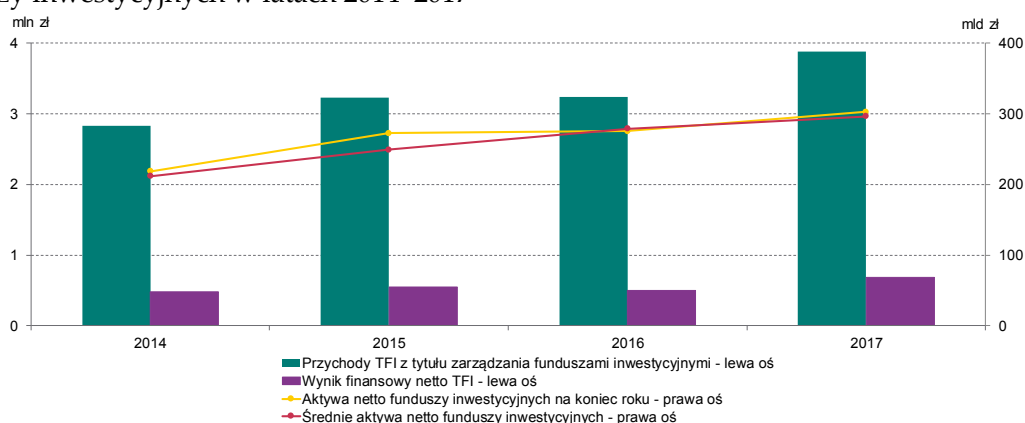
	2014	2015	2016	2017
CR3 (w %)	29,0	35,0	31,6	30,3
CR5 (w %)	43,6	46,4	44,6	41,7
HHI	0,0589	0,0687	0,0616	0,0572

Uwaga: ze względu na dokonane korekty, dane mogą się różnić od zaprezentowanych w poprzednich edycjach opracowania.

Źródło: obliczono na podstawie danych NBP.

W związku ze wzrostem aktywów funduszy inwestycyjnych, w 2017 r. istotnie poprawiła się sytuacja finansowa TFI (wykres 4.4.11). Wynagrodzenie za zarządzanie funduszami inwestycyjnymi wzrosło o około 21%, natomiast wyniki finansowe – o około 37%. W historii funkcjonowania sektora w Polsce obie te pozycje osiągnęły wyższy poziom jedynie w 2007 r. Wzrosła również relacja przychodów TFI z tytułu zarządzania funduszami do wartości ich aktywów (do 1,16%). Przychody z tytułu zarządzania portfelami, w skład których wchodził jeden lub większa liczba instrumentów finansowych zmniejszyły się, zarówno nominalnie jak i w odniesieniu do wartości tych portfeli – odpowiednio do 54,3 mld zł i 0,09%. W 2017 r. zysk odnotowało 48 towarzystw, a stratę – 14.

Wykres 4.4.11. Przychody z zarządzania funduszami, wyniki finansowe TFI i aktywa netto funduszy inwestycyjnych w latach 2014–2017



Źródło: UKNF, NBP.

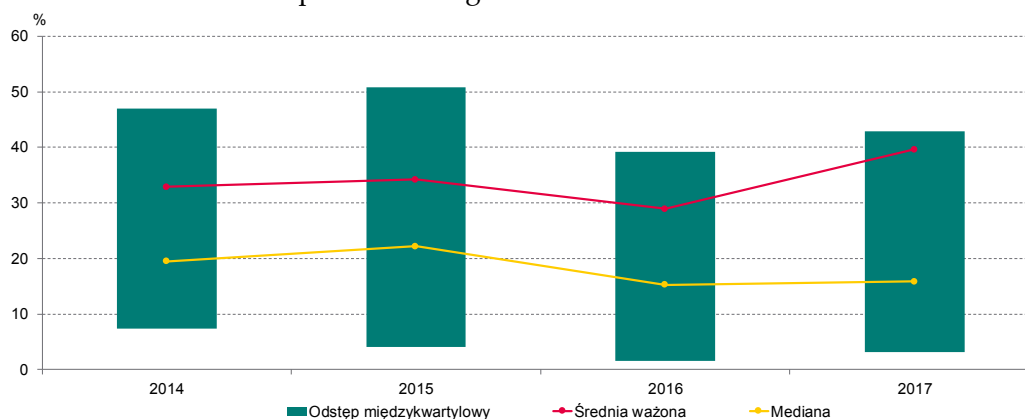
W 2017 r. wynagrodzenie TFI za zarządzanie funduszami inwestycyjnymi wyniosło 3,7 mld zł, przy czym blisko połowę tej kwoty stanowiło wynagrodzenie za zarządzanie funduszami

inwestycyjnymi otwartymi²⁵⁴. Podobnie jak w 2016 r., jego zdecydowaną większość stanowiło wynagrodzenie stałe, pobierane zwykle od wartości aktywów netto funduszy inwestycyjnych. W przypadku niektórych funduszy inwestycyjnych – poza stałym wynagrodzeniem za zarządzanie – TFI pobierały również wynagrodzenie zmienne, uzależnione od wyników inwestycyjnych. W 2017 r. było ono wyższe niż w 2016 r. i wyniosło ponad 0,5 mld zł. Wynagrodzenie zmienne nie miało dużego znaczenia w przypadku funduszy otwartych, stanowiło jednak istotną część wynagrodzenia za zarządzanie funduszami zamkniętymi.

W 2017 r. istotnie wzrosła zagregowana rentowność kapitału własnego towarzystw funduszy inwestycyjnych (wykres 4.4.12). Wskaźnik ROE dla sektora TFI pozostawał wyraźnie wyższy niż w przypadku innych instytucji finansowych: banków, zakładów ubezpieczeń i powszechnych towarzystw emerytalnych. Rentowność kapitału własnego poszczególnych towarzystw poprawiła się w przypadku zdecydowanej większości podmiotów.

Na koniec 2017 r. na Głównym Rynku GPW notowane były akcje dwóch towarzystw funduszy inwestycyjnych – Altus TFI i Quercus TFI. Na początku roku akcje do obrotu na rynku NewConnect wprowadziło Money Makers TFI. Na rynku tym notowane były akcje jeszcze jednego towarzystwa – GO TFI.

Wykres 4.4.12. Rentowność kapitału własnego TFI w latach 2014–2017



Uwaga: wskaźnik ROE obliczony jako relacja wyniku finansowego w danym roku do kapitału własnego na koniec tego roku.

Źródło: UKNF.

²⁵⁴ W 2017 r. trwały prace nad projektem ustawy dostosowującym krajowe przepisy prawa, w tym ustawę o funduszach inwestycyjnych i zarządzaniu alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi, do dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady nr 2014/65/UE z dnia 15 maja 2014 r. w sprawie rynków instrumentów finansowych oraz zmieniającej dyrektywę 2002/92/WE i dyrektywę 2011/61/UE (Dz. Urz. UE L173 z 2014 r., s. 349, z późn. zm.) – MIFID II. W projekcie tym znalazły się m.in. zapisy zmierzające do obniżenia opłat za zarządzanie funduszami otwartymi.

4.4.7. Podmioty obsługujące fundusze inwestycyjne

Towarzystwa funduszy inwestycyjnych mogły powierzyć wykonywanie swoich obowiązków innemu podmiotowi. TFI przekazywały zewnętrznym podmiotom czynności związane m.in. z wyceną aktywów, prowadzeniem ksiąg rachunkowych, jak również zarządzaniem portfelem inwestycyjnym funduszu lub jego częścią.

Towarzystwa miały możliwość powierzenia zarządzania portfelem inwestycyjnym funduszu lub jego częścią: firmie inwestycyjnej, innemu TFI, podmiotowi wyspecjalizowanemu w zakresie zarządzania lub gospodarowania nieruchomościami, a także podmiotowi wyspecjalizowanemu w zakresie zarządzania pulą wierzytelności lub sekurytyzowanymi wierzytelnościami. W przypadku funduszu aktywów niepublicznych zarządzanie można było ponadto przekazać – za zgodą KNF – innemu wyspecjalizowanemu podmiotowi, o ile podlegał on nadzorowi właściwego organu nadzoru nad rynkiem kapitałowym i posiadał zezwolenie na zarządzanie portfelami, w skład których wchodzi jeden lub większa liczba instrumentów finansowych. Na koniec 2017 r. ponad połowa towarzystw przekazała zarządzanie portfelem inwestycyjnym (lub jego częścią) przynajmniej jednego reprezentowanego przez siebie funduszu. Niektóre TFI przekazały zarządzanie wszystkimi funduszami. Zlecenie zarządzania dotyczyło około 10% sektora funduszy inwestycyjnych, zarówno pod względem liczby podmiotów, jak i ich aktywów netto. Zdecydowana większość funduszy, których portfelem zarządzały inne podmioty niż reprezentujące je TFI, była funduszami zamkniętymi, często sekurytyzacyjnymi lub inwestującymi na rynku nieruchomości. Funkcja ta powierzana była najczęściej firmom zajmującym się zarządzaniem sekurytyzacyjnymi wierzytelnościami, firmom inwestycyjnym oraz podmiotom świadczącym usługi w zakresie zarządzania nieruchomościami.

Towarzystwa funduszy inwestycyjnych miały obowiązek ustanowienia depozytariusza dla każdego funduszu inwestycyjnego. Umowa o wykonywanie funkcji depozytariusza mogła być zawarta z bankiem krajowym, oddziałem instytucji kredytowej z siedzibą w Polsce albo Krajowym Depozytem Papierów Wartościowych, a w przypadku funduszu inwestycyjnego zamkniętego – również z firmą inwestycyjną – o ile instytucje te spełniały określone warunki. Na koniec 2017 r. funkcję depozytariusza funduszy inwestycyjnych pełniło dziewięć banków i dwa domy maklerskie. Dwa spośród banków depozytariuszy wyraźnie dominowały pod względem liczby obsługiwanych funduszy inwestycyjnych.

Fundusze inwestycyjne mogły zbywać i odkupywać jednostki uczestnictwa bezpośrednio lub za pośrednictwem: TFI, spółki zarządzającej albo zarządzającego z UE, a także firmy inwestycyjnej, banku krajowego lub krajowego oddziału instytucji kredytowej. Ponadto jednostki uczestnictwa mogły być zbywane i odkupywane za pośrednictwem innych podmiotów krajowych pod warunkiem wydania przez KNF zezwolenia na wykonywanie przez nie takiej działalności. Na koniec 2017 r. takie zezwolenie posiadało 86 podmiotów. Dystrybucją jednostek uczestnictwa zajmowały się m.in. spółdzielcze kasy oszczędnościowo-kredytowe, zakłady ubezpieczeń oraz

agenci transferowi. Wśród podmiotów prowadzących taką działalność dominującą rolę odgrywały banki.

Fundusze inwestycyjne otwarte i specjalistyczne fundusze inwestycyjne otwarte były zobowiązane do prowadzenia rejestru swoich uczestników. W 2017 r. liczba funkcjonujących rejestrów – zarówno osób fizycznych, jak i prawnych – zwiększyła się. Obowiązek prowadzenia rejestru uczestników funduszy inwestycyjnych był zwykle wykonywany przez wyspecjalizowane podmioty zewnętrzne – agentów transferowych. Na koniec 2017 r. funkcjonowało dziewięć takich podmiotów. Poza prowadzeniem rejestru uczestników agenci transferowi świadczyli także inne usługi dla funduszy inwestycyjnych m.in. z zakresu prowadzenia ksiąg rachunkowych oraz obsługi posiadaczy tytułów uczestnictwa.

4.5. Alternatywne spółki inwestycyjne

Sektor alternatywnych spółek inwestycyjnych (ASI) obejmuje podmioty prowadzące działalność w formie prawnej innej niż fundusz inwestycyjny, których wyłącznym przedmiotem działalności jest zbieranie aktywów od wielu inwestorów oraz ich lokowanie w interesie tych inwestorów zgodnie z określoną polityką inwestycyjną. ASI są częścią sektora alternatywnych funduszy inwestycyjnych (AFI)²⁵⁵.

Wprowadzenie do krajowego porządku prawnego pojęcia alternatywnej spółki inwestycyjnej nastąpiło w 2016 r., wraz z wejściem w życie ustawy o zmianie ustawy o funduszach inwestycyjnych oraz niektórych innych ustaw²⁵⁶, która miała na celu m.in. implementację przepisów dyrektywy ZAFI²⁵⁷. Oznaczało to rozszerzenie zakresu podmiotów objętych przepisami wspomnianej ustawy o spółki pozostające dotychczas poza obszarem regulacji w Polsce oraz objęcie ich nadzorem i obowiązkową sprawozdawczością. Skutkiem nowych regulacji było ponadto zamknięcie katalogu form prawnych prowadzenia działalności instytucji wspólnego inwestowania, które mogą być zaklasyfikowane jako UCITS²⁵⁸ albo AFI.

W myśl nowych przepisów ASI może prowadzić działalność w formie spółki kapitałowej (w tym spółki europejskiej²⁵⁹), spółki komandytowej albo spółki komandytowo-akcyjnej, w których jedynym komplementariuszem jest spółka kapitałowa. Zarządzający ASI (ZASI) mogą działać wyłącznie w formie spółek kapitałowych²⁶⁰ i są zobowiązani do uzyskania wpisu do

²⁵⁵ W Polsce, oprócz alternatywnych spółek inwestycyjnych, za alternatywne fundusze inwestycyjne zostały uznane specjalistyczne fundusze inwestycyjne otwarte oraz fundusze inwestycyjne zamknięte.

²⁵⁶ Ustawa z dnia 31 marca 2016 r. o zmianie ustawy o funduszach inwestycyjnych oraz niektórych innych ustaw (Dz.U. z 2016 r., poz. 615).

²⁵⁷ Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2011/61/UE z dnia 8 czerwca 2011 r. w sprawie zarządzających alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi i zmiany dyrektyw 2003/41/WE i 2009/65/WE oraz rozporządzeń (WE) nr 1060/2009 i (UE) nr 1095/2010 (Dz. Urz. UE L174 z 2011 r., s. 1).

²⁵⁸ Przedsiębiorstwa zbiorowego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe w rozumieniu art. 1 Dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady 2009/65/WE z dnia 13 lipca 2009 r. w sprawie koordynacji przepisów ustawowych, wykonawczych i administracyjnych odnoszących się do przedsiębiorstw zbiorowego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe (UCITS) (Dz. Urz. UE L302 z 2009 r., s. 32).

²⁵⁹ Zasady tworzenia oraz prowadzenia działalności spółek europejskich reguluje Rozporządzenie Rady (WE) nr 2157/2001 z dnia 8 października 2001 r. w sprawie statutu spółki europejskiej (Dz. Urz. UE L294 z 2001 r., s. 1).

²⁶⁰ Zgodnie z art. 8b ust. 2 ustawy z dnia 27 maja 2004 r. o funduszach inwestycyjnych i zarządzaniu alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi (tekst jednolity Dz.U. z 2018 r., poz. 1355) zarządzającym ASI może być wyłącznie: (1) spółka kapitałowa będąca ASI – zarządzającego ASI określa się wówczas wewnętrznie zarządzającym ASI, (2) spółka kapitałowa będąca komplementariuszem ASI – zarządzającego ASI określa się wtedy jako zewnętrznie zarządzającego ASI. Przedmiotem działalności zarządzającego ASI może być wyłącznie zarządzanie ASI, w tym wprowadzanie ich do obrotu.

prowadzonego przez KNF rejestru zarządzających ASI albo do uzyskania odpowiedniego zezwolenia²⁶¹.

4 czerwca 2017 r. upłynął roczny okres przejściowy, w którym podmioty spełniające definicję ASI były zobowiązane do dostosowania prowadzonej działalności do przepisów wspomnianej ustawy²⁶². Według dostępnych informacji do 4 czerwca 2017 r. liczba spółek wnoszących do KNF o wpis do rejestru zarządzających ASI przekroczyła 100. Na koniec grudnia 2017 r. we wspomnianym rejestrze były wpisane cztery przedsiębiorstwa, które zarządzały siedmioma ASI. Żaden podmiot nie uzyskał zezwolenia KNF na prowadzenie działalności w charakterze zarządzającego ASI²⁶³. Ze względu na niezakończony w 2017 r. proces rozpatrywania wspomnianych wniosków należy spodziewać się, że w 2018 r. liczba zarejestrowanych ZASI (oraz liczba zarządzanych przez nie ASI) istotnie się zwiększy. Biorąc pod uwagę dopuszczalne formy prawne ASI, a także ustawowe określenie przedmiotu ich działalności wydaje się, że sektor ASI w Polsce będą tworzyły w głównej mierze podmioty związane ze środowiskiem *private equity*.

Nowe przepisy pozwoliły lepiej usystematyzować krajowy sektor *private equity* pod względem struktur oraz modeli biznesowych wykorzystywanych do prowadzenia działalności. Podmioty przeprowadzające na polskim rynku inwestycje *private equity* o największych pojedynczych wartościach to spółki o międzynarodowym zasięgu działania, które mają siedziby za granicą. Podmioty te gromadzą kapitał głównie od zagranicznych inwestorów i są zainteresowane przede wszystkim inwestycjami w spółki dojrzałe oraz transakcjami wykupów (w tym transakcjami wykorzystującymi dźwignię finansową). Drugą grupę stanowią podmioty, które zostały lub zostaną wpisane do prowadzonego przez KNF rejestru zarządzających ASI oraz podmioty, które uzyskają zezwolenie na prowadzenie działalności jako zarządzający ASI. Są to zazwyczaj spółki o charakterze lokalnym, niejednokrotnie nowo tworzone w celu pozyskania środków na inwestycje, np. z programów realizowanych przez Polski Fundusz Rozwoju, Narodowe Centrum Badań i Rozwoju²⁶⁴. W sektorze *private equity* działają ponadto podmioty, których nie można

²⁶¹ Uzyskanie zezwolenia nie jest wymagane, jeśli łączna wartość aktywów wchodzących w skład portfeli inwestycyjnych ASI, którymi zarządza lub zamierza zarządzać zarządzający ASI, nie przekracza wyrażonej w złotych równowartości 100 mln euro, a w przypadku gdy zarządzający ASI zarządza wyłącznie spółkami, które nie stosują dźwigni finansowej i w których prawa uczestnictwa mogą być odkupione po co najmniej 5 latach od momentu ich nabycia – równowartości kwoty 500 mln euro.

²⁶² Wyjątek stanowiły podmioty zarządzające spółkami, które w dniu wejścia w życie ustawy korzystały ze wsparcia finansowego z Krajowego Funduszu Kapitałowego. Mogą one prowadzić działalność na dotychczasowych zasadach, jednak nie dłużej niż do dnia wygaśnięcia albo rozwiązania umowy z KFK. Spółki, które do 4 czerwca 2017 r. złożyły wniosek o udzielenie zezwolenia na wykonywanie działalności przez zarządzającego ASI albo wniosek o wpis do rejestru zarządzających ASI, mogą prowadzić działalność na dotychczasowych zasadach do dnia wydania ostatecznej decyzji w sprawie złożonego wniosku.

²⁶³ Zgodnie z obowiązującymi przepisami tylko takie podmioty zarządzające mogą działać transgranicznie.

²⁶⁴ Stosowanie nowych przepisów w praktyce rynkowej wymagało wprowadzenia zmian w regulaminach niektórych konkursów organizowanych przez te instytucje. Przykładowo, aby umożliwić uczestniczenie w konkursie podmiotom niespełniającym w chwili składania wniosków o dofinansowanie wymogów

zaklasyfikować do żadnej ze wskazanych wyżej dwóch grup. Spółki te określają się jako fundusze *private equity* lub fundusze *venture capital*, natomiast ich działalność ogranicza się zazwyczaj do świadczenia usług doradczych na rzecz innych podmiotów. Działalność części takich podmiotów sprowadza się do wykonywania powierzonych im przez inny podmiot czynności w ramach umowy zarządzania portfelem inwestycyjnym. Takie spółki nie są objęte ani bezpośrednim nadzorem KNF, ani obowiązkową sprawozdawczością. Przepisy nie nakładają na nie w chwili obecnej żadnych wymogów kapitałowych²⁶⁵. Biorąc pod uwagę opisane wyżej modele działalności można podejrzewać, że w najbliższych latach w sektorze ASI będą dominowały podmioty prowadzące działalność na podstawie wpisu do rejestru KNF²⁶⁶.

Ze względu na wspomniane wcześniej zmiany przepisów prawnych, poczynając od niniejszej edycji tego raportu sektor *private equity* będzie analizowany w ramach rozdziału dotyczącego ASI. Istotnej zmianie ulegnie ponadto sposób ujęcia tego sektora. Będzie on przedstawiany przede wszystkim z perspektywy podmiotów krajowych, tj. reprezentowanych przez ZASI, które uzyskały wpis do rejestru KNF, w tym także podmiotów zarządzających spoza UE, jeśli ASI, którymi te podmioty zarządzają są spółkami komandytowymi albo komandytowo-akcyjnymi, którym Krajowy Fundusz Kapitałowy (KFK) udzielił wsparcia finansowego zgodnie z przepisami ustawy o KFK²⁶⁷ oraz ZASI, które uzyskują zezwolenie na prowadzenie działalności jako zarządzający ASI. Z uwagi na to, że zmiany zachodzące w ciągu jednego roku na rynku inwestycji *private equity* w Polsce mogą być niekiedy rezultatem pojedynczych transakcji podmiotów o międzynarodowym zasięgu działania, posiadających siedziby za granicą, informacje o inwestycjach takich podmiotów na krajowym rynku będą także przedstawiane w niniejszym opracowaniu.

W tej edycji raportu, ze względu na niezakończony proces rozpatrywania wniosków o wpis do rejestru KNF zarządzających ASI oraz wniosków o wydanie zezwolenia na prowadzenie działalności zarządzającego ASI dane liczbowe na temat sektora ASI w Polsce nie zostały zaprezentowane. Zgodnie z danymi Invest Europe (dawniej EVCA) wartość inwestycji przeprowadzonych w 2017 r. przez podmioty sektora *private equity* na krajowym rynku wyniosła około 10,6 mld zł, tj. ponaddwukrotnie więcej niż rok wcześniej (tabela 4.5.1.). Wzrost ten był

dotyczących zarządzania ASI, odpowiednie zmiany wprowadzono w zasadach programu Bridge Alfa realizowanego przez Narodowe Centrum Badań i Rozwoju. Do końca 2017 r. rekomendację na dofinansowanie otrzymały 44 projekty o łącznej wartości 1,44 mld zł. Szczegółowe informacje o tych projektach znajdują się na stronie internetowej NCBiR: http://www.ncbr.gov.pl/gfx/ncbir/userfiles/_public/fundusze_europejskie/inteligentny_rozwoj/1_1_3_1_2017/aktualizacja_listy_rankingowej_bridge_alfa_2017.pdf

²⁶⁵ Raport o stabilności systemu finansowego – czerwiec 2018 r., Warszawa 2018, NBP, s. 117-118.

²⁶⁶ W UE podmioty zarządzające alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi działające na podstawie zezwolenia stanowią ponad 80% całej populacji alternatywnych funduszy inwestycyjnych. Na podstawie: M. Ferrari, *AIFMD – a framework for risk monitoring*, [w:] *ESMA Report on Trends, Risks and Vulnerabilities*, No. 1, 2018, s. 40.

²⁶⁷ Ustawa z dnia 4 marca 2005 r. o Krajowym Funduszu Kapitałowym (tekst jednolity Dz.U. z 2016 r., poz. 901).

jednak w głównej mierze wynikiem dwóch dużych transakcji. Ich udział w wartości wszystkich inwestycji *private equity* przeprowadzonych w Polsce w analizowanym okresie wyniósł blisko 86%.

Tabela 4.5.1. Aktywność podmiotów sektora *private equity* w Polsce w latach 2014–2017 (w mln zł)

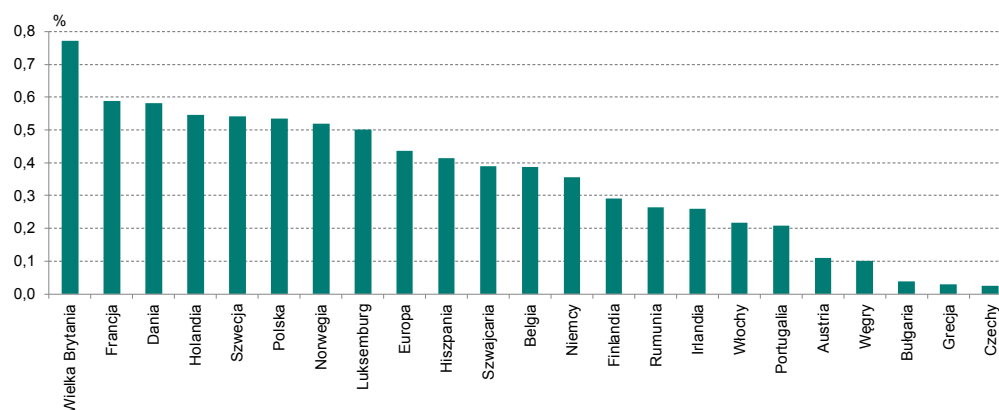
	2014	2015	2016	2017
Wartość inwestycji	1 079,1	3 345,3	3 306,1	10 585,5
Wartość pozyskanych środków	552,5	637,2	2 459,7	3 518,2
Liczba krajowych przedsiębiorstw, które otrzymały finansowanie	86	127	80	60
Wartość wyjść z inwestycji	2 301,2	3 276,5	1 586,2	2 512,8
Liczba krajowych przedsiębiorstw, w których zakończono inwestycje	37	51	29	32
Relacja wartości inwestycji do PKB (w %)	0,1	0,2	0,2	0,5

Uwaga: do wyliczeń zastosowano publikowane przez NBP średnioroczne (ważone) kursy EUR/PLN, które wyniosły: 4,1852 w 2014 r., 4,1839 w 2015 r., 4,3625 w 2016 r., 4,2576 w 2017 r. Wartość wyjść z inwestycji jest obliczona według ich wartości początkowej.

Źródło: obliczenia na podstawie danych Invest Europe.

W ich rezultacie relacja przeprowadzonych inwestycji *private equity* do PKB w Polsce zwiększyła się z 0,2% w 2016 r. do 0,5% w 2017 r. (wykres 4.5.1.), tj. do poziomu najwyższego z dotychczas odnotowanych. Wspomniane inwestycje dotyczyły dużych przedsiębiorstw o ugruntowanej pozycji rynkowej i zostały zrealizowane przez podmioty o międzynarodowej skali działalności.

Wykres 4.5.1. Inwestycje *private equity* w Polsce oraz w wybranych krajach europejskich w relacji do PKB w 2017 r.



Źródło: 2017 European *private equity* activity, Invest Europe, 2017.

W 2017 r. finansowanie od podmiotów sektora *private equity* otrzymało 60 krajowych przedsiębiorstw, głównie z branży dóbr konsumpcyjnych. Zaangażowanie w spółki znajdujące się na wczesnych etapach rozwoju (*venture capital*) stanowiło tylko 2% wszystkich transakcji pod względem wartości, natomiast pod względem liczby przedsiębiorstw, które otrzymały wsparcie finansowe – około 45%. W tej części sektora dominowały inwestycje w przedsiębiorstwa z branży informatycznej oraz biotechnologii. Zainteresowanie polskich start-upów finansowaniem *venture*

capital potwierdzają badania, według których wśród nowo powstałych przedsiębiorstw korzystających z zewnętrznych źródeł finansowania najpopularniejszą formą wsparcia jest *venture capital* oraz udostępniane za jej pośrednictwem środki publiczne pochodzące z funduszy europejskich²⁶⁸.

W 2017 r. istotnie wzrosła wartość zakończonych transakcji (o 58,4%), przy czym najczęściej (w 13 na 32 przedsiębiorstwa) dokonywano tego przez zbycie udziałów lub akcji spółek portfelowych inwestorom branżowym. W przypadku sześciu przedsiębiorstw wyjście z inwestycji nastąpiło przez sprzedaż ich akcji w drodze oferty publicznej na rynkach zorganizowanych przez GPW. W pozostałych przedsiębiorstwach zakończenie inwestycji miało formę odsprzedaży inwestorowi finansowemu, innemu funduszowi *private equity* lub przejęcia kontroli nad spółką przez dotychczasowych menedżerów.

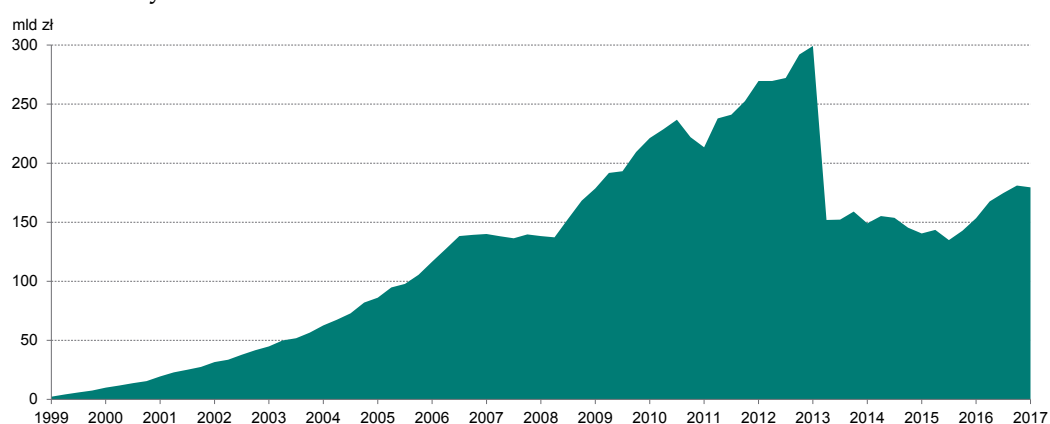
²⁶⁸ *Polskie Startupy. Raport 2017*. Fundacja Startup Poland, Warszawa 2017.

4.6. Otwarte fundusze emerytalne

4.6.1. Wielkość sektora

Na koniec 2017 r. wartość aktywów netto otwartych funduszy emerytalnych wyniosła 179,5 mld zł i była o 17% wyższa w porównaniu z końcem 2016 r. (wykres 4.6.1). Wzrost wartości aktywów OFE nastąpił zwłaszcza w pierwszym półroczu, natomiast w ostatnim kwartale tempo tego wzrostu było już ujemne.

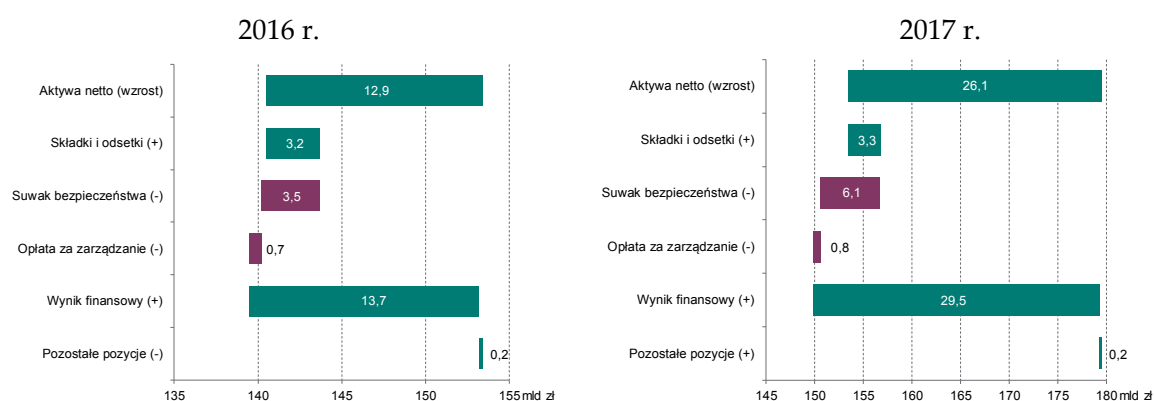
Wykres 4.6.1. Aktywa netto OFE w latach 1999–2017



Źródło: UKNF.

Przyrost wartości aktywów funduszy wynikał ze wzrostu wyceny składników portfela inwestycyjnego. Wynik finansowy funduszy w 2017 r. wyniósł 29,5 mld zł i był najwyższy od 2012 r. (wykres 4.6.2). Odmienne niż w dwóch poprzednich latach, w 2017 r. wszystkie fundusze odnotowały ujemne saldo przepływów z ZUS. Wysokość otrzymanych przez OFE składek nieznacznie wzrosła w porównaniu z 2016 r., natomiast wartość przelewów realizowanych w ramach suwaka bezpieczeństwa zwiększyła się w dużo większym stopniu. Wynikało to przede wszystkim z obniżenia powszechnego wieku emerytalnego, a także w mniejszym stopniu z rosnącą wartością aktywów OFE będących bazą do obliczeń wartości suwaka.

Na koniec 2017 r. funkcjonowało 11 otwartych funduszy emerytalnych – o jeden mniej niż przed rokiem. W analizowanym okresie KNF wydała zezwolenie na przejęcie zarządzania Nordea OFE przez Aegon PTE S.A. i przeniesienie jego aktywów do Aegon OFE. Właścicielami powszechnych towarzystw emerytalnych byli głównie inwestorzy krajowi, w tym podmioty będące członkami zagranicznych grup kapitałowych. Podobnie jak przed rokiem, na koniec 2017 r. pięć PTE należało wyłącznie do akcjonariuszy krajowych.

Wykres 4.6.2. Dekompozycja zmian wartości aktywów netto OFE w latach 2016–2017

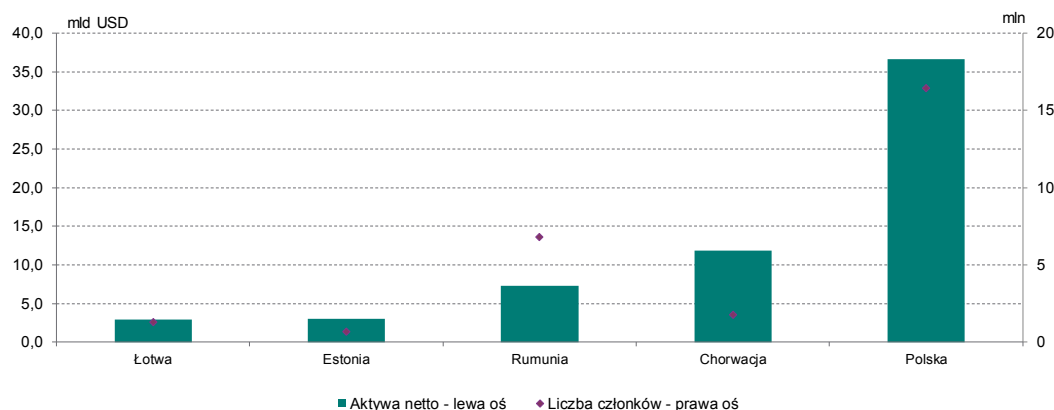
Źródło: UKNF.

W 2017 r. liczba członków otwartych funduszy emerytalnych obniżyła się, z około 16,4 mln osób do blisko 16,1 mln osób. Więcej członków OFE przeszło bowiem na emeryturę niż przystąpiło do funduszu. Ujemna dynamika liczby członków pogłębiła się w związku z obniżeniem powszechnego wieku emerytalnego. W 2017 r. OFE zawarły zaledwie 685 umów pierwszorazowych, trzykrotnie mniej niż w najgorszym dotychczas pod tym względem 2015 r. Przed wprowadzeniem dobrowolności członkostwa w OFE takich umów zawierano kilkaset tysięcy rocznie. Na koniec 2017 r. około 2,6 mln członków odprowadzało do OFE część swojej składki emerytalnej. Wśród funduszy występowała wyraźna rozbieżność pod względem udziału członków, którzy złożyli deklarację o przekazywaniu części składki emerytalnej do OFE.

Otwarte fundusze emerytalne stanowiły największy element kapitałowej części systemu emerytalnego. W innych państwach członkowskich Unii Europejskiej również funkcjonowały podmioty gromadzące oszczędności emerytalne zbliżone pod względem instytucjonalno-prawnym do krajowych otwartych funduszy emerytalnych. Jednak zarówno w zakresie zgromadzonych aktywów, jak i liczby członków podmioty te były znacznie mniejsze od OFE (wykres 4.6.3).

Koncentracja w sektorze OFE

W 2017 r. nastąpił wzrost poziomu koncentracji na rynku otwartych funduszy emerytalnych (tabela 4.6.1). Wpłynęło na to przede wszystkim wspomniane przeniesienie aktywów jednego z funduszy do innego podmiotu. Ponadto wciąż umacniała się pozycja lidera rynku, charakteryzującego się najwyższym udziałem członków, którzy zadeklarowali odprowadzanie części składki emerytalnej do OFE oraz stale dodatnim saldem transferów członków do tego funduszu.

Wykres 4.6.3. Sektor funduszy emerytalnych w wybranych krajach w 2016 r.

Uwaga: na wykresie uwzględniono wybrane kraje europejskie, w których funkcjonują fundusze emerytalne zaliczane do kategorii *first pillar bis*.

Źródło: FIAP.

Tabela 4.6.1. Wskaźniki koncentracji w sektorze OFE w latach 2014–2017

	2014	2015	2016	2017
CR3 (w %)	59,51	59,58	59,45	59,81
CR5 (w %)	73,82	74,03	73,92	76,37
HHI	0,1464	0,1467	0,1466	0,1518

Źródło: obliczono na podstawie danych UKNF.

W 2017 r. środki do innego OFE przeniosło 659 osób, czyli ponad trzykrotnie mniej niż w poprzednim roku. Przed 2013 r. fundusz zmieniał nawet kilkaset tysięcy osób rocznie, jednak po wprowadzeniu zakazu akwizycji na rzecz OFE zaobserwowano istotny spadek migracji między funduszami. Możliwość przenoszenia środków przez uczestników nie prowadziła zatem do wzrostu konkurencji w sektorze otwartych funduszy emerytalnych. Ze względu na uwarunkowania regulacyjne i strukturę krajowego rynku finansowego OFE prowadziły zbliżoną politykę inwestycyjną, jednak PTE miały możliwość konkurowania opłatami pobieranymi od członków funduszy. W 2017 r. jedynie dwa podmioty pobierały opłatę od składki na poziomie niższym niż maksymalny dopuszczalny²⁶⁹. Nie zaobserwowano jednak istotnego przepływu członków do OFE o niższych opłatach od składki, zatem koszty te nie były kluczowym czynnikiem brany pod uwagę przy podejmowaniu decyzji o zmianie funduszu.

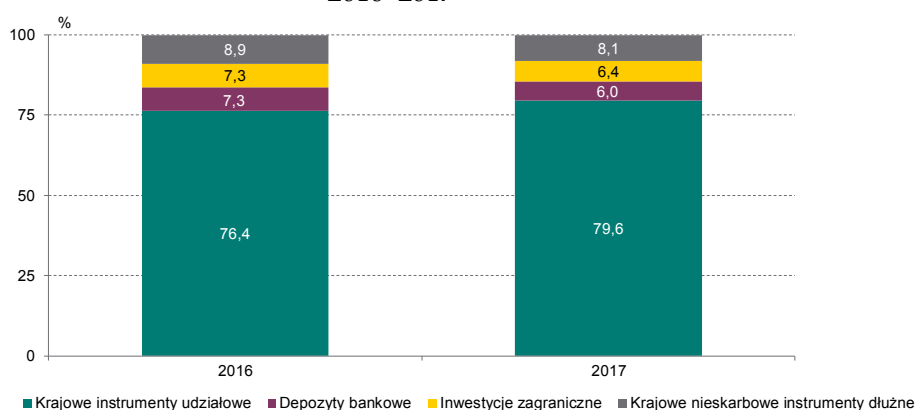
W 2017 r. zwiększyła się różnica w wartości zgromadzonych aktywów między najmniejszym a największym OFE. Na koniec roku aktywa netto największego funduszu wyniosły 44,6 mld zł, a najmniejszego – 2,7 mld zł. Największy fundusz zarządzał środkami ponad 3 mln osób (najmniejszy – 327 tys. osób).

²⁶⁹ Maksymalny dopuszczalny poziom opłaty od składki to 1,75%. Jeden z OFE pobiera 0,75%, a jeden 1,70%.

4.6.2. Struktura portfela inwestycyjnego otwartych funduszy emerytalnych

W 2017 r. nie odnotowano istotnych zmian w strukturze portfela inwestycyjnego otwartych funduszy emerytalnych (wykres 4.6.4). Dominowały w nim krajowe instrumenty udziałowe²⁷⁰. Jednocześnie występowały różnice między funduszami w udziale poszczególnych kategorii aktywów w lokatach.

Wykres 4.6.4. Struktura portfela inwestycyjnego otwartych funduszy emerytalnych w latach 2016–2017



Uwaga: pozycja „krajowe instrumenty udziałowe” zawiera krajowe akcje, prawa do akcji, prawa poboru, obligacje zamienne na akcje i certyfikaty inwestycyjne.

Źródło: UKNF.

Wartość portfela krajowych instrumentów udziałowych OFE w 2017 r. zwiększyła się o 25,6 mld zł, z 116,3 mld zł do 142 mld zł. Było to spowodowane wzrostem wycen akcji największych krajowych spółek notowanych na GPW. Saldo dokonanych przez OFE transakcji sprzedaży i zakupu krajowych instrumentów udziałowych było tymczasem ujemne i wyniosło - 12 mld zł. Fundusze działały zatem stabilizująco na krajowy rynek akcji. W 2017 r. we wszystkich OFE udział akcji krajowych²⁷¹ w portfelu inwestycyjnym wzrósł, a na koniec grudnia wahał się między poszczególnymi podmiotami od 74,3% do 82,7%.

Od 2013 r. spadał udział OFE w obrotach na Głównym Rynku GPW (tabela 4.6.2). Niewielka aktywność funduszy na tym rynku prawdopodobnie wynikała z bilansujących się przepływów pieniężnych z i do funduszy, co zmniejszało potrzebę dostosowywania portfela inwestycyjnego²⁷². Jednocześnie, podobnie jak w dwóch poprzednich latach, wzrósł udział funduszy emerytalnych w kapitalizacji giełdy. OFE pozostały więc jednym z najistotniejszych inwestorów na krajowym rynku akcji.

²⁷⁰ Kategoria ta zawiera również akcje spółek zagranicznych notowane na rynkach organizowanych przez GPW.

²⁷¹ Wraz z prawami do akcji, prawami poboru i obligacjami zamiennymi na akcje.

²⁷² W 2017 r. OFE otrzymały 3,3 mld zł składek oraz 3,7 mld zł dywidend i odsetek, co w pełni pokryło kwotę transferów z tytułu suwaka bezpieczeństwa (6,1 mld zł).

Tabela 4.6.2. Zaangażowanie otwartych funduszy emerytalnych na rynkach organizowanych przez GPW w latach 2014–2017 (w %)

	2014	2015	2016	2017
Udział we <i>free float</i> rynków organizowanych przez GPW	39,3	40,1	40,5	38,3
Udział w kapitalizacji rynków organizowanych przez GPW	18,7	19,1	19,4	19,8
Udział w obrotach na Głównym Rynku GPW	6,5	5,2	4,5	4,3

Uwagi: kapitalizacja oraz *free float* obejmują akcje i PDA spółek krajowych notowane na Głównym Rynku GPW i na rynku NewConnect.

Źródło: obliczono na podstawie danych UKNF i GPW.

Portfel akcyjny otwartych funduszy emerytalnych w dużej mierze odwzorowywał strukturę indeksu WIG. W 2017 r. wskaźnik *active share* dla całego sektora wyniósł 16,9%²⁷³. OFE nie zarządzały więc bardzo aktywnie i różniły się pod względem stopnia odwzorowania struktury krajowego rynku akcji.

W portfelu akcyjnym OFE dominowały spółki o największej kapitalizacji i płynności. Na koniec 2017 r. fundusze posiadały akcje wszystkich spółek wchodzących w skład indeksu WIG20, a ich udział w portfelu akcji krajowych wyniósł 60,2% wobec 57,5% na koniec poprzedniego roku. Jednocześnie było to mniej niż wynosi udział tych spółek w indeksie WIG (65,1%). Fundusze najczęściej nabywały akcje banków, a udział tych papierów wartościowych wzrósł do 34,3% na koniec 2017 r. Podobnie jak przed rokiem spółkami, w których akcjonariacie fundusze miały największe udziały, były: Elektrobudowa (78,6%), Grupa Kęty (72,5%) i Ferro (64,1%) należące do sektora przemysłowego. Łącznie OFE posiadały więcej niż 50% akcji w siedmiu spółkach.

Inwestycje zagraniczne otwartych funduszy emerytalnych na koniec 2017 r. wyniosły 11,4 mld zł. W niemal 99% były to akcje notowane na zagranicznych rynkach regulowanych, jedynie dwa fundusze zdecydowały się zainwestować w inne kategorie aktywów zagranicznych. Mimo niewielkiego wzrostu ich nominalnej wartości, udział lokat zagranicznych w portfelu inwestycyjnym obniżył się, głównie na skutek zwiększenia się wartości innych składników portfela. W poszczególnych OFE aktywa zagraniczne stanowiły od 3,6% do 9,3% portfela. W 2017 r. fundusze sprzedały o 0,6 mld zł więcej zagranicznych udziałowych papierów wartościowych niż kupiły. OFE inwestowały głównie w krajach Unii Europejskiej.

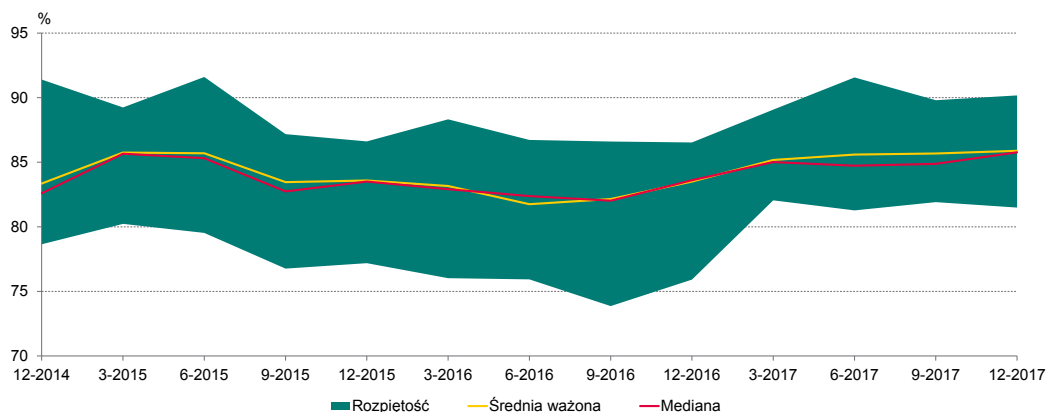
Na koniec 2017 r. udział akcji²⁷⁴, zarówno krajowych, jak i zagranicznych, w portfelach inwestycyjnych poszczególnych OFE zawierał się w przedziale 81,5–90,2% (wykres 4.6.5).

²⁷³ Wskaźnik *active share* jest połową sumy wartości bezwzględnych odchyżeń wagi papieru wartościowego w zarządzanym portfelu od wagi tego papieru w portfelu odniesienia. Wskaźnik ten informuje o tym, jaki odsetek portfela funduszu różni się od benchmarku. Wartość 0% oznacza, że skład portfela akcji funduszu idealnie pokrywa się z benchmarkiem, a wartość 100% – że nie ma żadnych wspólnych elementów. Za benchmark przyjęto portfel WIG na koniec 2017 r. Porównano z nim portfel akcji krajowych posiadanych przez poszczególne OFE.

²⁷⁴ Wraz z prawami do akcji, prawami poboru i obligacjami zamiennymi na akcje.

Zarówno średnia ważona, jak i mediana zaangażowania funduszy w akcje wzrosły o ponad 2 pkt proc.

Wykres 4.6.5. Udział akcji w portfelach OFE w latach 2014–2017



Źródło: obliczono na podstawie danych UKNF.

Ważnym składnikiem portfela niektórych otwartych funduszy emerytalnych były krajowe nieskarbowe papiery dłużne. Na koniec 2017 r. wartość tych instrumentów w posiadaniu OFE wyniosła 14,4 mld zł, o 0,8 mld zł więcej niż przed rokiem. Ich udział w poszczególnych funduszach wahał się od 1,9% do 11,6% portfela. OFE były szczególnie istotnymi inwestorami na rynku papierów dłużnych emitowanych przez banki, w tym listów zastawnych. Ponadto, otwarte fundusze emerytalne ulokowały 10,6 mld zł w depozytach bankowych, o 0,5 mld zł mniej niż w 2016 r. W poszczególnych funduszach udział tej kategorii lokat wyniósł od 0% do 12,2%²⁷⁵. Marginalne znaczenie miały depozyty w walutach obcych, które znajdowały się w portfelach trzech podmiotów. Ponadto sześć OFE posiadało certyfikaty inwestycyjne o łącznej wartości 26 mln zł.

4.6.3. Wyniki inwestycyjne OFE i poziom podejmowanego ryzyka

W 2017 r. otwarte fundusze emerytalne osiągnęły ponaddwukrotnie wyższy wynik finansowy niż w 2016 r. Ich średnia roczna ważona stopa zwrotu była najwyższa w historii (tabela 4.6.3). Było to związane ze wzrostem wycen na krajowym rynku akcji. Niezrealizowane zyski z wyceny inwestycji stanowiły bowiem ponad 80% wyniku finansowego OFE. Fundusze otrzymały również od spółek portfelowych dywidendy o wartości 3,1 mld zł (o 0,8 mld zł mniej niż w 2016 r.).

²⁷⁵ Fundusz, który nie wykazał żadnych depozytów bankowych w portfelu inwestycyjnym, wykazał największą w sektorze kwotę środków pieniężnych w aktywach, stanowiącą niemal połowę wszystkich środków pieniężnych posiadanych przez sektor.

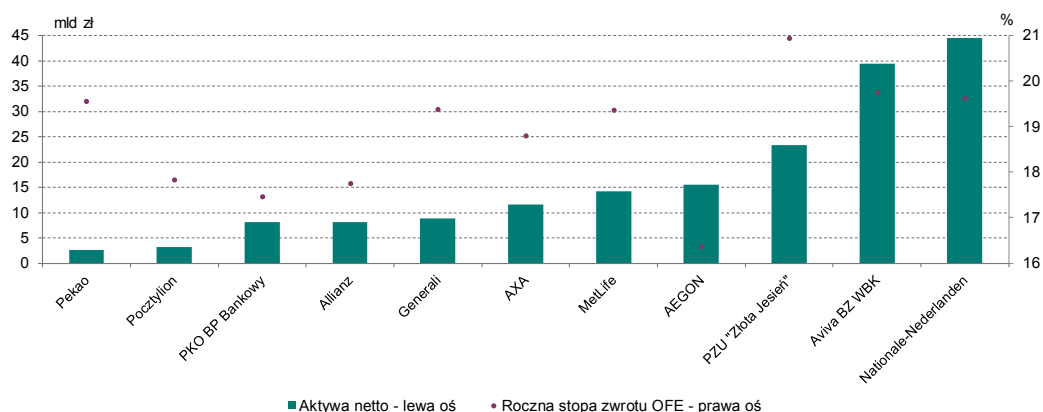
Tabela 4.6.3. Stopy zwrotu otwartych funduszy emerytalnych w latach 2014–2017 (w %)

	2014	2015	2016	2017
Średnia roczna ważona stopa zwrotu	0,5	-4,6	9,8	18,7
Najlepszy OFE w danym roku	2,3	-2,9	11,7	20,9
Najgorszy OFE w danym roku	-0,9	-7,2	8,4	16,4
Średnioroczna inflacja CPI	0,0	-0,9	-0,6	2,0

Uwaga: stopy zwrotu OFE zostały obliczone na podstawie wartości jednostki rozrachunkowej, bez uwzględnienia opłaty od składki. Stopy te odpowiadają jednorazowej inwestycji środków na początku roku, bez dokonywania cyklicznych wpłat.

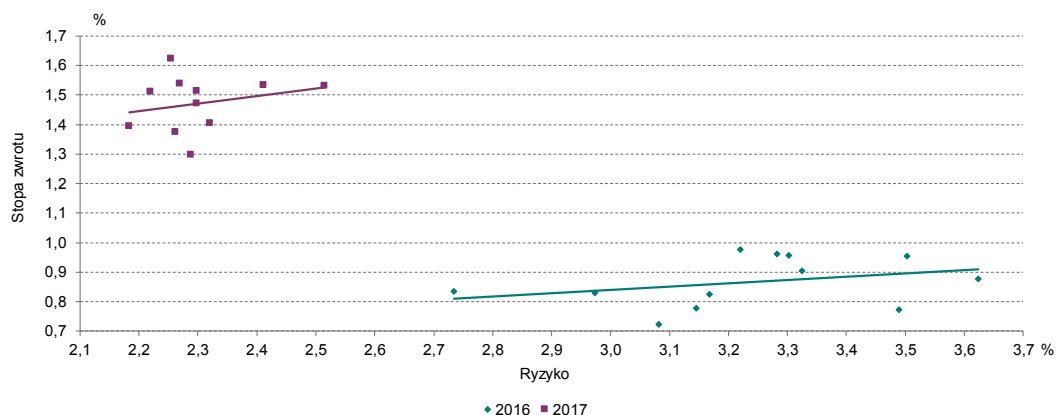
Źródło: UKNF, GUS.

W 2017 r. zwiększyła się rozpiętość stóp zwrotu między najgorszym oraz najlepszym funduszem i wyniosła 4,5 pkt proc. Większe podmioty uzyskały średnio wyższe stopy zwrotu niż mniejsze (wykres 4.6.6). Jednak wyniki osiągnięte przez najmniejszy i największy fundusz były bardzo zbliżone.

Wykres 4.6.6. Aktywa netto i stopy zwrotu otwartych funduszy emerytalnych w 2017 r.

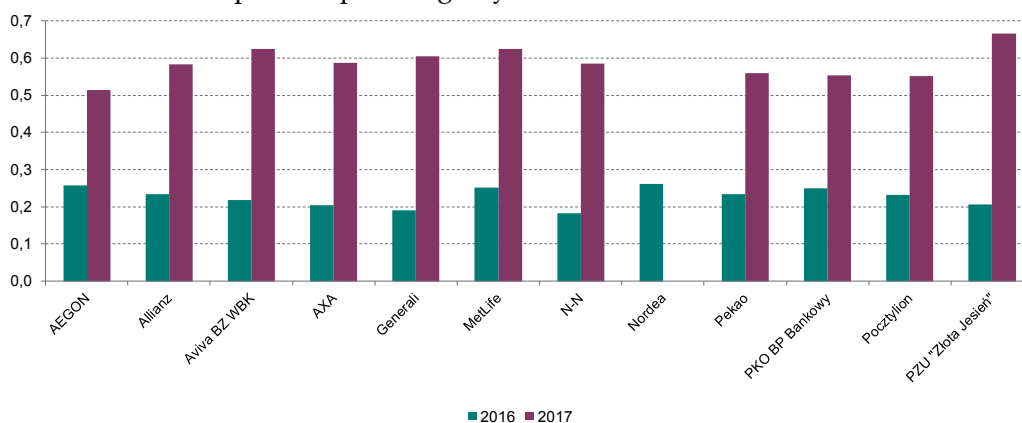
Źródło: UKNF.

W 2017 r. ryzyko ponoszone przez otwarte fundusze emerytalne, mierzone jako odchylenie standardowe miesięcznych stóp zwrotu, obniżyło się (wykres 4.6.7). Wynikało to z mniejszej zmienności indeksów giełdowych, choć ekspozycja OFE na akcje – instrumenty relatywnie bardziej ryzykowne – wzrosła. Niższa zmienność miesięcznych stóp zwrotu funduszy oraz wzrost osiąganych wyników inwestycyjnych skutkowały dwu- lub trzykrotnym wzrostem indeksu Sharpe'a dla poszczególnych funduszy (wykres 4.6.8).

Wykres 4.6.7. Stopy zwrotu i ryzyko inwestycyjne OFE w ujęciu miesięcznym w latach 2016–2017

Uwaga: stopa zwrotu dla poszczególnych podmiotów jest średnią miesięcznych stóp zwrotu osiągniętych w danym roku i została obliczona na podstawie wartości jednostek rozrachunkowych. Jako miarę ryzyka przyjęto odchylenie standardowe miesięcznych stóp zwrotu.

Źródło: obliczono na podstawie danych UKNF.

Wykres 4.6.8. Indeks Sharpe'a dla poszczególnych OFE w latach 2016–2017

Uwaga: za stopę wolną od ryzyka przyjęto średnie miesięczne oprocentowanie depozytów złotych z terminem pierwotnym do 2 lat dla sektora gospodarstw domowych.

Źródło: obliczono na podstawie danych UKNF.

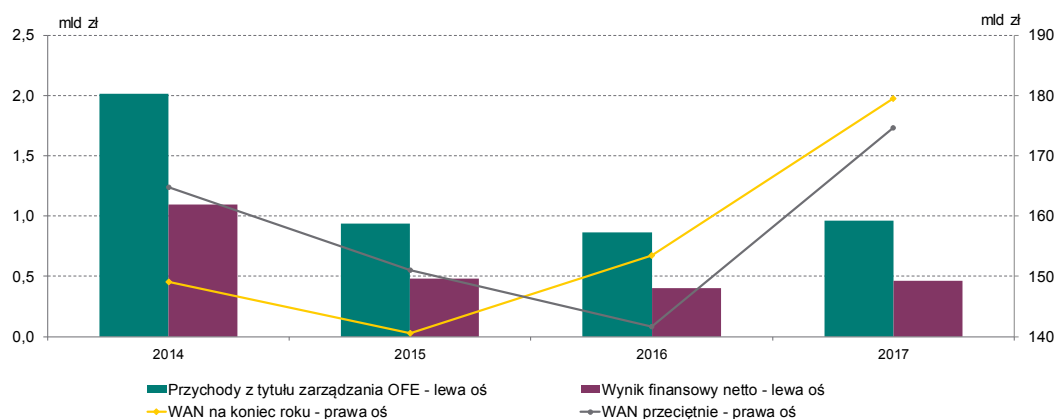
4.6.4. Wyniki finansowe powszechnych towarzystw emerytalnych

W 2017 r. powszechne towarzystwa emerytalne osiągnęły lepsze wyniki finansowe niż w 2016 r. (wykres 4.6.9). Przychody ogółem PTE zwiększyły się o 12,9% do 1 056 mln zł – głównie na skutek wzrostu przychodów z zarządzania OFE, będących najważniejszym źródłem przychodów towarzystw²⁷⁶. Wynikało to z wyższej średniej wartości aktywów netto OFE, z których pobierane

²⁷⁶ W 2017 r. 94,1% przychodów PTE wynikało z zarządzania OFE. 4,8% przychodów stanowiły przychody finansowe, 0,6% – przychody wynikające z zarządzania dobrowolnymi funduszami emerytalnymi, a 0,5% – pozostałe przychody operacyjne.

było wynagrodzenie za zarządzanie funduszami. Wynik finansowy towarzystw był wyższy niż ten osiągnięty w 2013 r., tj. przed przekazaniem ponad połowy aktywów OFE do ZUS. Zwiększenie się wyniku finansowego PTE o ponad 20,0% przy wzroście wartości kapitału własnego o 1,9%, przełożyło się na poprawę rentowności kapitału towarzystw (wykres 4.6.10).

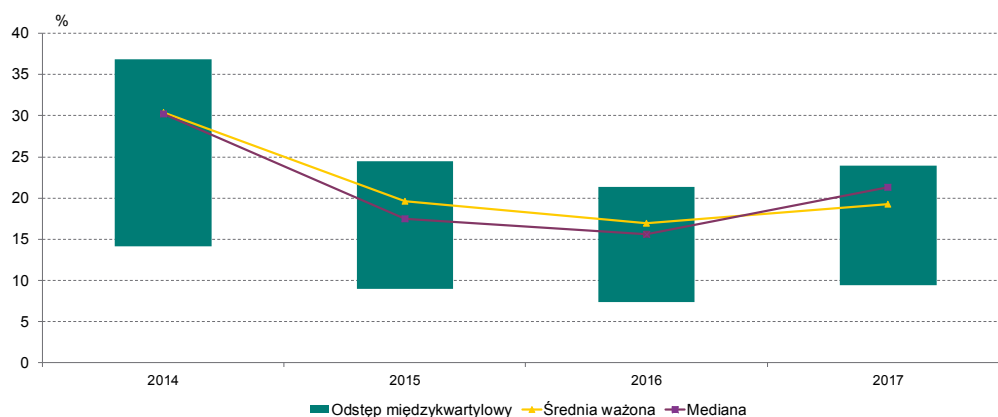
Wykres 4.6.9. Przychody z tytułu zarządzania i wyniki finansowe PTE oraz aktywa netto OFE w latach 2014–2017



Źródło: obliczono na podstawie danych UKNF.

W 2017 r. PTE pobrały około 0,8 mld zł z aktywów otwartych funduszy emerytalnych z tytułu wynagrodzenia za zarządzanie. Stanowiło to 2,7% przychodów z lokat osiągniętych w tym czasie przez fundusze (wykres 4.6.11)²⁷⁷.

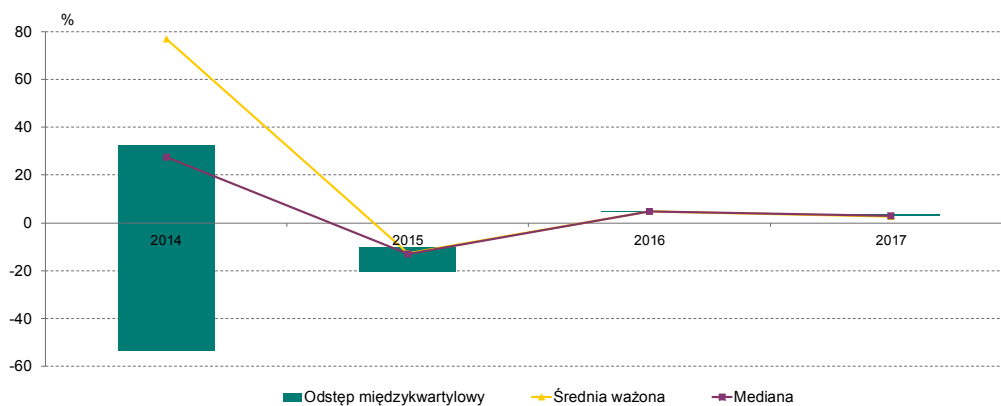
Wykres 4.6.10. Rentowność kapitału własnego PTE w latach 2014–2017



Uwaga: wskaźnik ROE obliczony jako relacja wyniku finansowego w danym roku do kapitału własnego na koniec tego roku.

Źródło: obliczono na podstawie danych UKNF.

²⁷⁷ Do przychodów z lokat OFE zaliczono przychody operacyjne funduszy oraz wynik z tytułu zrealizowanego i niezrealizowanego zysku bądź straty.

Wykres 4.6.11. Relacja kosztów zarządzania OFE do osiągniętych przez nie przychodów z lokat w latach 2014–2017

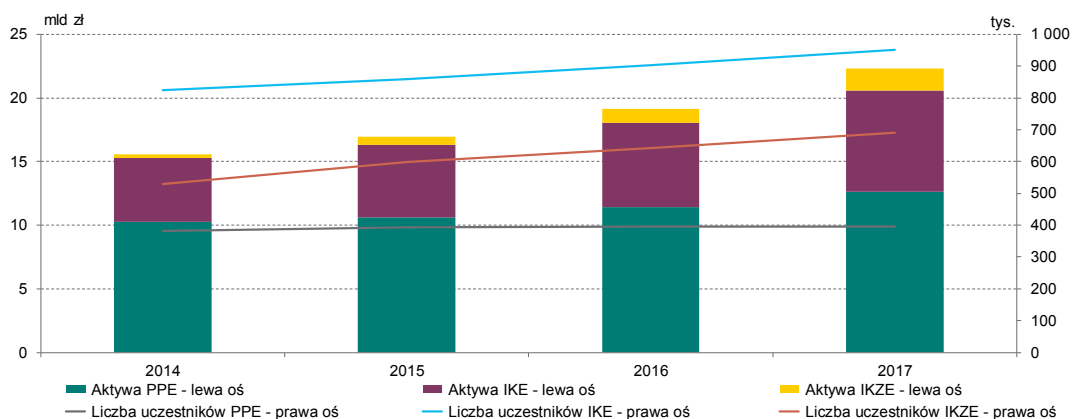
Uwaga: do przychodów z lokat OFE zaliczono przychody operacyjne funduszy oraz wynik z tytułu zrealizowanego i niezrealizowanego zysku bądź straty.

Źródło: obliczono na podstawie danych UKNF.

4.7. Dobrowolne oszczędności emerytalne

Odkładanie dodatkowych środków na zabezpieczenie dochodów po zakończeniu aktywności zawodowej może być realizowane w formie pracowniczego programu emerytalnego (PPE) oraz samodzielnego oszczędzania na indywidualnym koncie emerytalnym (IKE) lub indywidualnym koncie zabezpieczenia emerytalnego (IKZE). Według stanu na koniec grudnia 2017 r. wartość środków zgromadzonych w sektorze dobrowolnych oszczędności emerytalnych wyniosła 22,3 mld zł i była o 16,6% większa niż rok wcześniej (wykres 4.7.1). W relacji do aktywów finansowych gospodarstw domowych oraz wartości aktywów netto OFE stanowiło to, odpowiednio, około 1,8% oraz 12,4%. Liczba rachunków, na których były gromadzone te oszczędności²⁷⁸ wzrosła o 5%, a odsetek uczestników PPE, IKE lub IKZE w populacji osób pracujących w Polsce wyniósł około 12%.

Wykres 4.7.1. Liczba uczestników i środki zgromadzone w PPE, IKE i IKZE w latach 2014–2017



Źródło: UKNF.

Dominującą formą dodatkowego oszczędzania na cele emerytalne były w Polsce pracownicze programy emerytalne. Wynikało to zarówno z najdłuższego czasu funkcjonowania tego rozwiązania, jak również z jego specyfiki polegającej na regularności wpłat. Od kilku lat obserwowany jest jednak systematyczny spadek udziału środków PPE w wartości dobrowolnych oszczędności emerytalnych (na koniec 2017 r. wyniósł 56,7%) oraz wzrost udziału obu indywidualnych form oszczędzania (35,7% dla IKE oraz 7,6% dla IKZE w analizowanym okresie).

Pod względem kategorii instytucji finansowych oferujących dobrowolne produkty emerytalne²⁷⁹ najwięcej środków powierzono funduszom inwestycyjnym (tabela 4.7.1). Stanowiły one 7% aktywów netto funduszy inwestycyjnych otwartych i specjalistycznych funduszy inwestycyjnych

²⁷⁸ Jedna osoba może posiadać jednocześnie IKE, IKZE oraz być uczestnikiem PPE. Ponadto można być uczestnikiem więcej niż jednego PPE.

²⁷⁹ Dobrowolne produkty emerytalne mogą być oferowane przez towarzystwa funduszy inwestycyjnych zarządzające funduszami inwestycyjnymi otwartymi lub specjalistycznymi funduszami inwestycyjnymi otwartymi.

otwartych. Drugą pod względem wartości zgromadzonych dobrowolnych oszczędności emerytalnych kategorią podmiotów były ubezpieczeniowe fundusze kapitałowe (11,6% aktywów UFK ogółem). Ponadto uczestnicy pracowniczych programów w formie pracowniczego funduszu emerytalnego zgromadzili 1,9 mld zł (8,4% dobrowolnych oszczędności emerytalnych ogółem). W bankach, podmiotach prowadzących działalność maklerską i dobrowolnych funduszach emerytalnych (w formie IKE lub IKZE) wartość tych oszczędności wyniosła 3,4 mld zł.

Tabela 4.7.1. Dobrowolne oszczędności emerytalne w poszczególnych rodzajach instytucji finansowych na koniec 2017 r. (w mln zł)

	Pracownicze fundusze emerytalne	Zakłady ubezpieczeń	Fundusze inwestycyjne	Banki	Podmioty prowadzące działalność maklerską	Dobrowolne fundusze emerytalne	Razem
Pracownicze programy emerytalne	1 868,6	3 343,7	7 431,2	-	-	-	12 643,5
Indywidualne konta emerytalne	-	2 591,9	2 447,0	1 581,2	1 285,1	56,1	7 961,3
Indywidualne konta zabezpieczenia emerytalnego	-	545,4	719,6	106,7	93,8	240,7	1 706,2
Razem	1 868,6	6 481,0	10 597,8	1 687,9	1 378,9	296,8	22 311,0

Źródło: UKNF.

Jedynymi instytucjami, których działalność bazowała w pełni na środkach pochodzących z dobrowolnych oszczędności emerytalnych, były pracownicze fundusze emerytalne (PFE) i dobrowolne fundusze emerytalne (DFE), przy czym w przypadku PFE były to środki uczestników pracowniczych programów emerytalnych, a w DFE środki posiadaczy IKE i IKZE²⁸⁰. W 2017 r. DFE ponownie odnotowały najwyższą dynamikę wartości zgromadzonych oszczędności emerytalnych ze wszystkich instytucji, przekraczającą 60%, co było spowodowane głównie niską bazą odniesienia.

Wartość składek, która wpłynęła w 2017 r. do wszystkich form gromadzenia dobrowolnych oszczędności emerytalnych, wyniosła 3,1 mld zł, tj. o 12% więcej niż rok wcześniej²⁸¹. Spośród wszystkich podmiotów sektora dobrowolnych oszczędności emerytalnych jedynie pracownicze fundusze emerytalne odnotowały nieznaczne zmniejszenie napływu środków. W pozostałych instytucjach nastąpił wzrost wartości wpłat. Tempo tego wzrostu było najniższe w zakładach

²⁸⁰ Na koniec 2017 r. funkcjonowało osiem dobrowolnych funduszy emerytalnych zarządzanych przez powszechne towarzystwa emerytalne. Cztery największe DFE gromadziły łącznie 84% aktywów netto sektora, a dwa najmniejsze posiadały aktywa netto nieprzekraczające 1,5 mln zł.

²⁸¹ Dla porównania, do otwartych funduszy emerytalnych wpłynęło w tym samym czasie 3,3 mld zł składek.

ubezpieczeń (4,8%), a najwyższe w dobrowolnych funduszach emerytalnych (30,9%). Za aktywne uznać należy łącznie około 821,6 tys. rachunków w PPE, IKE i IKZE, w porównaniu z około 2,6 mln w OFE²⁸².

W analizowanym okresie największą kwotę wpłat do dobrowolnych form oszczędzania na cele emerytalne odnotowały fundusze inwestycyjne (tabela 4.7.2). W relacji do napływu środków do wszystkich funduszy inwestycyjnych otwartych i specjalistycznych funduszy inwestycyjnych otwartych stanowiło to 11,1%. Składki na IKE, IKZE i PPE w formie ubezpieczenia na życie z ubezpieczeniowym funduszem kapitałowym wyniosły natomiast 8,1% składki przypisanej brutto w grupie ubezpieczeń na życie, gdzie ryzyko ponosi ubezpieczający.

Tabela 4.7.2. Wpłaty dobrowolnych oszczędności emerytalnych do poszczególnych rodzajów instytucji finansowych w 2017 r. (w mln zł)

	Pracownicze fundusze emerytalne	Zakłady ubezpieczeń	Fundusze inwestycyjne	Banki	Podmioty prowadzące działalność maklerską	Dobrowolne fundusze emerytalne	Razem
Pracownicze programy emerytalne	121,8	337,0	806,6	-	-	-	1 265,4
Indywidualne konta emerytalne	-	392,3	380,4	252,5	169,5	10,8	1 205,4
Indywidualne konta zabezpieczenia emerytalnego	-	157,6	297,4	40,2	32,1	80,8	608,1
Razem	121,8	886,9	1 484,4	292,7	201,6	91,6	3 078,9

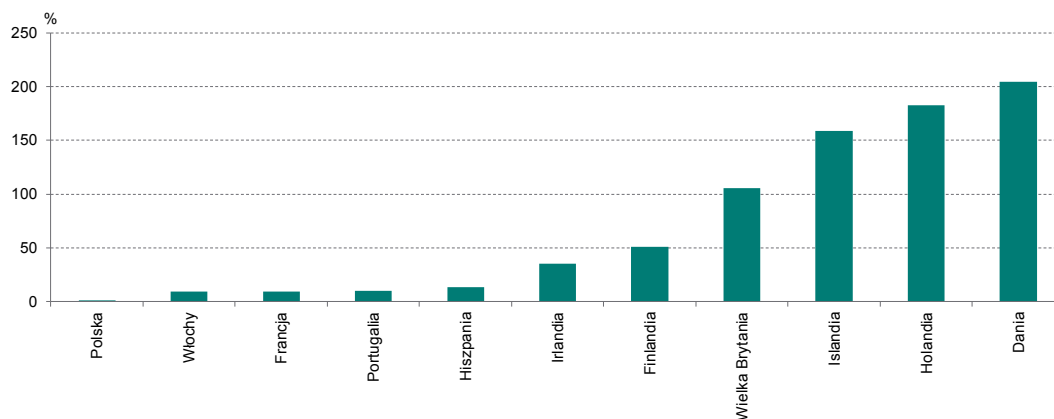
Źródło: UKNF.

Relacja krajowych dobrowolnych oszczędności emerytalnych do PKB pozostała na poziomie około 1%, tj. istotnie niższym w porównaniu z wieloma krajami rozwiniętymi (w niektórych krajach oszczędności te miały wartość większą niż roczne PKB, wykres 4.7.2). Wśród przyczyn niskiej relacji dobrowolnych oszczędności emerytalnych do PKB można wymienić m.in. czynniki prawne (krótki okres funkcjonowania wspomnianych form gromadzenia oszczędności w porównaniu z krajami rozwiniętymi) oraz kulturowe (niska skłonność do oszczędzania). Ponadto, w niektórych krajach składki do pracowniczych funduszy emerytalnych były często stosowanym pozapłacowym elementem wynagrodzenia lub nawet quasi-obowiązkowym elementem stosunku

²⁸² Za aktywne konta IKE i IKZE uznano te, na które dokonano wpłaty w 2017 r.

pracy. Jednocześnie systemy emerytalne funkcjonujące na świecie istotnie się różniły, a ich zasady funkcjonowania nie podlegały harmonizacji na poziomie Unii Europejskiej²⁸³.

Wykres 4.7.2. Oszczędności emerytalne w wybranych krajach UE w relacji do PKB w 2017 r.



Uwaga: dla Polski dane obejmują środki zgromadzone w ramach PPE, IKE i IKZE. Dla Portugalii, Finlandii, Wielkiej Brytanii i Holandii dane uwzględniają kategorię *pension funds*, a dla pozostałych krajów kategorię *all retirement vehicles* prezentowaną w danych OECD. Na wykresie uwzględniono wybrane kraje europejskie, w których nie istnieją programy gromadzenia oszczędności emerytalnych zaliczane do kategorii *first pillar bis*.

Źródło: UKNF, OECD.

4.7.1. Pracownicze programy emerytalne (PPE)

Na koniec 2017 r. funkcjonowały 1 053 pracownicze programy emerytalne, tj. o 17 więcej niż rok wcześniej. Po raz pierwszy od 5 lat liczba nowo zarejestrowanych programów przewyższyła liczbę programów wykreślonych. PPE oferowało 1 149 pracodawców (o 43 podmioty więcej niż w 2016 r.²⁸⁴). Liczba uczestników PPE nie uległa w analizowanym okresie istotnej zmianie (395,8 tys. na koniec 2017 r.). Około 78,3% spośród nich można uznać za uczestników czynnych²⁸⁵. Udział osób objętych pracowniczymi programami emerytalnymi w populacji osób pracujących był

²⁸³ Pewnej harmonizacji na poziomie europejskim podlegają jedynie pracownicze programy emerytalne (*institutions for occupational retirement provision – IORP*). Są one regulowane Dyrektywą Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2016/2341 z dnia 14 grudnia 2016 r. w sprawie działalności instytucji pracowniczych programów emerytalnych oraz nadzoru nad takimi instytucjami (Dz. Urz. UE L354 z 2016 r., s. 37). W Polsce regulacji tej podlegają jedynie pracownicze fundusze emerytalne.

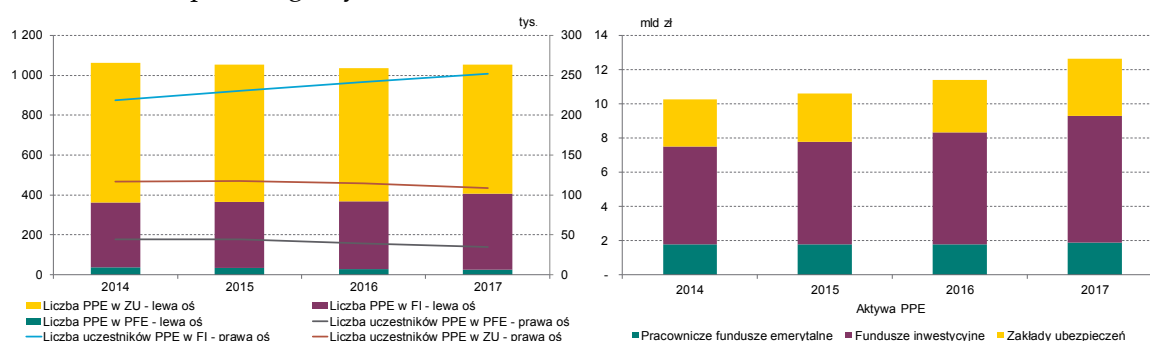
²⁸⁴ Mniejsza liczba działających programów niż prowadzących je pracodawców wynika z możliwości prowadzenia PPE w formie programu międzyzakładowego, w którym mogło uczestniczyć wielu pracodawców.

²⁸⁵ Uczestnik czynny to taki, dla którego w ostatnim kwartale pracodawca odprowadził składki podstawowe do programu.

nadal niewielki i wynosił 2,4%²⁸⁶. Aktywa zgromadzone w programach wzrosły o około 11% i na koniec 2017 r. wyniosły 12,6 mld zł.

Nadal najwięcej PPE (645) było prowadzonych w formie umowy grupowego ubezpieczenia na życie z ubezpieczeniowym funduszem kapitałowym, jednak w ostatnich dwóch latach na takie rozwiązanie decydowano się coraz rzadziej (wykres 4.7.3). W postaci umowy o wnoszenie składek do funduszu inwestycyjnego prowadzono 382 PPE. To rozwiązanie, podobnie jak w poprzednich latach, miało największy udział w nowo tworzonych programach i w przekształceniach już istniejących. Tylko 26 PPE prowadzono w formie pracowniczego funduszu emerytalnego²⁸⁷.

Wykres 4.7.3. Wartość aktywów zgromadzonych w PPE oraz liczba prowadzonych programów i uczestników w poszczególnych formach w latach 2014–2017



Źródło: UKNF.

Pod względem aktywów i liczby uczestników największy udział w sektorze miały programy zarządzane przez TFI. Zgromadzono w nich 58,8% aktywów PPE (w 2016 r. 57,5%), a odsetek uczestników, którzy odprowadzili składki, wyniósł 63,7% (61,1% rok wcześniej). PPE w formie pracowniczego funduszu emerytalnego charakteryzowały się największą średnią wartością zgromadzonych aktywów na jednego uczestnika (53,4 tys. zł), a także największą średnią wielkością pojedynczego programu (71,7 mln zł). Wartość aktywów pojedynczego PPE zarządzanego przez TFI była nadal istotnie większa (niemal czterokrotnie) od wartości aktywów programu zarządzanego przez zakład ubezpieczeń. Wynikało to prawdopodobnie z wyższej średniej liczby uczestników w programach w formie umowy o wnoszenie składek do funduszu inwestycyjnego (660 uczestników) w porównaniu z programami w formie umowy grupowego ubezpieczenia na życie (169 uczestników).

²⁸⁶ Według danych GUS populacja osób pracujących na koniec 2017 r. liczyła 16,4 mln. *Aktywność ekonomiczna ludności Polski, IV kwartał 2017 r.*, Warszawa 2018, GUS, s. 11.

²⁸⁷ Liczba PPE w formie pracowniczych funduszy emerytalnych spadła o 3. Było to związane z likwidacją PPE Unilever oraz zmianą formy programów prowadzonych przez podmioty z tej grupy kapitałowej.

Spośród 48 utworzonych w 2017 r. programów, 38 miało formę umowy o wnoszenie składek do funduszu inwestycyjnego, 5 umowy grupowego ubezpieczenia na życie z ubezpieczeniowym funduszem kapitałowym i 5 funduszu emerytalnego. Z rejestru PPE wykreślono natomiast 31 programów, z czego najwięcej z powodu zawarcia przez pracodawcę porozumienia w sprawie rozwiązania umowy zakładowej²⁸⁸.

Wartość składek, które wpłynęły w 2017 r. do PPE wyniosła 1,3 mld zł, tj. o 56 mln zł więcej niż w 2016 r. Dominującą część tej kwoty (96,8%) stanowiły składki podstawowe wpłacane przez pracodawców. Blisko 65% składek wpłacono do programów w formie umowy o wnoszenie składek do funduszu inwestycyjnego.

W 2017 r. środki z rachunków prowadzonych w ramach pracowniczych programów emerytalnych wypłaciło 15,8 tys. osób, tj. o 4 tys. więcej niż rok wcześniej²⁸⁹. Kwota tych wypłat wyniosła 499,7 mln zł i była o 15,7% wyższa w porównaniu z 2016 r. Obserwowany od 2011 r. sukcesywny wzrost wartości wypłat z PPE był związany z nabywaniem uprawnień emerytalnych lub ukończeniem 60. roku życia przez coraz liczniejszą grupę uczestników, którzy zgromadzili znaczne aktywa. W 2017 r. uczestnicy PPE dokonali wypłat transferowych do innych programów o wartości 102,8 mln zł, tj. ponaddwukrotnie więcej niż rok wcześniej. Wypłaty transferowe dotyczyły 3,4 tys. osób. Ponadto 8 tys. uczestników PPE zdecydowało o przetransferowaniu środków z PPE na IKE. Wartość przeniesionych w ten sposób aktywów wyniosła 225,6 mln zł, tj. o ponad 50% więcej niż w 2016 r.

W 2017 r. pracowniczymi programami emerytalnymi zarządzało 8 zakładów ubezpieczeń na życie, 18 towarzystw funduszy inwestycyjnych²⁹⁰ i 2 pracownicze towarzystwa emerytalne²⁹¹. W przypadku pracowniczych towarzystw emerytalnych jeden z podmiotów miał 73-procentowy udział w liczbie zarządzanych PPE. Spośród TFI zarządzających środkami zgromadzonymi w PPE, udział ten wyniósł około 56%.

4.7.2. Indywidualne konta emerytalne i indywidualne konta zabezpieczenia emerytalnego

Indywidualne konta emerytalne (IKE) i indywidualne konta zabezpieczenia emerytalnego (IKZE) umożliwiają dobrowolne, dodatkowe gromadzenie oszczędności na cele emerytalne, przy czym ich kluczowym elementem mającym na celu zachęcenie do odkładania środków na emeryturę są

²⁸⁸ *Pracownicze Programy Emerytalne w 2017 r.*, Warszawa 2017, UKNF, s. 26.

²⁸⁹ Wypłata może nastąpić na wniosek uczestnika po osiągnięciu przez niego 60. roku życia lub 55. roku życia w przypadku nabycia prawa do emerytury albo na wniosek osoby uprawnionej w przypadku śmierci uczestnika. Wypłata następuje automatycznie po osiągnięciu przez uczestnika 70. roku życia, chyba że uczestnik nadal jest zatrudniony u pracodawcy prowadzącego program.

²⁹⁰ Liczba TFI zarządzających PPE zwiększyła się o 2 podmioty.

²⁹¹ Zlikwidowano PFE Unilever Polska S.A. Zob. przypis 287.

uzyskiwane korzyści podatkowe. Różnice między tymi dwoma formami gromadzenia oszczędności sprowadzają się do zastosowania innych rozwiązań podatkowych oraz limitu wpłat. W przypadku IKE środki wpłacane są z dochodu opodatkowanego, a wypłata nie jest opodatkowana. Środki wpłacane na IKZE można natomiast odliczyć od podstawy opodatkowania podatkiem dochodowym za dany rok, a ich wypłata podlega ryczałtowemu opodatkowaniu o preferencyjnej stawce. Indywidualne formy gromadzenia oszczędności emerytalnych nie podlegają harmonizacji na poziomie Unii Europejskiej²⁹².

Indywidualne konta emerytalne

W 2017 r. wartość środków zgromadzonych na indywidualnych kontach emerytalnych wzrosła o 19,6%, osiągając na koniec okresu 8 mld zł. Wartość tych oszczędności zwiększyła się w każdej z pięciu kategorii instytucji finansowych prowadzących IKE, przy czym najwyższą dynamikę wartości aktywów odnotowały dobrowolne fundusze emerytalne, a najniższą zakłady ubezpieczeń.

Wpłaty posiadaczy IKE ponownie wzrosły i przekroczyły 1,2 mld zł. Istotnym źródłem napływu środków do IKE były również wypłaty transferowe z pracowniczych programów emerytalnych, których wartość wyniosła ponad 225 mln zł. W 2017 r. – podobnie jak w poprzednich latach – zwiększyła się liczba i wartość wypłat dokonywanych przez posiadaczy IKE²⁹³ ze względu na wzrost liczby uczestników nabywających uprawnienia emerytalne lub osiagających 60. rok życia. Więcej niż wypłat dokonano jednak zwrotów z IKE, zarówno liczbowo jak i kwotowo. Saldo napływu środków w ujęciu netto wyniosło około 1 mld zł²⁹⁴.

Liczba osób posiadających indywidualne konto emerytalne wzrosła o 5,4% i na koniec analizowanego okresu wyniosła 951,6 osób (tabela 4.7.3). Był to największy przyrost posiadaczy IKE od 2007 r. Spośród instytucji oferujących IKE większość (prawie 60%) kont było prowadzonych przez zakłady ubezpieczeń. Jednocześnie jedynie w tych podmiotach w 2017 r. odnotowano nieznaczny spadek liczby tych kont (wykres 4.7.4). Udział funduszy inwestycyjnych w liczbie rachunków IKE wyniósł 29%, a 64% IKE otwartych w 2017 r. powstało w tych właśnie instytucjach. Banki prowadziły 7,6% kont, a podmioty prowadzące działalność maklerską 3,2%. Najmniejszy udział w sektorze (0,5%) miały dobrowolne fundusze emerytalne. Wynikało to z najkrótszego czasu funkcjonowania DFE na rynku IKE. Zanotowały one jednak najwyższe tempo wzrostu liczby kont, przekraczające 37%. W ostatnich latach udział zakładów ubezpieczeń

²⁹² W 2017 r. opublikowano projekt rozporządzenia Komisji Europejskiej w sprawie ogólnoeuropejskiego indywidualnego produktu emerytalnego, które miałyby upowszechnić indywidualne formy gromadzenia oszczędności emerytalnych. Więcej na ten temat w Rozdziale 2 opracowania.

²⁹³ Wypłata taka może nastąpić na wniosek uczestnika po osiągnięciu przez niego 60. roku życia lub 55. roku życia w przypadku nabycia prawa do emerytury (pod warunkiem dokonania wpłat na IKE co najmniej w 5 dowolnych latach kalendarzowych albo dokonania ponad połowy wartości wpłat nie później niż na 5 lat przed dniem złożenia wniosku o wypłatę) albo na wniosek osoby uprawnionej w przypadku śmierci uczestnika.

²⁹⁴ Saldo to obejmuje wpłaty na IKE, wypłaty transferowe z i do PPE, zwroty oraz wypłaty.

w liczbie prowadzonych IKE malał, zaś pozostałych instytucji, w szczególności funduszy inwestycyjnych, zwiększał się.

Tabela 4.7.3. Podstawowe dane o IKE w podziale na poszczególne podmioty prowadzące konta na koniec 2017 r.

	Zakłady ubezpieczeń	Fundusze inwestycyjne	Banki	Podmioty prowadzące działalność maklerską	Dobrowolne fundusze emerytalne	Ogółem
Liczba IKE	568 518	275 796	71 922	30 418	4 922	951 576
Liczba IKE otwartych w 2017 r.	17 394	61 917	12 381	3 811	1 230	96 733
Wskaźnik kont aktywnych (%)	23,1	38,7	77,1	42,2	52,8	33,0
Wartość zgromadzonych środków (tys. zł)	2 591 891	2 446 957	1 581 246	1 285 103	56 132	7 961 329
Wartość wpłat w 2017 r. (tys. zł)	392 269	380 394	252 490	169 540	10 751	1 205 444
Średnia wpłata w 2017 r. (tys. zł)	3,0	3,6	4,6	9,6	4,1	3,8
Średni stan konta (tys. zł)	4,6	8,9	22,0	42,2	11,4	8,4
Wypłaty z IKE w 2017 r. (tys. zł)	84 034	49 836	28 161	18 549	590	181 170

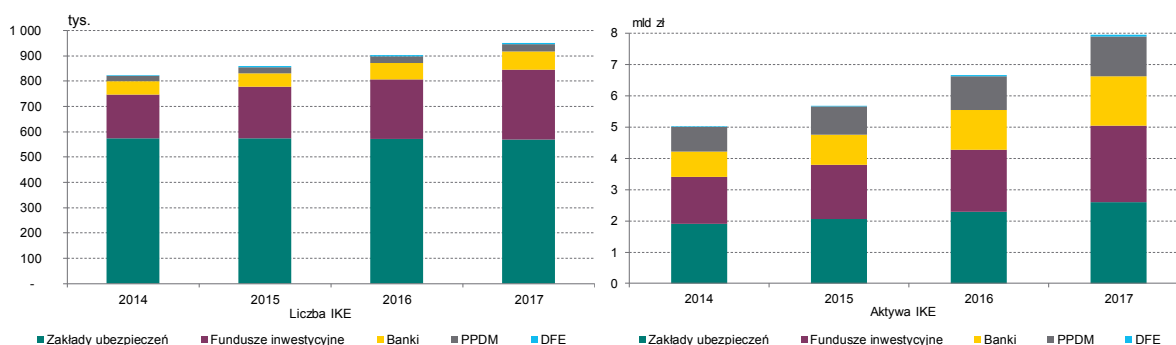
Źródło: UKNF.

W 2017 r. wpłaty na IKE dotyczyły mniej niż jednej trzeciej kont, a wskaźnik aktywnych rachunków utrzymywał się na zbliżonym poziomie od 2012 r.

W 2017 r. liczba instytucji finansowych prowadzących indywidualne konta emerytalne wzrosła o 6 i na koniec roku wyniosła 56. Wśród nich było 17 TFI (o 1 więcej) oferujących konta emerytalne w ramach zarządzanych funduszy inwestycyjnych otwartych i specjalistycznych funduszy inwestycyjnych otwartych, 14 zakładów ubezpieczeń na życie (o 2 więcej niż w 2016 r.)²⁹⁵, 8 banków komercyjnych (o 1 mniej), 3 niezrzeszone banki spółdzielcze (o 2 więcej) i banki spółdzielcze zrzeszone w 2 bankach zrzeszających, 7 podmiotów prowadzących działalność maklerską (o 1 więcej) oraz 5 powszechnych towarzystw emerytalnych zarządzających dobrowolnymi funduszami emerytalnymi (o 1 więcej).

²⁹⁵ Rynek indywidualnych kont emerytalnych prowadzonych przez zakłady ubezpieczeń charakteryzował się wysoką koncentracją. Trzy podmioty z największym udziałem w rynku zgromadziły łącznie ponad 90% środków należących do ponad 96% posiadaczy IKE w formie ubezpieczenia na życie.

Wykres 4.7.4. Liczba IKE oraz zgromadzone na nich aktywa według podmiotów prowadzących konta w latach 2014–2017



Uwaga: PPDM – podmiot prowadzący działalność maklerską, DFE – dobrowolny fundusz emerytalny.

Źródło: UKNF.

Posiadacze IKE wpłacali różne kwoty, zależnie od instytucji prowadzącej ich konta. Najwyższą wartością wpłat odznaczały się IKE w podmiotach prowadzących działalność maklerską. Właściciele kont tego typu wykorzystali dostępny limit wpłat średnio w trzech czwartych²⁹⁶. Mogło to wynikać z ich potencjalnie lepszej sytuacji finansowej oraz zaangażowania w gromadzenie długoterminowych oszczędności. Posiadacze IKE w zakładach ubezpieczeń wykorzystali z kolei średnio mniej niż jedną czwartą dostępnego limitu wpłat.

Istotne różnicowanie odnotowano także pod względem wartości środków zgromadzonych przez pojedynczego oszczędzającego na IKE. Średni stan konta w formie rachunku maklerskiego był na koniec 2017 r. ponad 9-krotnie wyższy niż w przypadku rachunków prowadzonych przez zakłady ubezpieczeń. Wynikało to z niskich średnich wpłat na IKE prowadzone przez zakłady oraz z wyższych kosztów związanych z gromadzeniem środków w ubezpieczeniowych funduszach kapitałowych.

Indywidualne konta zabezpieczenia emerytalnego

W 2017 r. wartość środków zgromadzonych na indywidualnych kontach zabezpieczenia emerytalnego zwiększyła się o 58,3%, osiągając na koniec roku 1,7 mld zł. Na utrzymującą się wysoką dynamikę wzrostu wartości aktywów wpływ miała przede wszystkim ich relatywnie niska wartość na koniec poprzedniego roku (1,1 mld zł) w porównaniu z saldem wpłat i wypłat dokonanych w 2017 r. (około 571 mln zł)²⁹⁷. Wiązało się to z krótkim okresem gromadzenia

²⁹⁶ Zgodnie z art. 13 ust. 1 ustawy z dnia 20 kwietnia 2004 r. o indywidualnych kontach emerytalnych i indywidualnych kontach zabezpieczenia emerytalnego (tekst jednolity Dz.U. z 2016 r., poz. 1776), wpłaty dokonywane na IKE w roku kalendarzowym nie mogą przekroczyć kwoty odpowiadającej trzykrotności przeciętnego prognozowanego wynagrodzenia miesięcznego w gospodarce narodowej na dany rok, określonego w ustawie budżetowej lub ustawie o prowizorium budżetowym lub w ich projektach, jeżeli odpowiednie ustawy nie zostały uchwalone. Zgodnie z obwieszczeniem Ministra Rodziny, Pracy i Polityki Społecznej z dnia 17 listopada 2016 r. w sprawie wysokości kwoty wpłat na indywidualne konto emerytalne w roku 2017 (M.P. z 2016 r., poz. 1159) maksymalna wysokość kwoty wpłat na IKE w 2017 r. wyniosła 12 789 zł.

²⁹⁷ Saldo to obejmuje wpłaty na IKZE, wypłaty i zwroty.

oszczędności w formie IKZE – od 2012 r. Najwyższy przyrost wartości środków zgromadzonych na IKZE odnotowały fundusze inwestycyjne.

Liczba osób posiadających indywidualne konto zabezpieczenia emerytalnego wzrosła o 7,4% i na koniec analizowanego okresu wyniosła 691 tys. (tabela 4.7.4). Podobnie jak w poprzednich latach, pod względem liczby IKZE rynek był zdominowany przez zakłady ubezpieczeń (niemal dwie trzecie udziału w rynku), choć udział kont prowadzonych przez te instytucje z roku na rok zmniejszał się (wykres 4.7.5). Dzięki dużej liczbie nowo tworzonych IKZE w funduszach inwestycyjnych, instytucje te po raz pierwszy wyprzedziły dobrowolne fundusze emerytalne i ich udział w rynku wyniósł 17,5%. DFE prowadziły natomiast 13,6% kont. Udział banków i podmiotów prowadzących działalność maklerską nieznacznie wzrósł, lecz nadal nie przekroczył łącznie 4%.

Tabela 4.7.4. Podstawowe dane o IKZE w podziale na poszczególne podmioty prowadzące konta na koniec 2017 r.

	Zakłady ubezpieczeń	Fundusze inwestycyjne	Banki	Podmioty prowadzące działalność maklerską	Dobrowolne fundusze emerytalne	Ogółem
Liczba IKZE	448 881	121 269	18 114	8 478	94 252	690 994
Liczba IKZE otwartych w 2017 r.	9 903	40 183	3 306	2 165	7 501	63 058
Wskaźnik kont aktywnych (%)	13,7	77,6	61,8	80,9	25,9	28,7
Wartość zgromadzonych środków (tys. zł)	545 374	719 630	106 702	93 780	240 671	1 706 157
Wartość wpłat w 2017 r. (tys. zł)	157 567	297 419	40 220	32 100	80 844	608 150
Średnia wpłata w 2017 r. (tys. zł)	2,6	3,2	3,6	4,7	3,3	3,1
Średni stan konta (tys. zł)	1,2	5,9	5,9	11,1	2,6	2,5
Wypłaty z IKZE w 2017 r. (tys. zł)	752	989	74	1	257	2 073

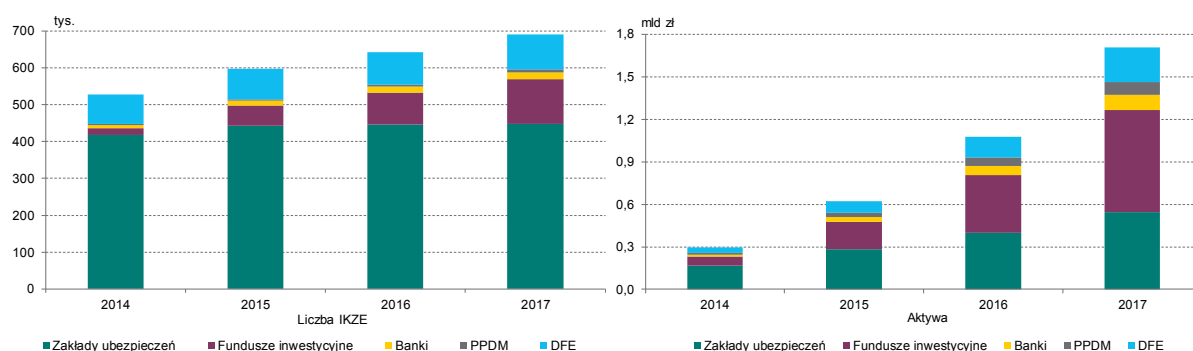
Źródło: UKNF.

Wskaźnik kont aktywnych od początku istnienia IKZE stopniowo rósł, jednak nadal pozostawał niski. W 2017 r. ponad jedna czwarta posiadaczy indywidualnych kont zabezpieczenia emerytalnego wpłaciła środki na konto. Występowało jednak znaczne zróżnicowanie udziału aktywnych IKZE między poszczególnymi formami prawnymi. Dla funduszy inwestycyjnych i podmiotów prowadzących działalność maklerską wskaźnik ten przekroczył 75%, podczas gdy w zakładach ubezpieczeń wyniósł mniej niż 14%. Ze względu na krótki czas funkcjonowania indywidualnych kont zabezpieczenia emerytalnego, wypłaty z nich nadal osiągały niewielkie

wartości. Jednocześnie 2017 r. był pierwszym, w którym wypłat mogli dokonać sami właściciele IKZE. W poprzednich latach wypłaty były związane wyłącznie ze śmiercią posiadaczy²⁹⁸.

W 2017 r. liczba instytucji finansowych prowadzących IKZE wzrosła o 6 i na koniec roku wyniosła 42. Wśród nich było 16 TFI (o 3 więcej niż przed rokiem), 8 PTE, 9 zakładów ubezpieczeń na życie (o 2 więcej)²⁹⁹, 6 podmiotów prowadzących działalność maklerską (o 1 więcej) i 1 bank komercyjny oraz banki spółdzielcze zrzeszone w 2 bankach zrzeszających.

Wykres 4.7.5. Liczba IKZE oraz zgromadzone na nich aktywa według podmiotów prowadzących konta w latach 2014–2017



Uwaga: PPDM – podmiot prowadzący działalność maklerską, DFE – dobrowolny fundusz emerytalny.

Źródło: UKNF.

Wartość wpłat na IKZE oraz środków zgromadzonych na rachunkach istotnie różniła się między poszczególnymi rodzajami instytucji finansowych. Podobnie jak w przypadku IKE, najwyższą wartością wpłat odznaczały się IKZE w podmiotach prowadzących działalność maklerską. Przeciętny posiadacz IKZE w tej formie wpłacił w 2017 r. na swoje konto 4,7 tys. zł, wykorzystując dostępny na ten rok limit wpłat w ponad 90%³⁰⁰. Właściciele IKZE w zakładach ubezpieczeń wykorzystali natomiast średnio około 50% dostępnego limitu wpłat. Jednocześnie różnice w wysokości wpłat na poszczególne typy kont były mniejsze niż w przypadku IKE, co wynikało

²⁹⁸ Wypłata może nastąpić na wniosek uczestnika po osiągnięciu przez niego 65. roku życia (pod warunkiem dokonania wpłat na IKZE co najmniej w 5 dowolnych latach kalendarzowych albo dokonania ponad połowy wartości wpłat nie później niż na 5 lat przed dniem złożenia wniosku o wypłatę) albo na wniosek osoby uprawnionej w przypadku śmierci uczestnika.

²⁹⁹ Rynek indywidualnych kont zabezpieczenia emerytalnego prowadzonych przez zakłady ubezpieczeń charakteryzował się wysoką koncentracją. Trzy podmioty z największym udziałem w rynku zgromadziły łącznie 84,5% środków należących do 96,8% posiadaczy IKZE w formie ubezpieczenia na życie.

³⁰⁰ Zgodnie z art. 13a ust. 1 ustawy z dnia 20 kwietnia 2004 r. o indywidualnych kontach emerytalnych i indywidualnych kontach zabezpieczenia emerytalnego, wpłaty dokonywane na IKZE w roku kalendarzowym nie mogą przekroczyć kwoty odpowiadającej 1,2-krotności przeciętnego prognozowanego wynagrodzenia miesięcznego w gospodarce narodowej na dany rok określonego w ustawie budżetowej lub ustawie o prowizorium budżetowym lub w ich projektach, jeżeli odpowiednie ustawy nie zostały uchwalone. Zgodnie z obwieszczeniem Ministra Rodziny, Pracy i Polityki Społecznej z dnia 17 listopada 2016 r. w sprawie wysokości kwoty wpłat na indywidualne konto zabezpieczenia emerytalnego w 2017 r. (M.P. z 2016 r., poz. 1160) maksymalna wysokość kwoty wpłat na IKZE w 2017 r. wyniosła 5 115,6 zł.

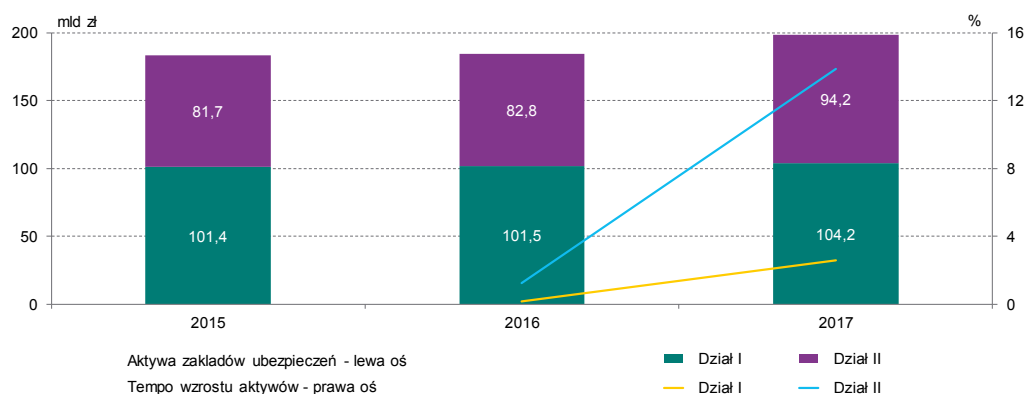
z niższego limitu wpłat na IKZE. Rozbieżności dotyczące średniej wartości zgromadzonych środków na IKZE w poszczególnych typach instytucji finansowych wynikały z tych samych przyczyn jak w przypadku IKE.

4.8. Zakłady ubezpieczeń

4.8.1. Wielkość sektora ubezpieczeń

W 2017 r. wielkość krajowego sektora ubezpieczeń istotnie wzrosła³⁰¹. Jego aktywa na koniec roku wyniosły 198,4 mld zł, o 14,1 mld więcej niż na koniec 2016 r. (wykres 4.8.1). Zwiększyła się również wartość składki, która w 2017 r. wyniosła 62,4 mld zł i była o 6,4 mld zł wyższa niż w roku poprzednim (wykres 4.8.2). Wzrosty te były obserwowane przede wszystkim w dziale ubezpieczeń majątkowych. Przyrost wartości aktywów nastąpił głównie na skutek nadwyżki składek nad odszkodowaniami. Jedynie w ubezpieczeniach z ubezpieczeniowym funduszem kapitałowym (UFK) oraz w ubezpieczeniach z udziałem w zyskach składka przypisana brutto była niższa niż wypłacone świadczenia.

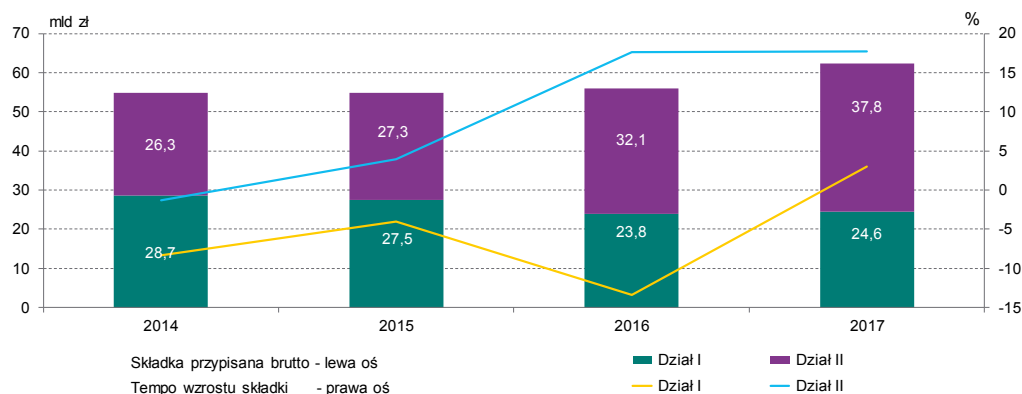
Wykres 4.8.1. Aktywa krajowego sektora ubezpieczeń i tempo ich zmian w latach 2015–2017



Uwaga: dane za 2015 r. odnoszą się do wartości z bilansu otwarcia sporządzonego zgodnie z przepisami dyrektywy Wypłacalność II.

Źródło: UKNF.

³⁰¹ O ile nie wskazano inaczej, dla lat 2014–2015 podano dane według statutowych sprawozdań finansowych, a dla lat 2016–2017 – zgodnie z przepisami dyrektywy Wypłacalność II, tj. Dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady 2009/138/WE z dnia 25 listopada 2009 r. w sprawie podejmowania i prowadzenia działalności ubezpieczeniowej i reasekuracyjnej (Dz. Urz. UE L335 z 2009 r., s. 1).

Wykres 4.8.2. Składka krajowych zakładów ubezpieczeń i tempo jej zmian w latach 2014–2017

Uwaga: składka dla działu I przedstawia wartość zebraną przez podmioty działu I zarówno dla linii biznesowych zaliczanych do ubezpieczeń na życie, jak i ubezpieczeń majątkowych.

Źródło: UKNF.

Liczba zakładów ubezpieczeń i ich struktura własnościowa

Na koniec 2017 r. w Polsce działalność prowadziło 61 krajowych zakładów ubezpieczeń, w tym 27 zakładów ubezpieczeń na życie, 33 zakłady ubezpieczeń majątkowych oraz jeden zakład reasekuracji (tabela 4.8.1). Dominująca część podmiotów (25 zakładów w każdym z działów) wykonywała działalność w formie spółek akcyjnych, podczas gdy pozostałe zakłady ubezpieczeń działały w formie towarzystw ubezpieczeń wzajemnych. W dziale ubezpieczeń majątkowych w 2017 r. nastąpiło połączenie 2 zakładów oraz rozpoczęcie działalności przez jeden zakład. W 2017 r. Komisja Nadzoru Finansowego nie wydała nowych zezwoleń na prowadzenie działalności ubezpieczeniowej.

Tabela 4.8.1. Krajowe zakłady ubezpieczeń i reasekuracji prowadzące działalność w Polsce w latach 2014–2017

	2014	2015	2016	2017
Zakłady ubezpieczeń i reasekuracji	57	57	60	61
Dział I – ubezpieczenia na życie	26	27	27	27
Dział II – ubezpieczenia majątkowe	31	30	33	34

Uwaga: zakład reasekuracji został uwzględniony jako podmiot działu II.

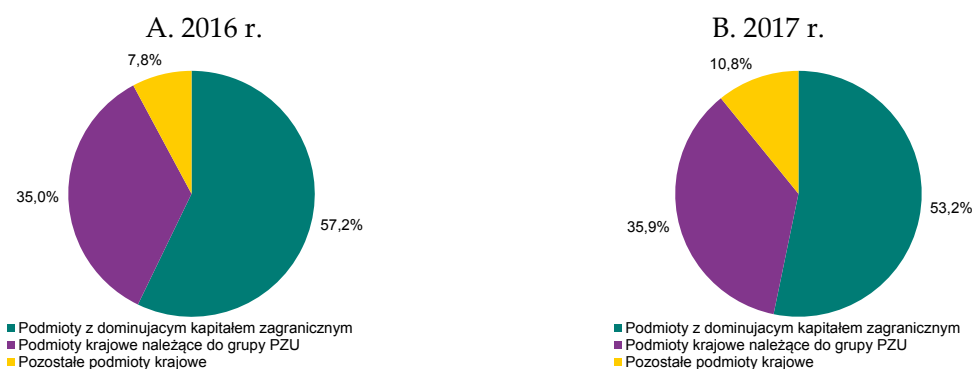
Źródło: UKNF.

W strukturze własnościowej polskiego sektora ubezpieczeń przeważały zakłady z dominującym kapitałem zagranicznym. Spośród podmiotów krajowych większość stanowiły zakłady należące do grupy kapitałowej PZU, kontrolującej ponad jedną trzecią sektora ubezpieczeń w Polsce (wykres 4.8.3). Znacznie zmniejszyła się różnica między wartością składki zebranej przez podmioty krajowe i podmioty z dominującym kapitałem zagranicznym. Te ostatnie zebrały w 2017 r. 33,2 mld zł składki, a ich udział w sektorze zmniejszył się do 53,2%. Wpłynęło na to między innymi dalsze umocnienie pozycji rynkowej grupy PZU, a także zmiany struktury akcjonariatu w jednym z podmiotów.

Spośród inwestorów zagranicznych największe udziały (nieznacznie przekraczające 10%) w polskim sektorze ubezpieczeń życiowych miały podmioty z Holandii i Austrii; a w sposób pośredni (poprzez spółki zarejestrowane w Polsce) również z Niemiec. Dominującym inwestorem w sektorze ubezpieczeń majątkowych były zakłady niemieckie (prawie 1/3 składki) a duży udział mieli też inwestorzy austriaccy. Ponadto istotne zaangażowanie w obu działach miały instytucje finansowe z Francji i Wielkiej Brytanii.

Poza krajowymi zakładami ubezpieczeń działalność w Polsce prowadziły również instytucje zagraniczne. Według stanu na koniec 2017 r. zamiar wykonywania działalności ubezpieczeniowej w Polsce w ramach swobody świadczenia usług notyfikowało 685 zakładów ubezpieczeń. Prowadzenie działalności w formie oddziału zadeklarowało 28 zakładów ubezpieczeń, w tym 1 zakład reasekuracji.

Wykres 4.8.3. Struktura składki krajowych zakładów ubezpieczeń w Polsce według pochodzenia kapitału podstawowego zakładów



Źródło: obliczono na podstawie danych UKNF.

Koncentracja w sektorze ubezpieczeń

Wzrost składki w największych zakładach ubezpieczeń w 2017 r. oraz konsolidacja działalności w ramach niektórych grup kapitałowych skutkowały dalszym wzrostem poziomu koncentracji, zwłaszcza w ubezpieczeniach na życie. W dziale tym udział trzech największych podmiotów po raz pierwszy od wielu lat przekroczył połowę rynku. W ubezpieczeniach majątkowych odnotowano niewielki wzrost wskaźników CR5, CR3 i HHI (tabela 4.8.2). Poziom koncentracji okazałby się jeszcze wyższy, gdyby uwzględnić w nim grupy kapitałowe, a nie pojedyncze podmioty³⁰².

W kompozycji wskaźnika HHI dla ubezpieczeń życiowych aż 4/5 przypadło na największy zakład, a w ubezpieczeniach majątkowych było to 2/3. W przypadku ewentualnych przejęć w sektorze ubezpieczeń – o ile nie będą one dotyczyć największej grupy kapitałowej tego sektora – wzrost

³⁰² Biorąc pod uwagę zauważalną specjalizację poszczególnych podmiotów w ramach tych grup, należy stwierdzić, że rynek nie jest w pełni homogeniczny, a zatem wskaźniki koncentracji obliczane na podstawie danych indywidualnych zakładów mogłyby okazać się nieco niedoszacowane z punktu widzenia oceny oligopolizacji tego rynku.

wskaźników koncentracji nie musi oznaczać automatycznego spadku konkurencji, lecz może towarzyszyć równoważeniu rynku – zarówno w zakresie ubezpieczeń masowych, jak i niszowych (morskie, lotnicze czy rolnicze).

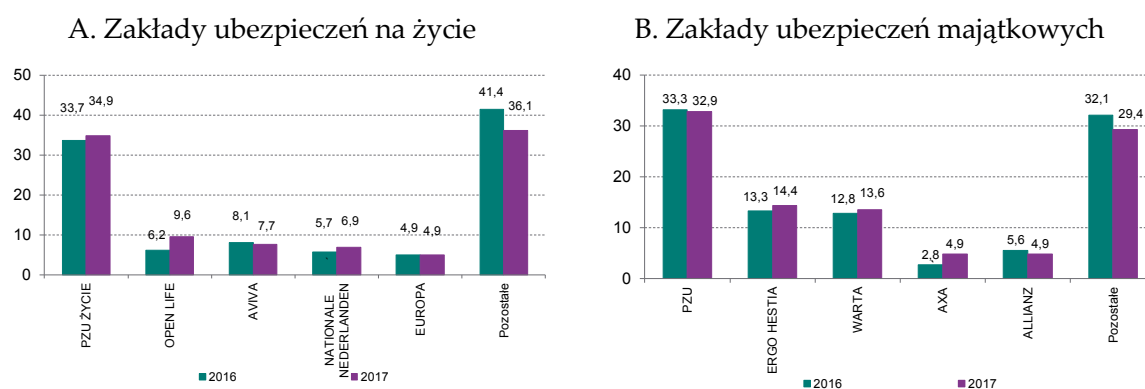
Tabela 4.8.2. Współczynniki koncentracji krajowego sektora ubezpieczeń w latach 2014–2017

	2014	2015	2016	2017
Dział I – zakłady ubezpieczeń na życie				
CR3 (w %)	44,0	44,3	48,0	52,1
CR5 (w %)	56,7	56,7	59,4	63,9
HHI	0,1180	0,1215	0,1435	0,1536
Dział II – zakłady ubezpieczeń majątkowych				
CR3 (w %)	57,3	59,3	59,7	60,9
CR5 (w %)	68,2	69,9	69,5	70,7
HHI	0,1464	0,1534	0,1581	0,1587

Źródło: obliczono na podstawie danych UKNF.

Podobnie jak w latach poprzednich w 2017 r. większość zakładów ubezpieczeń w Polsce działała w ramach grup kapitałowych, w tym jednej – krajowej – spełniającej kryteria konglomeratu finansowego (wykres 4.8.4).

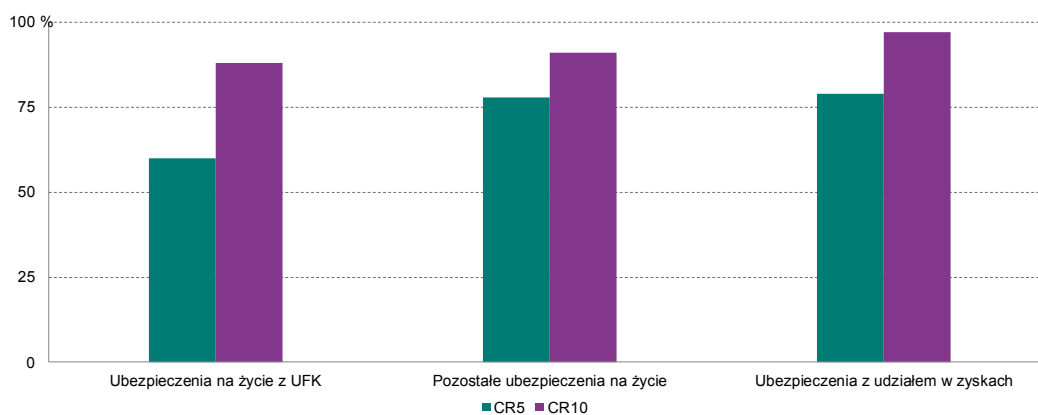
Wykres 4.8.4. Udział wybranych zakładów ubezpieczeń w składce przypisanej brutto w latach 2016–2017



Źródło: UKNF.

Sektor ubezpieczeń charakteryzował się dużą koncentracją podmiotową w ramach linii biznesowych – w niektórych z nich wskaźniki CR5 i CR10, mierzące udział w rynku największych zakładów ubezpieczeń danego działu, przekraczały – odpowiednio – 75% i 90% (wykres 4.8.5). W ubezpieczeniach na życie szczególnie wysoką koncentrację odnotowano w grupowych ubezpieczeniach pracowniczych oraz indywidualnie kontynuowanych, wchodzących w skład pozostałych ubezpieczeń na życie, a w ubezpieczeniach majątkowych – w zakresie ubezpieczeń morskich, lotniczych i transportowych oraz ubezpieczeń ochrony prawnej (wykres 4.8.6).

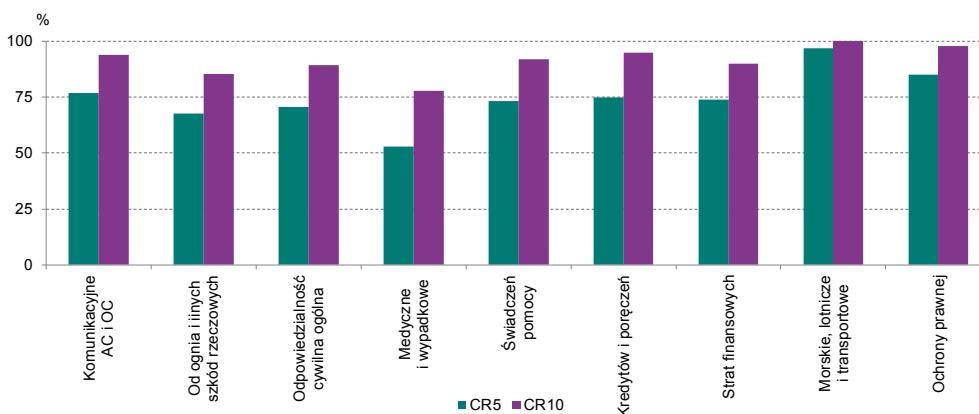
Wykres 4.8.5. Koncentracja zakładów ubezpieczeń na życie w wybranych liniach biznesowych w 2017 r.



Uwaga: wykres przedstawia udział pięciu i dziesięciu największych zakładów ubezpieczeń działu I w składce przypisanej brutto wybranych linii biznesowych.

Źródło: UKNF.

Wykres 4.8.6. Koncentracja zakładów ubezpieczeń majątkowych w wybranych liniach biznesowych w 2017 r.



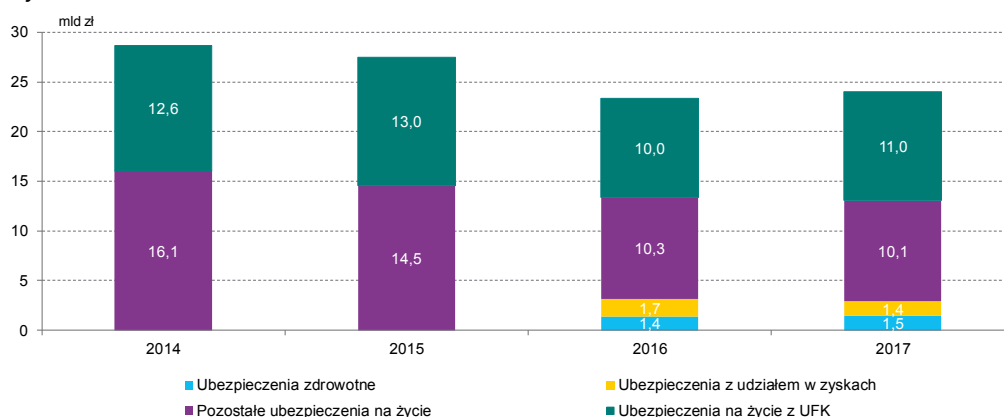
Uwaga: wykres przedstawia udział pięciu i dziesięciu największych zakładów ubezpieczeń działu II w składce przypisanej brutto wybranych linii biznesowych.

Źródło: UKNF.

Struktura składki, produkty i kanały dystrybucji

W 2017 r. zakłady ubezpieczeń na życie zebrały o 3% więcej składki niż w 2016 r. Tym samym był to pierwszy od 2012 r. okres, w którym zanotowano przyrost wartości składki w porównaniu z poprzednim rokiem (wykres 4.8.7). Wzrost składki był spowodowany głównie większym o około 1 mld zł napływem środków do ubezpieczeniowych funduszy kapitałowych, po spadku tej kategorii w 2016 r. O ponad 2 mld zł wzrosła jednak wartość wypłaconych świadczeń z tej grupy ubezpieczeń, co przełożyło się na ujemne saldo wpłat i wypłat. Jednocześnie zanotowano niewielki spadek składki w ubezpieczeniach z udziałem w zyskach (o 0,3 mld zł).

Wykres 4.8.7. Składka przypisana brutto w dziale ubezpieczeń na życie według linii biznesowych w latach 2014–2017

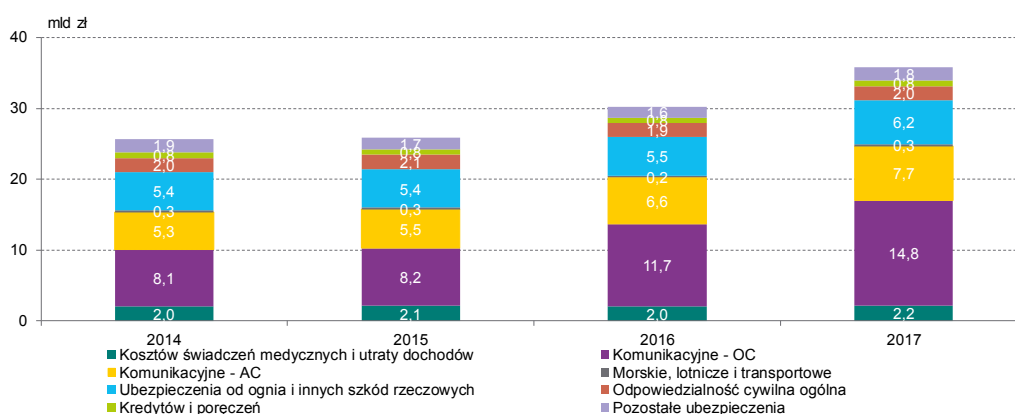


Uwaga: do 2016 r. ubezpieczenia zdrowotne i z udziałem w zyskach uwzględniono w pozostałych ubezpieczeniach na życie.

Źródło: UKNF.

W 2017 r. po raz kolejny odnotowano wzrost składki zebranej przez zakłady ubezpieczeń majątkowych – o 17,4%, do 37,8 mld zł. O ponad 3 mld zł zwiększyły się napływy środków z tytułu ubezpieczeń komunikacyjnych OC, a o ponad 1 mld zł – z tytułu ubezpieczeń auto-casco (wykres 4.8.8). Istotnemu wzrostowi składki towarzyszył niewielki przyrost odszkodowań – składka zebrana przez zakłady ubezpieczeń działu II przewyższała o ponad 18 mld zł wypłacone odszkodowania. W porównaniu z 2016 r. nadwyżka ta istotnie się zwiększyła, w tym zwłaszcza w ubezpieczeniach samochodowych OC. Ubezpieczenia komunikacyjne były jednocześnie najistotniejszymi liniami biznesowymi działu II. Ważnym elementem działalności zakładów ubezpieczeń majątkowych pozostawały również ubezpieczenia od ognia i innych szkód rzeczowych.

Wykres 4.8.8. Składka przypisana brutto w dziale ubezpieczeń majątkowych według linii biznesowych w latach 2014–2017



Uwaga: na wykresie przedstawiono jedynie składkę ubezpieczeń bezpośrednich

Źródło: UKNF.

Podobnie jak w roku poprzednim w 2017 r. zarówno ubezpieczenia majątkowe, jak i indywidualne na życie były sprzedawane głównie przez agentów ubezpieczeniowych (tabela 4.8.3). W porównaniu z 2016 r. ich znaczenie wzrosło, zwłaszcza w ubezpieczeniach majątkowych (o 4,6 pkt proc.). W ubezpieczeniach grupowych na życie najważniejszą rolę odgrywała natomiast sprzedaż bezpośrednia (wzrost o 2,9 pkt proc. w porównaniu z 2016 r.). W 2017 r. zwiększył się udział banków oraz brokerów w pośrednictwie ubezpieczeń na życie. Na zmiany w strukturze kanałów dystrybucji ubezpieczeń będzie mogła mieć wpływ dyrektywa dotycząca dystrybucji ubezpieczeń (IDD³⁰³), która zacznie w Polsce obowiązywać w październiku 2018 r. Na koniec 2017 r. było zarejestrowanych 31,9 tys. agentów ubezpieczeniowych³⁰⁴.

Tabela 4.8.3. Udział poszczególnych kanałów dystrybucji według składki w 2017 r. (w %)

Kanały dystrybucji	Ubezpieczenia indywidualne na życie	Ubezpieczenia grupowe na życie	Ubezpieczenia majątkowe
Sprzedaż bezpośrednia	17,6	57,4	13,5
Agenci ubezpieczeniowi	82,2	33,6	69,4
- w tym banki	41,5	7,1	3,2
Brokerzy	0,2	8,9	16,2
Inne kanały dystrybucji	0,0	0,0	0,9

Źródło: UKNF.

4.8.2. Lokaty zakładów ubezpieczeń³⁰⁵

Na koniec 2017 r. wartość lokat zakładów ubezpieczeń wyniosła 186,4 mld zł. W porównaniu z końcem 2016 r. zwiększyła się o 13,1 mld zł, w tym o 10,2 mld zł w dziale II, o 2,0 mld zł w UFK i o niecały 1 mld zł w pozostałych ubezpieczeniach na życie. Największą część lokat zakładów ubezpieczeń stanowiły obligacje skarbowe oraz tytuły uczestnictwa funduszy inwestycyjnych (wykres 4.8.9). Zakłady ubezpieczeń najczęściej inwestowały w krótko- i średnioterminowe krajowe dłużne papiery skarbowe. Udział tych instytucji w krajowym rynku skarbowych papierów wartościowych wyniósł około 10%.

Wartość lokat zakładów ubezpieczeń na życie (bez lokat UFK) wyniosła 47,1 mld zł. Większość stanowiły papiery wartościowe Skarbu Państwa i jednostek samorządu terytorialnego (31,7 mld zł). Ich wartość w ciągu roku zwiększyła się o ponad 1 mld zł. W porównaniu z 2016 r. istotnie spadł udział tytułów uczestnictwa funduszy inwestycyjnych. Zakłady ubezpieczeń

³⁰³ Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2016/97 z dnia 20 stycznia 2016 r. w sprawie dystrybucji ubezpieczeń (Dz. Urz. UE L26 z 2016 r., s. 19).

³⁰⁴ Sprawozdanie z działalności Komisji Nadzoru Finansowego w 2017 roku, s. 46.

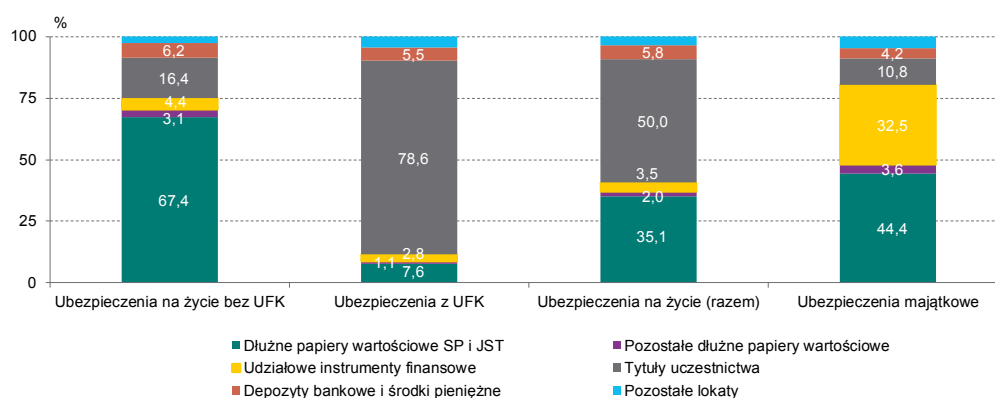
³⁰⁵ W lokatach zakładów ubezpieczeń uwzględniono również pożyczki, nieruchomości wykorzystywane na własne cele oraz środki pieniężne.

zmniejszyły swoje zaangażowanie w te instrumenty o około 1 mld zł. O prawie 0,5 mld zł wzrosła wartość depozytów bankowych i środków pieniężnych.

Na koniec 2017 r. wartość lokat, w których ryzyko ponosi ubezpieczający, wyniosła 55,5 mld zł. Wzrost wartości aktywów UFK był spowodowany wyłącznie zmianami wyceny instrumentów finansowych. Zakłady ubezpieczeń odnotowały bowiem odpływ netto środków z tej linii biznesowej. Najczęściej środki UFK były lokowane w tytuły uczestnictwa krajowych funduszy inwestycyjnych (43,6 mld zł, o prawie 4 mld zł więcej niż na koniec 2016 r.). Istotną część portfela inwestycyjnego UFK stanowiły również strukturyzowane papiery wartościowe z ekspozycją na ryzyko cen akcji. Zarządzanie portfelem UFK było często powierzane towarzystwom funduszy inwestycyjnych (ponad 50% aktywów UFK).

Największą wartość lokat odnotowano w dziale ubezpieczeń majątkowych. Na koniec 2017 r. wyniosła ona 83,8 mld zł. W dziale II dominowały dwa typy instrumentów: skarbowe papiery wartościowe (37,2 mld zł) oraz akcje i udziały (27,2 mld zł). Jednocześnie w tych kategoriach nastąpił największy przyrost wartości, odpowiednio o 1,5 mld zł i o 8 mld zł. Zaangażowanie w instrumenty udziałowe wynikało z posiadania akcji podmiotów powiązanych, a wzrost ich udziału był związany z nabyciem akcji podmiotów sektora bankowego.

Wykres 4.8.9. Struktura lokat krajowych zakładów ubezpieczeń na koniec 2017 r.



Źródło: obliczono na podstawie danych UKNF.

Sektor ubezpieczeń był w umiarkowanym stopniu powiązany z sektorem bankowym. Aktywa, których emitentem lub stroną transakcji była instytucja kredytowa, wyniosły 28,1 mld zł i stanowiły 15% lokat sektora ubezpieczeń, z tego 10,6 mld zł w formie instrumentów udziałowych, a 9,2 mld zł – depozytów i środków pieniężnych.

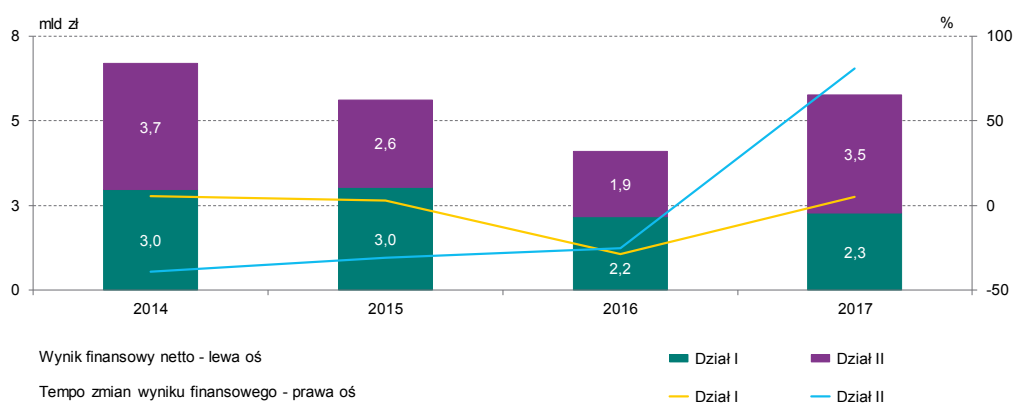
Skala zaangażowania sektora w papiery dłużne przedsiębiorstw, udzielanie pożyczek, w tym w ramach transakcji warunkowych, bezpośrednie inwestycje w nieruchomości oraz akcje notowane na rynku regulowanym, inne niż jednostek powiązanych, stanowiły marginalną część portfela inwestycyjnego sektora.

4.8.3. Wyniki finansowe sektora ubezpieczeń

W 2017 r. wyniki finansowe sektora ubezpieczeń³⁰⁶, w szczególności działu ubezpieczeń majątkowych, poprawiły się (wykres 4.8.10). Największy udział w zyskach miały podmioty należące do grupy PZU.

W dziale ubezpieczeń na życie nastąpiła umiarkowana poprawa wyników. Wynik finansowy tego działu wzrósł o 5,0%, a techniczny – o 4,2%. Składka zarobiona zwiększyła się o 1,0 mld zł, natomiast odszkodowania o 2,0 mld zł. Wyższe wypłaty świadczeń i wzrost rezerw zostały zrekompensowane przez zyski z lokat, co spowodowało, że wynik techniczny i finansowy nieznacznie się zwiększyły.

Wykres 4.8.10. Wyniki finansowe sektora ubezpieczeń w latach 2014–2017

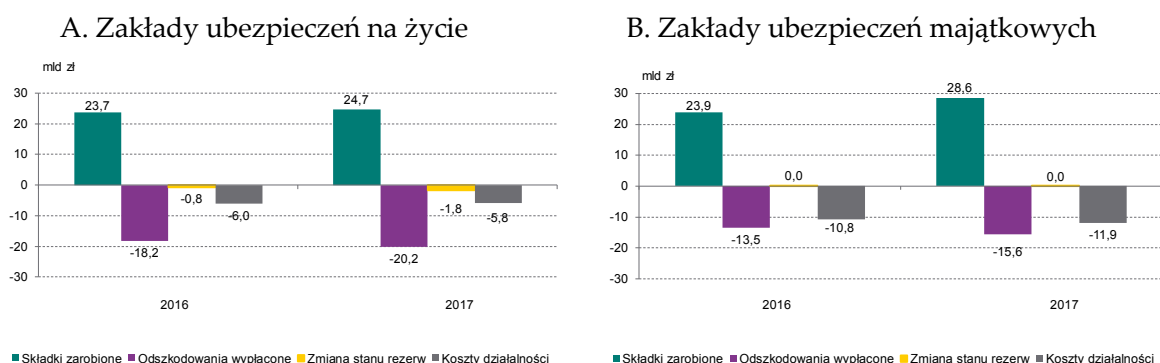


Źródło: UKNF.

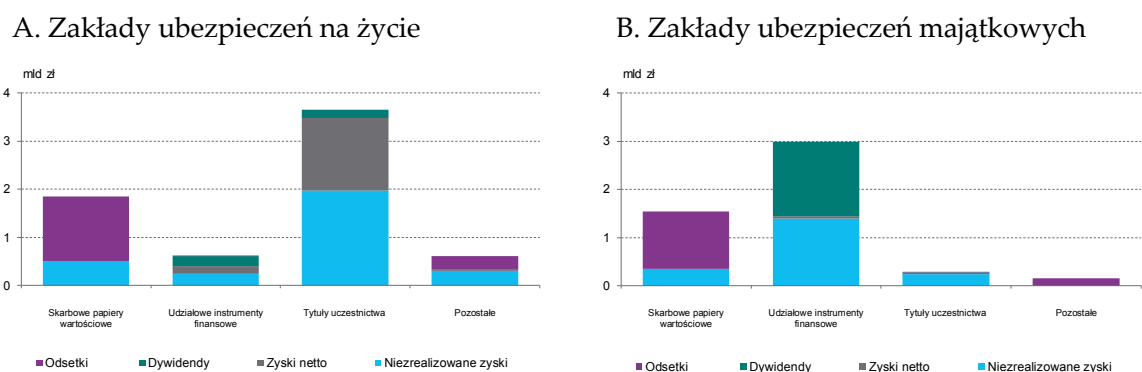
W 2017 r. wynik finansowy działu ubezpieczeń majątkowych wzrósł o 80,7%. Dzięki podwyżkom cen ubezpieczeń komunikacyjnych zwiększyły się przychody ze składek przy istotnie niższym tempie wzrostu odszkodowań. Wynik techniczny zwiększył się do 2,4 mld zł, a wynik finansowy – do 3,4 mld zł (wykres 4.8.11).

Na wyniki finansowe istotny wpływ miały zyski z lokat, które w 2017 r. w dziale ubezpieczeń na życie wyniosły 6,5 mld zł (w tym 4,2 w UFK) i 4,7 mld zł w dziale ubezpieczeń majątkowych. Ich źródłem były odsetki (z dłużnych papierów wartościowych i depozytów), dywidendy oraz zrealizowane i niezrealizowane zyski (wykres 4.8.12). W dziale ubezpieczeń na życie największe zyski pochodziły ze wzrostu wartości tytułów uczestnictwa, z czego w zdecydowanej części (3,4 mld zł) w ubezpieczeniach z UFK. W dziale ubezpieczeń majątkowych natomiast wyniki z lokat zostały osiągnięte głównie dzięki dywidendom z akcji i udziałów w jednostkach podporządkowanych (ponad 1,5 mld zł).

³⁰⁶ Wyniki finansowe krajowych zakładów ubezpieczeń są prezentowane zgodnie ze statutowymi sprawozdaniami finansowymi.

Wykres 4.8.11. Wybrane przychody i koszty netto krajowych zakładów ubezpieczeń w latach 2016–2017

Źródło: obliczono na podstawie danych UKNF.

Wykres 4.8.12. Struktura zysków z lokat krajowych zakładów ubezpieczeń w 2017 r.

Źródło: obliczono na podstawie danych UKNF.

Bezpośrednie obciążenie wyniku finansowego stanowił podatek od niektórych instytucji finansowych³⁰⁷. W sektorze ubezpieczeń podatek był naliczany od aktywów³⁰⁸ przekraczających 2 mld zł. Podatkiem była objęta ponad połowa krajowych zakładów ubezpieczeń. W 2017 r. szacunkowa wartość pozostałych kosztów operacyjnych wynikających z tej daniny wyniosła 0,6 mld zł, podobnie jak w 2016 r.

4.8.4. Reasekuracja i wybrane wskaźniki techniczne sektora

Programy reasekuracyjne służyły przede wszystkim ograniczeniu strat finansowych zaistniałych w wyniku zdarzeń losowych i pozytywnie wpływały na wyniki i wypłacalność sektora

³⁰⁷ Ustawa z dnia 15 stycznia 2016 r. o podatku od niektórych instytucji finansowych (Dz.U. z 2016 r., poz. 68).

³⁰⁸ Podatek naliczany był również od aktywów ubezpieczeniowych funduszy kapitałowych.

ubezpieczeń. Reasekuracja ma szczególne znaczenie w umowach ubezpieczeń majątkowych, dla których sumy ubezpieczenia lub sumy gwarancyjne są wysokie, a także w ubezpieczeniach chroniących przed skutkami zdarzeń katastroficznych. Zakłady ubezpieczeń dzięki ochronie reasekuracyjnej mogą zwiększać swoją pojemność ubezpieczeniową³⁰⁹, a tym samym udzielać ochrony w przypadku pojedynczych zdarzeń ubezpieczeniowych o niskim prawdopodobieństwie ich wystąpienia³¹⁰ i wysokich sumach ubezpieczenia. Reasekuracja może również ograniczać ryzyko płynności i wahania wyników finansowych. W przypadku ubezpieczeń na życie znaczenie reasekuracji jest znacznie mniejsze i nie stanowi aż tak istotnego elementu zarządzania ryzykiem ubezpieczeniowym.

Krajowym podmiotom ochrony reasekuracyjnej udzielały przede wszystkim zagraniczne zakłady ubezpieczeń i reasekuracji, co wynikało z konieczności geograficznego rozproszenia ryzyka, korzystnych warunków ustalonych w długoterminowych kontraktach reasekuracyjnych oraz ograniczonych możliwości kapitałowych reasekuratorów krajowych. Umowy reasekuracyjne zawierano głównie w ramach grup kapitałowych. Ochrony reasekuracyjnej w ograniczonym zakresie udzielały także niektóre krajowe zakłady ubezpieczeń oraz jeden krajowy zakład reasekuracji.

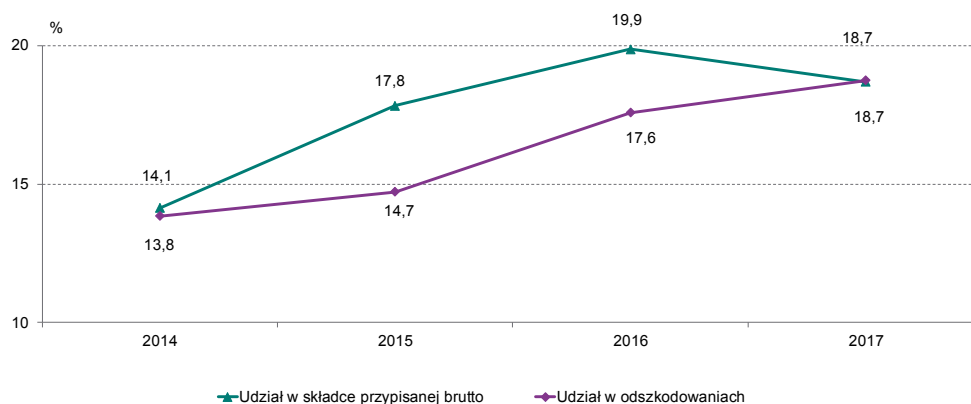
W 2017 r. zakłady ubezpieczeń majątkowych zwiększyły zakres ochrony reasekuracyjnej. Cedenci przekazali w ramach programów reasekuracyjnych 7,1 mld zł składki (wzrost o 10,7%), a reasekuratorzy wypłacili 3,7 mld zł odszkodowań (wzrost o 13,0%). W porównaniu z 2016 r. udział reasekuratorów w składce przypisanej brutto spadł, ich udział w odszkodowaniach natomiast wzrósł (wykres 4.8.13). Prowizje reasekuracyjne i udziały w zyskach reasekuratorów zwiększyły się z 1,2 mld zł do 1,6 mld zł³¹¹. Jednak wydatki ponoszone przez krajowe zakłady ubezpieczeń majątkowych przeznaczone na ochronę reasekuracyjną były wyższe niż przychody z tytułu reasekuracji. Ujemne saldo rozliczeń reasekuracyjnych jest ceną, jaką zapłaciły zakłady ubezpieczeń za udzielaną ochronę reasekuracyjną.

³⁰⁹ Zakład ubezpieczeń cedując na reasekuratora określone ryzyko, lub jego część, uzyskuje możliwość objęcia ochroną ubezpieczeniową większej liczby podmiotów, a także zawierania umów na wyższe sumy ubezpieczenia. Dzięki zobowiązaniu reasekuratora do pokrycia części zobowiązania w przypadku wystąpienia zdarzenia ubezpieczeniowego i materializacji cedowanego ryzyka zmniejsza się wartość środków, których zakład ubezpieczeń potrzebowałby do wypłaty odszkodowań.

³¹⁰ W przypadku małego prawdopodobieństwa wystąpienia zdarzenia ubezpieczeniowego składka dla poszczególnych polis stanowi ułamek potencjalnych wypłat. Zakład ubezpieczeń musi przez wiele lat zbierać składkę, aby zgromadzić środki na wypłatę w przypadku wystąpienia szkody.

³¹¹ Przychody reasekuratorów mierzone są składką zarobioną na udziale reasekuratorów, która wyniosła 6,4 mld zł. Na koszty reasekuratorów składają się odszkodowania z uwzględnieniem zmiany stanu rezerw na niewypłacone odszkodowania, które wyniosły 4,5 mld zł, oraz prowizje reasekuracyjne i udziały w zyskach reasekuratorów – 1,6 mld zł.

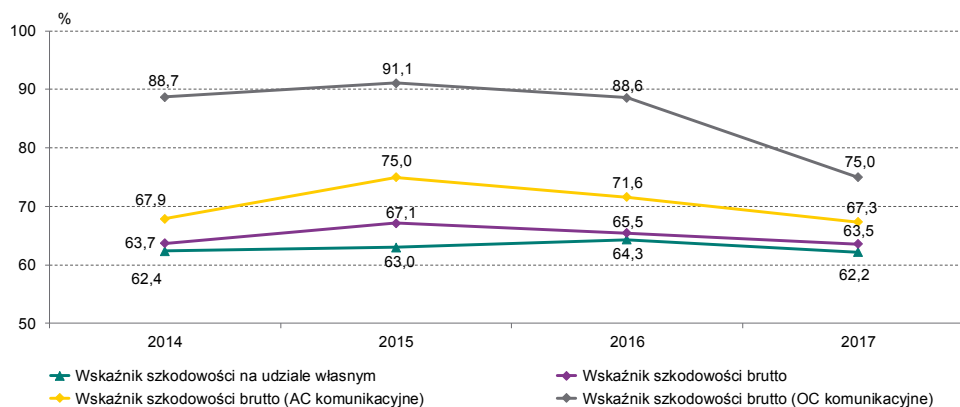
Wykres 4.8.13. Udział reasekuratorów w składce przypisanej brutto i odszkodowaniach zakładów ubezpieczeń majątkowych w latach 2014–2017



Źródło: obliczono na podstawie danych UKNF.

Współczynnik szkodowości³¹² brutto oraz na udziale własnym są miarą efektywności działania zakładów ubezpieczeń³¹³ (wykres 4.8.14). Informują o tym, czy składki zarobione są wystarczające na pokrycie odszkodowań. W 2017 r. wskaźniki te w dziale ubezpieczeń majątkowych nieznacznie spadły i nadal były niższe niż poziom referencyjny (70%). Świadczy to o poprawie przebiegów szkodowych szczególnie w ubezpieczeniach samochodowych OC, które w ubiegłych latach przynosiły straty.

Wykres 4.8.14. Wybrane wskaźniki szkodowości zakładów majątkowych w latach 2014–2017



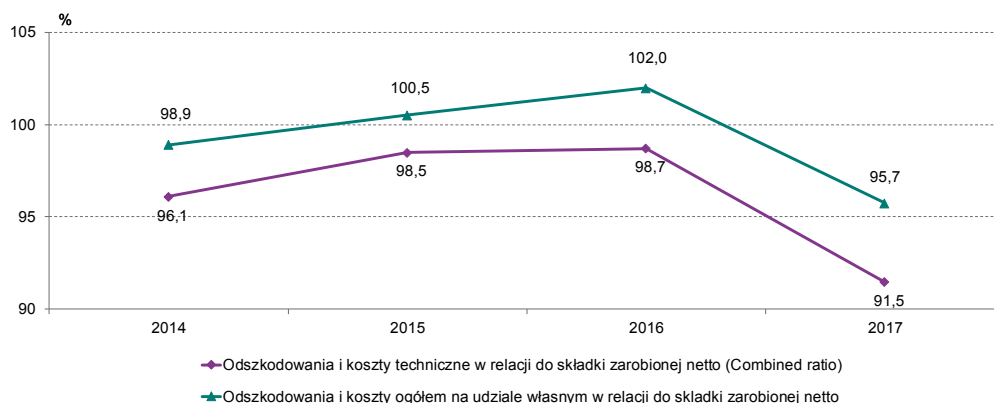
Źródło: obliczono na podstawie danych UKNF.

³¹² Współczynnik szkodowości – stosunek odszkodowań i świadczeń, z uwzględnieniem zmiany stanu rezerw na niewypłacone odszkodowania i świadczenia, do składki zarobionej. Przy kalkulacji wskaźnika uwzględnia się koszty likwidacji szkód, koszty windykacji regresów, a także regresy, odzyski otrzymane.

³¹³ Wskaźniki szkodowości prezentowane są wyłącznie dla ubezpieczeń majątkowych. Wskaźniki te nie mają interpretacji ekonomicznej w dziale ubezpieczeń na życie.

Miarą, która pozwala ocenić zarówno efektywność prowadzonej działalności ubezpieczeniowej, jak i wpływ programów reasekuracyjnych na wyniki i stabilność sektora ubezpieczeń majątkowych, jest wskaźnik COR³¹⁴. W 2017 r. wskaźnik ten na udziale własnym spadł do poziomu 91,5%, co świadczy o poprawie rentowności działalności (wykres 4.8.15).

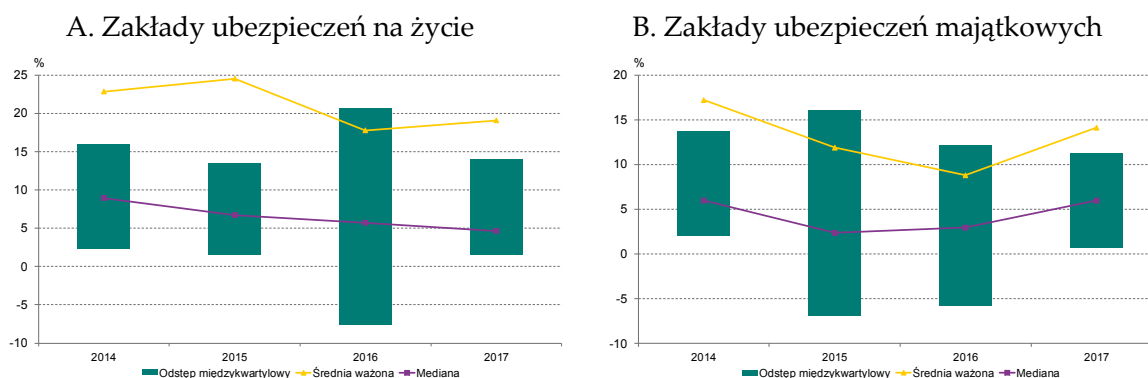
Wykres 4.8.15. Wybrane wskaźniki kosztów w relacji do składki zarobionej netto zakładów ubezpieczeń majątkowych w latach 2014–2017



Źródło: obliczono na podstawie danych UKNF.

W 2017 r. w obu działach poprawiła się rentowność kapitałów własnych³¹⁵ (ROE) (wykres 4.8.16). Średnia wartość tego wskaźnika była wyższa niż mediana z uwagi na bardzo dobre wyniki w największych podmiotach. Rentowność sektora ubezpieczeń od lat pozostaje na wysokim poziomie i jest znacznie wyższa niż w sektorze bankowym czy przedsiębiorstwach niefinansowych.

Wykres 4.8.16. Rentowność kapitałów własnych zakładów ubezpieczeń w latach 2014–2017



Uwaga: wskaźnik ROE obliczony jako relacja wyniku finansowego w danym roku do kapitału własnego na koniec tego roku.

Źródło: obliczono na podstawie danych UKNF.

³¹⁴ COR jest to relacja sumy wypłaconych odszkodowań (z uwzględnieniem zmiany rezerw) oraz kosztów działalności ubezpieczeniowej do składki zarobionej netto na podstawie technicznego rachunku ubezpieczeń.

³¹⁵ ROE obliczone na podstawie statutowych sprawozdań finansowych zakładów ubezpieczeń.

4.8.5. Wypłacalność zakładów ubezpieczeń

Zgodnie z obowiązującymi zasadami wypłacalności zakłady ubezpieczeń zobowiązane są posiadać dopuszczone środki własne na pokrycie wymogów kapitałowych – kapitałowego wymogu wypłacalności (SCR) oraz minimalnego wymogu kapitałowego (MCR). Środki te mają służyć pokryciu nieoczekiwanych strat i zapewnić odpowiedni poziom ochrony ubezpieczonych.

Zakłady ubezpieczeń mogą obliczać SCR według formuły standardowej ustalonej w przepisach prawa albo według pełnych lub częściowych modeli wewnętrznych, które podlegają akceptacji nadzoru³¹⁶. W 2017 r. wszystkie krajowe zakłady ubezpieczeń korzystały z formuły standardowej i nie stosowały przewidzianych w dyrektywie Wypłacalność II środków przejściowych, które umożliwiały rozłożenie w czasie wdrożenia nowych przepisów w zakresie wypłacalności, a także nie stosowały narzędzi LTG³¹⁷.

Krajowy sektor ubezpieczeń dysponował dużymi nadwyżkami środków własnych ponad wymogi kapitałowe wynikające z dyrektywy Wypłacalność II. Zakłady ubezpieczeń na życie posiadały 25,7 mld zł dopuszczonych środków własnych (spadek o 6% w porównaniu z końcem 2016 r.). Wartość dopuszczonych środków własnych zakładów ubezpieczeń działu II wyniosła 38,6 mld zł (o 13% więcej niż na koniec 2016 r.). Zmiana wartości środków własnych ubezpieczeń majątkowych była związana z nadwyżką składki ponad wypłacone odszkodowania. Pozycje zaklasyfikowane do kategorii o najlepszych cechach jakościowych stanowiły 95,0% środków. W 2017 r. na skutek emisji obligacji podporządkowanych³¹⁸ istotnie wzrosła wartość środków własnych kategorii 2.

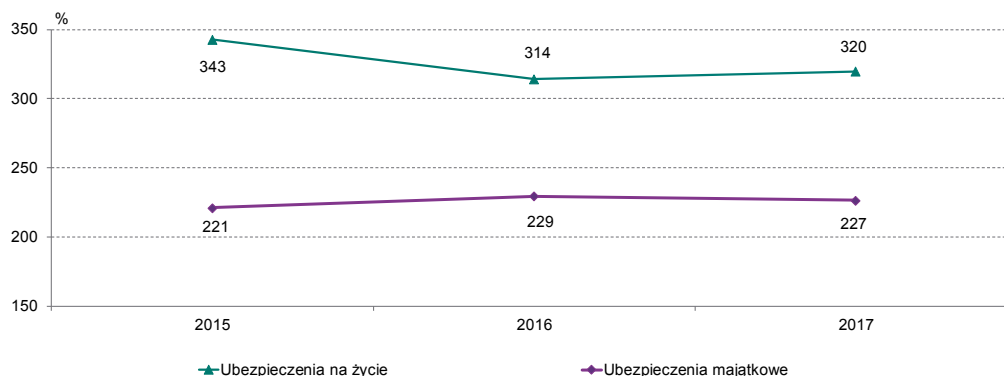
Pokrycie parametrów wypłacalności działu I było ponad trzy-, a działu II ponad dwukrotnie wyższe niż wymogi kapitałowe (wykres 4.8.17). W 2017 r. nastąpił istotny przyrost kapitałowego wymogu wypłacalności w dziale II (z 15 mld zł na koniec 2016 r. do 17,1 mld zł na koniec 2017 r.) oraz spadek w dziale I (z 8,7 mld zł do 8,0 mld zł). Spadek wymogu kapitałowego w dziale I był związany z redukcją zaangażowania w tytuły uczestnictwa funduszy inwestycyjnych. Wpłynęło to na obniżenie wymogu z tytułu ryzyka cen akcji o ponad 0,7 mld zł.

³¹⁶ Szerzej wymogi kapitałowe zostały opisane w opracowaniu *Rozwój systemu finansowego w Polsce w 2016 r.*, Warszawa 2017, NBP, s. 211.

³¹⁷ Zgodnie z przepisami dyrektywy Wypłacalność II zakłady ubezpieczeń, za zgodą organu nadzoru, mogą stosować korekty z tytułu gwarancji długoterminowych (LTG) oraz środki przejściowe. W ramach narzędzi LTG dyrektywa przewiduje korektę dopasowującą do odpowiedniej struktury terminowej stopy procentowej wolnej od ryzyka (*matching adjustment* – MA) oraz korektę z tytułu zmienności do odpowiedniej struktury terminowej stopy procentowej (*volatility adjustment* – VA). Ich zastosowanie ma zmniejszać zmienność w bilansach zakładów ubezpieczeń, wynikającą ze stosowania rynkowej wyceny aktywów i zobowiązań. Dyrektywa przewiduje również możliwość stosowania środków przejściowych dotyczących stóp procentowych wolnych od ryzyka, a także rezerw techniczno-ubezpieczeniowych przez okres maksymalnie 16 lat od jej wejścia w życie. Środki przejściowe mają łagodzić wpływ zmian w przepisach na wskaźniki wypłacalności poszczególnych podmiotów.

³¹⁸ Zobowiązania podporządkowane wykazało 16 podmiotów, głównie działu II.

Wykres 4.8.17. Wskaźnik pokrycia kapitałowego wymogu wypłacalności (SCR) krajowych zakładów ubezpieczeń dopuszczonymi środkami własnymi w latach 2015–2017

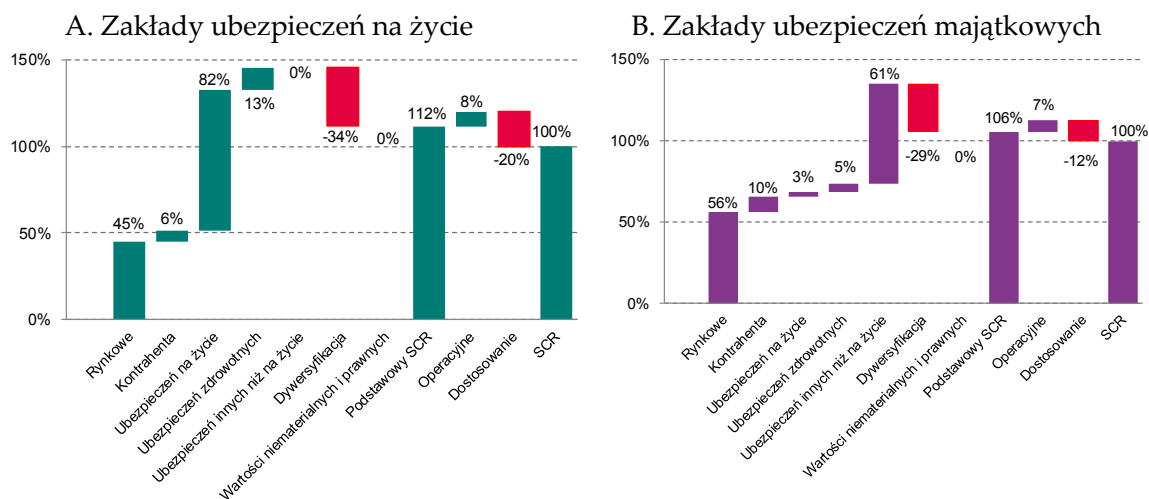


Uwaga: dane za 2015 r. odnoszą się do wartości z bilansu otwarcia sporządzonego zgodnie z przepisami dyrektywy Wypłacalność II.

Źródło: UKNF.

Zarówno w dziale I, jak i II najwyższe wymogi kapitałowe generowało ryzyko ubezpieczeniowe i ryzyko rynkowe (wykres 4.8.18). Duży wzrost składek ubezpieczeń samochodowych spowodował przyrost wymogów kapitałowych z tytułu ryzyka składek i rezerw, natomiast wzrost zaangażowania w akcje sektora bankowego przyczynił się do większych wymogów kapitałowych z tytułu ryzyka cen akcji, najistotniejszego podmodułu ryzyka rynkowego.

Wykres 4.8.18. Struktura kapitałowego wymogu wypłacalności (SCR) na koniec 2017 r.



Źródło: obliczono na podstawie danych UKNF.

W przeciwieństwie do większości krajów UE wskaźnik pokrycia SCR krajowych zakładów ubezpieczeń na życie był wyższy niż majątkowych. Podmioty działu I oferowały przede

wszystkim produkty ubezpieczeniowe, które generowały niewielkie ryzyko dla ubezpieczycieli. Duży udział miały grupowe ubezpieczenia pracownicze i indywidualnie kontynuowane, a także ubezpieczenia z UFK. Ubezpieczenia z gwarantowanymi stopami zwrotu stanowiły margines oferty produktowej.

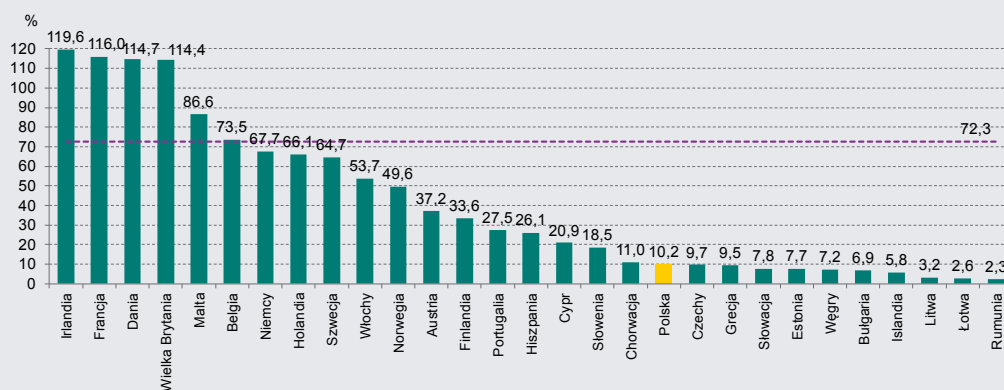
Ramka 4.8.1. Polski sektor ubezpieczeń na tle sektorów ubezpieczeń innych państw Europejskiego Obszaru Gospodarczego

Aktywa sektora

Polski sektor ubezpieczeń w relacji do PKB należał do niewielkich na tle innych krajów europejskich (wykres I). Wielkości sektorów ubezpieczeniowych poszczególnych krajów odzwierciedlały nie tylko ich potencjał gospodarczy, ale również tradycje ich rynków ubezpieczeń oraz goszczenie silnych centrów finansowych. Relacja składki przypisanej brutto do PKB (wykres II) potwierdziła również mniejsze znaczenie sektora ubezpieczeń w Polsce niż w innych krajach Europejskiego Obszaru Gospodarczego (EOG).

Struktura polskiego sektora ubezpieczeń była odmienna niż w większości krajów europejskich. W Polsce nie funkcjonowały bowiem zakłady łączące działalność ubezpieczeń na życie i ubezpieczeń majątkowych.

Wykres I. Aktywa sektora ubezpieczeń w relacji do PKB krajów EOG na koniec 2017 r.



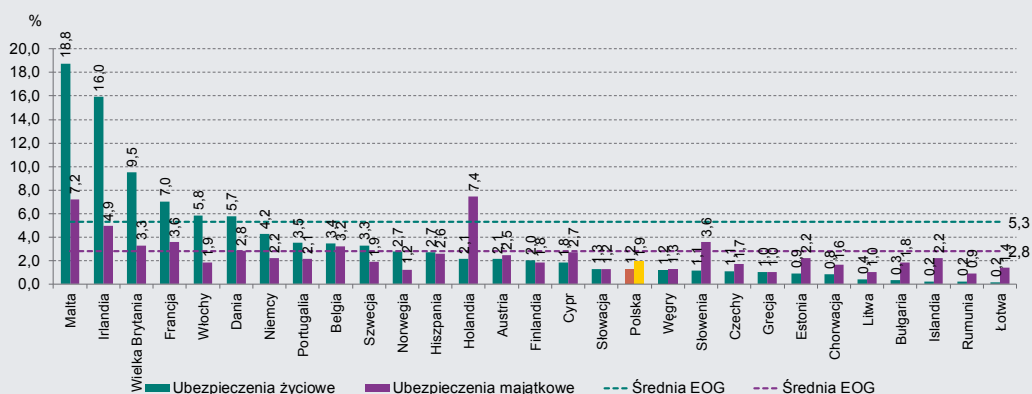
Uwaga: na wykresie pomięto Liechtenstein i Luksemburg ze względu na duży udział ubezpieczających nierezydentów.

Źródło: EIOPA i Eurostat.

Składka per capita i w relacji do PKB

O ile aktywa krajowych zakładów ubezpieczeń na życie przewyższały aktywa zakładów majątkowych, o tyle składka przypisana brutto działu I była niższa niż działu II (wykres II). Większe przychody z tytułu składki w ubezpieczeniach majątkowych były charakterystyczne głównie dla krajów Europy Środkowej i Wschodniej. W krajach wysoko rozwiniętych występowała znaczna przewaga ubezpieczeń na życie. Wynikało to m. in. z dłuższej tradycji ubezpieczeń na życie oraz oferowania ubezpieczeń emerytalnych.

Wykres II. Składka w relacji do PKB w krajach EOG w 2017 r.

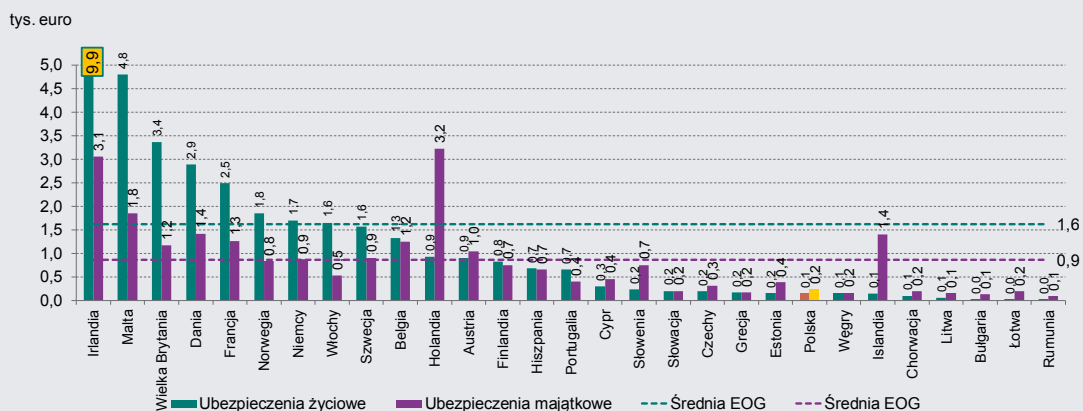


Uwaga: na wykresie pomięto Liechtenstein i Luksemburg ze względu na duży udział ubezpieczających nierezydentów.

Źródło: obliczono na podstawie danych EIOPA i Eurostat.

Pod względem składki per capita polski sektor ubezpieczeń znajdował się poniżej średniej dla EOG (wykres III). Wskaźnik ten utrzymywał się na poziomie charakterystycznym dla całego regionu Europy Środkowej i Wschodniej, a jego potencjał wzrostu wynikał z rosnącej zamożności społeczeństwa, jak i z większej świadomości w zakresie ubezpieczeń.

Wykres III. Składka per capita w krajach EOG w 2017 r.



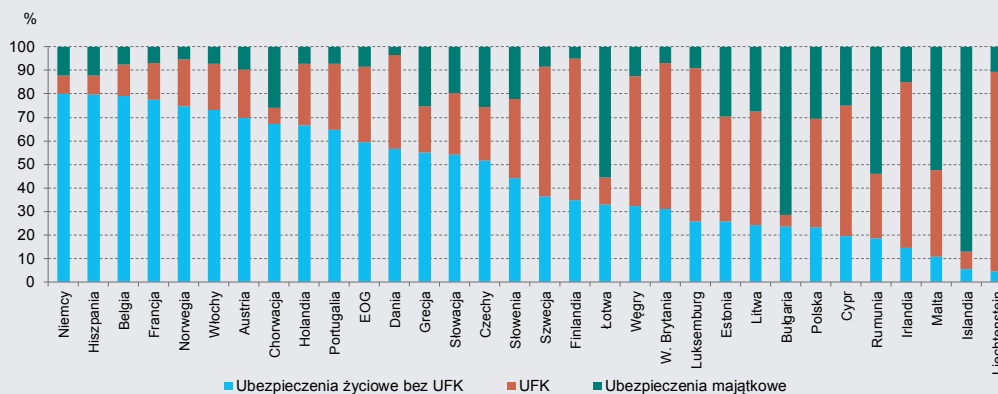
Uwaga: na wykresie pomięto Liechtenstein i Luksemburg ze względu na duży udział ubezpieczających nierezydentów.

Źródło: obliczono na podstawie danych EIOPA i GUS.

Struktura rezerw

Struktura rezerw techniczno-ubezpieczeniowych polskich zakładów ubezpieczeń charakteryzowała się wysokim udziałem rezerw ubezpieczeń na życie związanych z ubezpieczeniowym funduszem kapitałowym, niskim – innych rezerw ubezpieczeń na życie oraz wyższym niż średnia – rezerw majątkowych (wykres IV). Oferta polskich zakładów była zdominowana przez ubezpieczenia obowiązkowe oraz ubezpieczenia o charakterze inwestycyjnym, w których ryzyko ponosi ubezpieczający. Krajowe podmioty w niewielkim zakresie oferowały długoterminowe ubezpieczenia na życie oraz renty dożywotnie, bardzo rozpowszechnione w krajach Europy Zachodniej.

Wykres IV. Struktura rezerw techniczno-ubezpieczeniowych w krajach EOG na koniec 2017 r.

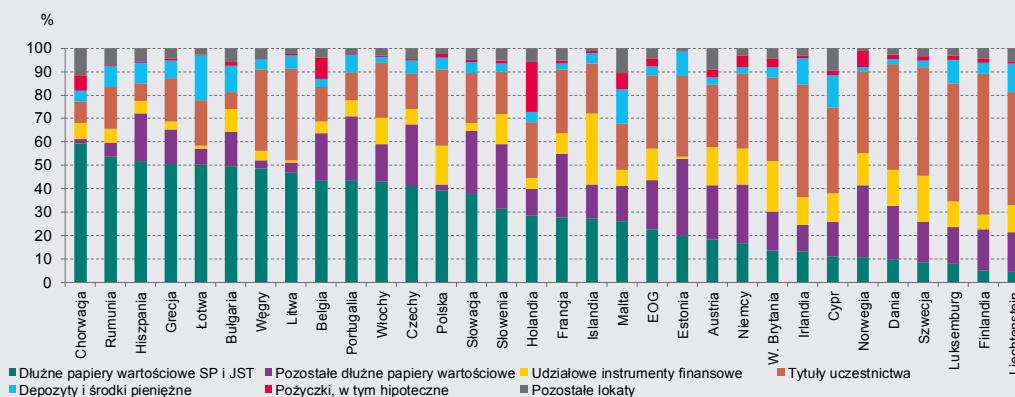


Źródło: obliczono na podstawie danych EIOPA.

Lokaty

W strukturze aktywów polskiego sektora ubezpieczeń największy udział miały skarbowe papiery wartościowe, aczkolwiek ich poziom był niższy niż w większości krajów Europy Środkowej i Wschodniej. Również tytuły uczestnictwa funduszy inwestycyjnych stanowiły istotną część inwestycji krajowych zakładów ubezpieczeń. W wielu krajach wysoko rozwiniętych ta klasa aktywów była najistotniejszą kategorią lokat. Nadal niewielkie znaczenie miały natomiast inne dłużne papiery wartościowe. Na tle regionu polski sektor ubezpieczeń wyróżnia się wysokim poziomem inwestycji w akcje i udziały – bardziej typowym dla krajów zachodnich – głównie za sprawą lokat w jednostki podporządkowane.

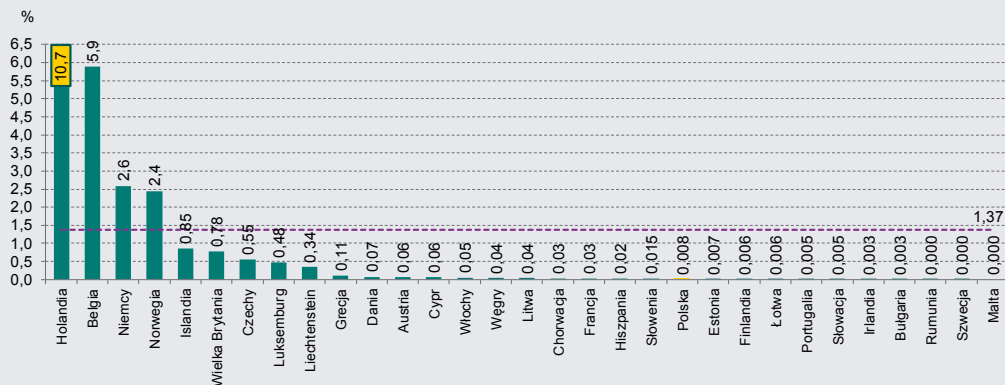
Wykres V. Struktura lokat zakładów ubezpieczeń w krajach EOG na koniec 2017 r.



Źródło: obliczono na podstawie danych EIOPA.

W Polsce zakłady ubezpieczeń rzadko praktykują udzielanie pożyczek hipotecznych osobom fizycznym. Tego typu alternatywa dla bankowego kredytu hipotecznego szczególnie popularna jest w Holandii, gdzie produkty takie stanowią ponad 10% sumy aktywów sektora ubezpieczeń, a także m.in. w Belgii, Niemczech i Norwegii (wykres VI).

Wykres VI. Udział pożyczek hipotecznych dla osób fizycznych w aktywach sektora ubezpieczeń krajów EOG na koniec 2017 r.



Źródło: EIOPA

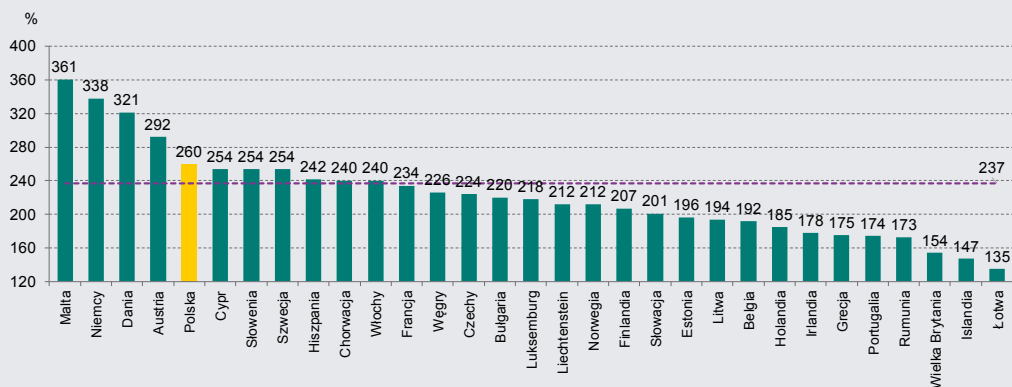
W Polsce pożyczki hipoteczne dla osób fizycznych nie przekraczają 0,01% aktywów tego sektora. Intensywny rozwój tej kategorii produktów mógłby świadczyć o istnieniu arbitrażu regulacyjnego, a zacieranie się granicy pomiędzy działalnością ubezpieczeniową a bankową – w tym przenoszenie ryzyka kredytowego na ubezpieczycieli – nie sprzyjałoby bezpieczeństwu ubezpieczonych.

Wypłacalność

Baza kapitałowa polskiego sektora ubezpieczeń była stabilna. Polska wyróżniała się na tle krajów europejskich wysokim pokryciem wymogów kapitałowych środkami własnymi (wykres VII). Dobra sytuacja w zakresie wyposażenia kapitałowego polskich zakładów ubezpieczeń nie tylko świadczyła o ich solidnych fundamentach, ale również ułatwiała realizację procesów fuzji i przejęć.

Polskie zakłady ubezpieczeń nie korzystały ze środków przejściowych wynikających z dyrektywy Wypłacalność II, co było standardem w większości pozostałych krajów UE, głównie ze względu na istotny udział długoterminowych ubezpieczeń na życie z gwarantowaną stopą zwrotu. Gdyby środki przejściowe zostały zastosowane w Polsce, wskaźnik pokrycia SCR środkami własnymi polskiego sektora ubezpieczeń byłby jeszcze wyższy.

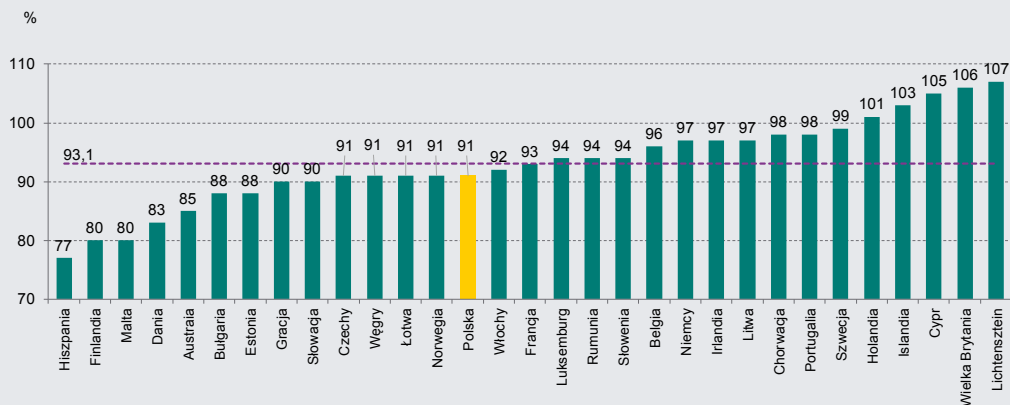
Wykres VII. Wskaźnik pokrycia wymogów kapitałowych (SCR) środkami własnymi w krajach EOG na koniec 2017 r.



Źródło: EIOPA

O rentowności działalności ubezpieczeniowej działu II świadczyła wysokość współczynnika COR. Suma wypłaconych odszkodowań i kosztów działalności nie powinna przewyższać wartości składki zarobionej. W 2017 r. w Polsce wskaźnik ten utrzymywał się poniżej 100%, a rentowność działalności była wyższa niż średnia europejska (wykres VIII).

Wykres VIII. Wskaźniki COR zakładów ubezpieczeń majątkowych krajów EOG w 2017 r.



Źródło: EIOPA.

4.9. Podmioty prowadzące działalność maklerską

Na rynku finansowym w Polsce działalność maklerską prowadzą trzy rodzaje podmiotów, określanych dalej jako firmy inwestycyjne lub podmioty maklerskie:

- domy maklerskie,
- banki prowadzące działalność maklerską (w formie wydzielonych w ich strukturze biur maklerskich), oraz
- zagraniczne podmioty prowadzące działalność maklerską na podstawie zezwolenia udzielonego przez organ nadzoru finansowego z kraju, w którym mają siedzibę, po powiadomieniu przez niego KNF o zamiarze rozpoczęcia działalności w Polsce.

Na koniec 2017 r. na polskim rynku funkcjonowało 55 krajowych firm inwestycyjnych, w tym 44 domy maklerskie (46 rok wcześniej) oraz 11 biur maklerskich (tabela 4.9.1). Zmniejszenie liczby domów maklerskich było rezultatem decyzji KNF o cofnięciu dwóm podmiotom zezwolenia na prowadzenie działalności, m.in. ze względu na niespełnianie przez nie wymogów kapitałowych. W latach poprzednich spadek liczby domów maklerskich wynikał natomiast głównie z przenoszenia ich działalności do banków lub TFI należących do tych samych grup kapitałowych. Taka strategia konsolidacji oferty usług finansowych motywowana była oczekiwaną synergią kosztową (zwłaszcza w obliczu rosnących nakładów na dostosowanie do wymogów regulacji MiFID II/MiFIR) oraz chęcią zwiększenia bazy potencjalnych klientów.

Na koniec 2017 r. domy maklerskie, których bezpośrednimi większościami akcjonariuszami były banki, stanowiły, według wartości aktywów, 58,7% całego sektora domów maklerskich. Liczba zagranicznych firm inwestycyjnych, które zgłosiły zamiar wykonywania działalności maklerskiej w Polsce, wyniosła blisko 2 tys. (w tym 14 w formie oddziału w Polsce), przy czym tylko niewielka część z nich prowadziła tę działalność na krajowym rynku.

Wśród krajowych firm inwestycyjnych można wyróżnić podmioty oferujące kompleksowe usługi maklerskie oraz instytucje, których oferta jest mocno wyspecjalizowana. Spośród podmiotów, które funkcjonowały na koniec 2017 r.:

- 43 mogły przyjmować i przekazywać zlecenia nabycia lub zbycia instrumentów finansowych,
- 36 mogło wykonywać zlecenia na rachunek klienta, oraz
- 35 mogło przechowywać lub rejestrować instrumenty finansowe, w tym prowadzić rachunki papierów wartościowych, rachunki zbiorcze oraz rachunki pieniężne.

Jednocześnie 33 krajowe firmy inwestycyjne miały zezwolenie na oferowanie wszystkich wymienionych podstawowych usług maklerskich. Ponadto 29 podmiotów mogło świadczyć usługi doradztwa inwestycyjnego, a 41 oferować instrumenty finansowe. Na rynku usług zarządzania portfelem instrumentów finansowych działały 23 podmioty maklerskie, przy czym dla 6 z nich był to główny rodzaj działalności. W ostatnich latach krajowe firmy inwestycyjne ograniczały świadczenie tej usługi z uwagi na bardziej konkurencyjną ofertę TFI.

4.9.1. Warunki funkcjonowania podmiotów maklerskich na polskim rynku

Rozwój rynku usług maklerskich w Polsce zależy przede wszystkim od koniunktury na rynku akcji i pozostałych instrumentów finansowych znajdujących się w obrocie zorganizowanym oraz od konkurencyjności oferty innych instytucji finansowych świadczących podobne usługi. Na przychody firm inwestycyjnych wpływ mają także zainteresowanie emitowaniem papierów wartościowych oraz napływ środków do funduszy inwestycyjnych. Podmioty maklerskie organizują bowiem emisje tych papierów oraz pośredniczą w sprzedaży tytułów uczestnictwa wspomnianych funduszy, za co pobierają część lub często całość opłaty dystrybucyjnej.

W 2017 r. warunki do prowadzenia działalności na krajowym rynku usług maklerskich poprawiły się, choć nadal były wymagające. Na Głównym Rynku GPW wartość transakcji akcjami i PDA zwiększyła się o 29,0%, a wolumen obrotów giełdowymi instrumentami pochodnymi spadł o 8,9% (tabela 4.9.1). Natomiast wartość pierwszych ofert publicznych (*initial public offering* – IPO) wyniosła 7,6 mld zł, co oznacza wyraźny wzrost w porównaniu z 1,1 mld zł w 2016 r.

Tabela 4.9.1. Podstawowe wskaźniki związane z funkcjonowaniem krajowych podmiotów maklerskich w latach 2014-2017

	2014	2015	2016	2017
Liczba domów maklerskich / banków prowadzących działalność maklerską	53 / 13	52 / 12	46 / 11	44 / 11
Aktywa domów maklerskich (w mld zł) ²	7,9	7,6	6,2	6,8
Kapitały własne domów maklerskich (w mld zł)	2,2	2,2	1,7	1,8
Obroty netto na rynku akcji i PDA (Główny Rynek GPW, w mld zł) ¹	232,9	225,3	202,3	261,0
Wolumen obrotów giełdowymi instrumentami pochodnymi (Główny Rynek GPW, w mln szt.)	9,5	8,2	7,9	7,2
Liczba spółek, które po raz pierwszy wprowadziły akcje do obrotu na rynkach organizowanych przez GPW: Głównym Rynku GPW / NewConnect	28 / 22	30 / 19	19 / 16	15 / 19

¹ Obroty netto na rynku akcji i PDA uwzględniają transakcje sesyjne i pakietowe.

² Aktywa domów maklerskich obejmują także środki klientów zgromadzone na rachunkach pieniężnych.

Źródło: GPW, KNF.

Zgodnie z danymi GPW piąty rok z rzędu spadła liczba rachunków papierów wartościowych prowadzonych przez członków giełdy z 1 357 074 szt. na koniec 2016 r. do 1 317 912 szt. na koniec 2017 r., przy czym tylko około 13% z nich było aktywnych. Obserwowane w ostatnich latach zmniejszenie liczby tych rachunków jest wynikiem stopniowego zamykania przez podmioty maklerskie rachunków nieaktywnych oraz spadku zainteresowania inwestorów indywidualnych samodzielnym inwestowaniem na GPW. Udział tych inwestorów w obrotach na Głównym Rynku GPW wzrósł z 13% w 2016 r. do 16% w 2017 r., ale i tak pozostawał o 8 pkt proc. niższy niż przeciętnie w latach 2004-2013. Wzrost wartości IPO nie przełożył się na zwiększenie aktywności tych uczestników rynku. Najprawdopodobniej oferty te przyciągały głównie tych inwestorów, którzy już wcześniej byli uczestnikami rynku wtórnego instrumentów udziałowych.

Mimo poprawy koniunktury na GPW podstawowa działalność maklerska, polegająca głównie na oferowaniu instrumentów finansowych oraz przyjmowaniu, przekazywaniu i wykonywaniu zleceń ich nabycia lub sprzedaży, pozostawała nierentowna. Skłaniało to niektóre podmioty do większego zaangażowania w operacje instrumentami finansowymi na rachunek własny, w tym zawierania transakcji inicjowanych przez ich klientów w obsługiwanych przez nie internetowych platformach transakcyjnych (tzw. platformach *forex*). Ochrona klientów detalicznych przed zagrożeniami związanymi z inwestowaniem na tych platformach była jedną z przesłanek uruchomienia przez UKNF dedykowanej strony internetowej, na której można znaleźć m.in. wytyczne i stanowiska organu nadzoru dotyczące świadczenia usług maklerskich na rynku instrumentów pochodnych OTC oraz materiały edukacyjne na ten temat³¹⁹.

Dystrybucja usług maklerskich odbywała się głównie z wykorzystaniem kanału internetowego. Na koniec 2017 r. liczba rachunków internetowych wyniosła 974,4 tys., co stanowiło około 74% wszystkich rachunków maklerskich. W 2017 r. udział transakcji realizowanych za pośrednictwem Internetu w obrotach akcjami inwestorów indywidualnych na Głównym Rynku GPW wyniósł 75% (wykres 4.9.1). W przypadku kontraktów terminowych wspomniany udział był jeszcze większy i w II połowie 2017 r. zbliżył się do historycznego maksimum. Obserwowany w ostatnich latach wzrost znaczenia kanału internetowego w dystrybucji usług maklerskich wiązał się z ograniczaniem przez firmy inwestycyjne liczby punktów obsługi klienta, które generują duże koszty stałe w porównaniu ze wspomnianym kanałem.

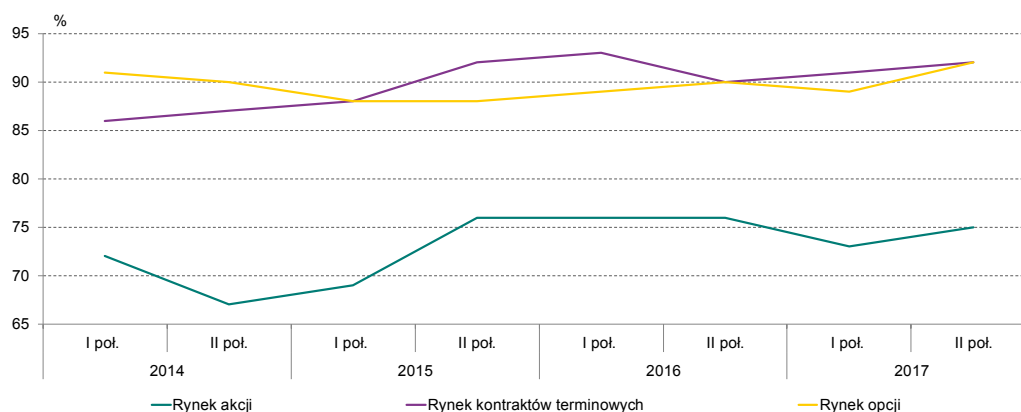
W 2017 r. firmy inwestycyjne przygotowywały się do wejścia w życie z początkiem 2018 r. wymogów regulacji MiFID II/MiFIR³²⁰. Konieczne dostosowania dotyczyły przede wszystkim procedur związanych z obsługą klientów detalicznych oraz z tworzeniem dedykowanych im produktów finansowych. Nowe rozwiązania zawarte we wspomnianych regulacjach UE zwiększają obowiązki informacyjne firm inwestycyjnych świadczących usługi m.in. oferowania instrumentów finansowych, zarządzania aktywami oraz doradztwa inwestycyjnego. Podmioty maklerskie przygotowywały się również do rozszerzenia zakresu raportowania do organów nadzoru danych o transakcjach instrumentami finansowymi dopuszczonymi do obrotu na rynkach zorganizowanych. Obowiązek ten może być wypełniany przez firmy inwestycyjne: bezpośrednio, za pośrednictwem uprawnionych podmiotów raportujących – *approved reporting mechanisms* (ARM) działających w ich imieniu, albo za pośrednictwem platform obrotu, na których dana transakcja została zawarta. Ponadto firmy inwestycyjne musiały dostosować swoje systemy informatyczne do zmian wprowadzanych w infrastrukturze transakcyjnej organizatorów rynku, w tym GPW. Zmiany te miały na celu przede wszystkim zwiększenie przejrzystości obrotu m.in.

³¹⁹ Strona UKNF poświęcona tzw. rynkowi *forex*: https://www.knf.gov.pl/dla_rynk/forex.

³²⁰ Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 600/2014 z dnia 15 maja 2014 r. w sprawie rynków instrumentów finansowych oraz zmieniające rozporządzenie (UE) nr 648/2012 (Dz. Urz. UE L173 z 2014 r., s. 84 z późn. zm.) oraz dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady nr 2014/65/UE z dnia 15 maja 2014 r. w sprawie rynków instrumentów finansowych oraz zmieniająca dyrektywę 2002/92/WE i dyrektywę 2011/61/UE (Dz. Urz. UE L173 z 2014 r., s. 349 z późn. zm.).

przez podwyższenie limitów minimalnej wartości zleceń z warunkiem wielkości ujawnianej. Nowe rozwiązania dotyczące minimalnych kroków notowań dla kursów akcji i tytułów uczestnictwa funduszy ETF były z kolei nakierowane na ograniczenie niekorzystnych skutków wykorzystywania przez inwestorów techniki handlu wysokich częstotliwości – *high frequency trading* (HFT).

Wykres 4.9.1. Udział obrotów realizowanych za pośrednictwem Internetu w obrotach inwestorów indywidualnych na Głównym Rynku GPW w latach 2014-2017



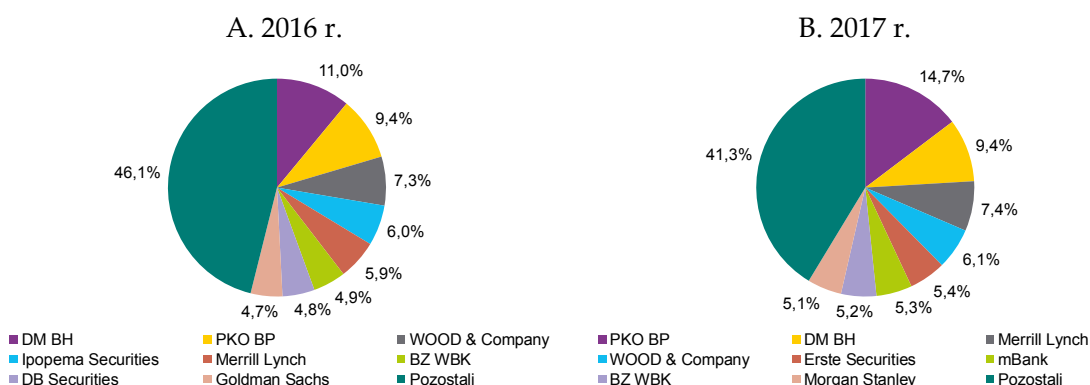
Źródło: GPW.

4.9.2. Działalność podmiotów maklerskich na rynku zorganizowanym

Firmy inwestycyjne wykonują swoją działalność przede wszystkim na krajowych rynkach regulowanych i ASO organizowanych przez GPW i BondSpot.

Wykonywanie zleceń na Głównym Rynku GPW charakteryzowała umiarkowana koncentracja podmiotowa. Udział pięciu największych firm inwestycyjnych w obrotach akcjami i PDA zwiększył się z 39,6% w 2016 r. do 43,0% w 2017 r. (wykres 4.9.2).

Wykres 4.9.2. Udział największych podmiotów maklerskich w obrotach akcjami oraz PDA na Głównym Rynku GPW w 2016 i 2017 r.

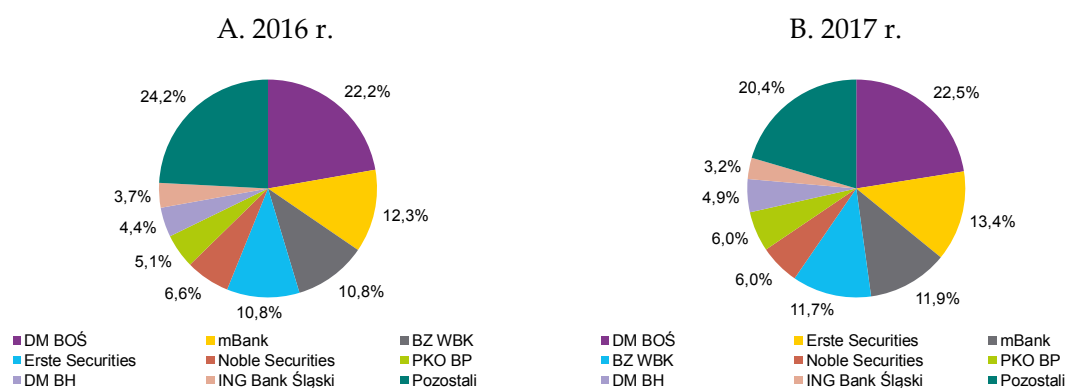


Uwaga: dane obejmują: transakcje sesyjne, pakietowe i inne.

Źródło: GPW.

W pozostałych segmentach wspomnianego rynku dominacja kilku podmiotów maklerskich była znacznie większa. Przykładowo udział pięciu największych członków giełdy w obrotach kontraktami *futures* wyniósł 65,5% (wykres 4.9.3), a opcjami 74,2%. W wykonywaniu zleceń na rynku certyfikatów inwestycyjnych i produktów strukturyzowanych silne pozycje utrzymały instytucje finansowe, które odpowiadały za organizację emisji tych instrumentów i jednocześnie pełniły dla nich funkcję animatora rynku.

Wykres 4.9.3. Udział największych podmiotów maklerskich w obrotach kontraktami *futures* na Głównym Rynku GPW w 2016 i 2017 r.



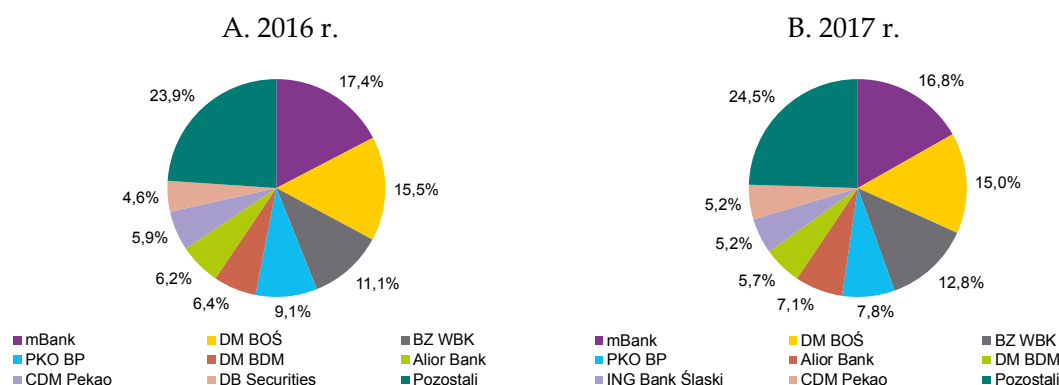
Uwaga: dane obejmują: transakcje sesyjne i pakietowe.

Źródło: GPW.

Na Głównym Rynku GPW kolejny rok z rzędu obserwowano wzrost aktywności zdalnych członków giełdy (zagranicznych firm inwestycyjnych zawierających transakcje na GPW bez pośrednictwa krajowych podmiotów maklerskich). Udział tych członków w wartości transakcji akcjami i PDA w 2017 r. wyniósł 34,6%, wobec 31,1% w 2016 r. Do wzrostu znaczenia zdalnych członków giełdy w obrotach na rynku tych instrumentów mógł przyczynić się organizowany przez GPW i Grupę Kapitałową KDPW program wspierania płynności – High Volume Provider (HVP). Polega on na pobieraniu przez wspomniane instytucje infrastruktury rynku preferencyjnych opłat, odpowiednio, transakcyjnych i potransakcyjnych od tych podmiotów, które zawierają transakcje o dużej wartości, a ich głównym obszarem działalności jest inwestowanie wyłącznie na rachunek własny. Kryteria te najczęściej spełniają zdalni członkowie giełdy lub ich klienci.

Analiza struktury obrotów akcjami na rynku NewConnect według firm inwestycyjnych wskazuje na stabilizację koncentracji pośrednictwa w zawieraniu transakcji (wykres 4.9.4). Udział w obrotach pięciu największych podmiotów maklerskich w ostatnich latach oscylował blisko 60%.

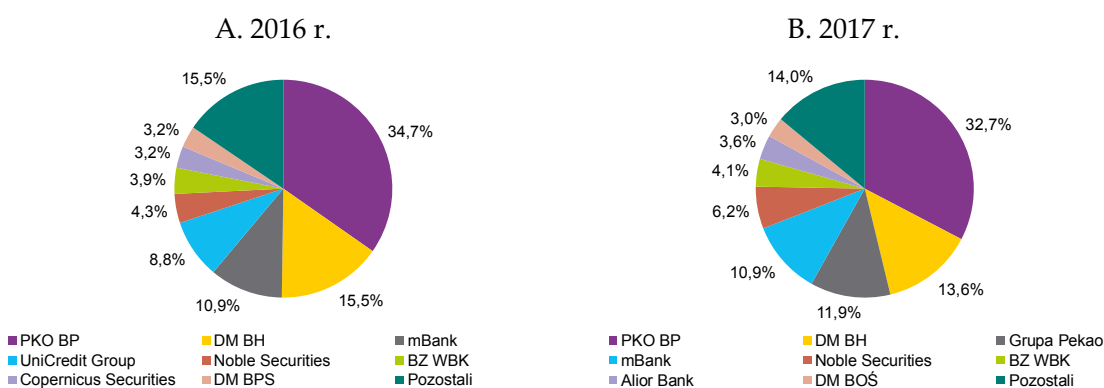
Wykres 4.9.4 Udział największych podmiotów maklerskich w obrotach akcjami oraz PDA na rynku NewConnect w 2016 i 2017 r.



Uwaga: dane obejmują transakcje sesyjne i pakietowe.

Źródło: GPW.

Wykres 4.9.5. Udział największych podmiotów maklerskich w obrotach na rynkach należących do platformy Catalyst prowadzonych przez GPW w 2016 i 2017 r.



Uwaga: dane obejmują transakcje sesyjne i pakietowe.

Źródło: GPW.

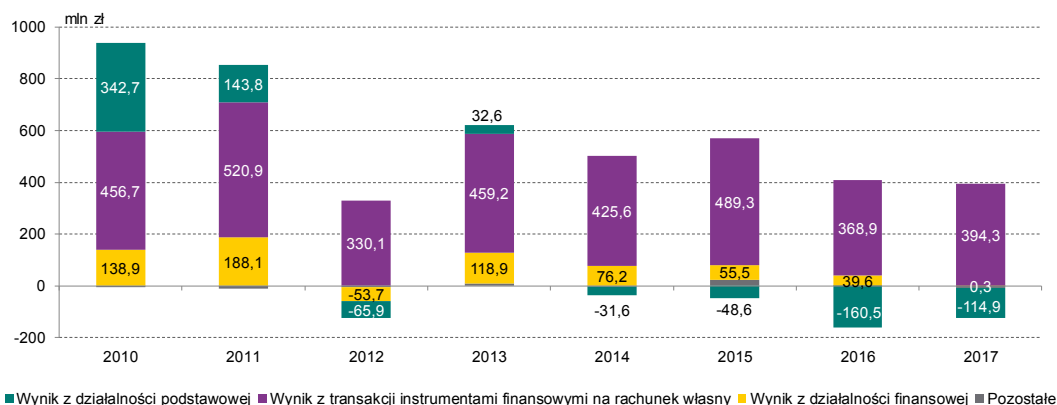
Firmy inwestycyjne prowadziły także działalność na platformie obrotu instrumentami dłużnymi – Catalyst, w tym 23 podmioty na będących jej częścią rynkach organizowanych przez GPW. Struktura obrotów na tych rynkach wskazuje na silną koncentrację pośrednictwa w zawieraniu transakcji. W 2017 r. pięć największych pod tym względem krajowych firm inwestycyjnych odpowiadało za 75,3% wartości wszystkich transakcji (wykres 4.9.5).

4.9.3. Wyniki finansowe domów maklerskich

Na poprawę wyników finansowych domów maklerskich w 2017 r. istotnie wpłynęła dobra koniunktura na krajowym rynku kapitałowym, w szczególności zwiększenie obrotów akcjami na Głównym Rynku GPW oraz wzrost wartości IPO. Zysk brutto domów maklerskich wzrósł

z 249,3 mln zł do 271,3 mln zł (wykres 4.9.6), a wynik z działalności operacyjnej³²¹ był większy o 29,2%.

Wykres 4.9.6. Dekompozycja zysku brutto domów maklerskich w latach 2010-2017



Źródło: UKNF.

Przychody z działalności podstawowej zwiększyły się o 7,3% do 780,5 mln zł. Wpłynęła na to przede wszystkim większa aktywność inwestorów na rynku kasowym GPW, która skutkowałą wzrostem przychodów z tytułu prowizji od przyjmowania, przekazywania i wykonywania zleceń klientów. W porównaniu z 2016 r. przychody te były większe aż o 45,0%. Jednocześnie, z uwagi na wzrost wartości IPO, przychody domów maklerskich z tytułu oferowania instrumentów finansowych wzrosły o 8,3%. Koszty tych podmiotów z tytułu działalności podstawowej, mimo konieczności dostosowania się do wymogów regulacji MiFID II/MiFIR, nie zmieniły się istotnie. Wydatki na wynagrodzenia, stanowiące główny element tych kosztów wzrosły o 2,7%. W rezultacie w 2017 r. strata na działalności podstawowej domów maklerskich zmniejszyła się w porównaniu z 2016 r. o 28,4% i wyniosła 114,9 mln zł.

Pozostałe segmenty działalności operacyjnej domów maklerskich były zyskowe. Od wielu lat główne źródło zysku brutto tych podmiotów stanowi wynik z transakcji instrumentami finansowymi (wykres 4.9.6). W przeważającym stopniu na wynik ten wpływają zyski domów maklerskich oferujących dostęp do platform *forex* i jednocześnie bardzo często będących kontrahentami w transakcjach inicjowanych przez ich klientów na tych platformach. Głównym źródłem tych zysków są: wynik z tytułu różnicy między kwotowaniami (*spread*), po których domy

³²¹ Wynik z działalności operacyjnej obejmuje następujące kategorie: wynik z działalności podstawowej, wynik z operacji instrumentami finansowymi (przeznaczonymi do obrotu, utrzymywanymi do terminu zapadalności i dostępnymi do sprzedaży) oraz pozostałe przychody operacyjne. Szczegółowy zakres tych kategorii jest przedstawiony w części C załącznika nr 11 do rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 5 lutego 2010 r. w sprawie zakresu, trybu i formy oraz terminów przekazywania informacji przez firmy inwestycyjne, banki, o których mowa w art. 70 ust. 2 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi, i banki powiernicze (Dz.U. z 2010 r., nr 25, poz. 129 z późn. zm.).

maklerskie zawierają przeciwstawne transakcje ze swoimi klientami, oraz wynik domów maklerskich z przeprowadzanych na rachunek własny transakcji o charakterze spekulacyjnym.

Na koniec 2017 r. ponad 99,6% funduszy własnych domów maklerskich stanowił kapitał podstawowy Tier 1. Na poziomie sektora zagregowane współczynniki kapitałowe kształtowały się wielokrotnie powyżej wymogów regulacyjnych.

5. Rynki finansowe

5.1. Rynek pieniężny

5.1.1. Ewolucja wielkości i struktury rynku pieniężnego

W 2017 r. krajowy rynek pieniężny funkcjonował stabilnie. Płynność krajowego rynku operacji o charakterze lokacyjnym, które służą bankom i innym instytucjom finansowym do bieżącego zarządzania płynnością (tabela 5.1.1) nieznacznie zwiększyła się w porównaniu z 2016 r.

Podobnie jak w poprzednich latach, wielkość i struktura terminowa obrotów na rynku niezabezpieczonych lokat międzybankowych były determinowane obowiązującymi normami regulacyjnymi, niewielką liczbą jego uczestników posiadających strukturalne nadwyżki płynności oraz niskimi limitami kredytowymi nakładanymi wzajemnie przez banki. Dominowały transakcje O/N, które stanowiły ponad 90% obrotów na tym rynku. Transakcje o terminach zapadalności dłuższych niż jeden tydzień zawierane były sporadycznie.

Tabela 5.1.1. Zadłużenie na koniec roku z tytułu poszczególnych instrumentów rynku pieniężnego oraz wartość obrotów na krajowym rynku transakcji lokacyjnych w latach 2014-2017 (w mld zł)

	2014	2015	2016	2017
Rynek instrumentów dłużnych (zadłużenie na koniec okresu)				
Bony skarbowe	0,0	0,0	0,0	0,0
Bony pieniężne	110,6	98,8	81,3	94,4
Krótkoterminowe bankowe papiery dłużne	5,1	5,0	4,7	6,3
Krótkoterminowe papiery dłużne przedsiębiorstw	13,5	7,3	7,8	18,7
Rynek transakcji lokacyjnych (średnie dzienne obroty netto)				
Niezabezpieczone lokaty międzybankowe	4,9	3,9	3,8	3,8
<i>FX swap</i>	10,3	11,8	13,7	14,0
Transakcje <i>repo</i> /SBB/BSB	15,2	14,5	13,8	13,8
w tym: operacje między bankami krajowymi	4,6	4,7	4,2	4,9

Źródło: NBP.

Zwiększeniu aktywności na rynku swapów walutowych złotego sprzyjało poszukiwanie przez globalnych inwestorów instytucjonalnych, w tym na rynkach wschodzących, aktywów zapewniających wysoką dochodowość (zjawisko *search for yield*), do finansowania których wykorzystywały waluty pozyskiwane m.in. w transakcjach *fx swap*. Zdecydowana większość takich transakcji z udziałem złotego dokonywana była między nierezydentami (na rynku *offshore*).

Skala obrotów na rynku transakcji warunkowych w 2017 r. nie zmieniła się istotnie w porównaniu z 2016 r. Dominowały operacje SBB zawierane głównie między bankami i niekredytowymi instytucjami finansowymi. Rynek międzybankowych transakcji *repo* charakteryzował się niską

płynnością. Dominującą formą zabezpieczenia wykorzystywaną w operacjach warunkowych pozostawały obligacje skarbowe.

Największym segmentem rynku krótkoterminowych papierów dłużnych pozostawał rynek bonów pieniężnych. Średnioroczna wartość tych instrumentów pozostających w obiegu nie zmieniła się istotnie w porównaniu z 2016 r.

W I kw. 2017 r. Ministerstwo Finansów wyemitowało bony skarbowe w niewielkiej skali (6 mld zł). Zostały one wykupione do końca sierpnia 2017 r. Instrumenty te były nabywane przede wszystkim przez banki krajowe. Średnie dzienne obroty netto na rynku wtórnym wyniosły nieco ponad 0,1 mld zł.

Zadłużenie z tytułu krótkoterminowych papierów dłużnych przedsiębiorstw na koniec 2017 r. zwiększyło się do 18,7 mld zł (z 7,8 mld zł na koniec 2016 r.). Przyczyną tak znacznego wzrostu tego rynku były emisje KPDP dokonane w grudniu 2017 r. przez jedną spółkę, przy jednoczesnym przedterminowym wykupie przez nią obligacji. Krótkoterminowe papiery dłużne są często wykorzystywane do transferu środków w ramach tej samej grupy kapitałowej – od podmiotów dysponujących nadwyżkami finansowymi do podmiotów poszukujących finansowania. W rezultacie przedsiębiorstwa niefinansowe stanowią najważniejszą grupę nabywców tych instrumentów, a płynność rynku wtórnego KPDP jest znikoma.

Banki na niewielką skalę emitowały krótkoterminowe bankowe papiery dłużne. Podobnie jak w poprzednich latach najważniejszymi inwestorami na rynku tych instrumentów były inne banki i fundusze inwestycyjne.

5.1.2. Rynek krótkoterminowych papierów dłużnych

5.1.2.1. Bony skarbowe

Wielkość rynku

Od 2009 r. Ministerstwo Finansów ograniczało emisje bonów skarbowych w finansowaniu potrzeb pożyczkowych Skarbu Państwa, a w latach 2014–2015 nie sprzedawało tych papierów dłużnych. Celem Ministerstwa Finansów jest wydłużanie średniej zapadalności papierów skarbowych, co pozwala zmniejszyć ryzyko refinansowania długu.

W 2017 r., podobnie jak w 2016 r., Ministerstwo Finansów emitowało bony skarbowe w niewielkiej skali. Stanowiły one 4,7% wszystkich sprzedanych krajowych skarbowych papierów dłużnych. Bony skarbowe emitowano tylko w I kw. i wykupiono je przed końcem sierpnia 2017 r. Środki pozyskane z ich emisji służyły zarządzaniu bieżącą płynnością budżetu państwa.

Zobowiązania Skarbu Państwa wynikające z emisji bonów skarbowych na koniec czerwca 2017 r. stanowiły 1% zadłużenia z tytułu rynkowych skarbowych papierów wartościowych. Dla

porównania, udział krótkoterminowych papierów dłużnych w całkowitym zadłużeniu z tytułu skarbowych papierów wartościowych w strefie euro wyniósł 6,2%³²².

Ze względu na niewielką skalę emisji bonów skarbowych i krótkie pierwotne terminy ich zapadalności w Polsce nie ma powszechnie uznawanego benchmarku dla oprocentowania krótkoterminowych papierów dłużnych. Może to utrudniać rozwój innych segmentów krajowego rynku pieniężnego.

Rynek pierwotny

W 2017 r. Ministerstwo Finansów zorganizowało cztery przetargi sprzedaży bonów skarbowych: dwa w styczniu i dwa w lutym. Sprzedano na nich papiery 27-, 29-, 32- i 34-tygodniowe o wartości nominalnej 6 mld zł, przy łącznym popycie 13 mld zł. Rentowności na poszczególnych aukcjach wyniosły od 1,52% do 1,55%, czyli nieco powyżej stopy referencyjnej NBP (1,5%). Na przetargach zorganizowanych w I kw. 2016 r. osiągnięto nieznacznie niższe rentowności (1,29%–1,37%).

Nabywcami bonów skarbowych na rynku pierwotnym są Dealerzy Skarbowych Papierów Wartościowych (DSPW)³²³. W 2017 r. funkcję tę pełniło osiem banków krajowych oraz sześć zagranicznych instytucji kredytowych z UE. Prawo do uczestnictwa w przetargach skarbowych papierów dłużnych przysługiwało również BGK. Organizatorem przetargów bonów skarbowych jest NBP, który pełni także funkcję agenta emisji oraz prowadzi system depozytowo-rozrachunkowy dla tych papierów dłużnych.

Podobnie jak na większości rozwiniętych rynków skarbowych papierów dłużnych, organizowane przez Ministerstwo Finansów przetargi sprzedaży bonów skarbowych odbywają się zgodnie z formułą jednej ceny. Wszyscy uczestnicy nabywają bony po tej samej cenie, nie niższej niż cena minimalna wyznaczona przez emitenta. Możliwe jest również składanie ofert niekonkurencyjnych, tj. takich, które nie zawierają ceny. Składając tego typu ofertę, inwestorzy godzą się na zakup bonów płacąc kwotę ustaloną przez pozostałych uczestników przetargu. W ramach ofert niekonkurencyjnych w 2017 r. sprzedano bony skarbowe o wartości nominalnej 175 mln zł, co stanowiło niecałe 3% wyemitowanych papierów.

Rynek wtórny

Średnie dzienne obroty netto bonami skarbowymi w okresie styczeń – sierpień 2016 r. wyniosły niespełna 130 mln zł, z czego blisko 50 mln zł przypadło na transakcje *outright* (tabela 5.1.2). Największe obroty w segmencie transakcji bezwarunkowych zanotowano w styczniu oraz lutym,

³²² Obliczono na podstawie danych EBC dostępnych na stronie:

<http://www.ecb.europa.eu/stats/money/securities/debt/html/index.en.html>.

³²³ Szerzej na temat Dealerów Skarbowych Papierów Wartościowych w rozdziale 5.2.2.1 (s. 253). Regulamin pełnienia funkcji Dealerów Skarbowych Papierów Wartościowych jest dostępny pod linkiem: <http://www.finanse.mf.gov.pl/web/wp/dlug-publiczny/dealerzy-skarbowych-papierow-wartosciowych/regulacje-prawne>.

a więc bezpośrednio po przetargach. Relacja średniej miesięcznej wartości transakcji bezwarunkowych do średniego miesięcznego stanu zadłużenia z tytułu bonów skarbowych w okresie styczeń – sierpień 2017 r. wyniosła 0,19 (wobec 0,27³²⁴ w 2016 r. i 0,46 dla rynkowych obligacji skarbowych w 2017 r.). Na rynku operacji warunkowych zawierano jedynie transakcje *sell-buy-back/buy-sell-back* (SBB/BSB) – największą ich wartość odnotowano w lipcu. Niska płynność rynku wtórnego bonów skarbowych była związana zarówno z niewielką skalą wyemitowanych instrumentów, jak i krótkimi pierwotnymi terminami ich zapadalności.

Obrót wtórny bonami skarbowymi odbywał się wyłącznie na rynku OTC. Instrumenty te były także notowane na platformie transakcyjnej Treasury BondSpot Poland³²⁵, ale w 2017 r. nie zawarto na niej żadnej transakcji.

Tabela 5.1.2. Średnie dzienne obroty netto bonami skarbowymi w latach 2012–2017 (w mld zł)

	2012	2013	2016	2017
Obroty netto, z czego:	0,52	0,28	0,10	0,13
- transakcje bezwarunkowe	0,13	0,07	0,06	0,05
- transakcje warunkowe	0,39	0,21	0,05	0,08

Uwagi: 1. W 2014 i 2015 r. bony skarbowe nie znajdowały się w obrocie. 2. Średnie dzienne obroty netto obliczono uwzględniając liczbę dni roboczych wyłącznie w miesiącach, w których bony skarbowe pozostawały w obrocie. 3. Suma wartości z poszczególnych wierszy może nieznacznie różnić się od wartości w kategorii ogółem ze względu na zaokrąglenia.

Źródło: obliczono na podstawie danych Ministerstwa Finansów.

Głównymi inwestorami na rynku bonów skarbowych były banki krajowe (wykres 5.1.1). Na koniec czerwca 2017 r. posiadały one 70,3% tych instrumentów dłużnych (wobec 91,3% rok wcześniej). Do dużego zaangażowania banków krajowych w dłużne papiery skarbowe zachęca konstrukcja obowiązującego od lutego 2016 r. podatku od niektórych instytucji finansowych. W przypadku tych instytucji finansowych podstawa opodatkowania jest bowiem obniżana o wartość posiadanych przez nie skarbowych papierów wartościowych³²⁶. W rezultacie efektywna dochodowość bonów skarbowych jest dla nich wyższa niż dochodowość nieskarbowych instrumentów dłużnych o podobnej rentowności, w tym bonów pieniężnych. Na koniec czerwca 2017 r. ponad 26% bonów skarbowych było w posiadaniu podmiotów, które w statystykach Ministerstwa Finansów sklasyfikowano jako inne (kategoria ta obejmuje m.in. BFG i KDPW_CCP). Udział krajowych zakładów ubezpieczeń i funduszy inwestycyjnych oraz inwestorów

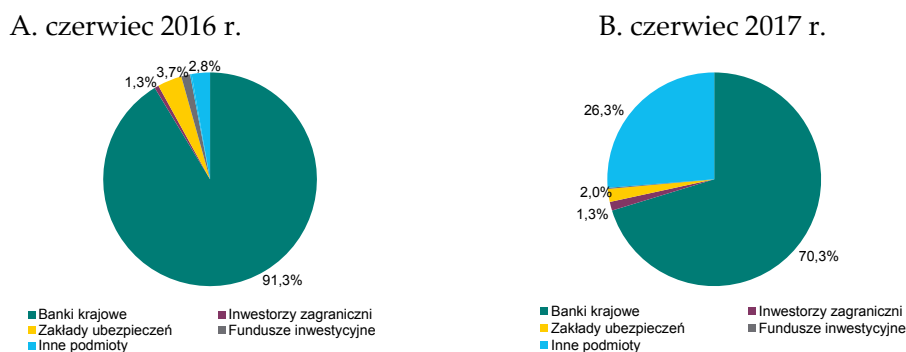
³²⁴ Przy obliczeniu wskaźnika uwzględniono liczbę dni roboczych wyłącznie w miesiącach, w których bony skarbowe pozostawały w obrocie.

³²⁵ Platforma TBSP stanowi integralną część systemu DSPW. Do końca 2017 r. funkcjonowała ona poza obrotem zorganizowanym, ale w ramach prac legislacyjnych nad projektem ustawy o zmianie ustawy o obrocie instrumentami finansowymi oraz niektórych innych ustaw, mającym na celu dostosowanie polskiego prawa do rozwiązań przewidzianych w regulacjach MIFID II/MIFIR, zaproponowano, aby platforma TBSP uzyskiwała status alternatywnego systemu obrotu (ASO).

³²⁶ Art. 5 pkt 9 ustawy z dnia 15 stycznia 2016 r. o podatku od niektórych instytucji finansowych (Dz.U. z 2016 r., poz. 68).

zagranicznych w strukturze nabywców bonów skarbowych był – podobnie jak w poprzednich latach – niewielki.

Wykres 5.1.1. Struktura nabywców bonów skarbowych na koniec I połowy 2016 i 2017 r. (według stanu zadłużenia)



Źródło: Ministerstwo Finansów.

5.1.2.2. Bony pieniężne

Emisja bonów pieniężnych jest podstawową formą operacji otwartego rynku przeprowadzanych przez NBP. Wartość bonów pieniężnych oferowanych na przetargach zależy od prognozowanej skali nadpłynności w krajowym systemie bankowym. Wykorzystując ten instrument bank centralny absorbuje nadmiar płynności i w ten sposób kształtuje oprocentowanie krótkoterminowych lokat międzybankowych na poziomie zbliżonym do stopy referencyjnej ustalonej przez RPP.

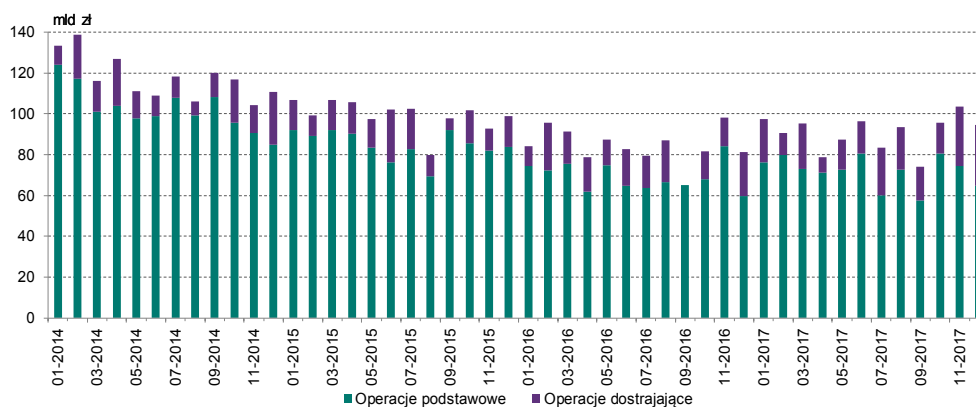
Wielkość rynku

W 2017 r. wielkość rynku bonów pieniężnych nie zmieniła się istotnie – odzwierciedlająca skalę nadpłynności w krajowym sektorze bankowym średnioroczna wartość tych instrumentów dłużnych NBP pozostających w obiegu wyniosła prawie 73 mld zł (wykres 5.1.2). W kierunku wzrostu nadpłynności sektora bankowego oddziaływały: dokonana w czerwcu wpłata z zysku NBP do budżetu państwa (prawie 9 mld zł) oraz operacje walutowe przeprowadzane przez NBP, w wyniku których bank centralny w 2017 r. skupił netto waluty obce za ponad 9 mld zł. Wspomniane saldo było rezultatem przede wszystkim transakcji przeprowadzanych na rachunku Ministerstwa Finansów, które zarówno sprzedawało waluty obce w NBP (pochodzące głównie ze środków UE), jak i je nabywało (np. w celu uiszczenia składki członkowskiej w UE lub wykupu euroobligacji). Do zwiększenia się nadpłynności przyczyniły się także dokonane przez NBP na rzecz sektora bankowego oraz SKOK wypłaty z tytułu dyskonta bonów pieniężnych oraz oprocentowania rezerwy obowiązkowej w kwocie ponad 1,6 mld zł.

Skalę płynności w sektorze bankowym ograniczał przede wszystkim wzrost pieniądza gotówkowego w obiegu (o ponad 10 mld zł w porównaniu z końcem grudnia 2016 r.), a także

stopniowe zwiększanie się depozytów składanych w sektorze bankowym oraz sektorze SKOK przez podmioty niebędące instytucjami kredytowymi, co przekładało się na wzrost (średniorocznie o około 2,5 mld zł) kwoty rezerwy obowiązkowej utrzymywanej w NBP. Poziom płynności redukowało ponadto wzrost depozytów sektora publicznego w NBP o około 1 mld zł³²⁷.

Wykres 5.1.2. Bony pieniężne w obiegu w latach 2014-2017 (według stanu na koniec okresów utrzymywania rezerwy obowiązkowej)



Źródło: SKARBNET4.

Rynek pierwotny

Zgodnie z założeniami polityki pieniężnej bank centralny za pomocą operacji otwartego rynku oddziałuje na płynność w sektorze bankowym w taki sposób, aby stabilizować stawkę POLONIA wokół stopy referencyjnej³²⁸. NBP przeprowadza podstawowe operacje otwartego rynku emitując bony pieniężne z 7-dniowym terminem zapadalności. Przetargi odbywają się regularnie raz w tygodniu (standardowo w piątek), a ich rozrachunek jest dokonywany tego samego dnia³²⁹. W przetargach na bony pieniężne emitowane w ramach operacji podstawowych mogą uczestniczyć wszystkie banki działające w Polsce, które spełniają wymogi techniczne związane z przeprowadzaniem tych operacji, oraz BFG. Rentowność oferowanych przez NBP bonów pieniężnych (określona według 360-dniowej bazy odsetkowej) jest równa ustalonej przez RPP stopie referencyjnej.

W 2017 r. średnia wartość bonów pieniężnych wyemitowanych w operacjach podstawowych wyniosła 71,1 mld zł, podobnie jak w 2016 r. Popyt na bony zgłaszany przez banki na przetargach był zazwyczaj nieco niższy od oferowanej podaży (wykres 5.1.3). Ze względu na bardzo małe obroty na rynku niezabezpieczonych depozytów międzybankowych o terminach innych niż O/N

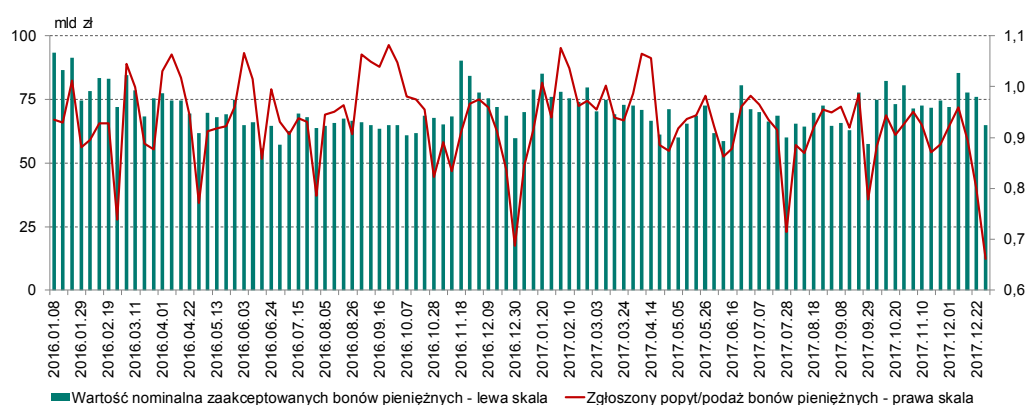
³²⁷ Szerzej na temat czynników kształtujących płynność krajowego systemu bankowego w 2017 r. w: *Raport roczny 2017. Płynność sektora bankowego. Instrumenty polityki pieniężnej NBP*, Warszawa 2018, NBP dokument dostępny na stronie internetowej http://www.nbp.pl/publikacje/operacje_or/2017/raport2017.pdf.

³²⁸ *Założenia polityki pieniężnej na rok 2017*, Warszawa 2016, NBP, s. 9.

³²⁹ W przypadku gdy piątek nie jest dniem roboczym, dzień przetargu i termin zapadalności bonów pieniężnych jest odpowiednio dostosowywany.

oraz przyjęte przez banki krajowe strategie zarządzania płynnością krótkoterminową, nie lokowały one wszystkich nadwyżek środków w 7-dniowych bonach pieniężnych, lecz pozostawiały na rachunkach w banku centralnym bufory płynnościowe. Prowadziło to do sytuacji, w której, pomimo stabilnej sytuacji na krajowym rynku pieniężnym, pod koniec okresów utrzymywania rezerwy obowiązkowej stawka POLONIA mogła odchyłać się w kierunku stopy depozytowej NBP (wykres 5.1.4).

Wykres 5.1.3. Wartość nominalna bonów pieniężnych NBP emitowanych w ramach operacji podstawowych i relacja popytu do podaży na rynku pierwotnym w latach 2016–2017

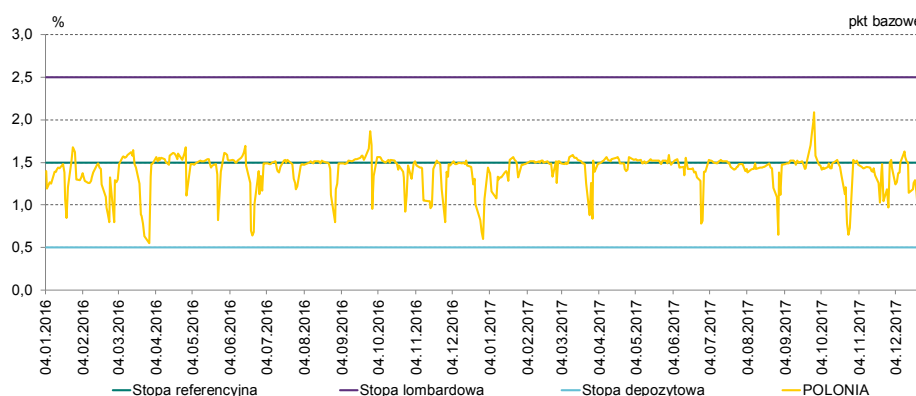


Źródło: NBP.

W celu ograniczenia wahań krótkoterminowych rynkowych stóp procentowych NBP przeprowadzał absorbujące operacje dostrajające o terminie zapadalności krótszym niż 7 dni. Były to emisje bonów pieniężnych w ostatnim dniu roboczym okresu utrzymywania rezerwy obowiązkowej oraz dodatkowe nieregularne emisje tych instrumentów organizowane w ich trakcie. W operacjach dostrajających dokonywanych w ostatnim dniu roboczym okresu utrzymywania rezerwy obowiązkowej mogły brać udział wszystkie banki spełniające warunki uczestnictwa w operacjach podstawowych, natomiast wyłączny dostęp do pozostałych operacji dostrajających posiadali Dealerzy Rynku Pieniężnego³³⁰.

W ramach operacji dostrajających w 2017 r. dokonano łącznie 20 emisji (w tym 8 nieregularnych) 1-, 2-, 3- lub 4-dniowych bonów pieniężnych. Średnioroczna wartość takich bonów pozostających w obiegu była o około 35% wyższa niż w 2016 r. i wyniosła 1,7 mld zł. Przeprowadzane przez NBP operacje podstawowe i dostrajające przyczyniły się do tego, że średnie absolutne odchylenie stawki POLONIA od stopy referencyjnej wynosiło w 2017 r. 12 pkt bazowych (i było o 4 pkt bazowe niższe od obserwowanego w 2016 r.).

³³⁰ Banki te są wybierane przez NBP co roku w konkursie na podstawie jednolitych kryteriów Indeksu Aktywności Dealerskiej.

Wykres 5.1.4. Stawka POLONIA i stopy NBP: depozytowa, lombardowa i referencyjna

Źródło: NBP.

Wpływ na strukturę zgłaszanego przez banki krajowe popytu na bony pieniężne miała konstrukcja obowiązującego od lutego 2016 r. podatku od niektórych instytucji finansowych, w tym zastosowane wyłączenia podmiotowe, zwalniające określone kategorie banków z wymogu jego odprowadzania. Po wprowadzeniu tego podatku część banków ograniczyła skalę zakupów bonów pieniężnych, a inne zwiększyły zaangażowanie z tę kategorię instrumentów dłużnych.

Rynek wtórny i infrastruktura

Obrót bonami pieniężnymi odbywał się na międzybankowym rynku OTC. Rynek ten charakteryzował się niską płynnością. W 2017 r. średnia dzienna wartość transakcji bonami pieniężnymi na rynku wtórnym wyniosła 1,9 mld zł i była o około 13% większa w porównaniu z 2016 r. Dominowały operacje bezwarunkowe, które stanowiły około 98% obrotów netto. Niewielki udział transakcji warunkowych na tym rynku wynikał przede wszystkim z krótkich pierwotnych terminów wykupu bonów pieniężnych oraz jeszcze krótszego okresu, w którym może nastąpić przeniesienie własności tych papierów wartościowych³³¹, a więc m.in. ustanowienie na nich zabezpieczenia.

Ewidencja bonów pieniężnych jest prowadzona w organizowanym przez NBP systemie SKARBNET4, który pełni rolę centralnego depozytu dla tych papierów wartościowych. System ten służy również do rozliczania i rozrachunku transakcji tymi papierami dłużnymi.

³³¹ Zgodnie z Uchwałą nr 7/2015 Zarządu NBP z dnia 12 marca 2015 r. (z późn. zm) w sprawie wprowadzenia Regulaminu prowadzenia przez Narodowy Bank Polski rachunków i kont depozytowych bonów skarbowych i bonów pieniężnych NBP w systemie SKARBNET4 oraz przeprowadzania w tym systemie operacji na papierach wartościowych dzień zakończenia transakcji typu repo nie może przypadać później niż w dniu poprzedzającym termin wykupu bonów będących przedmiotem transakcji.

5.1.2.3. Krótkoterminowe bankowe papiery dłużne³³²

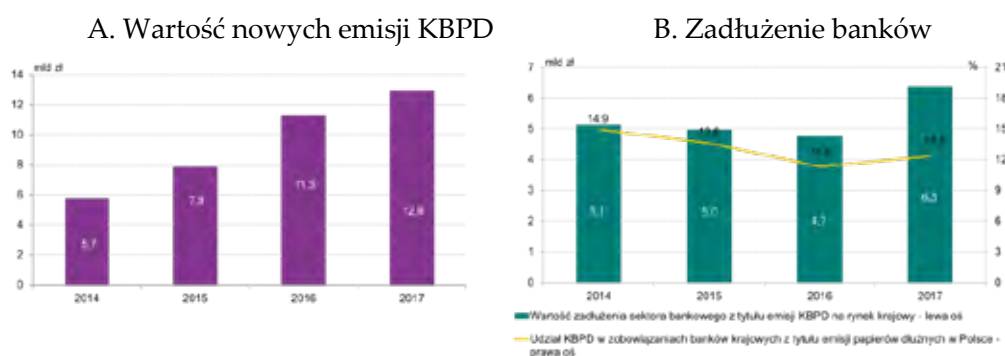
Banki w Polsce w niewielkim stopniu finansują działalność środkami pozyskanymi z emisji papierów dłużnych na rynku pieniężnym³³³. Na koniec 2017 r. wartość zobowiązań banków z tytułu emisji krótkoterminowych bankowych papierów dłużnych (KBPD) była wyższa niż w latach wcześniejszych (wykres 5.1.5), jednak nadal miała nieznaczący udział w pasywach sektora bankowego (około 0,4%)³³⁴.

Wartość nowych emisji KBPD przeprowadzanych przez banki krajowe systematycznie się zwiększa. W 2017 r. emisje przeprowadziło 8 banków posiadających około 41% udział w sumie bilansowej sektora. Pozyskały one finansowanie o łącznej wartości około 12,9 mld zł. Grupa banków aktywnych na rynku krótkoterminowych bankowych papierów dłużnych jest stosunkowo stabilna. Jest ona natomiast zróżnicowana, zarówno pod względem wielkości aktywów, jak i profilu działalności – są wśród nich banki uniwersalne, samochodowe oraz banki hipoteczne.

Wszystkie KBPD wyemitowane w 2017 r. były nominowane w złotych. Średnia wartość pojedynczej emisji wzrosła w 2017 r. do około 73 mln zł (z około 50 mln zł w roku poprzednim).

Emisje KBPD były przeprowadzane głównie w ramach funkcjonujących już programów i najczęściej następowały w dniu wykupu instrumentów poprzedniej emisji. Banki oferowały krótkoterminowe papiery dłużne głównie w trybie oferty niepublicznej i nie wprowadzały ich do obrotu na rynkach zorganizowanych. Najważniejszymi inwestorami na rynku KBPD były banki oraz fundusze inwestycyjne.

Wykres 5.1.5. Emisje KBPD na rynek krajowy w latach 2014–2017



Źródło: NBP.

³³² Krajowy rynek krótkoterminowych bankowych papierów dłużnych obejmuje obligacje oraz bankowe papiery wartościowe o pierwotnym terminie wykupu do jednego roku.

³³³ W podrozdziale analizowane są jedynie zobowiązania i wielkość emisji bankowych papierów dłużnych skierowanych na rynek krajowy.

³³⁴ Na koniec grudnia 2017 r. wartość krótkoterminowych papierów dłużnych wyemitowanych przez banki w strefie euro wynosiła 0,52 bln euro, co stanowiło około 1,5% sumy bilansowej sektora bankowego w strefie euro.

Rynek wtórny i inwestorzy

Dane o wartości transakcji KBPD na rynku wtórnym nie są dostępne. Z informacji uzyskanych od banków będących organizatorami emisji wynika, że transakcje na tym rynku są zawierane sporadycznie. Ze względu na bardzo krótki pierwotny termin zapadalności tych instrumentów nabywcy zazwyczaj utrzymują je do terminu wykupu.

5.1.2.4. Krótkoterminowe papiery dłużne przedsiębiorstw

Wielkość rynku

W 2017 r. przeprowadzono emisje KPDP o wartości 51,3 mld zł, tj. 12,1 mld zł więcej niż w 2016 r. Zadłużenie krajowych przedsiębiorstw z tytułu emisji tych instrumentów dłużnych zwiększyło się z 7,6 mld zł na koniec 2016 r. do 18,7 mld zł rok później (tabela 5.1.3). Wzrost ten wynikał przede wszystkim ze zmiany strategii finansowania jednej spółki wchodzącej w skład dużej grupy kapitałowej. Spółka ta w grudniu 2017 r. wykupiła przedterminowo swoje długoterminowe obligacje i jednocześnie uplasowała w trybie oferty niepublicznej KPDP o dużej wartości, kierując je do podmiotów z grupy kapitałowej.

Tabela 5.1.3. Wartość zadłużenia z tytułu KPDP i wartość nowych emisji w latach 2014–2017 (w mld zł)

	2014	2015	2016	2017
Wartość zadłużenia	13,5	7,3	7,6	18,7
Wartość nowych emisji	57,8	37,3	39,2	51,3

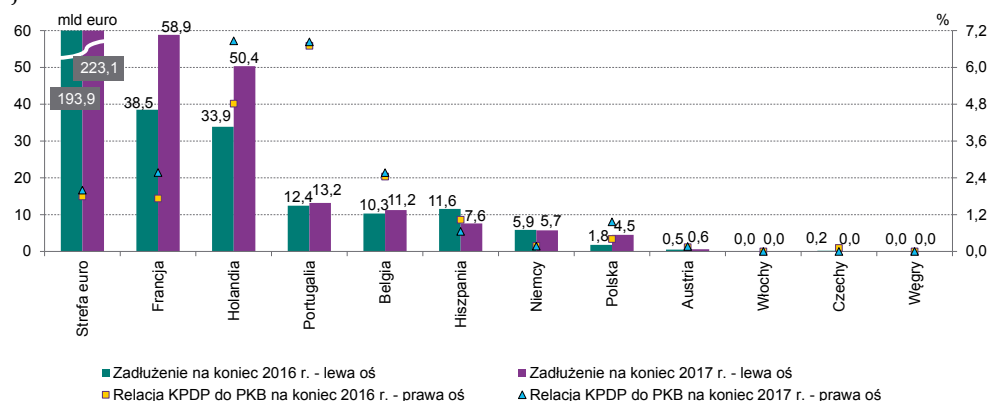
Uwaga: dane są prezentowane według klasyfikacji ESA 2010.

Źródło: szacunki na podstawie danych NBP i informacji z raportów bieżących spółek publicznych.

Zadłużenie z tytułu emisji tych instrumentów wzrosło na koniec 2017 r. do 0,9% PKB. Wskaźnik ten był niższy niż w strefie euro (2,0%), przy czym poziom rozwoju rynków obligacji przedsiębiorstw w poszczególnych krajach UE był zróżnicowany (wykres 5.1.6).

Dostępne dane wskazują, że krajowy rynek KPDP jest silnie skoncentrowany, a emisje tych instrumentów odbywają się głównie na podstawie programów uruchomionych kilka lat wcześniej. Jak wynika z raportów bieżących spółek publicznych KPDP są często wykorzystywane do transferu środków w ramach tej samej grupy kapitałowej – od podmiotów dysponujących nadwyżkami finansowymi do podmiotów poszukujących finansowania. Zaletą takiej strategii finansowania w porównaniu z zaciąganiem pożyczek jest brak obowiązku odprowadzania przez emitentów podatku od czynności cywilnoprawnych. Koszt przeprowadzenia emisji papierów dłużnych, zwłaszcza gdy są one kierowane do ograniczonego grona podmiotów z grupy kapitałowej emitenta, jest bowiem zazwyczaj niższy niż stawka tego podatku (2%). Rynek KPDP w Polsce nie tylko pozwala przedsiębiorstwom pozyskiwać finansowanie od inwestorów, ale służy także do zarządzania płynnością w dużych grupach kapitałowych.

Wykres 5.1.6. Wartość zadłużenia z tytułu KPDP w wybranych krajach Unii Europejskiej oraz jego relacja do PKB na koniec 2016 i 2017 r.



Uwagi: wartość zadłużenia z tytułu KPDP w Polsce przeliczono według średniego kursu EUR/PLN ogłoszonego przez NBP na koniec grudnia 2016 r. (4,4240) oraz na koniec grudnia 2017 r. (4,1709). Wartości za 2016 r. różnią się w porównaniu z danymi opublikowanymi w poprzedniej edycji tego opracowania ze względu na korekty danych publikowanych przez EBC.

Źródło: opracowano na podstawie danych Statistical Data Warehouse, EBC, Eurostat oraz NBP.

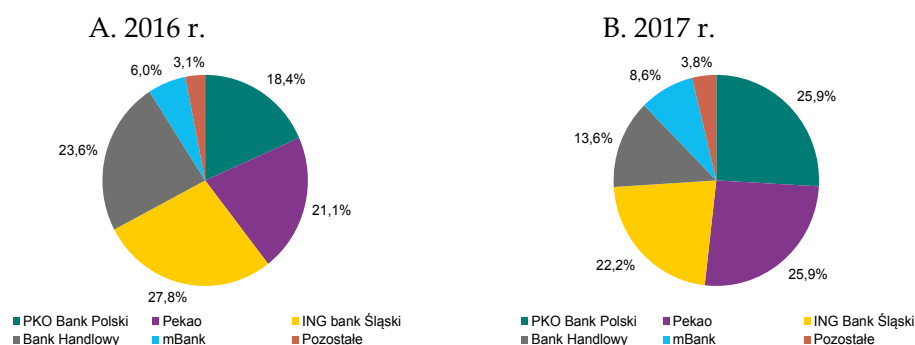
Struktura rynku

KPDP były emitowane w trybie oferty niepublicznej, w formie zdematerializowanej, przeważnie jako niezabezpieczone obligacje dyskontowe i bez nadanego ratingu. Według danych NBP wszystkie instrumenty pozostające w obrocie na koniec 2017 r. były nominowane w złotych.

Wartość pojedynczych emisji wynosiła najczęściej od kilku do kilkuset milionów złotych, natomiast wartość nominalna jednej obligacji zazwyczaj: 10 tys. albo 100 tys. złotych. Podobnie jak w poprzednich latach częstą praktyką na rynku KPDP było sprzedawanie nowych obligacji na rynku pierwotnym w dniu wykupu poprzedniej emisji (tzw. rolowanie zadłużenia).

Organizatorami emisji KPDP były głównie duże banki specjalizujące się w obsłudze przedsiębiorstw. W 2017 r. na pięciu największych organizatorów przypadało ponad 95% wartości uplasowanych instrumentów (wykres 5.1.7).

Wykres 5.1.7. Organizatorzy emisji KPDP według wartości instrumentów wyemitowanych w 2016 i 2017 r.



Źródło: opracowano na podstawie danych uzyskanych od grupy banków pełniących funkcję depozytariusza emisji.

Rynek wtórny i inwestorzy

Ze względu na niepubliczny charakter emisji KPDP i ich krótkie pierwotne terminy zapadalności obrót tymi instrumentami odbywał się wyłącznie poza obrotem zorganizowanym. Pośrednictwem w zawieraniu transakcji oraz ich rozliczaniem i rozrachunkiem zajmowały się banki organizujące emisje i prowadzące ewidencję tych papierów dłużnych. Płynność rynku wtórnego KPDP była nadal niewielka, ponieważ inwestorzy najczęściej utrzymywali je do terminu wykupu.

Według danych NBP w strukturze nabywców KPDP największy udział (tj. około 68% na koniec 2017 r.) miały przedsiębiorstwa. Wynikało to przede wszystkim ze wspomnianej strategii wykorzystywania emisji tych instrumentów w zarządzaniu płynnością w grupie kapitałowej. Na rynku KPDP inwestowały także fundusze inwestycyjne oraz banki.

5.1.3. Rynek transakcji o charakterze lokacyjnym

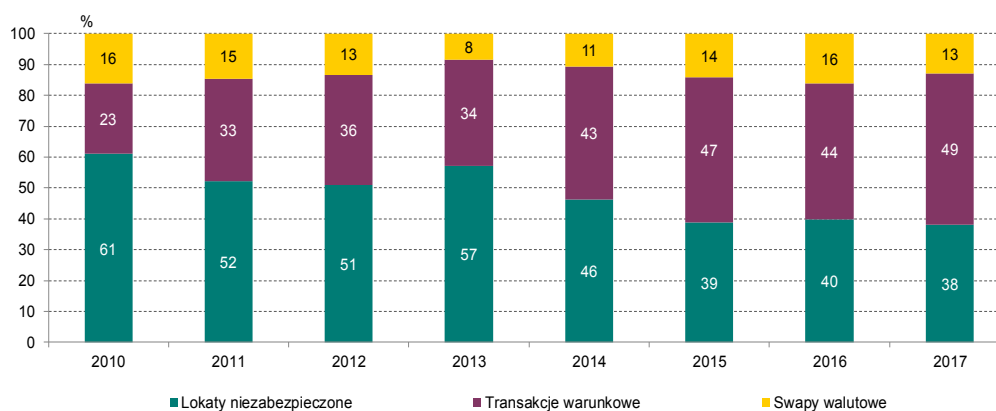
Rynek transakcji o charakterze lokacyjnym służy do bieżącego zarządzania płynnością finansową, umożliwiając jego uczestnikom lokowanie przejściowych nadwyżek lub pożyczanie brakujących środków. Ze względu na ryzyko kredytowe wśród transakcji lokacyjnych wyróżnia się lokaty niezabezpieczone oraz lokaty zabezpieczone walutami (*fx swap*) i papierami wartościowymi (operacje warunkowe – *repo* i *sell-buy-back*).

W 2017 r. płynność krajowego rynku międzybankowych transakcji o charakterze lokacyjnym zwiększyła się o około 4% w porównaniu z 2016 r. Wzrost obrotów odnotowano w segmencie operacji warunkowych, natomiast w przypadku swapów walutowych nastąpiło ograniczenie skali transakcji zawieranych między bankami krajowymi. Płynność na rynku niezabezpieczonych depozytów międzybankowych nie zmieniła się istotnie. Tendencje te przełożyły się na wzrost udziału transakcji zabezpieczonych papierami wartościowymi w obrotach na rynku transakcji o charakterze lokacyjnym do 49% w 2017 r. (wykres 5.1.8).

Najważniejszymi instrumentami wykorzystywanymi do zarządzania płynnością przez banki krajowe były operacje *repo* i *sell-buy-back*, przede wszystkim o terminach zapadalności do 1W włącznie. Podobnie jak w poprzednich latach, pomimo wzrostu obrotów na rynku transakcji warunkowych oraz funkcjonowania odpowiedniej infrastruktury transakcyjnej i potransakcyjnej, banki działające w Polsce nie były zainteresowane zawieraniem transakcji *tri-party repo* obsługiwanych przez KDPW oraz transakcji warunkowych rozliczanych przez KDPW_CCP³³⁵.

³³⁵ Transakcje rozliczane przez kontrahenta centralnego pozwalają na zmniejszenie ekspozycji na ryzyko kredytowe kontrahenta, a tym samym kapitału regulacyjnego wymaganego na pokrycie tego ryzyka.

Wykres 5.1.8. Struktura transakcji o charakterze lokacyjnym na rynku międzybankowym w Polsce w latach 2010-2017



Uwagi: obroty netto na międzybankowym rynku transakcji o charakterze lokacyjnym w Polsce są równe wartości nominalnej lokat niezabezpieczonych, transakcji warunkowych (*repo* i *SBB*) oraz swapów walutowych zawartych jedynie między bankami rezydentami.

Źródło: obliczono na podstawie danych NBP i MF.

Ważną funkcję w zarządzaniu płynnością w bankach krajowych pełniły niezabezpieczone lokaty międzybankowe. Mniejsze podmioty wykorzystywały *de facto* jedynie ten rodzaj transakcji lokacyjnych. W 2017 r. rynek niezabezpieczonych lokat międzybankowych funkcjonował stabilnie. Postrzegane przez jego uczestników ryzyko kredytowe kontrahentów oraz premia za płynność terminową były niskie – spread między stawką referencyjną WIBOR 3M a kwotowaniami transakcji OIS 3M, który odzwierciedlał te komponenty, wynosił przeciętnie 25 pkt bazowych i w porównaniu z 2016 r. był niższy o 5 pkt bazowych. Na rynku niezabezpieczonych lokat międzybankowych dominowały transakcje O/N. Ze względu na codzienne zmiany zapotrzebowania na płynne środki, związane m.in. z potrzebami klientów instytucjonalnych oraz prowadzeniem nominowanych w złotych rachunków *loro* dla podmiotów zagranicznych, banki krajowe zapewniały sobie w ten sposób elastyczność w zarządzaniu płynnością. Transakcje o najkrótszych terminach zapadalności dominowały także na rynku niezabezpieczonych lokat międzybankowych w strefie euro.³³⁶

Transakcje *fx swap* wykorzystywane były przez banki krajowe głównie do pozyskiwania walut obcych w celu domknięcia otwartych pozycji walutowych, wynikających z portfeli kredytów mieszkaniowych nominowanych we frankach szwajcarskich i euro. Kontrahentami w tego typu transakcjach były przede wszystkim banki zagraniczne, które, regularnie odnawiając krótkoterminowe pożyczki w złotych, m.in. finansowały swoje inwestycje na krajowym rynku kapitałowym. Na krajowym rynku swapy walutowe zawierano najczęściej na okres do 1 tygodnia włącznie.

³³⁶ Dane dotyczące rynku pieniężnego w strefie euro dostępne są na stronie EBC w sekcji *Euro money market statistics* pod adresem https://www.ecb.europa.eu/press/pr/stats/euro_money_market/html/index.en.html.

5.1.3.1. Lokaty niezabezpieczone

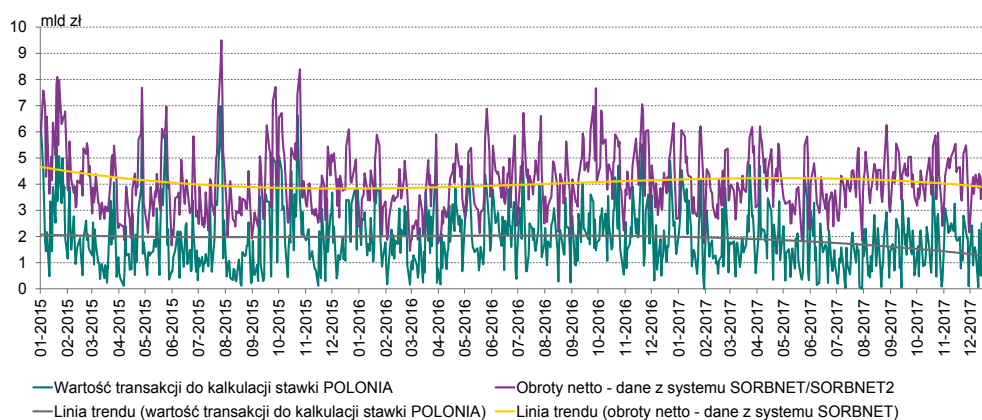
Niezabezpieczone lokaty międzybankowe są powszechnie wykorzystywanym instrumentem zarządzania płynnością w bankach działających w Polsce. Potrzeby płynnościowe banku są codzienne zaspokajane na międzybankowym rynku lokat. W tym celu banki najczęściej zawierają transakcje O/N.

Wielkość rynku

W 2017 r. średnie dzienne obroty na krajowym rynku niezabezpieczonych lokat międzybankowych wyniosły około 3,8 mld zł – podobnie jak w 2016 r. (wykres 5.1.9). Płynność była wyraźnie skoncentrowana w segmencie transakcji O/N. Średnia dzienna wartość takich lokat wyniosła ponad 3,5 mld zł. Istotnie zmniejszyła się aktywność banków w segmencie innych transakcji jednodniowych, średnio dziennie realizowano operacje T/N i S/N o łącznej wartości około 100 mln zł (o blisko 60% mniej niż w 2016 r.).

Kontynuowany był spadek liczby transakcji o standardowych okresach zapadalności powyżej jednego tygodnia. Depozyty międzybankowe o miesięcznych lub dłuższych terminach zapadalności, a więc w segmencie rynku pieniężnego istotnym dla wyznaczania ważnych dla funkcjonowania krajowego systemu finansowego stawek referencyjnych WIBOR 3M i WIBOR 6M, były składane sporadycznie. Aktywność w tym segmencie rynku była ograniczana przez normy płynnościowe wynikające z pakietu regulacji CRD IV/CRR, które zmniejszyły skłonność banków do pozyskiwania finansowania na rynku depozytów niezabezpieczonych, zwłaszcza w transakcjach zawieranych na dłuższe okresy zapadalności, oraz obowiązujący od lutego 2016 r. podatek od niektórych instytucji finansowych. Do spadku płynności przyczyniały się ponadto niewielka liczba podmiotów dysponujących strukturalnymi nadwyżkami płynności oraz niskie limity kredytowe, które banki wzajemnie nakładały na siebie.

Wykres 5.1.9. Dzielne obroty netto na rynku lokat międzybankowych w latach 2015–2017

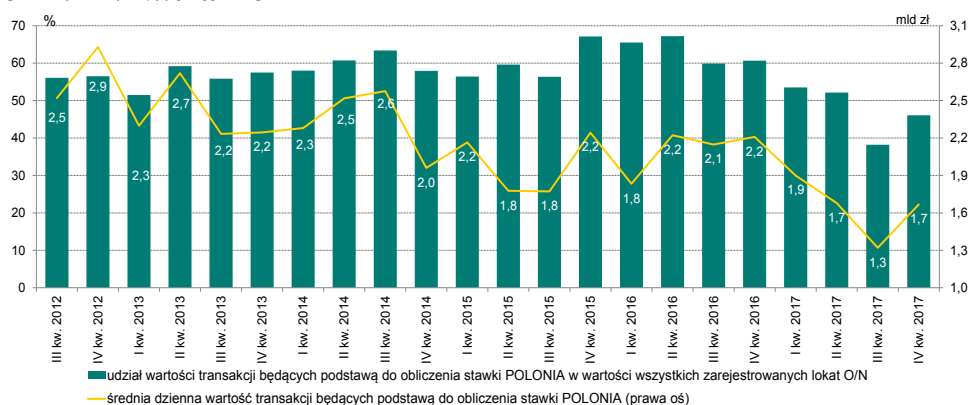


Źródło: NBP.

Ze względu na zawieranie głównie lokat jednodniowych średnia dzienna wartość transakcji ważonych ich okresem zapadalności³³⁷ (tzw. obrotodni) ukształtowała się na podobnym poziomie co średnia nieważona, tj. 3,8 mld zł.

W 2017 r. spadła aktywność banków uczestniczących w fixingu stawki POLONIA³³⁸. W porównaniu z 2016 r. średnia dzienna wartość transakcji będących podstawą do obliczenia tej stawki³³⁹ zmniejszyła się o 22% i wyniosła 1,6 mld zł. Takie transakcje stanowiły w 2017 r. około 47% wartości wszystkich lokat O/N zawartych między bankami będącymi uczestnikami systemu SORBNET2. Udział i średnia dzienna wartość transakcji wykorzystywanych do obliczenia stawki POLONIA były najniższe od 2012 r., tj. od początku gromadzenia w systemach SORBNET/SORBNET2 danych dotyczących niezabezpieczonych lokat międzybankowych. (wykres 5.1.10). Ponadto w związku z niezawarciem 31 stycznia i 31 lipca 2017 r. między uczestnikami fixingu ani jednej transakcji O/N stawka POLONIA nie została obliczona w tych dniach. Zgodnie z regulaminem fixingu w tych dniach obowiązywały stawki z poprzednich dni roboczych.

Wykres 5.1.10. Średnia dzienna wartość transakcji będących podstawą do obliczenia stawki POLONIA oraz ich udział w wartości wszystkich zarejestrowanych lokat O/N w okresie II kwartał 2012 r. – IV kwartał 2017 r



Źródło: opracowanie NBP na podstawie danych z systemu SORBNET2.

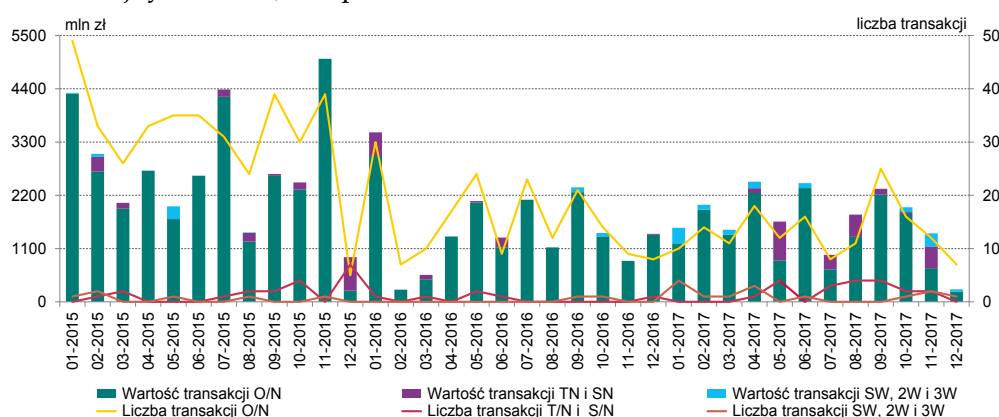
³³⁷ Poszczególnym pierwotnym terminom zapadalności przyporządkowano następujące wagi: O/N, T/N, S/N – 1; SW – 5; 2W – 10; 3W – 15; 1M – 21; 2M – 42; 3M – 63; 6M – 126; 9M – 189; 1Y – 252. Wagi te opierają się na przeciętnej liczbie dni roboczych w danym okresie zapadalności i odzwierciedlają liczbę operacji jednodniowych, które bank musiałby zrealizować, żeby zapewnić sobie finansowanie na odpowiednio dłuższy termin, oraz obciążenie limitów kredytowych banku składającego lokatę. Operacje o niestandardowych terminach zapadalności zostały pominięte przy obliczaniu sumy wartości transakcji ważonych okresem zapadalności, nie jest bowiem znany ich średni termin zapadalności.

³³⁸ Stawka POLONIA (Polish Overnight Index Average), odpowiednik stopy EONIA w strefie euro, jest publikowana każdego dnia roboczego o godzinie 17:00 w serwisie informacyjnym Thomson Reuters oraz na stronie NBP. Kalkulacją stawki POLONIA zajmuje się NBP.

³³⁹ Stawka POLONIA jest obliczana jako średnia stopa oprocentowania lokat międzybankowych O/N ważona wartością tych lokat. Bazą do obliczania tej stawki są zawarte między uczestnikami fixingu i skierowane do rozrachunku do godziny 16:30 transakcje, o których jednakowe informacje zostały przekazane przez uczestników fixingu do NBP do godziny 16:45.

Na takie zachowanie mógł wpłynąć wspomniany podatek od niektórych instytucji finansowych. Jego konstrukcja skłaniała bowiem banki krajowe do nieprzyjmowania krótkoterminowych lokat, których data złożenia przypadłaby na inny miesiąc niż data ich zwrotu (takie lokaty zwiększałyby bowiem aktywa będące podstawą opodatkowania). W rezultacie pobieranie tego podatku przyczyniło się do okresowych spadków obrotów na rynku niezabezpieczonych lokat międzybankowych pod koniec poszczególnych miesięcy (wykres 5.1.11).

Wykres 5.1.11. Zawarte na krajowym rynku niezabezpieczonych lokat międzybankowych w latach 2015–2017 transakcje O/N, T/N i S/N oraz SW, 2W i 3W, których termin zapadalności przypadł w kolejnych miesiącach po datach rozrachunku ich złożenia



Źródło: opracowanie NBP na podstawie danych z systemu SORBNET2.

Struktura rynku

Obowiązujące banki normy płynnościowe, niewielka skłonność do lokowania nadwyżek płynności w innych bankach, utrzymywanie niskich limitów na ryzyko kredytowe kontrahenta, oraz konstrukcja podatku od niektórych instytucji finansowych determinowały strukturę terminową operacji na rynku niezabezpieczonych lokat międzybankowych. W strukturze tej dominowały operacje O/N – około 92% obrotów (tabela 5.1.4), a wszystkie transakcje jednodniowe (O/N, T/N, S/N) stanowiły ponad 95% obrotów.

Tabela 5.1.4. Struktura terminowa obrotów na rynku niezabezpieczonych lokat międzybankowych w 2016 i w 2017 r. (w %)

Termin pierwotny lokaty	I połowa 2016	II połowa 2016	I połowa 2017	II połowa 2017
O/N	87,7	87,6	93,6	90,7
T/N S/N SW 2W 3W	8,4	6,7	2,0	5,1
1M 2M 3M 6M 9M 1Y	0,0	0,0	0,1	0,0
Niestandardowe terminy	3,9	5,7	4,3	4,2
Ogółem	100,0	100,0	100,0	100,0

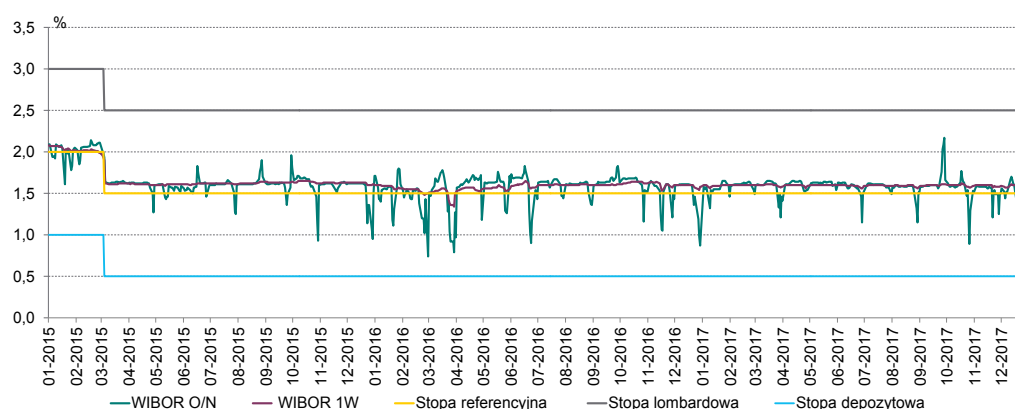
Źródło: NBP.

Ze względu na codzienne zmiany zapotrzebowania na płynne środki banki krajowe preferowały na rynku niezabezpieczonych lokat międzybankowych transakcje o możliwie najkrótszych

terminach zapadalności. Zapewniało im to elastyczność w zarządzaniu płynnością oraz pozwalało ograniczyć ryzyko kredytowe kontrahenta.

W 2017 r. stawka POLONIA oraz stopa WIBOR O/N utrzymywały się w przedziale wahań wyznaczonym przez stopy procentowe NBP – depozytową i lombardową (wykres 5.1.12). Średnie absolutne odchylenie stawki WIBOR O/N od stopy referencyjnej wyniosło 9 pkt bazowych, wobec 15 pkt bazowych w 2016 r. (przy przeliczeniu stopy referencyjnej według bazy 365 dni w roku).

Wykres 5.1.12. Stawki WIBOR, stopy NBP: depozytowa, lombardowa i referencyjna w latach 2015-2017



Źródło: NBP i Thomson Reuters.

Ważnym instrumentem zarządzania płynnością banków w ciągu dnia operacyjnego był kredyt techniczny. Jest on udzielany przez NBP uczestnikom systemu SORBNET2 w zamian za przeniesienie prawa własności do skarbowych papierów wartościowych, papierów dłużnych emitowanych przez NBP oraz wskazanych na stronie internetowej NBP³⁴⁰ nieskarbowych dłużnych papierów wartościowych zarejestrowanych w KDPW. Średnia dzienna wartość kredytu technicznego zaciągniętego w 2017 r. wyniosła 46 mld zł i była o około 2% wyższa niż w 2016 r. Zabezpieczenie kredytu technicznego stanowiły głównie obligacje skarbowe (około 91%) a także bony pieniężne (około 8%).

W 2017 r. nie zmieniła się liczba uczestników fixingu stawek referencyjnych WIBID/WIBOR. Kwotowania na potrzeby wyznaczania tych stawek przekazywało jedenaście banków. Na koniec 2017 r. 21 banków było uczestnikami fixingu stawki POLONIA – jeden mniej niż rok wcześniej.

W 2017 r. prowadzono działania mające na celu wzmocnienie jakości oraz wiarygodności indeksów referencyjnych krajowego rynku pieniężnego, a także stawek kalkulowanych na wybranych rynkach zagranicznych (ramka 5.1.1).

³⁴⁰ Uchwała nr 9/2015 Zarządu NBP z dnia 12 marca 2015 r. w sprawie wprowadzenia Regulaminu refinansowania banków kredytem lombardowym oraz kredytem w ciągu dnia operacyjnego przez Narodowy Bank Polski (tekst jednolity Dz. Urz. NBP z 2017 r., poz. 19).

Ramka 5.1.1. Zmiany organizacji fixingu indeksów referencyjnych rynku pieniężnego

Stawki referencyjne rynku pieniężnego (np. stawki WIBOR) pełnią istotną rolę w funkcjonowaniu krajowego systemu finansowego. Stanowią one podstawę dla oprocentowania kredytów, pożyczek, depozytów, dłużnych papierów wartościowych oraz dla rozliczenia instrumentów pochodnych stopy procentowej, w tym umożliwiających zabezpieczanie się przed ryzykiem rynkowym.

Nominowane w złotych aktywa krajowego sektora bankowego o zmiennej stopie procentowej, których wycena jest w zdecydowanej większości uzależniona od stawek WIBOR, osiągnęły na koniec 2017 r. 863,9 mld zł. Wartość kredytów na nieruchomości mieszkaniowe, których oprocentowanie bazuje na wspomnianych indeksach, wyniosła około 260,5 mld zł. Istotną kategorię instrumentów powiązanych z krajowymi stawkami referencyjnymi stanowiły również dłużne papiery wartościowe o zmiennym oprocentowaniu emitowane przez: Ministra Finansów (o wartości 160,6 mld zł), JST (18,3 mld zł), banki (27,2 mld zł) oraz przedsiębiorstwa niefinansowe (około 58,6 mld zł). Ponadto stawki WIBOR stanowią podstawę dla wyceny oraz określania przepływów finansowych wielu instrumentów pochodnych, w tym takich, które umożliwiają zabezpieczenie się przed ryzykiem rynkowym (przede wszystkim transakcje IRS oraz FRA). Na koniec 2017 r. wartość pozycji pozabilansowych banków krajowych z tytułu tego typu transakcji wyniosła około 1 385,4 mld zł, a zaangażowanie zagranicznych instytucji finansowych w instrumenty pochodne powiązane ze stopami WIBOR było wielokrotnie wyższe.

Istotną część bilansu krajowego sektora bankowego stanowią również aktywa nominowane w walutach obcych, których oprocentowanie uzależnione jest od stawek referencyjnych kalkulowanych na zagranicznych rynkach pieniężnych, w tym przede wszystkim na rynku euro oraz franka szwajcarskiego. Na koniec 2017 r. wartość tych instrumentów wyniosła 211,4 mld zł, z czego 113,4 mld zł odpowiadało za kredyty na nieruchomości mieszkaniowe.

Indeksy referencyjne kalkulowane dla krajowego rynku pieniężnego

W 2017 r. dostosowywano prawo krajowe oraz organizację fixingu stawek referencyjnych wyznaczanych na rynku pieniężnym w Polsce do wymogów unijnego rozporządzenia w sprawie indeksów stosowanych jako wskaźniki referencyjne (dalej: BMR)¹, które weszło w życie 30 czerwca 2016 r. Większość przepisów tej regulacji obowiązuje od 1 stycznia 2018 r., przy czym do końca 2019 r. przewidziano okres przejściowy, podczas którego administratorzy istniejących stawek referencyjnych powinni w pełni dostosować organizację ich fixingów do nowych wymogów.

Konsekwencją wejścia w życie rozporządzenia BMR było wyznaczenie w Polsce organu sprawującego nadzór nad procesem wyznaczania indeksów referencyjnych, a także zmiana podmiotów pełniących funkcję administratora stawek WIBID i WIBOR oraz POLONIA. W 2017 r. ustawą o dystrybucji ubezpieczeń² znowelizowano ustawę o nadzorze nad rynkiem finansowym³, w której KNF została wskazana jako organ właściwy w zakresie wykonywania nadzoru przewidzianego przepisami BMR. Tym samym KNF uzyskała uprawnienia kontrolne nad procesem ustalania krajowych wskaźników referencyjnych oraz możliwość podejmowania przewidzianych w BMR działań interwencyjnych w celu zapewnienia ciągłości ich publikowania.

Ze względu na istotne ograniczenia co do możliwości spełnienia wymogów BMR, z dniem 30 czerwca 2017 r. dotychczasowy administrator stawek referencyjnych WIBID i WIBOR – Stowarzyszenie Rynków Finansowych ACI Polska – przekazał organizację fixingu tych indeksów spółce GPW Benchmark. W 2017 r. podmiot ten przygotował nową dokumentację indeksów WIBID i WIBOR, która obejmuje Kodeks Postępowania wraz z załącznikami oraz Regulamin Stawek Referencyjnych WIBID i WIBOR. Zmiany wprowadzone nową dokumentacją dostosowują częściowo organizację fixingu do wymogów wspomnianego rozporządzenia i obejmują m.in. ustanowienie przez administratora wewnętrznego organu kontrolnego, a także wprowadzenie procedur mających zapewnić ciągłość publikacji i ograniczyć ryzyko manipulacji stawkami referencyjnymi. GPW Benchmark jest podmiotem

uprawnionym do skorzystania z okresu przejściowego (zgodnie z art. 51 ust 1 i ust. 3 BMR), w związku z czym pełna zgodność procesu wyznaczania stawek WIBID i WIBOR z wymogami rozporządzenia BMR powinna zostać zapewniona do 1 stycznia 2020 r. Nowa dokumentacja stawek referencyjnych WIBID i WIBOR została opublikowana 30 listopada 2017 r., a jej wejście w życie wyznaczono na 1 lutego 2018 r.

Na mocy porozumienia zawartego 23 października 2017 r. pomiędzy NBP a Stowarzyszeniem Rynków Finansowych ACI Polska, bank centralny przejął 1 grudnia 2017 r. funkcję organizatora fixingu stawki POLONIA. Od tego dnia zaczął obowiązywać zmieniony Regulamin Fixingu Stawki Referencyjnej POLONIA. Modyfikacje wprowadzone w jego treści miały wyłącznie charakter porządkowy i odzwierciedlały zmianę podmiotu odpowiedzialnego za organizację fixingu. Przejęcie przez NBP funkcji podmiotu odpowiedzialnego za wyznaczanie stawki POLONIA nie wiązało się ze zmianami w sposobie wyznaczania tego indeksu.

Niezależnie od zmian w organizacji fixingu istniejących indeksów, w 2017 r. spółka GPW Benchmark zaproponowała kalkulację nowych stawek referencyjnych krajowego rynku pieniężnego, które miałyby bazować na transakcjach zawieranych na rynku Treasury BondSpot Poland. Do końca 2017 r. przedstawiono tylko ogólną koncepcję wskaźnika oraz zapowiedziano rozpoczęcie konsultacji z uczestnikami rynku.

Indeksy referencyjne kalkulowane na wybranych zagranicznych rynkach pieniężnych

Z punktu widzenia krajowego systemu finansowego istotne były również inicjatywy dotyczące stawek referencyjnych wyznaczanych na wybranych zagranicznych rynkach pieniężnych, przede wszystkim na rynkach pieniężnych euro oraz franka szwajcarskiego – walut, w których nominowana jest istotna część aktywów krajowego sektora bankowego. Działania te obejmowały:

- Tworzenie nowych indeksów. W komunikacie z 21 września 2017 r.⁴ EBC poinformował o rozpoczęciu prac zmierzających do stworzenia nowego indeksu rynku niezabezpieczonych depozytów o terminie O/N. Według deklaracji EBC inicjatywa ta wynika z potrzeby zapewnienia alternatywy dla stawek EURIBOR i EONIA. Zgodnie z zapowiedziami EBC, nowy indeks bazować ma na dotyczących lokat niezabezpieczonych danych gromadzonych w stworzonym przez ESBC systemie Money Market Statistical Reporting⁵, a rozpoczęcie wyznaczania tego indeksu ma nastąpić przed 2020 r. Biorąc pod uwagę przedstawione założenia dotyczące konstrukcji nowego indeksu, prawdopodobnie będzie on najbliższym substytutem stawki EONIA, w przypadku której w ostatnich latach odnotowano istotny spadek wartości transakcji stanowiących podstawę dla wyznaczania fixingu.
- Reformy istniejących wskaźników referencyjnych. W 2017 r. European Money Market Institute, podmiot pełniący funkcję administratora stawek EURIBOR, kontynuował prace nad zmianą sposobu kalkulacji tych indeksów. Zmiany metodyki mają doprowadzić do wykorzystywania w możliwie szerokim zakresie danych o oprocentowaniu transakcji zawieranych na rynku depozytów niezabezpieczonych.
- W 2017 r. brytyjski organ nadzoru finansowego (Financial Conduct Authority, FCA) prowadził analizy aktywności uczestników rynku niezabezpieczonych depozytów międzybankowych. Transakcje zawierane na tym rynku stanowią podstawę do kalkulacji stawek LIBOR (w tym istotnych z punktu widzenia krajowego systemu finansowego indeksów LIBOR CHF). Na podstawie tych analiz, a także danych gromadzonych przez administratora stawek LIBOR (ICE Benchmark Administration, IBA) oraz wybrane banki centralne, FCA ocenił, że niska wartość obrotów na tym rynku może uniemożliwiać wyznaczanie stawek referencyjnych na podstawie danych o zawieranych na nim transakcjach. Jednocześnie w opinii części banków uczestnictwo w fixingu stawek referencyjnych, które bazują na kwotowaniach (a nie na rzeczywistych transakcjach), może narażać te banki na ryzyko sporów prawnych. Tego typu obawy wpłynęły

na wzrost niechęci do przekazywania przez banki danych (kwotowań) na potrzeby wyznaczania indeksów LIBOR. W związku z tym FCA ogłosił, że uzyskał od panelistów zobowiązanie do uczestniczenia w fixingu do końca 2021 r.

- Prace mające na celu identyfikację stawek, które potencjalnie mogłyby stanowić alternatywę dla tych obecnie wykorzystywanych w umowach finansowych. W październiku 2017 r. grupa robocza ds. stawek referencyjnych franka szwajcarskiego (National Working Group on Swiss Franc Reference Rates) wskazała stawkę SARON⁶ jako rekomendowaną alternatywę dla indeksów LIBOR CHF⁷. Z inicjatywy EBC, ESMA, KE oraz Financial Services and Markets Authority we wrześniu 2017 r.⁸ ogłoszono utworzenie grupy roboczej, której celem ma być identyfikacja stawki wolnej od ryzyka (*risk free rate*) dla euro, mogącej potencjalnie stanowić alternatywę dla obecnie kalkulowanych indeksów rynku pieniężnego, przede wszystkim stawek EURIBOR. Ponadto w 2017 r. grupy robocze ds. indeksów referencyjnych dolara amerykańskiego (Alternative Reference Rates Committee) oraz funta sterlinga (Working Group on Sterling Risk-Free Reference Rates) wyznaczyły, odpowiednio, stawki SOFR⁹ oraz SONIA¹⁰ (stopy wolne od ryzyka) jako rekomendowane alternatywy dla indeksów LIBOR kalkulowanych dla tych walut.

W związku z możliwością zastąpienia w przyszłości indeksów typu IBOR wskaźnikami alternatywnymi badana jest możliwość ich zastosowania w istniejących oraz nowych umowach finansowych. W odniesieniu do rynku instrumentów pochodnych OTC ISDA rozpoczęła prace nad rozwiązaniem, które pozwoli na odpowiednią modyfikację warunków wcześniej zawartych transakcji przez dołączenie odpowiednich protokołów do obowiązujących umów ramowych. Prace te polegają m.in. na określeniu metody wyznaczania spreadu rekompensującego kontrahentom różnice (związane m.in. z premią za ryzyko kredytowe i płynność terminową) między wyceną portfela transakcji (objętych umową ramową) z wykorzystaniem stawek LIBOR oraz wyceną tego portfela z zastosowaniem wskaźników alternatywnych, przyjętych w poszczególnych jurysdykcjach i zastępujących dotychczasowe indeksy. Wobec braku międzynarodowych inicjatyw zmierzających do wypracowania podobnego rozwiązania dla rynku kredytów o zmiennym oprocentowaniu ewentualne zaprzestanie kalkulacji stawek LIBOR po 2021 r. może generować istotne ryzyko prawne dla banków krajowych zaangażowanych w tego typu umowy.

¹ Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady UE 2016/1011 z dnia 8 czerwca 2016 w sprawie indeksów stosowanych jako wskaźniki referencyjne w instrumentach finansowych i umowach finansowych lub do pomiaru wyników funduszy inwestycyjnych i zmieniające dyrektywy 2008/48/WE i 2014/17/UE oraz rozporządzenie (UE) nr 596/2014 (Dz. Urz. UE L171 z 2016 r., s. 1).

² Ustawa z dnia 15 grudnia 2017 r. o dystrybucji ubezpieczeń (Dz.U. z 2017 r., poz. 2486).

³ Ustawa z dnia 21 lipca 2006 r. o nadzorze nad rynkiem finansowym (Dz.U. z 2017 r., poz. 196 z późn. zm.).

⁴ ECB to publish new unsecured overnight interest rate, ECB Press Release, <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2017/html/ecb.pr170921.en.html>.

⁵ Na mocy Rozporządzenia Europejskiego Banku Centralnego (UE) nr 1333/2014 z dnia 26 listopada 2014 r. w sprawie statystyki rynków pieniężnych, w ramach systemu MMSR największe monetarne instytucje finansowe w strefie euro mają obowiązek przekazywać na bazie dziennej do banku centralnego informacje dotyczące indywidualnych transakcji zawieranych na rynku pieniężnym. Dotyczy to instytucji, których główne aktywa bilansowe ogółem przekraczają 0,35% głównych aktywów bilansowych ogółem wszystkich monetarnych instytucji finansowych strefy euro.

⁶ SARON (Swiss Average Rate Overnight) odzwierciedla średnie oprocentowanie międzybankowych transakcji *repo* O/N nominowanych we frankach szwajcarskich.

⁷ Working group on CHF reference interest rates Minutes from the 17th meeting (5 October 2017), https://www.snb.ch/en/mmr/reference/minutes_20171005/source/minutes_20171005.en.pdf.

⁸ Joint press release FSMA, ESMA, ECB and EC: New working group on a risk-free reference rate for the euro area, https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2017/html/ecb.pr170921_1.en.html.

⁹ SOFR (Secured Overnight Financing Rate) odzwierciedla średnie oprocentowanie pożyczek O/N nominowanych w dolarach amerykańskich i zabezpieczonych skarbowymi papierami wartościowymi Stanów Zjednoczonych.

¹⁰ SONIA (Sterling Overnight Index Average) odzwierciedla średnie oprocentowanie niezabezpieczonych pożyczek międzybankowych O/N nominowanych w funtach szterlingach.

Uczestnicy i infrastruktura rynku

Rynek niezabezpieczonych lokat międzybankowych jest rynkiem lokalnym z małą liczbą aktywnych uczestników, co wynika m.in. ze struktury krajowego sektora bankowego. W rezultacie płynność rynku w dużym stopniu zależy od transakcji kilku dużych banków. Największą aktywność na rynku niezabezpieczonych lokat międzybankowych wykazywały banki dysponujące silną bazą depozytową i rozwiniętą siecią detaliczną oraz banki pełniące funkcje korespondentów banków zagranicznych i pośredniczące w realizacji ich płatności z tytułu transakcji na rynku instrumentów finansowych nominowanych w złotych.

Rynek transakcji O/N charakteryzował się umiarkowaną koncentracją obrotów. Wśród podmiotów dostarczających krótkoterminową płynność transakcje pięciu najbardziej aktywnych banków stanowiły w 2017 r. około 53% obrotów netto, co nie odbiegało istotnie od udziałów w poprzednich latach. Z kolei wśród podmiotów pozyskujących płynność udział operacji pięciu najbardziej aktywnych banków w wartości zawartych transakcji O/N wyniósł 64%.

Transakcje wewnątrzgrupowe stanowiły w 2017 r. około 5% obrotów na rynku niezabezpieczonych lokat międzybankowych. Takie operacje wynikały z przyjętej strategii zarządzania płynnością w grupie bankowej. Analiza informacji o pojedynczych zleceniach płatniczych z tytułu takich transakcji pozwala stwierdzić, że ich oprocentowanie nie odbiegało istotnie od stawek WIBID i WIBOR oraz średniego oprocentowania niezabezpieczonych lokat międzybankowych na rynku krajowym.

Warunki transakcji na rynku niezabezpieczonych lokat międzybankowych były uzgadniane głównie za pomocą elektronicznego systemu konwersacyjnego Thomson Reuters Dealing lub telefonicznie. Niekiedy korzystano z usług brokera głosowego.

5.1.3.2. Lokaty zabezpieczone

5.1.3.2.1. Swapy walutowe

Swap walutowy (*fx swap*) jest złożeniem dwóch przeciwstawnych transakcji wymiany walut, których rozrachunek następuje w różnych terminach. W sensie ekonomicznym jest to pożyczka udzielona w jednej walucie i zabezpieczona inną walutą. Swap walutowy może być wykorzystywany m.in. do zarządzania płynnością. Sprzedaż obcej waluty w wymianie początkowej, a następnie jej obowiązkowe odkupienie w wymianie końcowej umożliwiają pozyskanie złotych na czas określony w warunkach transakcji. Odwrotna transakcja pozwala natomiast pozyskać waluty obce na ustalony okres.

Wielkość i uczestnicy rynku

Na podstawie danych NBP, BIS i Banku Anglii można szacować, że średnie dzienne obroty netto na globalnym rynku *fx swap* złotego w 2017 r. wynosiły około 19 mld USD i były o około 2 mld USD

większe od odnotowanych w 2016 r. Zwiększeniu aktywności na tym rynku sprzyjało poszukiwanie przez globalnych inwestorów instytucjonalnych, w tym na rynkach wschodzących, aktywów zapewniających wysoką dochodowość (zjawisko *search for yield*), do finansowania których wykorzystywały waluty pozyskiwane m.in. w transakcjach *fx swap*. Zdecydowaną większość takich transakcji z udziałem złotego przeprowadzano na rynku *offshore* (operacje między nierezydentami). Transakcje zawierane z podmiotami działającymi w Polsce odpowiadały tylko za 23% obrotów na globalnym rynku *fx swap* złotego.

Krajowy rynek *fx swap* złotego pozostawał największym rynkiem w regionie. Obroty na nim były prawie dwukrotnie wyższe niż obroty na lokalnych rynkach *fx swap* korony czeskiej oraz forinta (tabela 5.1.5). W 2017 r. średnie dzienne obroty netto na krajowym rynku swapów walutowych złotego wyniosły 14,0 mld zł (około 3,7 mld USD), wobec 13,7 mld zł w 2016 r. Na rynku tym dominowały transakcje z nierezydentami. Odpowiadały one za blisko 90% obrotów netto (wykres 5.1.13).

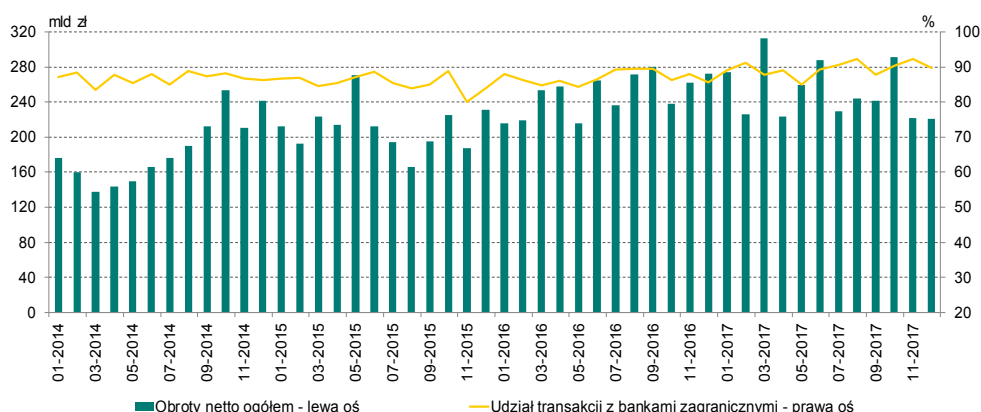
Tabela 5.1.5. Średnie dzienne obroty na krajowym rynku *fx swap* złotego, korony czeskiej i forinta w 2017 r. (w mln USD)

	Złoty	Korona czeska	Forint
Obroty ogółem, w tym:	3 706,9	1 989,1	1 883,0
- transakcje EUR/waluta krajowa	888,4	1 129,1	594,0
- transakcje USD/waluta krajowa	2 745,4	1 233,3	1 284,2

Uwaga: dane dla korony czeskiej na podstawie transakcji zarejestrowanych w styczniu, kwietniu, lipcu i październiku 2017 r. uwzględniają również wartości walutowych transakcji *forward*.

Źródło: dane Narodowego Banku Czech, Narodowego Banku Węgier i NBP.

Wykres 5.1.13. Miesięczne obroty netto na międzybankowym rynku *fx swap* złotego w Polsce w latach 2014–2017



Uwagi: obroty netto - miesięczna wartość nominalnych kwot transakcji po wyeliminowaniu efektu podwójnej sprawozdawczości. Przedstawione wartości obejmują jedynie te transakcje, w których jedną z walut był złoty.

Źródło: dane NBP pozyskane od banków najbardziej aktywnych na krajowym rynku finansowym.

Podobnie jak we wcześniejszych latach, swap walutowy pozostawał najbardziej płynnym instrumentem międzybankowego rynku pieniężnego w Polsce. Średnia dzienna wartość transakcji banków krajowych z innymi bankami wyniosła w 2017 r. 12,1 mld zł.

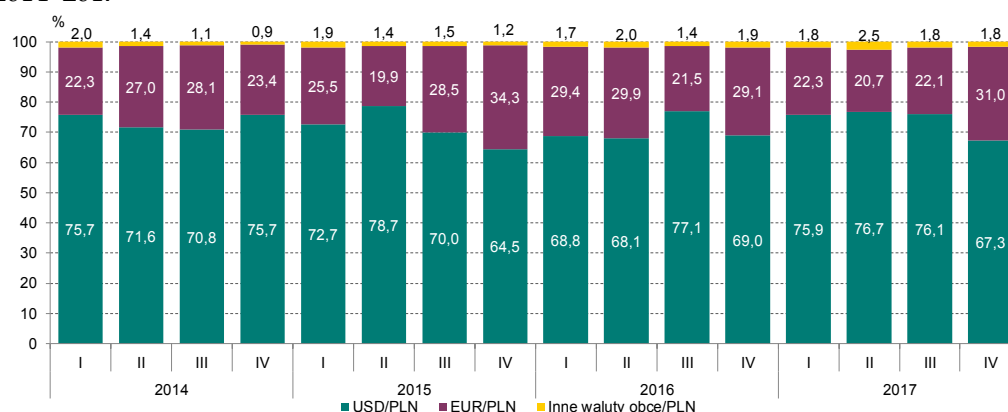
Średnia dzienna wartość transakcji *fx swap* z udziałem złotego na krajowym rynku klientowskim była zbliżona do odnotowanej w 2016 r. i wyniosła prawie 1,2 mld zł. Głównymi uczestnikami tego rynku były krajowe fundusze inwestycyjne, które wykorzystywały transakcje *fx swap* z udziałem złotego do finansowania portfeli aktywów nominowanych w walutach obcych (na koniec 2017 r. wartość nominowanych w walutach obcych aktywów krajowych funduszy inwestycyjnych wyniosła nieco ponad 84 mld zł i była o 12,5% większa niż rok wcześniej).

Struktura rynku

W strukturze walutowej transakcji *fx swap* złotego nadal wyraźnie przeważały operacje wymiany USD/PLN – ich udział wynosił odpowiednio 77% dla rynku globalnego oraz 71% dla rynku krajowego. Wynikało to z funkcjonującego na światowym rynku walutowym standardu wykorzystywania USD w międzybankowych transakcjach *fx swap*. W swoich strategiach podmioty zagraniczne wymieniają (często pożyczone) niskooprocentowane waluty na dolary amerykańskie i dopiero wtedy pozyskują inne waluty (np. złote w operacjach *fx swap* USD/PLN), potrzebne im m.in. do inwestycji na lokalnych rynkach finansowych.

W 2017 r. kontynuowany był wzrost udziału operacji EUR/PLN w obrotach na krajowym rynku *fx swap* (wykres 5.1.14). Było to związane m.in. z działaniami najważniejszych banków centralnych. Prowadzenie przez EBC łagodnej polityki pieniężnej oraz stopniowe podwyższanie stóp procentowych przez Fed determinowały niższe koszty pozyskania euro w transakcjach *fx swap* w porównaniu do analogicznych transakcji dokonywanych na parze USD/PLN. Wysoki udział transakcji EUR/PLN był szczególnie widoczny w segmencie transakcji klientowskich. W 2017 r. operacje EUR/PLN stanowiły ponad 46% wartości transakcji *fx swap* z udziałem złotego zawartych przez krajowe podmioty niebankowe, co mogło mieć związek ze strukturą walutową zagranicznych aktywów krajowych funduszy inwestycyjnych.

Wykres 5.1.14. Struktura walutowa obrotów na krajowym międzybankowym rynku *fx swap* w latach 2014–2017

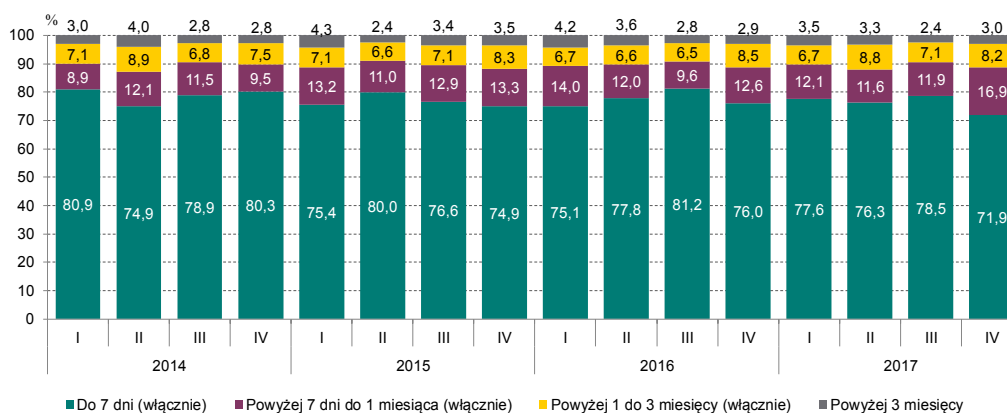


Źródło: dane NBP pozyskane od banków najbardziej aktywnych na krajowym rynku finansowym.

Na krajowym międzybankowym rynku transakcji *fx swap* realizowano również operacje bez udziału złotego. W 2017 r. średnia dzienna wartość takich swapów walutowych wyniosła 8,5 mld zł, wobec 8,2 mld zł w 2016 r. Ponad 68% tych transakcji stanowiły operacje EUR/USD. Innymi popularnymi parami walutowymi w tym segmencie rynku były CHF/USD oraz CHF/EUR. Banki krajowe najczęściej wykorzystywały takie operacje w krzyżowych wymianach walut, mających na celu pozyskanie franków szwajcarskich za złote. Ze względu na wspomniane standardy na rynku *fx swap* wiązało się to często z niższymi kosztami transakcyjnymi (węższy *bid-ask spread* na płynniejszych rynkach) niż bezpośrednia wymiana franków szwajcarskich na złote.

Krajowy rynek *fx swap* złotego charakteryzował się dużym udziałem transakcji o najkrótszych terminach zapadalności. W 2017 r. operacje o pierwotnym terminie do 1 tygodnia włącznie stanowiły ponad 75% wartości obrotów (wykres 5.1.15). Taka struktura terminowa transakcji wynikała ze strategii zarządzania płynnością stosowanej przez uczestników rynku. Zagraniczne banki oraz fundusze inwestycyjne, wykorzystujące swapy walutowe m.in. do finansowania swoich pozycji w papierach wartościowych nominowanych w złotych, preferowały regularne odnawianie krótkoterminowych transakcji *fx swap* (głównie T/N oraz S/W). Pozwalało im to na dużą elastyczność w określaniu terminu zakończenia inwestycji oraz w zarządzaniu ryzykiem walutowym, wynikającym z zaangażowania na rynku kapitałowym w Polsce.

Wykres 5.1.15. Struktura terminowa obrotów na rynku *fx swap* w Polsce w latach 2014–2017



Źródło: dane NBP pozyskane od banków najbardziej aktywnych na krajowym rynku finansowym.

Swapy walutowe zawierane na terminy zapadalności powyżej 7 dni do 1 miesiąca stanowiły w 2017 r. 13,4% wartości obrotów. Transakcje o pierwotnych terminach zapadalności powyżej 1 miesiąca były zawierane znacznie rzadziej, głównie z podmiotami zagranicznymi, które w ten sposób zapewniały sobie stały (na czas trwania transakcji) koszt finansowania portfeli krajowych papierów wartościowych. Na popyt ze strony tych instytucji odpowiadały banki krajowe zainteresowane zawieraniem operacji dłuższych niż jednomiesięczne. Stosowały je do niwelowania wynikającego z udzielonych kredytów mieszkaniowych nominowanych w walutach obcych (tj. frankach szwajcarskich i euro) niedopasowania struktury walutowej aktywów i pasywów. Długoterminowe swapy walutowe były także wykorzystywane do spekulacji na

zmiany stóp procentowych lub, przy zawarciu odpowiedniej dodatkowej transakcji na kasowym rynku walutowym, kursu walutowego. Ponadto banki krajowe stosowały je w strategiach (obejmujących zawarcie odpowiedniej transakcji na rynku kasowym) mających na celu niwelowanie ekspozycji walutowych wynikających z transakcji *forward* zawieranych z podmiotami niebankowymi.

Infrastruktura rynku

Banki krajowe ustalały warunki transakcji *fx swap* głównie za pomocą elektronicznych systemów konwersacyjnych, takich jak Thomson Reuters Dealing lub Instant Bloomberg Dealing – transakcje zawarte w ten sposób stanowiły prawie połowę obrotów netto na krajowym rynku swapów walutowych. W ostatnich latach wyraźnie wzrosło wykorzystanie platform elektronicznych, które automatycznie kojarzą oferty kupna i sprzedaży, takich jak Reuters Forward Matching. Standardowe kwoty transakcji *fx swap* złotego o terminie zapadalności do siedmiu dni wynosiły na rynku krajowym 50 lub 100 mln USD, a dla swapów walutowych o dłuższych terminach zapadalności – 25 lub 50 mln USD.

5.1.3.2.2. Transakcje warunkowe

Zaletą pożyczek pieniężnych udzielanych w transakcjach warunkowych jest ich zabezpieczenie w postaci papierów wartościowych. Pozwala ono znacznie ograniczyć ekspozycję na ryzyko kontrahenta w porównaniu z tradycyjnymi lokatami. Z tego względu transakcje warunkowe umożliwiają zarządzanie płynnością nawet wówczas, gdy występują zaburzenia na rynku pieniężnym i banki utrzymują niskie limity na ryzyko kredytowe kontrahentów, o ile strony transakcji stosują dla nich odpowiednią dokumentację prawną, a podmioty pozyskujące środki pieniężne (pożyczkobiorcy) dysponują odpowiedniej jakości papierami wartościowymi, które mogą stanowić zabezpieczenie.

Ryzyko kredytowe w transakcjach warunkowych jest związane głównie ze zmiennością cen instrumentów finansowych stanowiących zabezpieczenie. Ryzyko to jest minimalizowane przez stosowanie korekt pomniejszających wartość rynkową papierów wartościowych będących przedmiotem transakcji warunkowej (*haircuts*). Korekty te są tym mniejsze im m.in. wyższa jest postrzegana jakość zabezpieczenia i niższa historyczna zmienność cen danego papieru wartościowego. Wielkość *haircuts* jest najniższa dla papierów wartościowych postrzeganych jako najbezpieczniejsze, tj. obligacji skarbowych.

Transakcje warunkowe mogą być również stosowane w strategiach inwestycyjnych wykorzystujących dźwignię finansową. Uczestnicy rynku mogą zwiększać ekspozycje na zmiany cen obligacji, pożyczając środki na ich zakup pod zastaw nabytych wcześniej papierów dłużnych (najczęściej tego samego emitenta). Wspomniane *haircuts*, stosowane dla stanowiących zabezpieczenie określonych instrumentów dłużnych, determinują maksymalną skalę takich pożyczek oraz dźwigni finansowej.

Na rynku pieniężnym w Polsce funkcjonują dwa rodzaje operacji warunkowych, w których następuje czasowe przeniesienie własności papierów wartościowych: *repo* oraz *sell-buy-back* (SBB). Istnienie tych dwóch rodzajów transakcji wynika z historycznych uwarunkowań na krajowym rynku pieniężnym oraz z odmiennych możliwości i reguł ich wykorzystywania przez niebankowe instytucje finansowe. Obecnie transakcje *repo* i SBB zawierane na podstawie umowy ramowej, wzorowanej na Global Master Repurchase Agreement³⁴¹, mają niemal identyczną naturę ekonomiczną i zgodnie z MSR39/MSSF strona pozyskująca środki nadal powinna ujmować w swoich aktywach papiery wartościowe stanowiące zabezpieczenie. W odniesieniu do środków pieniężnych pozyskiwanych przez banki od podmiotów niebankowych w obu typach operacji warunkowych obowiązuje zerowa stawka rezerwy obowiązkowej. Transakcje *repo* i SBB różnią się zatem tylko: warunkami przekazywania pożytków od papierów wartościowych stanowiących zabezpieczenie, zasadami substytucji tego zabezpieczenia oraz ich oznaczeniem w centralnych depozytach papierów wartościowych, które nie ma znaczenia dla ich ekonomicznego charakteru (tabela 5.1.6).

Tabela 5.1.6. Cechy transakcji *repo* i SBB na rynku pieniężnym w Polsce

	<i>Repo</i>	SBB
Definicja	Transakcja <i>repo</i> jest transakcją zawartą w ramach jednej umowy, na mocy której jedna ze stron (sprzedający) zobowiązuje się do przeniesienia na drugą stronę (kupującego) własności zbywanych papierów wartościowych w dniu nabycia w zamian za zapłatę przez kupującego kwoty nabycia. Jednocześnie transakcja ta zobowiązuje kupującego do przeniesienia na sprzedającego własności równoważnych papierów wartościowych w dniu odkupu w zamian za zapłatę kwoty odkupu (obejmującej kwotę nabycia powiększoną o odsetki obliczone według ustalonej w dniu zawarcia transakcji stopy procentowej, tzw. stopy <i>repo</i>). W transakcji <i>repo</i> kupujący papiery wartościowe przekazuje sprzedającemu wypłacane przez emitenta w czasie trwania transakcji pożytki od tych papierów wartościowych w dniu ich otrzymania.	Transakcja <i>sell-buy-back</i> (SBB) jest transakcją zawartą w ramach jednej umowy, na mocy której jedna ze stron (sprzedający) zobowiązuje się do przeniesienia na drugą stronę (kupującego) własności zbywanych papierów wartościowych w dniu nabycia w zamian za zapłatę przez kupującego kwoty nabycia (uwzględniającej narosłe do tego dnia pożytki od tych papierów wartościowych). Jednocześnie transakcja ta zobowiązuje kupującego do przeniesienia na sprzedającego własności równoważnych papierów wartościowych w dniu odkupu w zamian za zapłatę kwoty odkupu (uwzględniającej narosłe do dnia odkupu pożytki). W transakcji SBB pożytki wypłacane przez emitenta w czasie trwania transakcji są zatrzymywane przez kupującego.
Dokumentacja prawna	Umowa ramowa wzorowana na przygotowanej przez ZBP <i>Rekomendacji dotyczącej zawierania transakcji REPO i sell-buy-back na polskim rynku finansowym</i> lub przygotowanej przez ICMA <i>Global Master Repurchase Agreement</i> .	Umowa ramowa wzorowana na przygotowanej przez ZBP <i>Rekomendacji dotyczącej zawierania transakcji REPO sell-buy-back na polskim rynku finansowym</i> lub przygotowanej przez ICMA <i>Global Master Repurchase Agreement z aneksem dotyczącym transakcji sell-buy-back</i> .

³⁴¹ Standard umowy ramowej powszechnie akceptowany na globalnym rynku transakcji warunkowych. Wzór tego standardu – Global Master Repurchase Agreement 2011 (GMRA 2011) – jest dostępny na stronie internetowej, http://www.icmagroup.org/assets/documents/Legal/GMRA-2011/GMRA-2011/GMRA%202011_2011.04.20_formular.pdf.

	Repo	SBB
Czasowy transfer papierów wartościowych i ewidencja w centralnym depozycie	Tak, dla transakcji zawartych na podstawie umowy ramowej; w centralnym depozycie papierów wartościowych następuje ich przeniesienie z rachunku zbywcy na rachunek nabywcy.	Tak, dla transakcji zawartych na podstawie umowy ramowej; centralnym w depozycie papierów wartościowych następuje ich przeniesienie z rachunku zbywcy na rachunek nabywcy.
Księgowość	Zgodnie z MSR 39/MSSF strona pozyskująca środki pieniężne wykazuje w swoim bilansie papiery wartościowe, które przekazała jako zabezpieczenie.	Zgodnie z MSR 39/MSSF strona pozyskująca środki pieniężne wykazuje w swoim bilansie papiery wartościowe, które przekazała jako zabezpieczenie.
Płatność pożytków - kuponów	Tymczasowy właściciel przekazuje pożytki w dniu ich otrzymania podmiotowi, który zobowiązał się do odkupienia papierów wartościowych.	Zatrzymywane przez stronę lokującą środki pieniężne. Uzyskane pożytki są uwzględniane w cenie odkupu papierów wartościowych stanowiących zabezpieczenie (tzw. <i>dirty price</i>).
Rezerwa obowiązkowa	Środki pozyskane od podmiotów niebankowych w takich transakcjach są objęte zerową stawką rezerwy obowiązkowej. ¹	Środki pozyskane od podmiotów niebankowych w takich transakcjach są objęte zerową stawką rezerwy obowiązkowej. ¹
Termin rozliczenia transakcji	Strony transakcji mogą określić konkretną datę rozliczenia lub ustalić graniczną datę, kiedy najpóźniej nastąpi rozliczenie transakcji.	Ściśle określony (ze względu na zapisy umowy ramowej oraz sposób obliczania ceny odkupu).
Możliwość wcześniejszego zamknięcia transakcji – tzw. <i>close-out netting</i>	Kompensacja prawnie skuteczna wobec transakcji dokonanych na podstawie umowy ramowej – klauzula kompensacyjna zawarta w tej umowie oraz art. 85 Prawa upadłościowego i naprawczego.	Kompensacja prawnie skuteczna wobec transakcji dokonanych na podstawie umowy ramowej – klauzula kompensacyjna zawarta w tej umowie oraz art. 85 Prawa upadłościowego i naprawczego.
Zastąpienie (substytucja) zabezpieczenia	Prawnie możliwe, ale w praktyce kontrahenci kończą transakcję wcześniej i zawierają nową.	Prawnie możliwe, ale w praktyce kontrahenci kończą transakcję wcześniej i zawierają nową.
Podatek z tytułu zysków kapitałowych	Zgodnie z obowiązującą praktyką interpretacyjną organów podatkowych na potrzeby określenia wysokości podatku dochodowego od osób prawnych transakcje <i>repo</i> /SBB powinny być traktowane analogicznie jak pożyczka pod zastaw papierów wartościowych. Przy takiej interpretacji podmiot, który sprzedaje papiery wartościowe w wymianie początkowej, nie musi odprowadzać podatku dochodowego z tytułu ewentualnych zysków kapitałowych.	Zgodnie z obowiązującą praktyką interpretacyjną organów podatkowych na potrzeby określenia wysokości podatku dochodowego od osób prawnych transakcje <i>repo</i> /SBB powinny być traktowane analogicznie jak pożyczka pod zastaw papierów wartościowych. Przy takiej interpretacji podmiot, który sprzedaje papiery wartościowe w wymianie początkowej, nie musi odprowadzać podatku dochodowego z tytułu ewentualnych zysków kapitałowych.

¹ Uchwała nr 15/2013 Rady Polityki Pieniężnej z dnia 5 listopada 2013 r. w sprawie stóp rezerwy obowiązkowej banków, spółdzielczych kas oszczędnościowo-kredytowych i Krajowej Spółdzielczej Kasy Oszczędnościowo-Kredytowej oraz wysokości oprocentowania rezerwy obowiązkowej (Dz. Urz. NBP z 2013 r. poz. 20).

Źródło: NBP.

Na krajowym rynku pieniężnym zawierane są także transakcje SBB, warunków których nie reguluje standardowa umowa ramowa. Są one określane jako *undocumented* i w sensie ekonomicznym oraz prawnym powinny być traktowane jako dwie odrębne transakcje: kupna i sprzedaży papierów wartościowych oraz tak powinny być ujmowane w księgach rachunkowych. W konsekwencji w przypadku *undocumented* SBB środki pozyskane w wyniku zbycia papierów wartościowych w wymianie początkowej powinny być traktowane jako przychód, co skutkuje koniecznością odprowadzenia podatku dochodowego z tytułu ewentualnych zysków kapitałowych. Niestosowanie odpowiedniej dokumentacji szczegółowo opisującej stosunek

prawny, którym jest transakcja SBB, rodzi ryzyko zmiany charakteru prawnego tej transakcji, co w przypadku upadłości strony otrzymującej w wymianie początkowej papiery wartościowe mogłoby skutkować włączeniem tego zabezpieczenia do jego masy upadłościowej.

Pomimo opublikowania w czerwcu 2016 r. przez ZBP zaktualizowanej *Rekomendacji dotyczącej zawierania transakcji Repo i Buy/Sell Back na polskim rynku finansowym*³⁴², na krajowym rynku finansowym wciąż nie funkcjonują jednolite i szeroko akceptowane przez najważniejszych uczestników rynku (tj. banki, domy maklerskie, zakłady ubezpieczeń oraz fundusze inwestycyjne i emerytalne) definicje i standardy zawierania transakcji *repo* i SBB. Ze względu na niejednolite definicje transakcji *repo* i SBB stosowane przez różne grupy instytucji finansowych oraz podmioty infrastruktury transakcyjnej i potransakcyjnej, a także występowanie nieudokumentowanych transakcji SBB, brak jest w pełni wiarygodnych informacji dotyczących obrotów oraz struktury terminowej rynku transakcji warunkowych w Polsce. W związku z tym w dalszej części rozdziału przedstawione są dane szacunkowe dotyczące obrotów oraz struktury tego rynku.

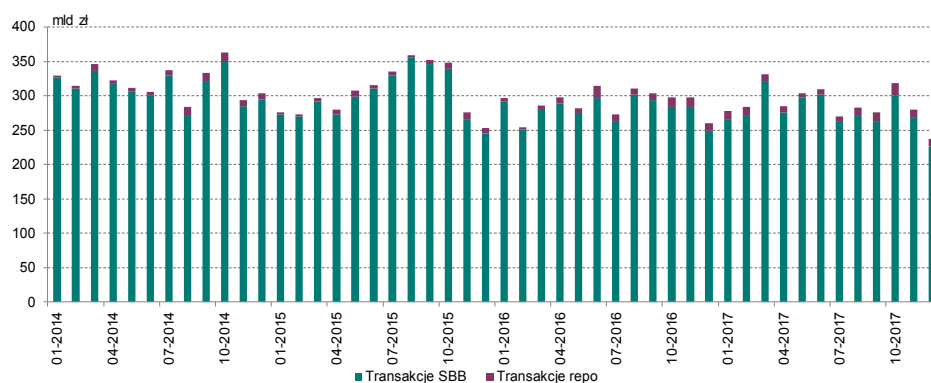
Wielkość rynku

W 2017 r. średnia dzienna wartość obrotów na krajowym rynku transakcji warunkowych była zbliżona do odnotowanej w 2016 r. i wyniosła 13,8 mld zł³⁴³. W strukturze obrotów dominowały operacje SBB, zawierane przez banki krajowe przede wszystkim z niekredytowymi instytucjami finansowymi (wykres 5.1.16). Średnie dzienne obroty netto na krajowym rynku operacji SBB w 2017 r. osiągnęły 13,3 mld zł, a na rynku *repo* niecałe 0,5 mld zł. Natomiast średnia dzienna wartość transakcji warunkowych między bankami krajowymi wyniosła niecałe 4,9 mld zł.

W 2017 r. kontynuowany był, obserwowany od wprowadzenia w lutym 2016 r. podatku od niektórych instytucji finansowych, spadek należności i zobowiązań banków krajowych z tytułu transakcji warunkowych na koniec poszczególnych miesięcy. Ich średnie wartości w 2017 r. wyniosły, odpowiednio, 9,8 oraz 11,3 mld zł w porównaniu z, odpowiednio, 23,2 oraz 18,6 mld zł w 2015 r. Należna kwota tego podatku jest określana na koniec każdego miesiąca na podstawie wartości aktywów danego podmiotu. W związku z tym banki objęte tym podatkiem są mniej skłonne do przyjmowania lokat w transakcjach warunkowych, których wymiana początkowa przypadłaby na inny miesiąc niż wymiana końcowa. Przyjęcie takiej lokaty powodowałoby bowiem dla tych banków wzrost zobowiązań podatkowych.

³⁴² Rekomendacja dotycząca zawierania transakcji Repo i Buy/Sell Back na polskim rynku finansowym, ZBP, Warszawa, czerwiec 2016, dokument jest dostępny na stronie internetowej, http://zbp.pl/public/repozytorium/dla_bankow/rady_i_komitety/Standaryzacja_instrumentow_finansowych/REKOMENDACJA_REPO_2016_-_final.pdf.

³⁴³ Transakcje warunkowe zabezpieczone obligacjami skarbowymi wyemitowanymi w Polsce były zawierane także między nierezydentami – na rynku *offshore*. Na podstawie danych KDPW można szacować, że w 2016 r. średnia dzienna wartość (zabezpieczonych krajowymi obligacjami skarbowymi) transakcji warunkowych (głównie transakcji *repo*) zawartych między nierezydentami wyniosła około 1 mld zł.

Wykres 5.1.16. Miesięczne obroty netto na krajowych rynkach SBB i repo w latach 2014–2017

Źródło: opracowano na podstawie danych NBP, KDPW oraz MF.

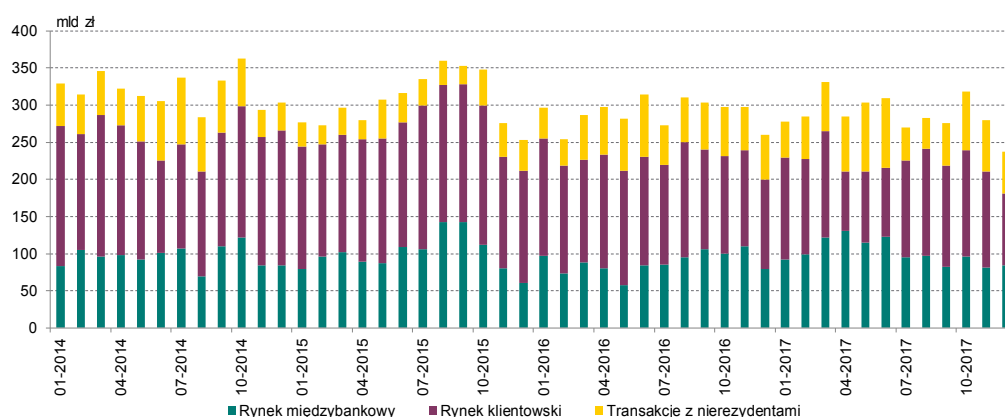
Wspomniana konstrukcja podatku mogła również skłaniać objęte nim banki do pożyczania środków pieniężnych podmiotom nieobjętym obowiązkiem podatkowym w formie nieudokumentowanych transakcji BSB (*undocumented buy-sell-backs*). Operacja taka skutkowała bowiem dla banku udostępniającego finansowanie korzystną zmianą struktury aktywów (zamiana środków pieniężnych na obligacje skarbowe) i w rezultacie obniżeniem podstawy do naliczenia podatku od niektórych instytucji finansowych.

Oprócz operacji nominowanych w złotych (zabezpieczonych papierami dłużnymi w tej walucie) na krajowym rynku operacji warunkowych sporadycznie zawierane są transakcje *cross-currency repo*. Pozwalają one bankom krajowym na pozyskanie na dłuższy okres (3–5 lat) walut obcych (innych niż waluta zabezpieczenia), potrzebnych im do niwelowania niedopasowania walutowego aktywów i pasywów.

Uczestnicy rynku

Wśród transakcji warunkowych zawartych na krajowym rynku pieniężnym największy odsetek stanowiły operacje, w których kontrahentami banków działających w Polsce były krajowe niekredytowe instytucje finansowe (wykres 5.1.17). W 2017 r. kontynuowany był spadek wartości tych transakcji – dzienne obroty wyniosły średnio 5,8 mld zł i w porównaniu z 2016 r. były mniejsze o około 14%. Zdecydowaną większość tego typu operacji realizowano z funduszami inwestycyjnymi, które wykorzystywały operacje warunkowe m.in. w spekulacyjnych strategiach inwestycyjnych (z zastosowaniem dźwigni finansowej).

Wykres 5.1.17. Miesięczne obroty netto na krajowym międzybankowym i klientowskim rynku transakcji warunkowych w latach 2014–2017



Źródło: opracowano na podstawie danych NBP, KDPW oraz MF.

Fundusze inwestycyjne i zakłady ubezpieczeń stosowały transakcje warunkowe również w zarządzaniu płynnością. Ze względu na obowiązujące terminy rozrachunku transakcji papierami wartościowymi, zmiany składu portfeli inwestycyjnych powodowały, że podmioty te posiadały przejściowe nadwyżki albo niedobory środków pieniężnych, do których, odpowiednio, lokowania albo pokrycia wykorzystywały transakcje typu *repo*. Lokowanie środków w operacjach warunkowych pozwalało niekredytowym instytucjom finansowym na ograniczenie ryzyka kredytowego kontrahenta. Natomiast pozyskiwanie płynności w tych transakcjach było tańsze niż na rynku pożyczek niezabezpieczonych. Aktywnym uczestnikiem rynku transakcji warunkowych była ponadto izba rozliczeniowa KDPW_CCP, co wynikało z określonych w rozporządzeniu EMIR wymogów regulacyjnych dla CCP w zakresie polityki inwestycyjnej.

Banki oferowały transakcje warunkowe także jako produkty lokacyjne dla podmiotów niefinansowych. Cieszyły się one jednak niewielkim zainteresowaniem zarówno wśród instytucji sektora publicznego, jak i przedsiębiorstw. Transakcje dokonywane z tymi kontrahentami stanowiły około 1% łącznych obrotów netto na klientowskim rynku depozytów zabezpieczonych papierami wartościowymi.

Średnia dzienna wartość transakcji warunkowych zawieranych między bankami krajowymi w 2017 r. zwiększyła się o prawie 16% w porównaniu z 2016 r. i wyniosła 4,9 mld zł. Wzrost obrotów odnotowano zarówno w przypadku transakcji *repo* (ich średnia dzienna wartość wzrosła o 19% do 0,21 mld zł), jak i SBB (o 15% do 4,64 mld zł).

Średnia dzienna wartość transakcji warunkowych zawartych przez banki krajowe z podmiotami zagranicznymi zwiększyła się w porównaniu z 2016 r. o prawie 9% i wyniosła w 2017 r. 3,1 mld zł (co stanowiło niecałe 23% obrotów netto na rynku transakcji warunkowych). Wzrost aktywności nierezydentów na tym rynku mógł być związany z dalszym nasilaniem się działalności spekulacyjnej niektórych inwestorów zagranicznych na krajowym rynku obligacji skarbowych

w okresach podwyższonej zmienności cen papierów wartościowych na globalnych rynkach finansowych.

Struktura rynku

Na krajowym rynku finansowym zabezpieczeniem w transakcjach warunkowych są w praktyce wyłącznie obligacje skarbowe – operacje SBB oraz *repo* dokonywane z wykorzystaniem tych instrumentów dłużnych stanowiły w 2017 r. 99,6% wszystkich lokat zabezpieczonych papierami wartościowymi. Transakcje zabezpieczone nieskarbowymi papierami wartościowymi zawierano sporadycznie.

Zarówno na rynku międzybankowym, jak i klientowskim dominowały transakcje warunkowe o terminie zapadalności do siedmiu dni włącznie (tabela 5.1.7). Ponad połowę obrotów stanowiły operacje jednodniowe (O/N, T/N i S/N). Taka struktura terminowa wynikała z wykorzystywania tych transakcji głównie do bieżącego zarządzania płynnością oraz przejściowego zwiększania przez inwestorów ekspozycji, przy zastosowaniu dźwigni finansowej, na zmiany cen obligacji skarbowych. Zawieranie transakcji o krótszych terminach zapadalności zarówno zwiększało elastyczność finansowania, jak i ułatwiało szybkie dostosowywanie strategii inwestycyjnych do zmieniających się warunków rynkowych.

Tabela 5.1.7. Struktura terminowa obrotów na rynku transakcji warunkowych w Polsce w 2017 r. (w %)

Termin pierwotny	Transakcje ogółem			Rynek międzybankowy		
	SBB	Repo	Razem	SBB	Repo	Razem
O/N	32,1	24,5	31,7	49,2	54,6	49,4
T/N i S/N	13,0	22,9	13,5	14,0	13,4	14,0
Do 1W włącznie (bez O/N, T/N, S/N)	51,3	47,5	51,1	35,9	28,5	35,6
Od 1W do 1M włącznie	3,5	3,5	3,5	0,9	2,4	0,9
Powyżej 1M	0,1	1,6	0,2	0,0	1,1	0,1
Ogółem	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Źródło: NBP.

Otoczenie prawne oraz infrastruktura rynku

Transakcje *repo* i SBB były zawierane przede wszystkim poza obrotem zorganizowanym (rynek OTC). Kontrahenci ustalali warunki transakcji za pomocą elektronicznych systemów konwersacyjnych (np. Thomson Reuters Dealing), telefonicznie lub korzystając z pośrednictwa brokerów głosowych. Operacje warunkowe zabezpieczone obligacjami skarbowymi były także przeprowadzane na elektronicznej platformie Treasury BondSpot Poland. Po 5 latach spadku obrotów na tym rynku, w 2017 r. odnotowano istotny wzrost aktywności jego uczestników – średnia dzienna wartość takich operacji wyniosła 0,7 mld zł (co stanowiło około 5% obrotów netto na krajowym rynku transakcji warunkowych) i była ponad dwukrotnie większa niż w 2016 r.

Od 2014 r. KDPW oferuje swoim klientom usługę *tri-party repo*, natomiast KDPW_CCP może rozliczać jako centralny kontrahent, autoryzowany zgodnie z przepisami rozporządzenia EMIR,

transakcje typu *repo* zawierane na rynku OTC. Oznacza to, że jakość infrastruktury potransakcyjnej dla rynku transakcji warunkowych w Polsce nie odbiega od standardów występujących na bardziej rozwiniętych rynkach finansowych (np. w strefie euro), ale jej potencjał nie jest w pełni wykorzystywany. Dla rozwoju krajowego rynku pożądane byłoby wypracowanie przez uczestników rynku jednolitego standardu dokumentacji, która byłaby powszechnie stosowana przez wszystkie podmioty krajowe zawierające transakcje typu *repo*. Dokumentacja ta powinna być dostosowana do potrzeb zarówno banków, jak i niekredytowych instytucji finansowych. Ujednolicenie dokumentacji prawnej funkcjonującej na rynku operacji warunkowych w Polsce mogłoby się przyczynić do zwiększenia jego płynności oraz rozwoju krajowego rynku transakcji *repo*. Sprzyjałoby to stworzeniu indeksu rynku pieniężnego bazującego na transakcjach *repo* zawieranych na platformie Treasury BondSpot Poland i rozliczanych przez CCP.

W kolejnych latach wpływ na zasady funkcjonowania krajowego rynku transakcji warunkowych będzie miało unijne rozporządzenie dotyczące transakcji finansujących, w których papiery wartościowe wykorzystywane są jako zabezpieczenie (tzw. *securities financing transactions*, SFT)³⁴⁴. Przepisy tego rozporządzenia (rozdział II) nakładają na kontrahentów obowiązek przekazywania do zarejestrowanych w UE repozytoriów transakcji szczegółowych informacji dotyczących wspomnianych transakcji, w tym operacji *repo* i BSB. W marcu 2017 r. ESMA opublikowała finalny projekt³⁴⁵ standardów raportowania danych o transakcjach SFT do repozytoriów oraz zasad udostępniania tych danych krajowym organom nadzoru. Zgodnie z obowiązującą procedurą legislacyjną standardy te muszą zostać przyjęte przez KE w formie aktów wykonawczych. Przewiduje się, że akty te wejdą w życie w 2018 r., a obowiązek raportowania zacznie być wprowadzany stopniowo rok po ich publikacji.

³⁴⁴ Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 2015/2365 z dnia 25 listopada 2015 r. w sprawie przejrzystości transakcji finansowanych z użyciem papierów wartościowych i ponownego wykorzystania oraz zmiany rozporządzenia (UE) nr 648/2012 (Dz. Urz. UE L337 z 2015 r., s. 1).

³⁴⁵ *Technical standards under SFTR and certain amendments to EMIR*, ESMA, marzec 2017, dokument dostępny na stronie internetowej, https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma70-708036281-82_2017_sftr_final_report_and_cba.pdf.

5.2. Rynek kapitałowy

5.2.1. Ewolucja wielkości i struktury rynku kapitałowego

Najważniejszymi w 2017 r. segmentami krajowego rynku kapitałowego był Główny Rynek GPW, na którym notowane są akcje spółek krajowych i zagranicznych, oraz rynek obligacji skarbowych. Rynek nieskarbowych papierów dłużnych pozostawał relatywnie słabo rozwinięty.

Wartość rynkowa spółek, których akcje były notowane na Głównym Rynku GPW, była na koniec 2017 r. większa niż rok wcześniej, co wynikało przede wszystkim ze wzrostu cen tych papierów wartościowych (tabela 5.2.1). Wycena notowanych na tym rynku spółek krajowych wyniosła 671 mld zł, co odpowiadało około 33,7% PKB Polski. W porównaniu z końcem 2016 r. nieznacznie spadła kapitalizacja rynku NewConnect.

Tabela 5.2.1. Wielkość poszczególnych segmentów krajowego rynku kapitałowego w latach 2014–2017 (w mld zł)¹

	2014	2015	2016	2017
Instrumenty dłużne	623,8	666,0	740,7	772,1
Obligacje rynkowe Skarbu Państwa	482,9	513,4	576,7	605,7
Obligacje BGK na rzecz KFD	26,6	19,4	22,7	25,6
Długoterminowe papiery dłużne przedsiębiorstw ²	66,0	81,3	86,4	76,0
Obligacje komunalne	19,1	20,0	19,9	20,1
Długoterminowe bankowe papiery dłużne ³	25,1	26,5	27,4	34,8
Listy zastawne	4,1	5,4	7,6	9,9
Instrumenty udziałowe	1 262,1	1 091,6	1 125,5	1 389,5
Główny Rynek GPW	1 253,0	1 082,9	1 115,7	1 379,9
NewConnect	9,1	8,7	9,8	9,6

¹ W przypadku instrumentów dłużnych wielkość poszczególnych segmentów rynku kapitałowego mierzona jest wartością tych instrumentów w obiegu, a instrumentów udziałowych – kapitalizacją spółek krajowych i zagranicznych notowanych na Głównym Rynku GPW oraz platformie NewConnect.

² Ze względu na dokonane korekty i zmiany metodyki liczenia niektóre dane różnią się od prezentowanych w poprzednich edycjach opracowania i nie są w pełni porównywalne.

³ Dane obejmują wyłącznie obligacje i bankowe papiery wartościowe nominowane w złotych i w walutach obcych, wyemitowane w Polsce przez banki krajowe. W obrocie na rynku krajowym znajdowały się także obligacje Europejskiego Banku Inwestycyjnego oraz instytucji kredytowych z UE.

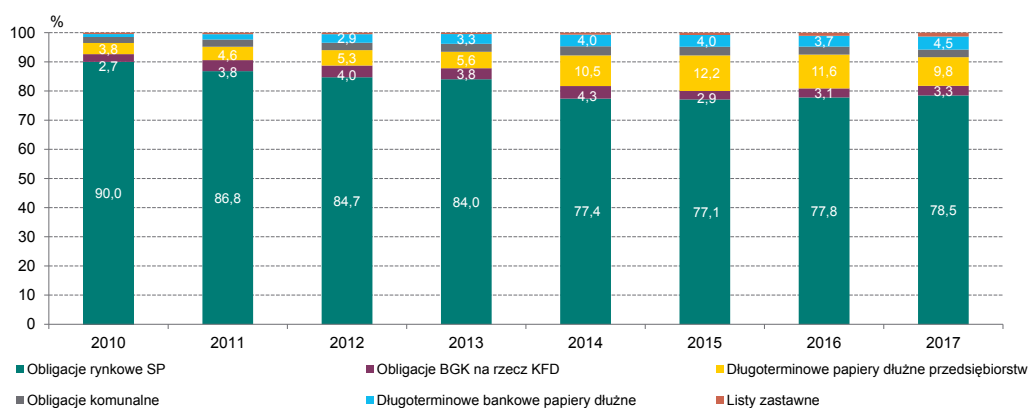
Źródło: opracowano na podstawie danych MF, NBP, KDPW, GPW, Fitch Polska.

Rynek obligacji skarbowych pozostawał dominującym segmentem krajowego rynku długoterminowych papierów dłużnych (wykres 5.2.1). Zadłużenie Skarbu Państwa z tytułu długoterminowych rynkowych papierów dłużnych zwiększyło się w 2017 r. o 29 mld zł. W strukturze inwestorów na rynku obligacji skarbowych dominowały banki krajowe, które na koniec 2017 r. posiadały te instrumenty o wartości prawie 244 mld zł. Zaangażowanie inwestorów zagranicznych na tym rynku wzrosło do około 203 mld zł. Rynek wtórny obligacji skarbowych

charakteryzował się dużą płynnością – średnia dzienna wartość transakcji bezwarunkowych wyniosła w 2017 r. 13,4 mld zł.

W IV kw. 2017 r. BGK wyemitował na rzecz Krajowego Funduszu Drogowego³⁴⁶ 20-letnie obligacje infrastrukturalne o wartości nominalnej 750 mln euro. Na koniec grudnia zadłużenie z tytułu obligacji infrastrukturalnych³⁴⁷ wyniosło 19,17 mld zł i 1,55 mld euro. Najważniejszym inwestorem na rynku tych instrumentów był Fundusz Rezerwy Demograficznej, który na koniec 2017 r. posiadał obligacje infrastrukturalne o wartości 12,91 mld zł³⁴⁸. Płynność rynku wtórnego tych instrumentów była niewielka – średnia dzienna wartość transakcji bezwarunkowych w 2017 r. wyniosła niespełna 14 mln zł.

Wykres 5.2.1. Struktura rynku długoterminowych papierów dłużnych w latach 2010–2017 (wg stanów zadłużenia na koniec okresów)



Uwaga: długoterminowe bankowe papiery dłużne obejmują wyłącznie obligacje i bankowe papiery wartościowe nominowane w złotych i w walutach obcych, wyemitowane w Polsce przez banki krajowe. Ze względu na dokonane korekty niektóre dane różnią się od prezentowanych w poprzednich edycjach opracowania.

Źródło: opracowano na podstawie danych MF, NBP, GPW, Fitch Polska.

Głównym segmentem rynku nieskarbowych papierów dłużnych pozostawał rynek obligacji przedsiębiorstw. Spadek zadłużenia tych podmiotów z tytułu wspomnianych instrumentów wynikał w dużym stopniu z przedterminowego wykupu w grudniu obligacji o znacznej wartości przez jedną spółkę z dużej grupy kapitałowej (przy jednoczesnej emisji przez ten podmiot krótkoterminowych papierów dłużnych). Nieznacznie zmniejszyła się liczba przedsiębiorstw,

³⁴⁶ KFD został powołany w BGK na mocy ustawy z dnia 27 października 1994 r. o autostradach płatnych oraz Krajowym Funduszu Drogowym (tekst jednolity Dz.U. z 2004 r., nr 256, poz. 2571). Fundusz wspiera finansowo realizację Programu Budowy Dróg Krajowych przez gromadzenie i wydatkowanie środków na przygotowanie, budowę, przebudowę, remonty, utrzymanie i ochronę autostrad, dróg ekspresowych i pozostałych dróg krajowych.

³⁴⁷ Obligacje infrastrukturalne to papiery wartościowe na okaziciela, zdematerializowane, o stałym oprocentowaniu, objęte gwarancjami Skarbu Państwa. Zadłużenie z tytułu tych instrumentów zaliczane jest do długu sektora instytucji rządowych i samorządowych, ale nie wpływa na wielkość deficytu budżetowego.

³⁴⁸ W lutym 2014 r. OFE przekazały do FRD za pośrednictwem ZUS będące w ich posiadaniu obligacje infrastrukturalne o wartości 15,6 mld zł.

które emitowały obligacje, ale łączna wartość uplasowanych emisji (21,8 mld zł) była zbliżona do kwoty emisji z 2016 r. Rynek ten charakteryzował się ograniczoną przejrzystością, dużą segmentacją oraz znikomą płynnością. Specyficzną cechą rynku obligacji przedsiębiorstw w Polsce była także relatywnie mała dywersyfikacja branżowa emitentów, wśród których przeważały spółki energetyczne oraz deweloperskie.

W 2017 r. wartość pozostających w obrocie obligacji komunalnych nie zmieniła się istotnie i na koniec roku wyniosła nieco ponad 20 mld zł. Około 10% wartości zadłużenia jednostek samorządu terytorialnego z tytułu tych papierów stanowiły obligacje Warszawy. Rynek obligacji komunalnych był silnie rozdrobniony, co wynikało z niewielkich potrzeb pożyczkowych małych jednostek samorządu terytorialnego oraz, pozwalającej na osiągnięcie podobnego harmonogramu spłaty zadłużenia jak w przypadku kredytu, możliwości dzielenia emisji na wiele serii.

Zadłużenie z tytułu emisji długoterminowych bankowych papierów dłużnych w 2017 r. wyraźnie wzrosło, jednak udział tej formy finansowania w pasywach banków pozostawał niewielki. Rynek wtórny tych instrumentów charakteryzował się małą płynnością.

5.2.2. Rynek długoterminowych papierów dłużnych

5.2.2.1. Obligacje skarbowe

Wielkość rynku

Rynek obligacji skarbowych w Polsce jest największym rynkiem takich instrumentów w Europie Środkowo-Wschodniej oraz dziewiątym w UE. Wartość znajdujących się w obrocie obligacji skarbowych w Polsce wzrosła w 2017 r. o 33,2 mld zł do 621,1 mld zł (tabela 5.2.2) na koniec grudnia. Dynamika wzrostu tego rynku była zdecydowanie niższa niż w latach poprzednich, co wynikało z korzystnej sytuacji budżetu państwa oraz z większej niż w poprzednich latach skali sfinansowania potrzeb pożyczkowych w 2016 r. na kolejny rok. Potrzeby pożyczkowe netto Skarbu Państwa spadły z 57,1 mld zł w 2016 r. do 26,2 mld zł w 2017 r., na co wpływ miały niższy od planowanego deficyt budżetowy (25,4 mld zł, tj. 42,8% planu) oraz wyższa niż oczekiwano wpłata z zysku NBP. Dobre wyniki budżetu były związane m.in. z wyższymi od planowanych wpływami z podatku VAT, do czego przyczyniło się wysokie tempo wzrostu gospodarczego oraz uszczelnienie systemu podatkowego. Na krajowym rynku kapitałowym Skarb Państwa pozyskał w 2017 r. 96,5% środków finansowych na pokrycie potrzeb pożyczkowych netto.

Tabela 5.2.2. Zadłużenie Skarbu Państwa w latach 2014–2017 (w mld zł, według stanów na koniec okresów)

	2014	2015	2016	2017
Zadłużenie Skarbu Państwa	779,9	834,6	928,7	928,5
I. Zadłużenie krajowe	503,0	543,3	609,2	644,5
1. Dług z tytułu papierów skarbowych	491,8	523,7	587,9	621,1
1.1. Bony skarbowe	0,0	0,0	0,0	0,0
1.2. Obligacje skarbowe	491,8	523,7	587,9	621,1
1.2.1. Obligacje rynkowe	482,9	513,4	576,7	605,7
1.2.2. Obligacje oszczędnościowe	8,9	10,3	11,2	15,4
II Zadłużenie zagraniczne	276,9	291,3	319,5	283,9
1. Dług z tytułu papierów skarbowych	208,4	215,6	241,5	213,1

Źródło: Ministerstwo Finansów.

Struktura rynku

Podstawowym instrumentem finansowania potrzeb pożyczkowych Skarbu Państwa pozostawały obligacje o stałym oprocentowaniu. Ich udział w strukturze zadłużenia na krajowym rynku długoterminowych papierów dłużnych zmniejszył się nieznacznie do 70,9% na koniec 2017 r. (wykres 5.2.2). Wśród instrumentów o stałym oprocentowaniu po około 40% stanowiły obligacje skarbowe z 10- i 5-letnim pierwotnym terminem do wykupu (tabela 5.2.3). Zainteresowanie 10-letnimi obligacjami przejawiali głównie inwestorzy zagraniczni (ponad 60-procentowy udział w strukturze nabywców na koniec 2017 r.). Nierezydenci poszukują papierów dłużnych, które charakteryzują się wysoką płynnością, a także atrakcyjną stopą zwrotu. Zgodnie ze strategią zarządzania długiem sektora finansów publicznych Ministerstwo Finansów dąży, aby wartość pojedynczej serii obligacji wynosiła co najmniej 25 mld zł³⁴⁹, co ma przyczynić się do zwiększenia płynności rynku. Na koniec 2017 r. 8 spośród 24 będących w obrocie serii obligacji o stałym oprocentowaniu miało wartość powyżej 25 mld zł. Łączna wartość tych ośmiu serii wyniosła 239,5 mld zł, co stanowiło 53,4% zadłużenia z tytułu obligacji skarbowych o stałym oprocentowaniu.

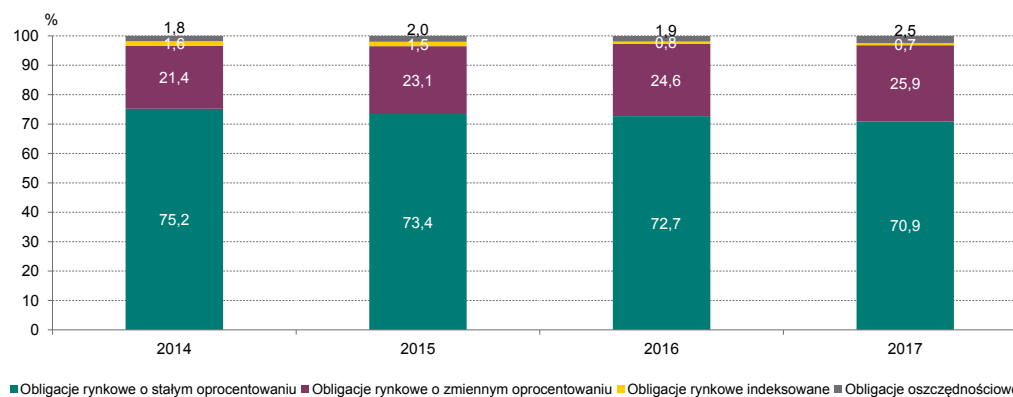
Udział obligacji o zmiennym oprocentowaniu w strukturze zadłużenia z tytułu krajowych obligacji skarbowych wzrósł do 26,6% na koniec 2017 r. i był istotnie wyższy niż w krajach strefy euro (7,9% według danych EBC³⁵⁰). Od 2011 r. Ministerstwo Finansów sukcesywnie zwiększa skalę emisji obligacji o zmiennym oprocentowaniu. Taka strategia pozwala ograniczać koszty obsługi długu publicznego oraz oddzielać zarządzanie ryzykiem refinansowania od ryzyka stopy procentowej. Na koniec 2017 r. w obrocie znajdowało się łącznie dziewięć serii 5- oraz 11-letnich obligacji o zmiennym oprocentowaniu o wartościach, odpowiednio, 69,6 i 91,0 mld zł. Wartość trzech z nich

³⁴⁹ *Strategia zarządzania długiem sektora finansów publicznych w latach 2018–2021*, Warszawa 2017, Ministerstwo Finansów, s. 25.

³⁵⁰ Dane dostępne na stronie internetowej EBC: https://www.ecb.europa.eu/stats/financial_markets_and_interest_rates/securities_issues/debt_securities/html/index.en.html

przekraczała zdefiniowaną przez Ministerstwo Finansów kwotę referencyjną dla obligacji benchmarkowych tj. 25 mld zł. Wszystkie obligacje o zmiennym oprocentowaniu miały sześciomiesięczny okres odsetkowy i kupony naliczane według stawki referencyjnej WIBOR 6M.

Wykres 5.2.2. Struktura krajowych obligacji skarbowych w latach 2014–2017 (w %, według stanów zadłużenia na koniec okresów)



Źródło: Ministerstwo Finansów.

Średni okres zapadalności rynkowych obligacji skarbowych wzrósł z 4,36 lat na koniec 2016 r. do 4,49 lat na koniec 2017 r, a średnie duration rynkowych obligacji skarbowych nie zmieniło się istotnie w analizowanym okresie i wyniosło 3,04. Obligacje skarbowe o rezydualnej zapadalności od 3 do 10 lat stanowiły ponad 60% w strukturze papierów skarbowych o stałym i zmiennym oprocentowaniu (wykres 5.2.3). Natomiast łączny udział obligacji skarbowych o faktycznej zapadalności poniżej 3 lat spadł na koniec 2017 r. do 36,7%.

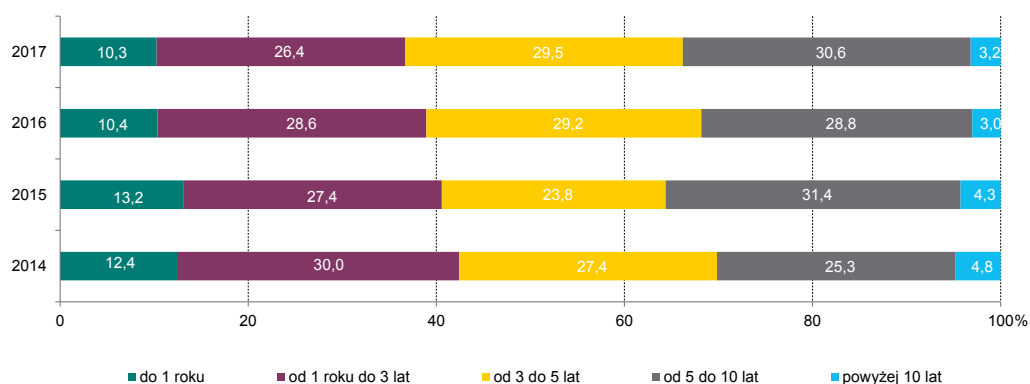
Tabela 5.2.3. Struktura zadłużenia Skarbu Państwa z tytułu obligacji rynkowych o stałym oprocentowaniu w latach 2015–2017 (według stanu na koniec okresów)

Rodzaj obligacji według pierwotnego terminu do wykupu	Wartość obligacji (w mld zł)			Struktura obligacji (w %)		
	2015	2016	2017	2015	2016	2017
Obligacje 2-letnie zerokuponowe	38,9	47,9	46,7	10,1	11,2	10,6
Obligacje 5-letnie	172,9	176,2	180,4	45,0	41,2	40,9
Obligacje 10-letnie	139,4	169,7	177,3	36,2	39,7	40,3
Obligacje powyżej 10 lat	33,4	33,7	36,1	8,7	7,9	8,2
Ogółem	384,6	427,5	440,5	100,0	100,0	100,0

Uwaga: suma wartości z poszczególnych wierszy może nieznacznie różnić się od wartości w kategorii ogółem ze względu na zaokrąglenia.

Źródło: Ministerstwo Finansów.

Wykres 5.2.3. Struktura rezydualnej zapadalności krajowych obligacji skarbowych o stałym i zmiennym oprocentowaniu w latach 2014-2017 (według stanów na koniec okresów)



Źródło: Ministerstwo Finansów.

Znaczenie obligacji oszczędnościowych w finansowaniu potrzeb pożyczkowych Skarbu Państwa było nadal niewielkie, jednak zadłużenie z tytułu tych instrumentów dłużnych wzrosło w 2017 r. o ponad 37%. Było to związane z atrakcyjną rentownością tych papierów dłużnych względem oprocentowania lokat bankowych o terminach powyżej roku (tabela 5.2.4). Oferta tych obligacji jest adresowana wyłącznie do osób fizycznych, organizacji społecznych i zawodowych oraz fundacji wpisanych do rejestru sądowego. Obligacje te są sprzedawane w każdym miesiącu po cenie nominalnej równej 100 zł albo z dyskontem w ramach operacji zamiany. Należność z tytułu odsetek wypłacana jest okresowo albo jednorazowo (z uwzględnieniem kapitalizacji) w dniu wykupu obligacji.

Tabela 5.2.4. Zadłużenie z tytułu obligacji oszczędnościowych w latach 2015–2017 (według stanu na koniec okresów)

Rodzaj obligacji według pierwotnego terminu do wykupu	Wartość obligacji (w mld zł)			Struktura obligacji (w %)		
	2015	2016	2017	2015	2016	2017
Obligacje krótkookresowe o stałym oprocentowaniu	1,4	0,0	0,6	13,2	0,0	4,2
Obligacje 2-letnie o stałym oprocentowaniu	2,8	5,1	6,4	27,1	45,3	41,2
Obligacje 3-letnie o zmiennym oprocentowaniu	0,5	0,6	0,6	5,2	5,0	3,7
Obligacje 4-letnie indeksowane	1,7	1,5	3,5	16,1	13,5	22,8
Obligacje 10-letnie emerytalne	4,0	4,1	4,3	38,5	36,2	28,0
Obligacje rodzinne	-	0,0	0,0	-	0,0	0,1
Ogółem	10,3	11,2	15,4	100,0	100,0	100

Uwaga: suma wartości z poszczególnych wierszy może nieznacznie różnić się od wartości w kategorii ogółem ze względu na zaokrąglenia.

Źródło: Ministerstwo Finansów.

Rynek pierwotny

Rynkowe obligacje skarbowe są oferowane na rynku pierwotnym w ramach systemu Dealerów Skarbowych Papierów Wartościowych (DSPW). Jest to rynek hurtowy, do którego dostęp mają wyłącznie instytucje finansowe wyłaniane każdego roku w drodze konkursu. Podstawowym kryterium wyboru DSPW jest aktywność instytucji finansowych na krajowym rynku skarbowych papierów wartościowych. Wyłącznie DSPW mogą składać oferty w przetargach sprzedaży papierów skarbowych. Mają oni także prawo do zawierania na preferencyjnych warunkach, przeprowadzanych z inicjatywy Ministerstwa Finansów, bilateralnych transakcji warunkowych oraz kupowania skarbowych papierów wartościowych oferowanych w emisjach prywatnych bądź zagranicznych. Do obowiązków dealerów należy natomiast m.in.: uczestnictwo w przetargach sprzedaży obligacji skarbowych, nabywanie tych instrumentów w skali zapewniającej określony przez Ministerstwo Finansów minimalny udział w łącznej wartości nominalnej emitowanych papierów skarbowych oraz uczestnictwo w fixingu cen obligacji na platformie Treasury BondSpot Poland (TBSP). W 2017 r. funkcję DSPW pełniło 14 podmiotów, tyle samo co w 2016 r. Wśród nich było osiem banków krajowych, działający w Polsce oddział instytucji kredytowej oraz pięć banków z UE. Prawo do uczestnictwa w przetargach obligacji skarbowych przysługiwało również BGK.

W 2017 r. Ministerstwo Finansów wyemitowało na rynku krajowym hurtowe obligacje skarbowe o wartości 115,4 mld zł, o 29,6 mld zł mniejszej niż w 2016 r. Spadek skali emisji obligacji skarbowych wynikał przede wszystkim ze zmniejszenia się (ze 169,5 mld zł w 2016 r. do 117,1 mld zł w 2017 r.) potrzeb pożyczkowych brutto budżetu państwa. Głównym sposobem wprowadzania obligacji skarbowych na rynek były przetargi sprzedaży. Na jedenastu takich przetargach oraz zorganizowanych po niektórych z nich dziewięciu przetargach uzupełniających uplasowano obligacje o wartości 66,6 mld zł, co stanowiło około 54,3% potrzeb pożyczkowych brutto Skarbu Państwa finansowanych emisją rynkowych papierów skarbowych. Od początku 2017 r. na każdym przetargu Ministerstwo Finansów oferowało pięć serii obligacji: 2-, 5-, 10-letnie o stałym oprocentowaniu oraz dwa rodzaje obligacji o zmiennym oprocentowaniu (WZ). Oferta ta była sporadycznie uzupełniana o wieloletnie obligacje o stałym oprocentowaniu (WS). Największe emisje obligacji przeprowadzono w styczniu, lutym i kwietniu (odpowiednio o wartości nominalnej: 16,7 mld zł, 13,0 mld zł oraz 14,0 mld zł). W lipcu 2017 r. Ministerstwo wyemitowało w ofercie prywatnej pięcioletnie obligacje zmiennoprocentowe o wartości 2 mld zł.

Przetargi sprzedaży obligacji odbywają się w ramach formuły jednej ceny, będącej standardem dla większości rozwiniętych rynków skarbowych papierów dłużnych. Zgodnie z tą formułą wszyscy uczestnicy przetargu nabywają obligacje po tej samej cenie, która jest równa cenie minimalnej wyznaczonej przez emitenta lub jest od niej wyższa. Biorący udział w aukcjach mają również możliwość składania ofert niekonkurencyjnych, tj. bez określania ceny. Zgłaszanie ofert tego typu jest równoznaczne ze zgodą na zakup obligacji skarbowych po cenie wyznaczonej przez pozostałych uczestników przetargu. W tym trybie na przetargach sprzedaży nabyto papiery skarbowe o wartości nominalnej 6,5 mld zł, co stanowiło niecałe 10% wszystkich przyjętych ofert (wobec około 9% w 2016 r.). Zakup obligacji skarbowych na przetargach uzupełniających,

organizowanych przez Ministerstwo Finansów nie później niż następnego dnia po przetargu sprzedaży, odbywał się po minimalnej cenie ustalonej na przetargu sprzedaży.

Mierzone relacją popytu do podaży zainteresowanie uczestników rynku krajowymi obligacjami skarbowymi wzrosło w porównaniu z poprzednimi latami (wykres 5.2.4). Średnia relacja wartości ofert kupna złożonych na przetargach sprzedaży obligacji hurtowych do wartości ofert przyjętych w 2017 r. wyniosła 1,98 (wobec 1,63 w 2016 r.). Nadwyżka popytu na obligacje hurtowe ma charakter strukturalny i wynika z chęci realizowania przez DSPW zleceń klientów oraz własnych. W poszczególnych miesiącach zależy ona od rodzaju i ilości oferowanych instrumentów, a także aktualnych warunków rynkowych. W 2017 r. na wzrost wspomnianej nadwyżki popytu mogła dodatkowo wpłynąć niższa niż w latach poprzednich podaż skarbowych instrumentów dłużnych, w tym brak przetargów sprzedaży w III kw. 2017 r. Największym zainteresowaniem cieszyły się przetargi sprzedaży obligacji skarbowych w listopadzie 2017 r., kiedy popyt ponad trzykrotnie przewyższył podaż.

Wykres 5.2.4. Popyt na obligacje skarbowe i ich podaż oraz iloraz popytu i przyjętych ofert na przetargach sprzedaży tych instrumentów w latach 2016–2017



Źródło: Ministerstwo Finansów.

Krajowe obligacje skarbowe były oferowane również na przetargach zamiany, które umożliwiają Ministerstwu Finansów uelastycznienie harmonogramu wykupów obligacji bez konieczności angażowania środków pieniężnych. W 2017 r. w tym trybie wprowadzono do obrotu obligacje skarbowe o wartości 49,2 mld zł (co stanowiło 42,5% emisji tych instrumentów dłużnych na rynku krajowym). Wartość ofert niekonkurencyjnych przyjętych na przetargach zamiany wyniosła niespełna 3,1 mld zł. Jednocześnie w przetargach tych odkupiono przedterminowo inne obligacje skarbowe o wartości nominalnej 45,2 mld zł. Ich rezydualne terminy zapadalności nie przekraczały kilku miesięcy.

W 2017 r. wyemitowano obligacje oszczędnościowe o wartości 6,9 mld zł (wobec 4,6 mld zł rok wcześniej), z czego instrumenty za 1,6 mld zł w ramach zamiany serii obligacji. Inwestorzy detaliczni najchętniej kupowali dwuletnie obligacje o stałym oprocentowaniu oraz czteroletnie obligacje indeksowane do inflacji (odpowiednio, 43,1% i 35,8% wartości sprzedanych obligacji

detałicznych). Rentowność obligacji dwuletnich wynosiła w 2017 r. 2,1%, a obligacji czteroletnich w pierwszym roku rozliczeniowym 2,4%, czyli więcej niż oprocentowanie lokat bankowych o terminach powyżej roku. Od października 2017 r. Ministerstwo Finansów wprowadziło do sprzedaży obligacje trzymiesięczne o stałym oprocentowaniu (OTS) wynoszącym 1,5% w skali rocznej. Ich udział w sprzedaży wszystkich obligacji oszczędnościowych w IV kw. 2017 r. przekroczył 27%.

W sprzedaży obligacji oszczędnościowych pośredniczył PKO Bank Polski, który od 2003 r. jest agentem emisji, prowadzi rejestr nabywców tych papierów dłużnych oraz realizuje zlecenia ich wykupu. Obligacje te były nadal sprzedawane przede wszystkim w stacjonarnych punktach sprzedaży (84,0%), a zdecydowana większość ich nabywców miała więcej niż 50 lat (75,2%).

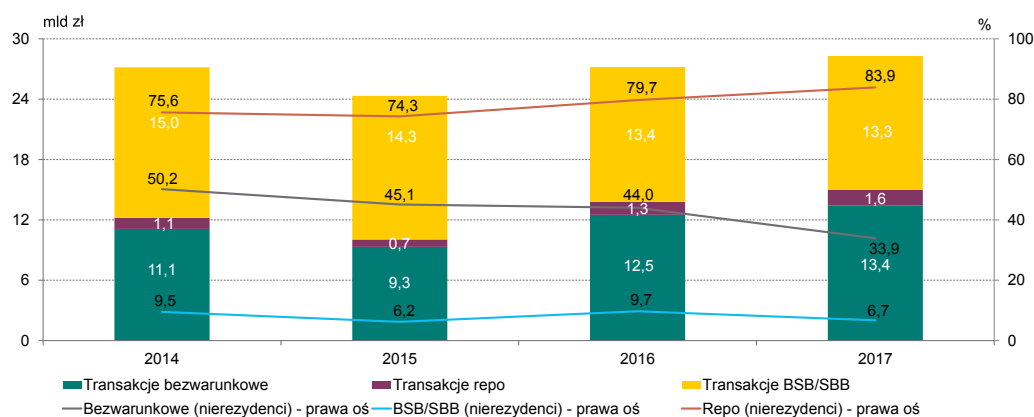
Rynek wtórny

Średnie dzienne obroty netto na krajowym rynku obligacji skarbowych wzrosły w 2017 r. do 28,2 mld zł³⁵¹, co wynikało głównie ze wzrostu o ponad 7% wartości transakcji bezwarunkowych (wykres 5.2.5). Jednocześnie wskaźnik płynności rynku, liczony jako iloraz średniej miesięcznej wartości transakcji bezwarunkowych do średniego stanu zadłużenia Skarbu Państwa z tytułu obligacji rynkowych wyniósł w 2017 r. 0,46, czyli tyle samo co w 2016 r. (wykres 5.2.6). Płynność rynku wtórnego tych instrumentów finansowych była wyraźnie większa w I poł. 2017 r. Spadek płynności w II poł. roku, obserwowany głównie w segmencie transakcji bezwarunkowych, mógł być związany z istotnym ograniczeniem w tym okresie podaży obligacji skarbowych na przetargach sprzedaży (12,0 mld zł w II poł. wobec 54,6 mld zł w I poł. 2017 r.). Najbardziej płynnymi seriami papierów skarbowych w tym segmencie rynku były serie obligacji *on-the-run* (tj. serie obligacji, które były ostatnio oferowane na rynku pierwotnym): obligacji wieloletnich o zmiennym oprocentowaniu WZ0121 (12,1% wszystkich transakcji bezwarunkowych), 10-letnich o stałym oprocentowaniu DS0727 (9,8% transakcji bezwarunkowych), i 5-letnich o stałym oprocentowaniu PS0422 (9,1% transakcji bezwarunkowych).

Pod względem wartości zawartych transakcji bezwarunkowych najważniejszymi uczestnikami rynku wtórnego obligacji skarbowych były banki krajowe – wartość operacji z ich udziałem wzrosła w 2017 r. o 10 pkt proc. do 44,5% obrotów brutto (wykres 5.2.7). Natomiast transakcje z udziałem banków zagranicznych odpowiadały za 14,4% obrotów brutto. Te dwie grupy podmiotów, w skład których wchodzi DSPW oraz animatorzy rynku, odpowiadały za prawie 60% wartości transakcji bezwarunkowych na rynku obligacji skarbowych. Udział funduszy inwestycyjnych w obrotach brutto wyniósł ponad 17%.

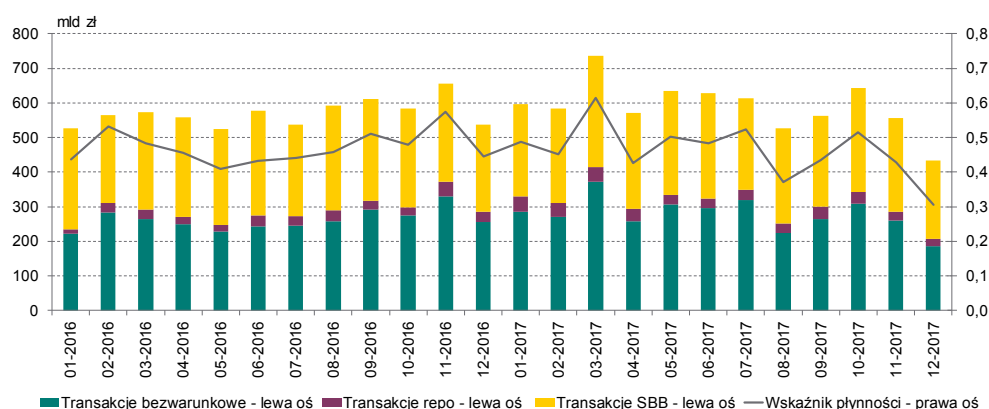
³⁵¹ Prezentowane w tym rozdziale obroty netto na rynku obligacji skarbowych stanowią sumę wartości transakcji bezwarunkowych oraz transakcji warunkowych liczonych według wartości wymiany początkowej. Liczba dni roboczych wyniosła 252 w 2014 r., 254 w 2015 r. oraz 252 w 2016 r. oraz 251 w 2017 r.

Wykres 5.2.5. Średnia dzienna wartość transakcji (obroty netto) na rynku krajowych obligacji skarbowych i udział inwestorów zagranicznych w obrotach na tym rynku w latach 2014–2017



Źródło: opracowano na podstawie danych Ministerstwa Finansów.

Wykres 5.2.6. Miesięczna wartość transakcji krajowymi obligacjami skarbowymi oraz wskaźnik płynności w latach 2016–2017



Uwagi: 1. Wartość transakcji *repo* i SBB liczona według wartości wymiany początkowej. 2. Wskaźnik płynności obliczony jako iloraz miesięcznej wartości transakcji bezwarunkowych oraz zadłużenia Skarbu Państwa na koniec miesiąca z tytułu obligacji rynkowych.

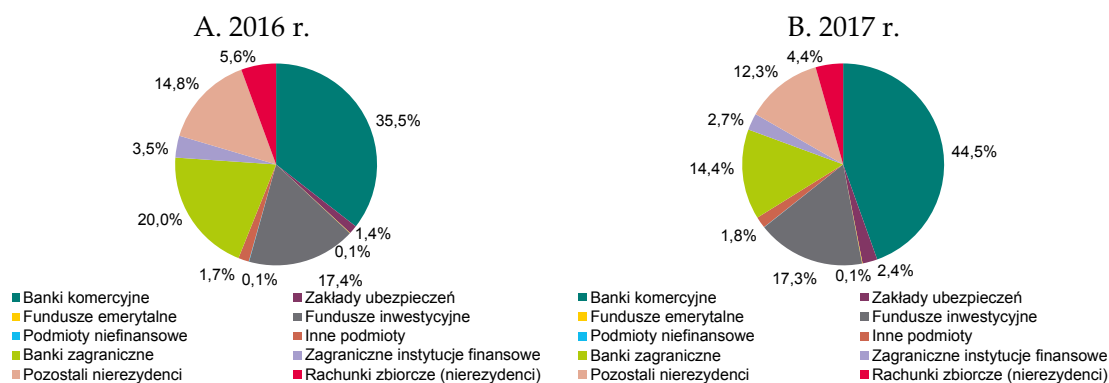
Źródło: opracowano na podstawie danych Ministerstwa Finansów.

W segmencie transakcji warunkowych średnia dzienna wartość obrotów netto wyniosła w 2017 r. 15 mld zł, nieznacznie więcej niż w 2016 r. Zazwyczaj jedną ze stron transakcji SBB były krajowe niekredytowe instytucje finansowe. Wykorzystywały one te transakcje w strategiach inwestycyjnych z dźwignią finansową lub do finansowania przejściowych niedoborów płynności, wynikających m.in. z dokonywanych zmian w strukturze portfeli papierów wartościowych, jak również do lokowania okresowych nadwyżek środków.

Kolejny rok rządu wzrosła wartość transakcji *repo*. W 2017 r. średnia dzienna wartość tego typu transakcji wyniosła niespełna 1,6 mld zł (wobec 1,3 mld zł w 2016 r.), a ich udział w transakcjach warunkowych na krajowym rynku obligacji skarbowych wzrósł do 10,7%. Na rynku transakcji

zabezpieczonych obligacjami skarbowymi aktywni byli przede wszystkim nierezydenci – operacje z ich udziałem stanowiły 83,9% obrotów brutto.

Wykres 5.2.7. Struktura podmiotowa obrotów brutto na rynku krajowych obligacji skarbowych w 2016 i 2017 r.



Uwagi: 1. Dane dotyczą jedynie transakcji bezwarunkowych. 2. Każda transakcja jest ujmowana podwójnie w obliczeniach jako wartość obligacji zarówno nabytych, jak i zbytych przez poszczególne kategorie kontrahentów.

Źródło: opracowano na podstawie danych Ministerstwa Finansów.

Zabezpieczeniem w operacjach warunkowych były głównie serie najbardziej płynnych skarbowych papierów dłużnych. W transakcjach SBB najczęściej wykorzystywano serie obligacji 11-letnich o zmiennym oprocentowaniu WZ0121 i 5-letnich o stałym oprocentowaniu PS0421 (odpowiednio 11,4% oraz 7,9% obrotów), a w przypadku operacji *repo* – serie obligacji o stałym kuponie DS0726 oraz PS0422 (odpowiednio 16,9% i 11,8% obrotów).

Rynkowe obligacje skarbowe były przedmiotem obrotu na: rynku OTC, w tym na elektronicznej platformie transakcyjnej TBSP³⁵², oraz na dwóch rynkach funkcjonujących w ramach platformy Catalyst – regulowanym rynku giełdowym GPW dla inwestorów detalicznych i na hurtowym regulowanym rynku pozagiełdowym organizowanym przez BondSpot. Ewidencję obligacji skarbowych oraz rozliczanie i rozrachunek transakcji tymi instrumentami prowadziły podmioty grupy kapitałowej KDPW.

Obroty obligacjami skarbowymi koncentrują się na rynku OTC. W 2017 r. zawarte na nim operacje stanowiły prawie 95% wartości wszystkich transakcji tymi instrumentami (tabela 5.2.5). Średnia dzienna wartość transakcji obligacjami skarbowymi na rynku OTC wyniosła 26,8 mld zł i była o prawie 3,7% większa w porównaniu z 2016 r. Duża popularność tego rynku wynika z jego ograniczonej transparentności i większej niż na rynku regulowanym: liczby aktywnych

³⁵² Platforma TBSP stanowi integralną część systemu DSPW. Do końca 2017 r. funkcjonowała ona poza obrotem zorganizowanym, ale w ramach prac legislacyjnych nad projektem ustawy o zmianie ustawy o obrocie instrumentami finansowymi oraz niektórych innych ustaw, mającym na celu dostosowanie polskiego prawa do rozwiązań przewidzianych w regulacjach MIFID II/MIFIR, zaproponowano, aby platforma TBSP uzyskała status alternatywnego systemu obrotu (ASO).

uczestników (w tym o statusie market makera) oraz elastyczności w zakresie ustalania warunków transakcji (przeważnie zawiera się je za pośrednictwem elektronicznych systemów konwersacyjnych lub brokerów głosowych).

Tabela 5.2.5. Udział poszczególnych rynków w obrotach krajowymi rynkowymi obligacjami skarbowymi w 2016 i 2017 r. (w %)

	Rynek OTC		Platforma Catalyst	
	poza TBSP	TBSP	Rynek GPW	Rynek BondSpot
Obroty ogółem w 2016 r.	95,15	4,83	0,02	0,00
- transakcje bezwarunkowe	91,87	8,10	0,03	0,00
- transakcje warunkowe	97,94	2,06	0,00	0,00
Obroty ogółem w 2017 r.	94,83	5,16	0,01	0,00
- transakcje bezwarunkowe	94,06	5,91	0,03	0,00
- transakcje warunkowe	95,52	4,48	0,00	0,00

Źródło: obliczono na podstawie danych KDPW, TBSP i Catalyst.

Elektroniczna platforma obrotu papierami skarbowymi TBSP, która w 2017 r. funkcjonowała poza obrotem zorganizowanym, stanowi integralną część systemu DSPW. Celem jej działalności jest poprawa płynności i zwiększenie przejrzystości obrotu na krajowym rynku skarbowych papierów wartościowych. DSPW są zobowiązani do kwotowania na tej platformie cen kupna i sprzedaży oraz uczestnictwa w fixingach cen notowanych na niej papierów skarbowych. Kursy fixingowe ustalane są dwa razy dziennie dla najważniejszych serii obligacji skarbowych. Przedmiotem transakcji na platformie TBSP są papiery dłużne o wartości nominalnej 5 mln zł lub jej wielokrotności. Oprócz DSPW uczestnikami rynku TBSP mogą być: inne banki krajowe, BFG, niebankowe instytucje finansowe oraz zagraniczne instytucje kredytowe. W 2017 r. z inicjatywy GPW Benchmark rozpoczęto prace nad stworzeniem nowych stawek referencyjnych dla polskiego rynku pieniężnego w oparciu o rentowności transakcji repo zawieranych na rynku TBSP.

Na koniec 2017 r. na tym rynku działały 32 podmioty, w tym 20 o statusie market makera. Uczestnikami tego rynku były banki krajowe i zagraniczne, BGK, BFG i jeden OFE. Średnia dzienna wartość transakcji na rynku TBSP wyniosła w 2017 r. 1,46 mld zł i była o 11,1% większa niż w 2016 r. Wartość transakcji warunkowych na tym rynku wzrosła w 2017 r. ponad dwukrotnie i stanowiła 45,7% wszystkich obrotów na platformie TBSP.

Platforma obrotu instrumentami dłużnymi Catalyst pozostawała najmniejszym segmentem rynku wtórnego hurtowych obligacji skarbowych. W 2017 r. średnie dzienne obroty netto na tej platformie wyniosły około 3,5 mln zł wobec około 3,9 mln zł w 2016 r., przy czym transakcje na rynku BondSpot zawierano sporadycznie.

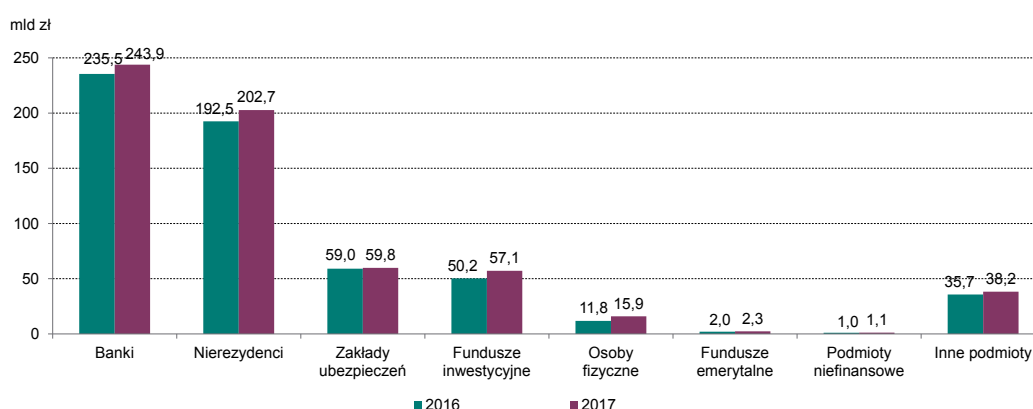
Inwestorzy

W 2017 r. struktura inwestorów na krajowym rynku obligacji skarbowych ustabilizowała się po istotnych zmianach w 2016 r., kiedy to wyraźnie wzrosło zaangażowanie banków z Polski przy

jednoczesnym spadku wartości portfela nierezydentów. Na koniec 2017 r. banki krajowe posiadały krajowe obligacje skarbowe o wartości 243,9 mld zł (tj. o 8,4 mld zł więcej niż na koniec 2016 r.), a ich udział w strukturze nabywców tych instrumentów spadł o 0,8 pkt proc. do 39,3%. (wykres 5.2.8).

Tak istotny udział banków krajowych w strukturze nabywców obligacji skarbowych jest związany z konstrukcją obowiązującego od lutego 2016 r. podatku od niektórych instytucji finansowych. W przypadku banków krajowych i SKOK-ów podstawa opodatkowania jest obniżana o wartość posiadanych przez nie krajowych skarbowych papierów wartościowych. W związku z tym dla tych instytucji finansowych efektywna dochodowość krajowych obligacji skarbowych jest wyższa niż dochodowość innych instrumentów dłużnych o podobnej rentowności lub udzielonych kredytów o zbliżonym do nich oprocentowaniu.

Wykres 5.2.8. Inwestorzy na rynku krajowych obligacji skarbowych w 2016 i 2017 r. (według stanu zadłużenia na koniec okresów)



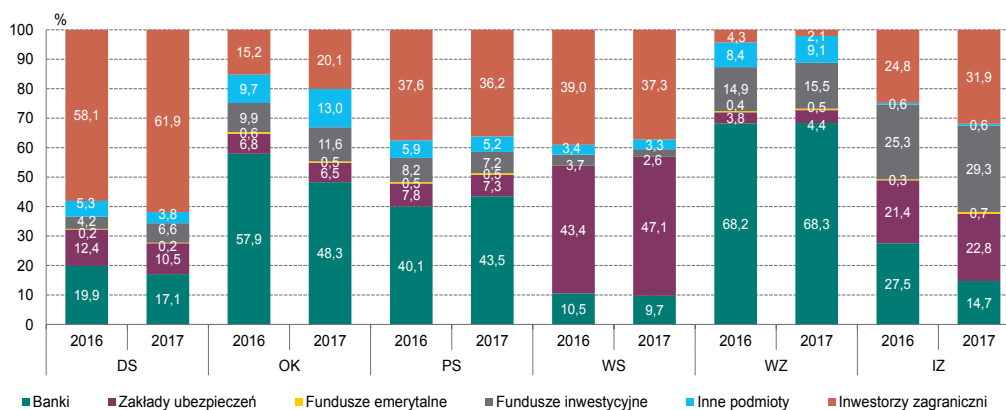
Źródło: Ministerstwo Finansów.

W 2017 r. banki krajowe chętniej inwestowały w obligacje o dłuższych pierwotnych terminach zapadalności niż w 2016 r. Udział banków krajowych w strukturze nabywców pięcioletnich obligacji o stałym oprocentowaniu wzrósł w 2017 r. do 43,5% (wykres 5.2.9). Jednocześnie ich udział w strukturze inwestorów dwuletnich obligacji zerokuponowych spadł na koniec 2017 r. do 48,3%. Banki krajowe wciąż chętnie inwestowały w wieloletnie obligacje o zmiennym oprocentowaniu – ich udział w strukturze nabywców tych instrumentów wyniósł 68,3%.

Zaangażowanie inwestorów zagranicznych na krajowym rynku obligacji skarbowych zwiększyło w 2017 r. (o 10,2 mld zł) do 202,7 mld na koniec grudnia, a ich udział w strukturze nabywców nie zmienił się i wyniósł nieco poniżej 33,0% (wykres 5.2.10). W I poł. roku wartość portfela nierezydentów wyraźnie wzrosła o ponad 19,0 mld zł do prawie 212 mld na koniec czerwca 2017 r. W tym okresie zwiększyła się m.in. wartość portfela zagranicznych funduszy inwestycyjnych i holdingowych, do czego przyczynił się m.in. globalny spadek awersji do ryzyka oraz poprawa perspektyw rozwoju zarówno polskiej, jak i światowej gospodarki. W II połowie 2017 r.

zaangażowanie na krajowym rynku obligacji skarbowych redukowały m.in. banki zagraniczne oraz fundusze emerytalne.

Wykres 5.2.9. Struktura nabywców poszczególnych rodzajów obligacji skarbowych w 2016 i 2017 r. (według stanów zadłużenia na koniec roku)



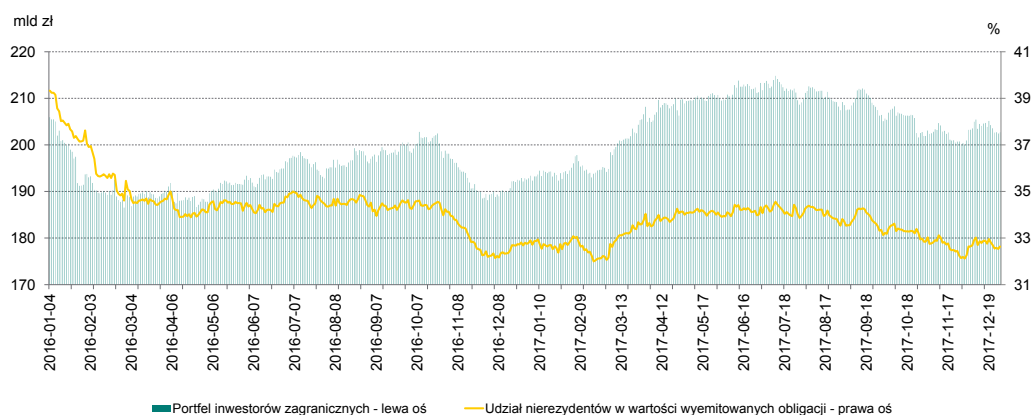
Uwaga: DS – obligacje 10-letnie o stałym oprocentowaniu, OK – obligacje 2-letnie zerokuponowe, PS – obligacje 5-letnie o stałym oprocentowaniu, WS – obligacje co najmniej 15-letnie o stałym oprocentowaniu, WZ – obligacje o zmiennym oprocentowaniu, IZ – obligacje indeksowane wskaźnikiem inflacji.

Źródło: opracowano na podstawie danych Ministerstwa Finansów.

Stabilizacja udziału nierezydentów w strukturze nabywców obligacji w 2017 r. nastąpiła w warunkach wysokiego tempa wzrostu gospodarczego w Polsce oraz utrzymywania się niskiej awersji do ryzyka na światowych rynkach finansowych. W globalnym systemie finansowym nasiliło się zjawisko *search for yield*, czyli poszukiwanie przez inwestorów, przede wszystkim na rynkach wschodzących, instrumentów przynoszących atrakcyjne stopy zwrotu. Było to związane z utrzymywaniem się niskich rentowności obligacji w większości krajów rozwiniętych w warunkach stopniowego i powolnego ograniczania ekspansywnej polityki pieniężnej przez najważniejsze banki centralne³⁵³. Inwestorzy zagraniczni wciąż chętnie lokowali środki w skarbowe papiery dłużne o długich terminach zapadalności i stałym oprocentowaniu. Na koniec 2017 r. posiadali oni 61,9% wartości obligacji 10-letnich (DS) oraz 37,3% obligacji wieloletnich o stałym oprocentowaniu (WS).

³⁵³ Amerykański Fed w 2017 r., zgodnie z oczekiwaniami inwestorów, podniósł trzykrotnie (w marcu, czerwcu i grudniu) stopy procentowe w sumie o 75 pkt bazowych do poziomu 1,25%-1,50% oraz rozpoczął od października stopniowe zmniejszanie skali reinwestycji zapadających instrumentów finansowych zakupionych w ramach programów łagodzenia ilościowego. Przyczyniło się to do wzrostu w IV kw. 2017 r. rentowności obligacji skarbowych Stanów Zjednoczonych. Natomiast EBC nie zmienił stóp procentowych oraz zredukował od kwietnia wartość programu skupu aktywów z 80 mld euro do 60 mld euro miesięcznie i zapowiedział, że od stycznia 2018 r. wartość skupu aktywów wyniesie 30 mld euro miesięcznie

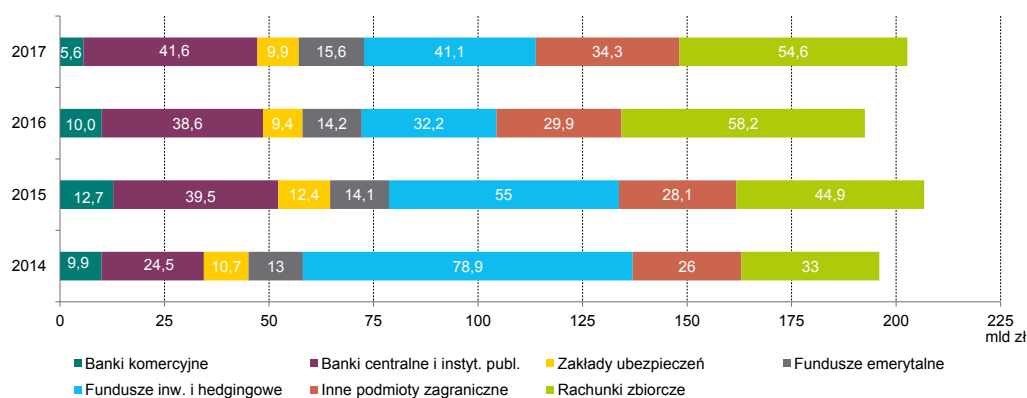
Wykres 5.2.10. Zaangażowanie nierezydentów na krajowym rynku obligacji skarbowych oraz ich udział w tym rynku w 2016 i 2017 r.



Źródło: KDPW.

Wartość portfela obligacji skarbowych w posiadaniu długoterminowych inwestorów zagranicznych (tj. banków centralnych i instytucji publicznych, zakładów ubezpieczeń oraz funduszy emerytalnych) wzrosła w 2017 r. o 4,9 mld zł do 67,1 mld zł na koniec roku. Ich udział w strukturze nabywców tych instrumentów finansowych był stabilny i wyniósł na koniec analizowanego okresu około 33,0% wartości portfela nierezydentów (wykres 5.2.11). Banki centralne, wśród których zdecydowanie dominowały instytucje z Azji, zwiększyły w 2017 r. zaangażowanie w krajowe obligacje skarbowe do 35,6 mld, tj. o 7,0 mld zł. W 2017 r. po raz kolejny wzrosło znaczenie inwestorów z Azji i Bliskiego Wschodu na krajowym rynku obligacji skarbowych. Na koniec 2017 r. inwestorzy ci posiadali skarbowe papiery dłużne o wartości 65,1 mld zł, podczas gdy nabywcy z UE – 54,4 mld zł. Zaangażowanie inwestorów ze Stanów Zjednoczonych było stabilne i wyniosło niecałe 20 mld zł.

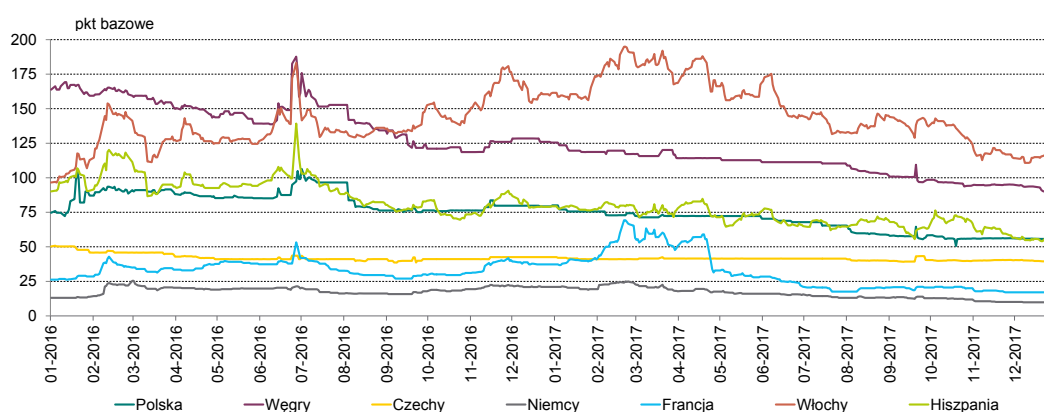
Wykres 5.2.11. Struktura inwestorów zagranicznych na krajowym rynku obligacji skarbowych w latach 2014–2017 r. (mld zł, według stanu zadłużenia na koniec okresów)



Źródło: Ministerstwo Finansów.

Oprócz korzystnego otoczenia zewnętrznego na spadek rentowności krajowych obligacji skarbowych oddziaływały korzystne dane o inflacji w Polsce oraz mniejszy od oczekiwań deficyt budżetowy. Ustabilizowanie się wskaźnika cen konsumpcyjnych na poziomie około 2,0% wpłynęło na wygaśnięcie oczekiwań na wzrost stóp procentowych NBP przed końcem 2018 r. Ponadto uczestnicy rynku bardziej optymistycznie oceniali perspektywy finansów publicznych w Polsce. Przyczyniły się do tego związane z dobrą koniunkturą i uszczelnianiem systemu podatkowego wyższe od planowanych wpływy podatkowe oraz optymistyczne prognozy wzrostu gospodarczego na kolejne kwartały. Agencja ratingowa Moody's podwyższyła w maju 2017 r. perspektywę ratingu Polski z negatywnej do stabilnej, a inne główne agencje w swoich komunikatach pozytywnie oceniały stan i perspektywy polskiej gospodarki. Powyższe czynniki wpłynęły także na spadek kwotowań transakcji CDS na pięcioletnie obligacje Polski z 80 pkt bazowych na koniec 2016 r. do około 55 pkt bazowych w grudniu 2017 r. (wykres 5.2.12).

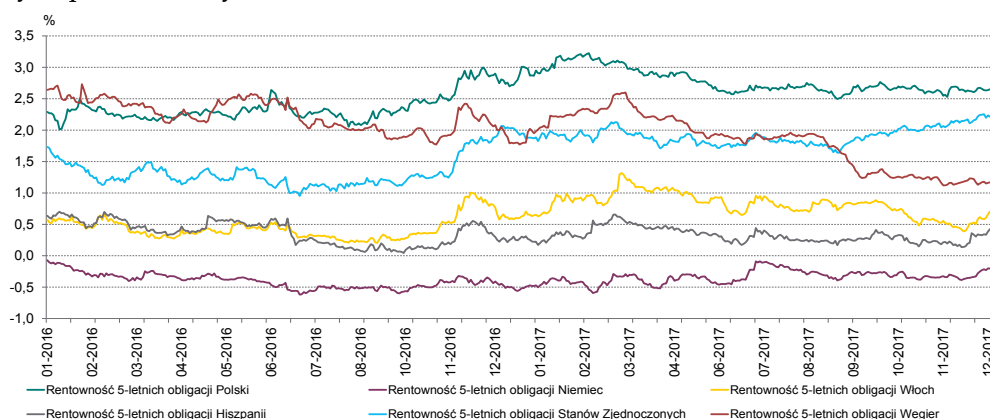
Wykres 5.2.12. Kwotowania 5-letnich transakcji CDS na obligacje skarbowe wybranych krajów strefy euro oraz nominowane w USD euroobligacje Polski, Węgier i Czech w 2016 i 2017 r.



Źródło: Thomson Reuters.

W efekcie w okresie luty–wrzesień 2017 r. wyraźnie zmniejszyły się rentowności krajowych obligacji skarbowych (wykres 5.2.13). W IV kw. 2017 r. ceny krajowych skarbowych papierów wartościowych spadały przejściowo m.in. w związku z okresowym pojawieniem się po publikacji pozytywnych danych z polskiego rynku pracy oczekiwań podwyżki stóp procentowych NBP w II połowie 2018 r. Pod koniec grudnia 2017 r. rentowności dla benchmarkowych dwuletnich krajowych obligacji skarbowych wyniosły 1,7% (wobec 2,0% na koniec 2016 r.), dla pięcioletnich – 2,65% (wobec 2,9%), a dla dziesięcioletnich – 3,3% (wobec 3,6%). Jednocześnie różnica pomiędzy rentownościami 10-letnich obligacji skarbowych Polski i Niemiec zmniejszyła się o ponad 50 pkt bazowych do około 290 pkt bazowych.

Wykres 5.2.13. Rentowność 5-letnich obligacji benchmarkowych Polski, Stanów Zjednoczonych i wybranych państw strefy euro w 2016 i 2017 r.



Źródło: opracowano na podstawie danych Ministerstwa Finansów oraz serwisu Thomson Reuters.

5.2.2.2. Obligacje komunalne

Obligacje komunalne³⁵⁴ pozostają niewielką częścią rynku kapitałowego w Polsce. Zadłużenie jednostek samorządu terytorialnego (JST) z tytułu tych instrumentów stanowiło równowartość niespełna 1% PKB Polski, a ich udział w wartości długoterminowych krajowych papierów dłużnych zmniejszył się do 2,6% na koniec 2017 r. (z 2,7% rok wcześniej).

Emisja obligacji komunalnych może być atrakcyjnym sposobem pozyskania finansowania dla krajowych samorządów, gdyż nie podlega postępowaniu o udzielenie zamówienia publicznego³⁵⁵ oraz nie wymaga ustanawiania zabezpieczeń dla zaciągniętych zobowiązań. Dzięki temu JST mogą otrzymać potrzebne środki szybciej i łatwiej niż w przypadku kredytu bankowego. Emisje obligacji komunalnych są zazwyczaj dzielone na dużą liczbę serii, co pozwala uzyskiwać podobny harmonogram spłaty zadłużenia jak dla kredytu i pozwala uniknąć znacznych jednorazowych wydatków na wykup obligacji.

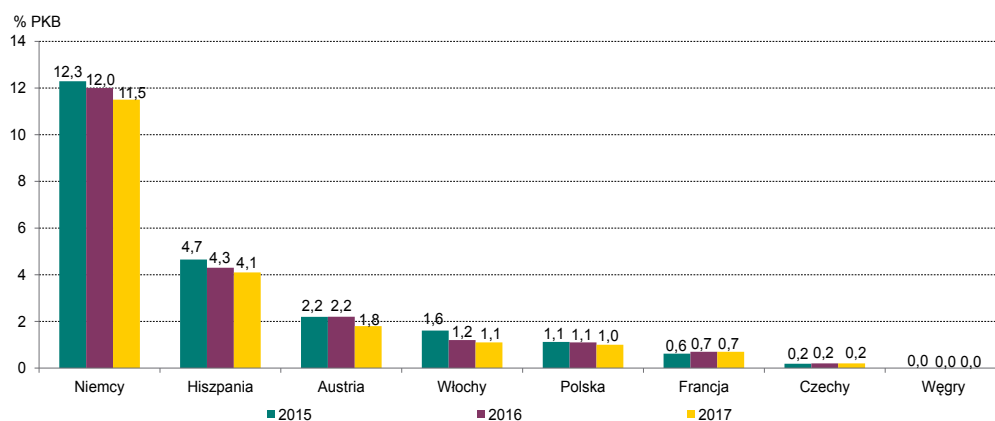
Wielkość rynków obligacji komunalnych w innych państwach UE jest mocno zróżnicowana i w dużym stopniu zależy od ustroju administracyjnego poszczególnych krajów. Największe znaczenie rynki te mają w państwach, w których regiony cieszą się znaczną autonomią. Duży rynek obligacji komunalnych funkcjonuje m.in. w Niemczech i w Hiszpanii. (wykres 5.2.14).

³⁵⁴ W niniejszym rozdziale w ramach krajowego rynku obligacji komunalnych uwzględnione zostały dłużne papiery wartościowe emitowane w Polsce przez jednostki samorządu terytorialnego, z wyłączeniem podmiotów sektora prywatnego zaklasyfikowanych, na mocy obowiązującego od 2014 r. standardu ESA (2010), do sektora instytucji samorządowych. Dokonywane przez te podmioty emisje obligacji są uwzględnione w niniejszym opracowaniu w rozdziale poświęconym długoterminowym papierom dłużnym przedsiębiorstw.

³⁵⁵ Art. 4 pkt 3 lit. ja ustawy z dnia 29 stycznia 2004 r. Prawo zamówień publicznych (Dz.U. z 2017 r., poz. 1579 z późn. zm.).

Natomiast w Czechach i na Węgrzech znaczenie tego segmentu rynku kapitałowego jest marginalne.

Wykres 5.2.14. Zadłużenie jednostek samorządu terytorialnego z tytułu emisji dłużnych papierów wartościowych w relacji do PKB w wybranych krajach UE w latach 2015-2017

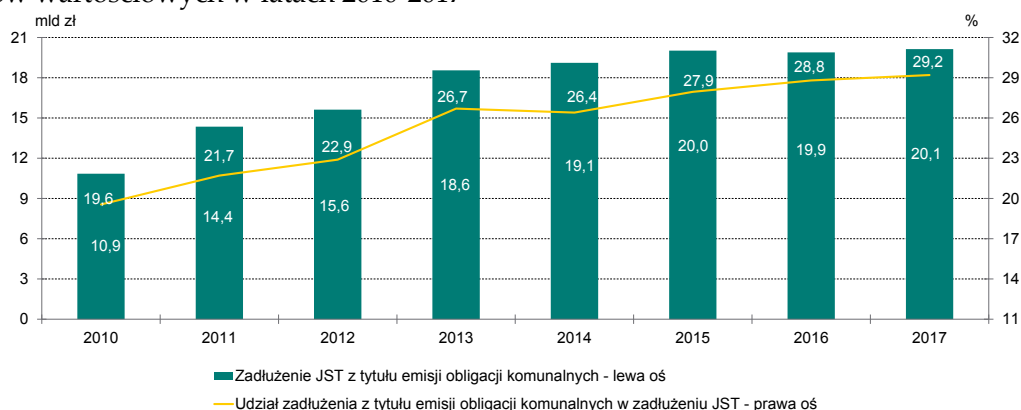


Źródło: opracowano na podstawie danych Eurostat oraz EBC.

Wielkość rynku

Niski deficyt JST, który zgodnie z danymi Ministerstwa Finansów wyniósł w 2017 r. 0,3 mld zł (wobec 7,6 mld zł nadwyżki w 2016 r.), przyczynił się do niewielkiego wzrostu zadłużenia z tytułu obligacji komunalnych. Wartość znajdujących się w obrocie obligacji komunalnych zwiększyła się w 2017 r. o 0,2 mld zł (do 20,1 mld zł na koniec roku), a udział zobowiązań z tytułu emisji tych instrumentów w zadłużeniu ogółem JST wzrósł do 29,2% (wykres 5.2.15).

Wykres 5.2.15. Zadłużenie jednostek samorządu terytorialnego z tytułu emisji dłużnych papierów wartościowych w latach 2010-2017



Źródło: opracowano na podstawie danych Ministerstwa Finansów i Fitch Polska SA.

Według danych Fitch Polska SA w 2017 r. wyemitowano obligacje komunalne o wartości nominalnej 2,1 mld zł (o 0,9 mld zł więcej niż w 2016 r.), z czego instrumenty o wartości 1,7 mld zł uplasowano w IV kw. 2017 r. Środki pozyskiwane z emisji obligacji komunalnych były głównie

wykorzystywane do finansowania projektów infrastrukturalnych i refinansowania zaciągniętych zobowiązań. Pod koniec 2017 r. JST znacząco przyspieszyły realizację planowanych inwestycji infrastrukturalnych. Nakłady inwestycyjne JST w 2017 r. były o prawie 30% wyższe niż w 2016 r., a ponad połowę z nich zrealizowano w IV kw. 2017 r.

Dalszy wzrost nakładów inwestycyjnych JST może przyczynić się do zwiększenia wartości emisji obligacji komunalnych w kolejnych latach. Wiele inwestycji JST jest bowiem realizowanych przy wykorzystaniu środków z funduszy UE w ramach perspektywy budżetowej na lata 2014–2020, a ich pozyskiwanie wymaga zapewnienia środków własnych, które mogą pochodzić m.in. z emisji obligacji lub kredytów bankowych.

Pewnym ograniczeniem dla skali emisji obligacji komunalnych mogą być ustawowe limity zadłużania się JST. Ustawa o finansach publicznych reguluje możliwość zadłużania się JST³⁵⁶ przez związanie maksymalnej kwoty wydatków na wykup i obsługę ich zobowiązań z dochodami. Relacja rocznej wartości spłat zobowiązań JST i kosztów ich obsługi do planowanych dochodów ogółem nie może przekraczać wskaźnika odpowiadającego średniej arytmetycznej z obliczonych dla ostatnich trzech lat relacji dochodów bieżących (powiększonych o dochody ze sprzedaży majątku i pomniejszonych o wydatki bieżące) do dochodów ogółem³⁵⁷.

Struktura rynku

Głównymi emitentami obligacji komunalnych były, podobnie jak w poprzednich latach, miasta na prawach powiatu. Zgodnie z danymi Ministerstwa Finansów na koniec 2017 r. ich emisje stanowiły prawie 86,8% wartości tych instrumentów pozostających w obrocie. Największymi emitentami obligacji komunalnych były: Warszawa (1,9 mld zł), Kraków (1,2 mld zł) oraz Łódź (0,7 mld zł). Ich obligacje stanowiły łącznie prawie jedną piątą wartości rynku obligacji komunalnych w Polsce. Udział województw w zadłużeniu JST z tytułu długoterminowych papierów wartościowych wyniósł 7,3%, gmin – 4,1%, a powiatów – 1,9%.

W 2017 r. obligacje komunalne były emitowane tylko w trybie oferty niepublicznej. Na rynku pierwotnym przeważały oferty o niewielkich wartościach. Średnia wartość pojedynczej serii obligacji komunalnych uplasowanych w 2017 r. wyniosła zaledwie 0,9 mln zł. Było to spowodowane wspomnianą tendencją do dzielenia emisji na wiele serii, a także relatywnie niewielkimi potrzebami pożyczkowymi małych JST. Największe emisje dłużnych papierów wartościowych, o wartości 62 mln zł, przeprowadziły: województwo wielkopolskie, które sprzedało na rynku pierwotnym sześć serii obligacji z terminem zapadalności od dwóch do siedmiu lat oraz Rzeszów, który wyemitował pięć serii 10-letnich obligacji o łącznej wartości

³⁵⁶ Art. 243 ustawy z dnia 27 sierpnia 2009 r. o finansach publicznych (Dz.U. z 2017 r., poz. 2077 z późn. zm.).

³⁵⁷ Art. 121 ust. 2 ustawy z dnia 27 sierpnia 2009 r. o przepisach wprowadzających ustawę o finansach publicznych (Dz.U. z 2009 r., nr 157, poz. 1241 z późn. zm.).

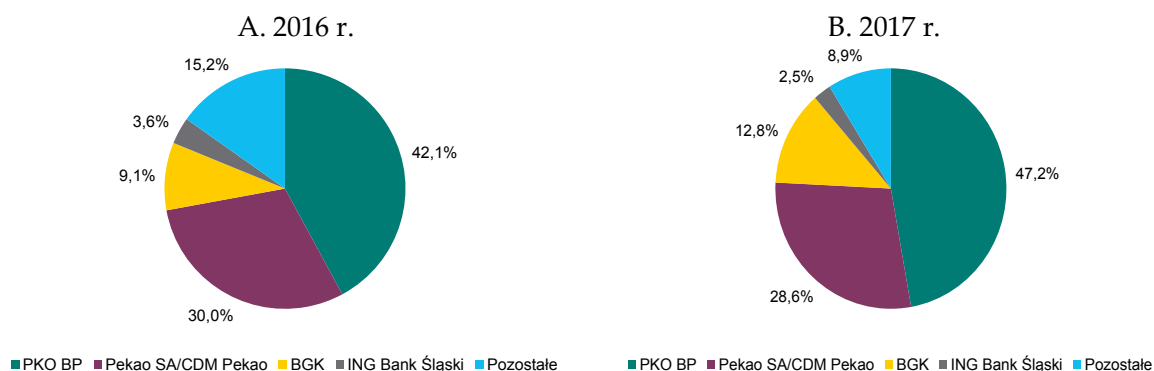
35 mln zł. W latach 2016-2017 JST nie emitowały obligacji przychodowych, mimo że od lipca 2015 r. takie instrumenty są wyłączone ze wspomnianych limitów zadłużenia JST³⁵⁸.

Pierwotny termin wykupu obligacji komunalnych mieści się najczęściej w przedziale od 5 do 10 lat – instrumenty o takiej zapadalności stanowiły ponad 63% wartości wszystkich obligacji uplasowanych na rynku w 2017 r. Średni pierwotny termin wykupu tych instrumentów wyniósł około 7,5 roku. Najdłuższy pierwotny termin wykupu wśród obligacji wyemitowanych przez JST miały papiery dłużne Siedlec oraz gminy Radków (19 lat).

Na rynku obligacji komunalnych dominowały emisje instrumentów o zmiennym oprocentowaniu. Podstawowymi stawkami referencyjnymi dla określania wartości ich kuponów były WIBOR 6M oraz WIBOR 3M. Oprocentowanie prawie 90% serii pozostających w obrocie na koniec 2017 r. wyznaczano na podstawie pierwszej z tych stawek, a ponad 5% na podstawie drugiej z nich. W 2017 r. nie wyemitowano żadnej serii obligacji o stałym oprocentowaniu. W obrocie pozostawały jeszcze tego typu instrumenty o łącznej wartości prawie 1,5 mld zł uplasowane w poprzednich latach przez Warszawę i Kraków.

Emisje obligacji komunalnych były głównie organizowane przez duże banki zajmujące się obsługą jednostek samorządowych. Trzy z nich były zaangażowane w uplasowanie prawie 90% wartości wszystkich wyemitowanych w 2017 r. obligacji komunalnych (wykres 5.2.16).

Wykres 5.2.16. Organizatorzy emisji obligacji komunalnych według wartości instrumentów wyemitowanych w 2016 i 2017 r.



Źródło: Fitch Polska SA.

³⁵⁸ Art. 108 ustawy z dnia 15 stycznia 2015 r. o obligacjach (Dz.U. z 2015 r., poz. 238).

Rynek wtórny

Papiery dłużne JST, będące przedmiotem obrotu wyłącznie na rynku OTC, stanowiły na koniec 2017 r. około 85% wartości wszystkich obligacji komunalnych (o wartości 16,8 mld zł). Zdecydowana większość z nich nie była zarejestrowana w KDPW, co wynikało m.in. z braku zainteresowania organizatorów emisji zbywaniem tych instrumentów dłużnych przed terminem ich wykupu. Wiele banków traktuje objęcie emisji tych obligacji (zazwyczaj z zamiarem trzymania ich do wykupu) jako alternatywę wobec udzielenia kredytu JST. Prowadząc płatnicze i oszczędnościowe rachunki JST, banki mają dostęp do szerszego niż inni inwestorzy zakresu informacji o sytuacji finansowej poszczególnych emitentów. Mogą one dopasować także niektóre z warunków organizowanych emisji do własnych preferencji.

Powyższe czynniki determinują strukturę inwestorów na rynku obligacji komunalnych w Polsce. Dominują w niej banki krajowe, które na koniec 2017 r. posiadały około 90% tych instrumentów pozostających w obrocie. Potencjalnymi nabywcami obligacji komunalnych mogłyby być fundusze inwestycyjne lub zakłady ubezpieczeń, ale nie są one zainteresowane instrumentami o niskiej płynności i niewielkich wartościach poszczególnych serii, emitowanymi przez wiele podmiotów o zróżnicowanej kondycji finansowej. Takie uwarunkowania utrwalają homogeniczną strukturę inwestorów i niską wartość obrotów na rynku wtórnym obligacji komunalnych.

Na koniec 2017 r. obligacje komunalne o wartości prawie 3,3 mld zł notowane były na platformie Catalyst (tj. na rynkach regulowanych organizowanych przez GPW i BondSpot). W obrocie na tych rynkach pozostawało 65 serii tych instrumentów (48 notowano zarówno na rynku GPW, jak i Bond Spot), przy czym około 55% ich wartości stanowiły cztery serie obligacji Warszawy. W 2017 r. wykupiono ostatnie dwie serie obligacji komunalnych notowanych na ASO organizowanym przez GPW (tabela 5.2.6).

Tabela 5.2.6. Obligacje komunalne notowane na platformie Catalyst na koniec 2016 i 2017 r.

Rynek		Wartość notowanych obligacji (mln zł)		Liczba emitentów		Wartość obrotów pakietowych i sesyjnych (mln zł)	
		2016	2017	2016	2017	2016	2017
Rynek regulowany	BondSpot	3 135,5	3 248,3	15	16	-	-
	GPW	3 151,6	3 297,8	15	17	7,8	16,3
	Równoległe Bondspot i GPW	3 135,5	3 248,3	15	16	-	-
ASO	BondSpot	-	-	-	-	-	-
	GPW	2,8	-	2	-	0,6	-

Uwaga: wszystkie obligacje znajdujące się w obrocie na rynku regulowanym BondSpot były równoległe notowane na rynku regulowanym GPW. W 2017 r. obligacje komunalne nie były notowane w ASO.

Źródło: opracowano na podstawie danych dostępnych na stronie Catalyst.

W 2017 r. do obrotu na rynku regulowanym GPW wprowadzono dziesięć serii obligacji komunalnych o łącznej wartości 330 mln zł, w tym jedną serię obligacji Krakowa o wartości 200 mln zł i siedem serii obligacji Płocka o łącznej wartości 80 mln zł.

Płynność rynku wtórnego obligacji komunalnych notowanych na platformie Catalyst była znikoma. W 2017 r. zawarto 58 transakcji, a ich wartość wyniosła 16,3 mln zł.

5.2.2.3. Długoterminowe instrumenty dłużne emitowane przez banki

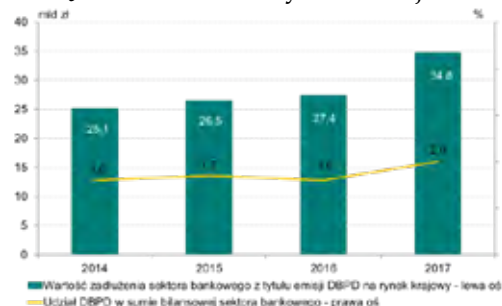
5.2.2.3.1. Długoterminowe bankowe papiery dłużne³⁵⁹

Wielkość rynku

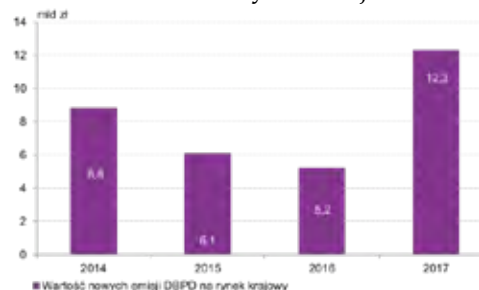
W 2017 r. można było zaobserwować wyraźny wzrost wartości nowych emisji długoterminowych bankowych papierów dłużnych (DBPD) kierowanych na rynek krajowy, co zahamowało trend spadkowy obserwowany w latach 2014-2016 (wykres 5.2.17 prawy panel). W rezultacie w 2017 r. wartość zadłużenia sektora bankowego z tytułu emisji DBPD wzrosła o około 27% (wykres 5.2.17 lewy panel). Nadal jednak dla większości banków działających w Polsce finansowanie za pośrednictwem DBPD miało niewielkie znaczenie. Udział DBPD w pasywach sektora i banków emitentów (odpowiednio 2% i 3,8% w 2017 r.) był stabilny i niski w porównaniu z analogicznym udziałem w strefie euro³⁶⁰.

Wykres 5.2.17. Zobowiązania banków krajowych z tytułu emisji DBPD oraz wielkość nowych emisji DBPD na rynek krajowy w latach 2014-2017

A. Zobowiązania banków z tytułu emisji DBPD



B. Wartość nowych emisji DBPD



Źródło: NBP.

W 2017 r. na rynku długoterminowych bankowych papierów dłużnych było aktywnych 16 banków komercyjnych, 1 bank zrzeszający oraz 1 bank spółdzielczy o łącznym udziale w aktywach sektora bankowego wynoszącym 51%. Jednakże około 75% wartości nowych emisji DBPD było przeprowadzonych przez cztery banki komercyjne.

³⁵⁹ W podrozdziale analizowane są długoterminowe bankowe papiery dłużne wyemitowane na rynku krajowym z wyłączeniem obligacji infrastrukturalnych wyemitowanych przez BGK na rzecz Krajowego Funduszu Drogowego. Ten rodzaj dłużnych papierów wartościowych został opisany w podrozdziale 5.2.1.

³⁶⁰ Na koniec grudnia 2017 r. wartość długoterminowych papierów dłużnych wyemitowanych przez banki w strefie euro wynosiła 3,6 bln euro, co stanowiło około 10% sumy bilansowej sektora bankowego w strefie euro.

W strukturze terminowej DBPD sprzedawanych na rynku pierwotnym przeważają emisje średnioterminowe, tj. do 5 lat (tabela 5.2.7).

Tabela 5.2.7. Struktura terminowa zadłużenia banków krajowych z tytułu emisji DBPD w Polsce w latach 2014-2017 (w % wg stanu na koniec lat)

Pierwotne terminy wykupu	2014	2015	2016	2017
Od 1 roku do 2 lat (włącznie)	5,4	4,1	2,9	2,0
Od 2 do 5 lat (włącznie)	10,8	59,0	56,3	57,2
Od 5 do 10 lat (włącznie)	60,3	33,5	33,9	37,0
Powyżej 10 lat	23,5	3,4	6,9	3,8

Źródło: NBP.

Emisji długoterminowych papierów dłużnych na krajowym rynku dokonywały również zagraniczne instytucje kredytowe posiadające w Polsce banki-córki. Emitując papiery dłużne na polskim rynku pozyskiwały finansowanie nominowane w złotych, które następnie – w formie finansowania wewnątrzgrupowego – mogły przekazać bankom-córkom. W 2017 r. w KDPW zarejestrowane były emisje certyfikatów strukturyzowanych czterech instytucji kredytowych spoza Polski. Łączna wartość papierów dłużnych wyemitowanych przez zagraniczne instytucje kredytowe była wyższa niż w latach wcześniejszych i stanowiła około 10% wartości krajowego rynku DBPD (tabela 5.2.8).

Tabela 5.2.8. Wielkość krajowego rynku długoterminowych instrumentów dłużnych banków w latach 2014-2017 (w mln zł, wg stanu na koniec lat)

	2014	2015	2016	2017
Banki krajowe	25 073,9	26 469,4	27 387,4	34 756,1
EBI	275,0	100,0	779,5	754,6
Banki zagraniczne	1 892,3	2 343,3	2 872,4	3 427,8
Ogółem	27 241,2	28 912,7	31 039,3	38 938,5

Źródło: NBP.

Rynek wtórny i inwestorzy

W 2017 r. na platformie Catalyst notowane były obligacje o łącznej wartości 11,9 mld zł, co stanowiło około 35% zadłużenia banków krajowych z tytułu emisji tych instrumentów. Podobnie jak w latach wcześniejszych wartość obrotu DBPD na platformie Catalyst była niewielka i wyniosła około 560 mln zł. Informacje na temat wartości transakcji poza rynkiem zorganizowanym nie są dostępne.

W 2017 r., podobnie jak w latach ubiegłych, długoterminowe bankowe papiery dłużne znajdowały się głównie w bilansach funduszy inwestycyjnych i emerytalnych.

5.2.2.3.2. Listy zastawne

Zgodnie z obowiązującymi regulacjami listy zastawne w Polsce mogą być emitowane jedynie przez banki hipoteczne i Bank Gospodarstwa Krajowego³⁶¹. W 2017 r. na krajowym rynku prowadziły działalność trzy banki hipoteczne, koncentrujące się głównie na finansowaniu nieruchomości mieszkaniowych (około 73% ich aktywów stanowiły kredyty mieszkaniowe dla gospodarstw domowych)³⁶².

Wielkość rynku

W 2017 r., podobnie jak w roku wcześniejszym, istotnie zwiększyła się łączna wartość kredytów mieszkaniowych dla gospodarstw domowych w bilansach banków hipotecznych (z 13,2 mld zł w 2016 r. do 22,5 mld zł). Wynikało to głównie z przenoszenia części portfela banku matki do działającego w grupie banku hipotecznego³⁶³.

Wzrost portfela kredytów mieszkaniowych umożliwił bankom hipotecznym zwiększenie emisji listów zastawnych. W 2017 r. banki te wyemitowały na rynku krajowym listy zastawne o wartości około 2,5 mld zł³⁶⁴. W rezultacie na koniec roku wartość zobowiązań banków hipotecznych z tytułu emisji listów zastawnych na rynku krajowym wzrosła o około 31%, osiągając około 10 mld zł (wykres 5.2.18).

Większość emisji została przeprowadzona w trybie oferty publicznej. Wyemitowane papiery nominowane były głównie w złotych (75% wartości emisji) oraz w euro (25% wartości emisji) (wykres 5.2.19 prawy panel). Wszystkie listy zastawne nominowane w złotych i mniej niż połowa wartości listów nominowanych w euro miały oprocentowanie zmienne. Zagraniczne banki hipoteczne nie przeprowadzały emisji listów zastawnych na polskim rynku.

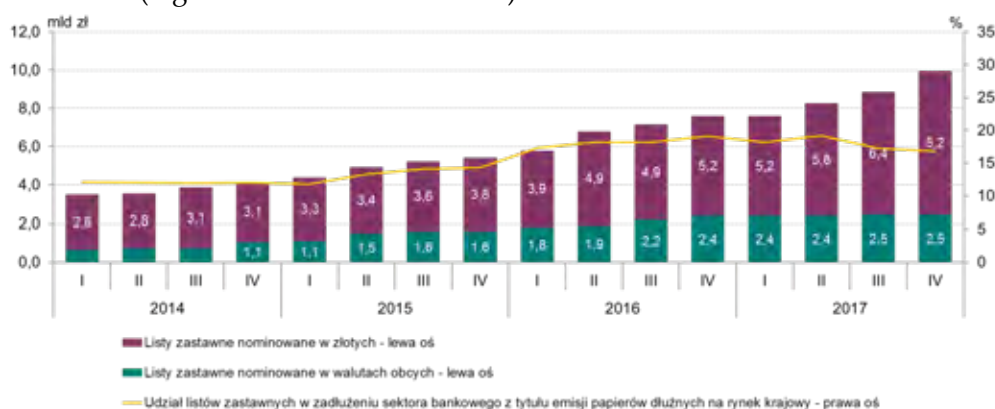
³⁶¹ Zob. Ustawa z dnia 5 stycznia 2011 r. o zmianie ustawy o Banku Gospodarstwa Krajowego oraz niektórych innych ustaw (Dz.U. z 2011 r., nr 28, poz.143). Przepisy umożliwiające BGK emisję listów zastawnych weszły w życie 23 lutego 2011 r., jednak do końca 2017 r. bank ten nie przeprowadził żadnej emisji tego rodzaju papierów wartościowych.

³⁶² Banki hipoteczne mogą emitować dwa rodzaje listów zastawnych: hipoteczne listy zastawne zabezpieczone hipotekami na kredytowanych nieruchomościach oraz publiczne listy zastawne, których podstawą emisji są wierzytelności banku z tytułu kredytów dla sektora publicznego.

³⁶³ PKO Bank Hipoteczny SA deklaruje, że w 2017 r. przejął z PKO Banku Polskiego SA portfel wierzytelności z tytułu kredytów mieszkaniowych zabezpieczonych hipotecznie o łącznej wartości 5,6 mld zł (zob. Sprawozdanie Zarządu z działalności PKO Banku Hipotecznego SA za rok zakończony 31 grudnia 2017 roku., s. 10).

³⁶⁴ W 2017 r. na zagranicznych rynkach finansowych banki hipoteczne wyemitowały listy zastawne o wartości około 6,6 mld zł.

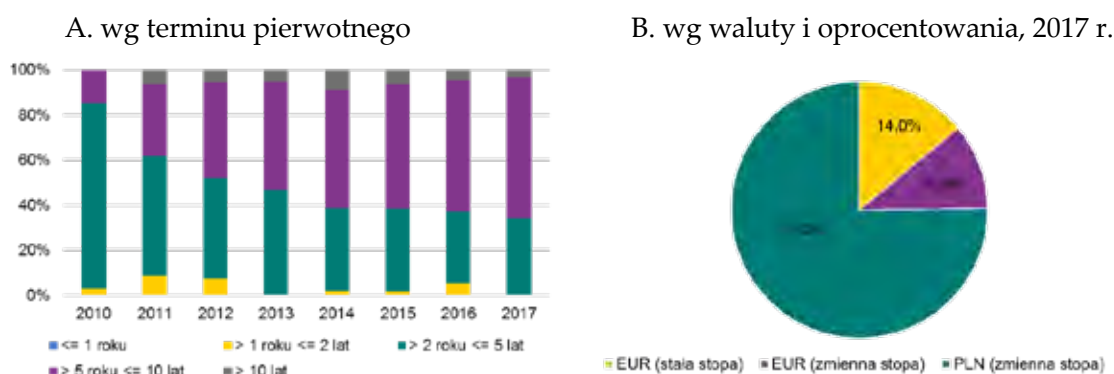
Wykres 5.2.18. Zadłużenie banków hipotecznych z tytułu emisji listów zastawnych w Polsce w latach 2014-2017 (wg stanu na koniec kwartału)



Źródło: NBP.

Struktura terminowa listów zastawnych sprzedawanych na rynku pierwotnym wskazuje na wydłużanie średniego pierwotnego terminu wykupu nowych emisji (wykres 5.2.19 lewy panel). Na koniec grudnia 2017 r. około 66% stanowiły emisje o terminie wykupu powyżej 5 lat, podczas gdy na koniec 2010 r. było to około 15%.

Wykres 5.2.19. Struktura zobowiązań banków hipotecznych z tytułu wyemitowanych listów zastawnych



Źródło: NBP oraz raporty zabezpieczenia listów zastawnych banków hipotecznych.

Rynek wtórny i inwestorzy

W 2017 r., podobnie jak w latach ubiegłych, obroty i płynność rynku były niskie. Na platformie Catalyst zawarto 25 transakcji listami zastawnymi o łącznej wartości poniżej 30 mln zł.

Głównymi grupami inwestorów na rynku listów zastawnych były fundusze inwestycyjne i emerytalne oraz podmioty zagraniczne. W porównaniu do 2016 r. zwiększył się portfel listów zastawnych będących w posiadaniu banków, choć nadal jego wartość jest niska.

5.2.2.4. Obligacje przedsiębiorstw

Wielkość rynku³⁶⁵

Krajowy rynek obligacji przedsiębiorstw niefinansowych charakteryzuje się ograniczoną przejrzystością, dużą segmentacją oraz znikomą płynnością. Znaczna część tych nieskarbowych papierów dłużnych nie jest zarejestrowana w KDPW i nie posiada kodów ISIN. Emisje obligacji są często wykorzystywane do transferu środków w ramach tej samej grupy kapitałowej od przedsiębiorstw dysponujących nadwyżkami finansowymi do podmiotów poszukujących finansowania. Niektórzy emitenci nie udzielają informacji o dokonywanych w trybie ofert niepublicznych emisjach obligacji, kierowanych do ograniczonego grona inwestorów. Dlatego też prezentowane poniżej dane dotyczące wielkości rynku długoterminowych papierów dłużnych przedsiębiorstw (DPDP) mogą nie być kompletne.

Tabela 5.2.9. Zadłużenie z tytułu DPDP oraz wartość nowych emisji w latach 2014–2017 (w mld zł)

	2014	2015	2016	2017
Wartość zadłużenia	66,0	81,3	86,4	76,0
w tym: przedsiębiorstw niefinansowych	60,4	75,3	79,9	68,2
DPDP pozostające w obrocie zorganizowanym	16,5	21,4	22,6	21,1
w tym: przedsiębiorstw niefinansowych	13,2	18,2	19,6	17,6
Wartość nowych emisji	21,7	24,7	21,7	21,8
w tym trybie oferty publicznej	1,2	2,2	1,4	2,0

Uwaga: dane są prezentowane według klasyfikacji ESA 2010.

Źródło: szacunki na podstawie danych NBP, Fitch Polska, KDPW, KNF, Catalyst.

Na podstawie dostępnych danych³⁶⁶ można szacować, że zadłużenie przedsiębiorstw z tytułu emisji obligacji wyniosło na koniec 2017 r. około 76,0 mld zł, w tym przedsiębiorstw niefinansowych 68,2 mld zł (tabela 5.2.9). DPDP pozostawały głównym segmentem krajowego rynku długoterminowych nieskarbowych papierów dłużnych, ale ich udział w tym rynku spadł

³⁶⁵ Krajowy rynek obligacji przedsiębiorstw obejmuje obligacje emitowane w Polsce przez następujące kategorie podmiotów (według klasyfikacji ESA 2010): przedsiębiorstwa niefinansowe, pozostałe instytucje pośrednictwa finansowego (z wyjątkiem instytucji ubezpieczeniowych i funduszy emerytalno-rentowych), pomocnicze instytucje finansowe, instytucje finansowe typu *captive* oraz udzielające pożyczek. Na potrzeby niniejszego opracowania krajowy rynek długoterminowych papierów dłużnych przedsiębiorstw obejmuje obligacje emitowane także przez podmioty sektora prywatnego, które zgodnie z ESA 2010 są zaliczane do sektora instytucji samorządowych, tj. np. spółki komunalne powoływane przez miasta i inne JST. Używane w dalszej części rozdziału pojęcie przedsiębiorstwa odnosi się do tych wymienionych kategorii podmiotów. W niniejszym rozdziale określenia DPDP i obligacje przedsiębiorstw są stosowane zamiennie.

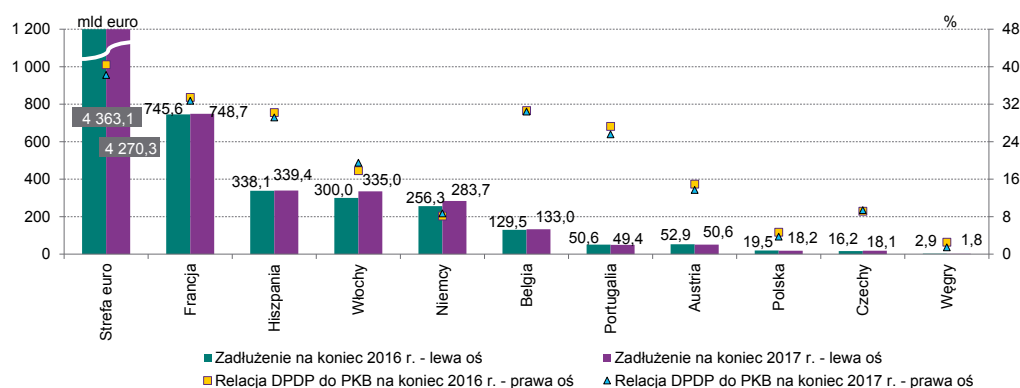
³⁶⁶ Przedstawione informacje o wielkości rynku długoterminowych papierów dłużnych przedsiębiorstw dotyczą emisji przeprowadzonych przez rezydentów i zostały opracowane na podstawie danych NBP, Fitch Polska, KDPW, KNF oraz Catalyst.

z około 53% na koniec 2016 r. do niespełna 46% rok później. Zmniejszyła się także (ze 124 w 2016 r. do 115 w 2017 r.) liczba przedsiębiorstw, które wyemitowały obligacje. Na koniec analizowanego okresu w obrocie znajdowały się DPDP ponad 350 podmiotów³⁶⁷.

Do zmniejszenia się wielkości tego rynku w 2017 r. przyczyniła się dobra sytuacja ekonomiczna w sektorze przedsiębiorstw niefinansowych oraz przedterminowy wykup obligacji o dużej wartości przez jedną spółkę. Przedsiębiorstwa niefinansowe osiągnęły relatywnie wysoki wskaźnik rentowności ze sprzedaży produktów, towarów i materiałów (4,9% wobec 5,0% rok wcześniej), a zysk netto w tym sektorze wzrósł do 175,5 mld zł (tj. o 7,4% w porównaniu z 2016 r.). Wartość nakładów inwestycyjnych przedsiębiorstw niefinansowych zwiększyła się o 4,3% do 136,5 mld zł, ale wciąż była niższa niż w 2015 r.³⁶⁸. Umiarkowana aktywność inwestycyjna przedsiębiorstw niefinansowych przy dobrej kondycji finansowej nie przekładała się na wzrost zainteresowania tych podmiotów pozyskiwaniem kapitału obcego przez emisje obligacji. Ponadto jedna spółka dokonała w grudniu 2017 r. przedterminowego wykupu obligacji o wartości prawie 10 mld zł i jednocześnie uplasowała krótkoterminowe papiery dłużne, kierując je do tych samych nabywców, czyli podmiotów z grupy kapitałowej.

Relacja zadłużenia z tytułu DPDP do PKB Polski wyniosła niespełna 4,0%. Wskaźnik ten był znacznie niższy niż w strefie euro (38,2%), przy czym poziom rozwoju rynków obligacji przedsiębiorstw w poszczególnych krajach UE był istotnie zróżnicowany (wykres 5.2.20).

Wykres 5.2.20. Wartość zadłużenia z tytułu DPDP w wybranych krajach UE oraz jego relacja do PKB na koniec 2016 i 2017 r.



Uwagi: wartość zadłużenia z tytułu emisji DPDP w Polsce przeliczono według średniego kursu EUR/PLN, ogłoszonego przez NBP na koniec grudnia 2016 r. (4,4240) oraz na koniec grudnia 2017 r. (4,1709). Wartości za 2016 r. różnią się w porównaniu z danymi opublikowanymi w poprzedniej edycji opracowania ze względu na korekty danych publikowanych przez EBC.

Źródło: opracowano na podstawie danych Statistical Data Warehouse EBC, Eurostat i NBP.

³⁶⁷ Na podstawie *Rating&Rynek*, edycje z 2017 r., Warszawa, Fitch Polska S.A.

³⁶⁸ Na podstawie danych GUS zawartych w opracowaniu pt. *Wyniki finansowe podmiotów gospodarczych, I-XII 2017 r.*, Warszawa 2017, GUS, table excel. Dane dotyczą podmiotów o liczbie pracujących osób 10 i więcej.

Struktura rynku

Specyficzną cechą polskiego rynku obligacji przedsiębiorstw jest *de facto* nierynkowy charakter znacznej części emisji. Częstą praktyką jest nabywanie obligacji przedsiębiorstw i utrzymywanie ich do terminu wykupu przez banki organizujące emisje tych papierów dłużnych. Nierynkowy charakter DPDP ma też znaczna część obligacji, które znajdują się w posiadaniu przedsiębiorstw niefinansowych, gdyż wśród nich istotną grupę nabywców tych papierów stanowią podmioty z grup kapitałowych emitentów. Większość obligacji przedsiębiorstw nie jest rejestrowana w KDPW – na koniec 2017 r. były tam zdematerializowane DPDP o wartości ponad 25 mld zł (co stanowi około 30% wartości wszystkich emisji pozostających w obrocie na tym rynku).

Od wielu lat na krajowym rynku obligacji przedsiębiorstw dominują emisje w trybie oferty niepublicznej. W 2017 r. w tym trybie zorganizowano około 90% wszystkich emisji (pod względem wartości). W ofertach publicznych obligacje uplasowało 26 przedsiębiorstw³⁶⁹, ale tylko dziewięć z nich zaoferowało inwestorom papiery dłużne na podstawie prospektu emisyjnego. Pozostałe przedsiębiorstwa przeprowadziły tzw. oferty publiczne bezprospektowe, z czego dwanaście podmiotów skorzystało z wyłączenia dla obowiązku sporządzania prospektu ze względu na małą wartość emisji³⁷⁰. Niewielka skala obligacji emitowanych w trybie oferty publicznej z prospektem ogranicza, m.in. ze względu na utrudniony dostęp do kompletnych informacji o emisji, grono podmiotów, które potencjalnie mogłyby nabyć te instrumenty dłużne. Około 80% DPDP (pod względem wartości) wyemitowanych w trybie oferty publicznej zostało wprowadzonych do obrotu na platformie Catalyst. Większość przedsiębiorstw, które w analizowanym okresie sprzedały obligacje w tym trybie, to emitenci obecni na rynku obligacji od kilku lat.

Przedsiębiorstwa emitujące dłużne papiery wartościowe często nie są zainteresowane uzyskiwaniem ratingu. O jego nadanie do trzech lokalnych agencji ratingowych działających w Polsce w 2017 r. występowały głównie relatywnie duże podmioty, pozyskujące środki w ramach emisji obligacji kierowanych na rynki zagraniczne lub rynki regulowane (emisje w trybie oferty publicznej). Inwestorzy instytucjonalni, podejmując decyzje dotyczące nabycia DPDP, kierowali się własnymi analizami, obejmującymi m.in. ryzyko kredytowe emitenta.

Krajowy rynek obligacji przedsiębiorstw charakteryzuje się małą dywersyfikacją branżową emitentów. W 2017 r. udział DPDP wyemitowanych przez spółki energetyczne oraz deweloperskie w wartości tych instrumentów sprzedanych na rynku pierwotnym wyniósł około 50%. Kapitał na tym rynku aktywnie pozyskiwały także spółki zajmujące się obrotem wierzytelnościami.

³⁶⁹ Na podstawie danych KNF.

³⁷⁰ Zgodnie z art. 7 ust. 9 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (tekst jednolity Dz.U. z 2013 r., poz. 1382) nie wymaga udostępniania do publicznej wiadomości prospektu emisyjnego oferta publiczna, w wyniku której wpływy brutto emitenta nie przekraczają równowartości w złotych 2,5 mln euro. Brak konieczności przygotowywania prospektu emisyjnego oznacza, że emitenci nie muszą ponosić związanych z tym kosztów, które w przypadku małych emisji mogą być relatywnie wysokie.

Największe emisje w 2017 r. przeprowadziły podmioty z grupy energetycznej oraz spółka działająca na rynku paliw (odpowiednio o wartości ponad 2,8 mld zł i 1,45 mld zł).

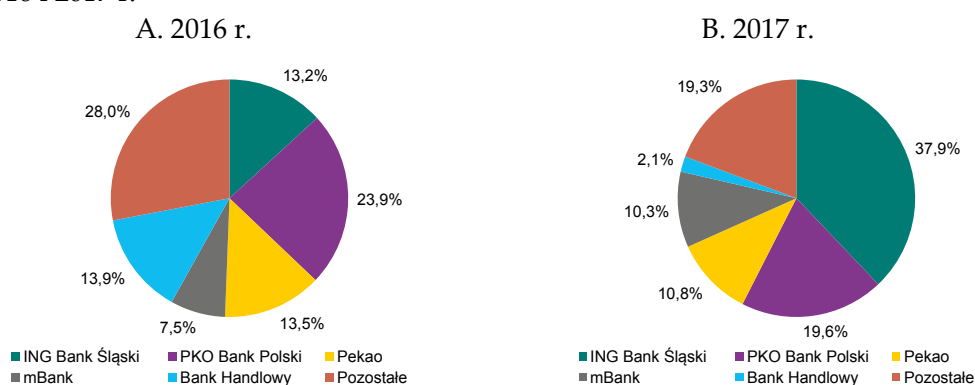
Rynek DPDP jest zdominowany przez dużą liczbę serii obligacji o niewielkiej wartości, co pogłębia jego segmentację. Z dostępnych danych wynika, że średnia wielkość serii obligacji emitowanych w 2017 r. wyniosła około 35 mln zł. Większość DPDP nadal stanowiły instrumenty niezabezpieczone.

Udział złotego w strukturze walutowej DPDP (według wartości emisji przeprowadzonych w 2017 r.) wynosił ponad 95%. Większość tych instrumentów stanowiły obligacje o zmiennym oprocentowaniu. Przeważnie zależało ono od stawek referencyjnych WIBOR 6M i WIBOR 3M. Na emisje obligacji o oprocentowaniu stałym zdecydowało się tylko kilkanaście przedsiębiorstw.

Wśród wprowadzonych na rynek w 2017 r. DPDP przeważały instrumenty o pierwotnym terminie zapadalności do pięciu lat włącznie (ponad 77% wartości emisji). Udział obligacji o terminie wykupu powyżej pięciu lat, ale nie dłuższym niż 10 lat wyniósł niecałe 10%, a obligacji o terminie wykupu powyżej 10 lat – około 12%. Najdłuższy pierwotny termin zapadalności miały wyemitowane w IV kw. obligacje 25-letnie³⁷¹.

Obsługą emisji DPDP zajmowały się głównie banki o ugruntowanej pozycji w segmencie bankowości korporacyjnej (wykres 5.2.21). Łączny udział pięciu największych organizatorów w wartości DPDP sprzedanych na rynku pierwotnym w analizowanym okresie wyniósł ponad 80%. Emisje obligacji przedsiębiorstw organizowały także domy maklerskie. W 2017 r. brały one udział w uplasowaniu na rynku DPDP o wartości co najmniej 2 mld zł.

Wykres 5.2.21. Organizatorzy emisji DPDP według wartości instrumentów wyemitowanych w 2016 i 2017 r.



Źródło: opracowano na podstawie danych uzyskanych od grupy banków pełniących funkcję depozytariusza emisji.

³⁷¹ Na podstawie *Rating&Rynek*, edycje z 2017 r., Warszawa, Fitch Polska S.A.

Rynek wtórny i inwestorzy

Na koniec 2017 r. w obrocie poza rynkiem zorganizowanym znajdowały się DPDP o wartości około 55,0 mld zł (w tym obligacje przychodowe i obligacje zamienne, odpowiednio, o wartości 730,5 mln zł i 81,5 mln zł). Obrót obligacjami, sprzedawanymi w trybie oferty niepublicznej i kierowanymi na rynek OTC, organizowały banki zajmujące się obsługą ich emisji. Prowadziły one także ewidencję tych papierów oraz dokonywały rozliczeń i rozrachunku transakcji. Z dostępnych informacji wynika, że płynność tego rynku była znikoma. W przypadku obligacji, które są zdematerializowane w banku pełniącym funkcję depozytariusza emisji, grono potencjalnych uczestników rynku wtórnego jest bowiem zazwyczaj ograniczone wyłącznie do klientów tego banku.

Wartość nominalna obligacji przedsiębiorstw notowanych na platformie Catalyst nieznacznie spadła i wyniosła na koniec 2017 r. 21,1 mld zł, z czego 17,6 mld zł stanowiły papiery dłużne przedsiębiorstw niefinansowych (tabela 5.2.10). W obrocie na rynkach funkcjonujących w ramach tej platformy pozostawały na koniec 2017 r. obligacje 104 emitentów, wśród których dominowały spółki deweloperskie, budowlane oraz zajmujące się obsługą wierzytelności. W analizowanym okresie do obrotu wprowadzono papiery dłużne 15 nowych emitentów, o łącznej wartości 630 mln zł i 20 mln euro³⁷². Większość obligacji spółek debiutujących na platformie Catalyst została skierowana do obrotu na rynki w alternatywnych systemach obrotu.

Tabela 5.2.10. Obligacje przedsiębiorstw na platformie Catalyst w 2016 i 2017 r.

Rynek		Wartość notowanych obligacji (mld zł)		Liczba emitentów		Wartość obrotów pakietowych i sesyjnych (mld zł)	
		2016	2017	2016	2017	2016	2017
ASO	BondSpot	9,2	5,4	29	11	0,1	0,1
	GPW	2,0	2,9	51	30	0,6	0,4
	Równoległe Bondspot i GPW	8,2	8,5	51	59	-	-
Rynek regulowany	BondSpot	1,0	1,0	1	1	0,6	0,2
	GPW	2,6	3,3	8	11	0,3	0,5
	Równoległe Bondspot i GPW	-	0,1	-	1	-	-

Źródło: opracowano na podstawie danych dostępnych na stronie Catalyst, www.gpwcatalyst.pl.

Płynność zorganizowanego rynku wtórnego DPDP pozostawała niewielka. Wartość transakcji obligacjami przedsiębiorstw zawieranych na platformie Catalyst spadła do niespełna 1,3 mld zł w 2017 r. (z 1,6 mld zł w 2016 r.). Dla ponad 100 serii obligacji (z powyżej 400 notowanych na platformie Catalyst w 2017 r.) roczne obroty nie przekraczały 100 tys. zł, w tym w przypadku około 20% serii nie zawarto żadnych transakcji. Ponad 30% obrotów na wszystkich rynkach tej platformy

³⁷² Zestawienie debiutów obligacji na platformie Catalyst znajduje się na stronie internetowej <https://gpwcatalyst.pl/emitenci-obligacji-debiuty>

stanowiły transakcje obligacjami 5 dużych przedsiębiorstw, co świadczy o zainteresowaniu inwestorów instrumentami emisjami o znacznej wartości powszechnie rozpoznawalnych spółek.

Największy udział w strukturze obrotów obligacjami przedsiębiorstw na platformie Catalyst miały transakcje zawierane na rynkach GPW. W detalicznym segmencie platformy Catalyst (tj. w ASO GPW i na Rynku Regulowanym GPW) relacja obrotów do wartości notowanych instrumentów wyniosła 14,3% i była wyraźnie wyższa niż w segmencie hurtowym (tj. 4,8%).

Spośród DPDP notowanych na platformie Catalyst w 2017 r. w terminie nie zostało wykupionych 10 serii obligacji wyemitowanych przez osiem przedsiębiorstw. Wartość tych instrumentów (około 195 mln zł) stanowiła nieco ponad 5% wartości wszystkich zapadających w 2017 r. obligacji przedsiębiorstw notowanych na tym rynku. Jak wynika z zestawienia sankcji³⁷³, które GPW nałożyła na emitentów DPDP w związku z nieprzestrzeganiem przepisów regulaminu ASO, w 2017 r. jego postanowień nie dotrzymała jedna spółka. Naruszenie dotyczyło wypełniania obowiązków informacyjnych, a zastosowane sankcje polegały na upomnieniu emitenta.

Najważniejszymi kategoriami nabywców DPDP, tak jak w poprzednich latach, były banki krajowe, przedsiębiorstwa oraz krajowe fundusze inwestycyjne. Udział DPDP w strukturze aktywów funduszy inwestycyjnych na koniec 2017 r. wyniósł około 12%, przy czym nabywcami tych papierów były przede wszystkim zamknięte fundusze inwestycyjne. Udział obligacji przedsiębiorstw w strukturze lokat funduszy inwestycyjnych otwartych wyniósł ponad 4%. Nieskarbowe papiery dłużne (w tym obligacje emitowane przez przedsiębiorstwa) stanowiły na koniec 2017 r. 8,1% portfela lokat OFE.

Zwiększaniu zaangażowania funduszy inwestycyjnych i emerytalnych w te instrumenty finansowe nie sprzyjała struktura podaży obligacji przedsiębiorstw na rynku krajowym (mała liczba dużych emisji oraz niewielkie różnicowanie sektorowe emitentów), a także niska płynność zorganizowanego rynku wtórnego. Zazwyczaj inwestorzy instytucjonalni nie są zainteresowani nabywaniem serii obligacji o małej wartości ze względu na znikomą płynność takich instrumentów oraz relatywnie wysokie koszty związane m.in. z oceną ryzyka kredytowego emitenta.

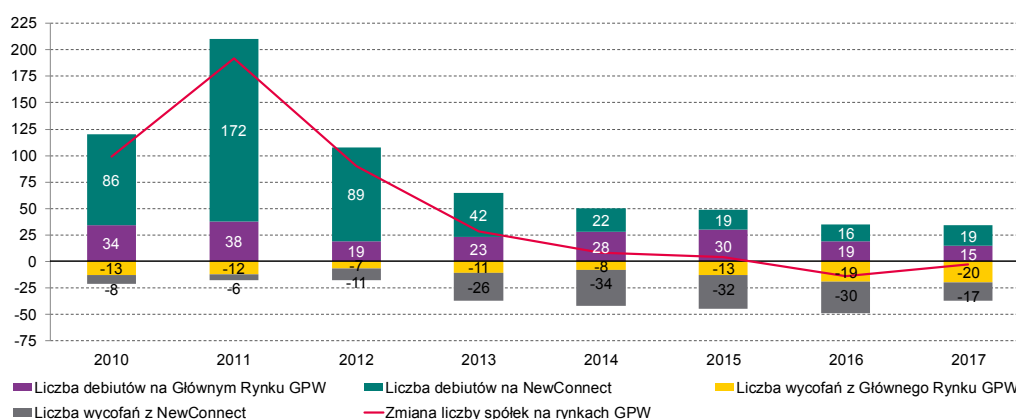
5.2.3. Rynek instrumentów udziałowych

Rynek instrumentów udziałowych w Polsce obejmuje: akcje, prawa do akcji (PDA), prawa poboru, certyfikaty inwestycyjne oraz tytuły uczestnictwa ETF. W 2017 r. wspomniane instrumenty znajdowały się w obrocie na rynkach prowadzonych przez Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie: Głównym Rynku GPW (rynek regulowany organizowany w podziale na dwa segmenty: podstawowy i równoległy) oraz NewConnect (ASO).

³⁷³ Zestawienie sankcji znajduje się na stronie internetowej https://gpwcatalyst.pl/pub/CATALYST/files/CATALYST_zestawienie_sankcji_2017.pdf

Zgodnie z danymi GPW łączna kapitalizacja obu prowadzonych przez nią rynków na koniec 2017 r. wyniosła 1 389,5 mld zł, co oznacza wzrost o 23,5% w porównaniu z 2016 r. Po raz pierwszy od 14 lat spadła natomiast liczba emitentów, których akcje notowane były na Głównym Rynku GPW (wykres 5.2.22). Tak jak w poprzednich latach, handel akcjami w Polsce był skoncentrowany na Głównym Rynku GPW – zawarte na nim transakcje stanowiły ponad 99% wartości obrotów na rynkach zorganizowanych. Zarówno kapitalizacja NewConnect, jak również liczba emitentów na tym rynku nie zmieniły się istotnie.

Wykres 5.2.22. Zmiana liczby spółek notowanych na Głównym Rynku GPW i NewConnect w latach 2010-2017



Uwaga: liczby uwzględniają spółki, które przeszły z NewConnect na Główny Rynek GPW.

Źródło: GPW.

W krajach o rozwiniętych systemach finansowych rynek regulowany oraz ASO są najczęściej organizowane przez ten sam podmiot i łącznie uwzględniane w statystykach giełd, w ramach których funkcjonują. Z tego względu przedstawione poniżej porównania GPW z giełdami w innych krajach uwzględniają łącznie Główny Rynek GPW i NewConnect. Pod względem średniej dziennej wartości transakcji GPW zalicza się do relatywnie małych giełd w Europie. Obroty na największych europejskich giełdach (LSE Group, Euronext, Deutsche Boerse) były bowiem kilkadziesiąt razy większe (tabela 5.2.11). Płynność rynku akcji i PDA na GPW, mierzona relacją wartości obrotów tymi instrumentami do kapitalizacji, również była niska w porównaniu ze wspomnianymi giełdami.

Jedną z przyczyn małej płynności rynku akcji organizowanego przez GPW było wprowadzanie i utrzymywanie w obrocie papierów wartościowych relatywnie dużej liczby spółek o niewielkiej kapitalizacji oraz niskim *free float*. Według danych World Federation of Exchanges (WFE) średnia kapitalizacja spółek krajowych notowanych na rynkach GPW na koniec 2017 r. wyniosła

233,9 mln USD i była ponad dziesięciokrotnie niższa niż średnia kapitalizacja spółek notowanych na pozostałych giełdach europejskich (2 362,4 mln USD)³⁷⁴.

Tabela 5.2.11. Główne wskaźniki wybranych giełd europejskich w latach 2014–2017

Giełda	2014	2015	2016	2017	2014	2015	2016	2017
	Kapitalizacja spółek krajowych (mln USD)				Liczba notowanych spółek ¹			
Athens Stock Exchange	55,2	42,1	37,2	50,6	244	240	218	200
BME Spanish Exchanges	992,9	787,2	705,4	888,8	3 452	3 651	3 506	3 136
Borsa Istanbul	219,8	188,9	157,7	227,5	227	393	381	375
Budapest Stock Exchange	14,5	17,7	22,9	31,6	48	45	43	41
Deutsche Boerse	1 738,5	1 715,8	1 718,0	2 262,2	670	619	592	499
Euronext	3 319,1	3 305,9	3 463,9	4 393,0	1 055	1 068	1 051	1 255
LSE Group	4 012,9	3 878,8	3 467,4	4 455,4	2 752	2 685	2 590	2 498
NASDAQ Nordic Exchanges	1 196,7	1 268,0	1 249,6	1 533,5	787	832	938	984
Oslo Bors	219,4	193,9	234,1	287,2	220	214	214	225
SIX Swiss Exchange	1 495,3	1 519,3	1 414,7	1 686,5	276	270	264	263
GPW	168,9	137,8	140,9	201,4	902	905	893	890
Vienna Stock Exchange	96,8	96,1	100,3	150,6	99	92	83	536
	Średnia dzienna wartość transakcji (mln USD)				Wskaźnik obrotu akcjami spółek krajowych (%) ²			
Athens Stock Exchange	135,0	83,3	57,1	58,0	44,7	45,5	38,5	30,9
BME Spanish Exchanges	3 959,7	3 912,3	2 661,6	2 806,8	97,4	108,3	97,8	82,1
Borsa Istanbul	1 473,6	1 480,0	1 298,1	1 564,6	188,3	198,3	168,6	187,4
Budapest Stock Exchange	28,6	30,2	32,5	39,5	45,8	46,2	40,5	37,0
Deutsche Boerse	5 347,4	6 148,4	5 103,2	5 926,8	79,7	88,5	74,9	67,3
Euronext	7 021,7	8 112,2	6 873,0	7 770,8	54,3	60,9	52,5	48,0
LSE Group	10 037,4	10 397,5	9 131,9	9 318,9	63,8	64,9	60,5	53,3
NASDAQ Nordic Exchanges	2 616,8	3 006,5	2 774,0	3 205,9	56,1	60,5	54,9	52,8
Oslo Bors	504,3	501,3	427,5	469,7	56,4	58,1	45,2	39,0
SIX Swiss Exchange	2 963,4	3 948,4	3 396,3	3 771,5	50,7	64,1	60,7	58,1
GPW	234,0	215,5	192,8	253,3	33,3	34,1	35,1	35,0
Vienna Stock Exchange	117,1	129,8	123,4	151,6	27,9	33,2	32,8	29,1

¹ Liczba notowanych spółek obejmuje spółki krajowe i zagraniczne z wyłączeniem ETF. Istotny wzrost tej liczby w przypadku Vienna Stock Exchange w 2017 r. wynika z wprowadzenia do obrotu na tym rynku w formule *dual listing* akcji 457 spółek zagranicznych z największych światowych giełd.

² Wskaźnik obrotu akcjami spółek krajowych jest liczony jako suma relacji miesięcznych obrotów akcjami spółek krajowych do kapitalizacji tych spółek na koniec miesiąca.

Źródło: WFE.

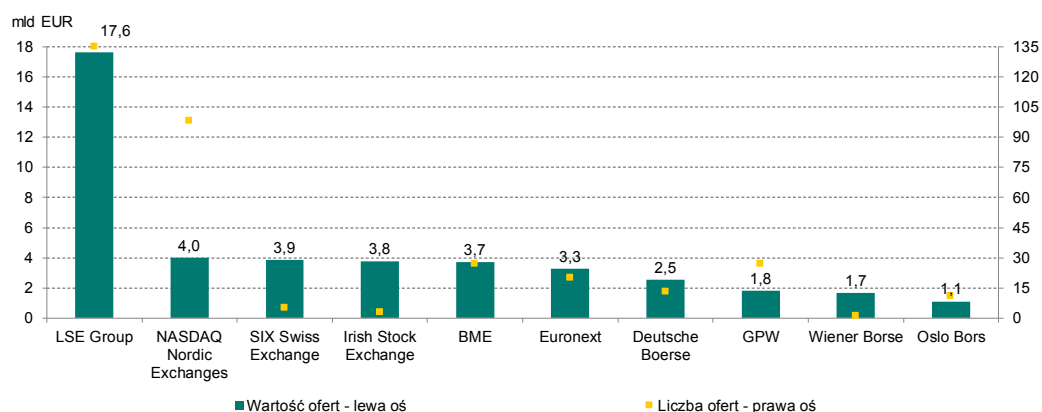
Doświadczenia innych krajów wskazują, że rynki, na których są notowane głównie akcje małych podmiotów, mają niższą płynność niż rynki, na których handluje się przede wszystkim akcjami dużych spółek. Inwestorzy instytucjonalni częściej bowiem zawierają transakcje akcjami dużych,

³⁷⁴ Średnia kapitalizacja spółek notowanych na giełdach europejskich uwzględnia rynki ujęte w tabeli 5.2.11 z pominięciem GPW.

bardziej rozpoznawalnych spółek niż akcjami małych podmiotów. Płynność rynku krajowego była ograniczana również przez to, że część akcji, posiadanych przez podmioty o długim horyzoncie inwestycyjnym (np. Skarb Państwa, inwestorów strategicznych, fundusze emerytalne), była *de facto* wyłączona z obrotu.

Dane PwC³⁷⁵ wskazują, że pod względem liczby pierwotnych ofert akcji przeprowadzonych w 2017 r. GPW uplasowała się na trzecim miejscu w Europie, a pod względem ich wartości na miejscu ósmym (wykres 5.2.23). Różnica w tych pozycjach wynikała przede wszystkim z wprowadzania do obrotu na rynkach GPW głównie akcji małych spółek. W 2017 r. średnia wartość pierwotnej oferty akcji na GPW wzrosła do 67,1 mln euro (10,5 mln euro w 2016 r.), jednak była prawie dwukrotnie mniejsza niż na innych giełdach europejskich (132,6 mln euro)³⁷⁶.

Wykres 5.2.23. Pierwotne oferty akcji na wybranych europejskich rynkach zorganizowanych w 2017 r.



Uwaga: dane obejmują łączną wartość i liczbę pierwotnych emisji akcji w trybie oferty publicznej i niepublicznej na wszystkich rynkach prowadzonych przez daną giełdę, z wyłączeniem przeniesień obrotu akcjami z jednego rynku na drugi.

Źródło: IPO Watch Europe Annual Review 2017, PwC.

Niewielka wartość IPO na rynkach GPW w porównaniu z rynkami zagranicznymi wynika w dużym stopniu ze struktury polskich przedsiębiorstw. Za wyjątkiem spółek Skarbu Państwa, których akcje zostały już wprowadzone do obrotu, dominują w niej małe przedsiębiorstwa oraz podmioty funkcjonujące w ramach zagranicznych grup kapitałowych. Dla małych spółek koszty związane z organizacją emisji akcji i dopuszczeniem ich do obrotu na rynku regulowanym, a następnie wypełnianiem obowiązków informacyjnych, są z reguły zbyt duże. Ponadto wartość pojedynczych emisji takich podmiotów i związana z nią płynność rynku wtórego byłyby za małą z punktu widzenia inwestorów instytucjonalnych. Natomiast spółki zależne podmiotów

³⁷⁵ Na podstawie raportu PwC: *IPO Watch Europe Annual Review 2017*, dostępnego na stronie: <https://www.pwc.pl/pl/pdf/publikacje/2018/ipo-watch-europe-2017.pdf>.

³⁷⁶ Średnia wartość pierwotnych ofert akcji na europejskich rynkach zorganizowanych została wyliczona dla rynków wymienionych na wykresie 5.2.23 z wyłączeniem GPW, zgodnie z metodyką opisaną pod tym wykresem.

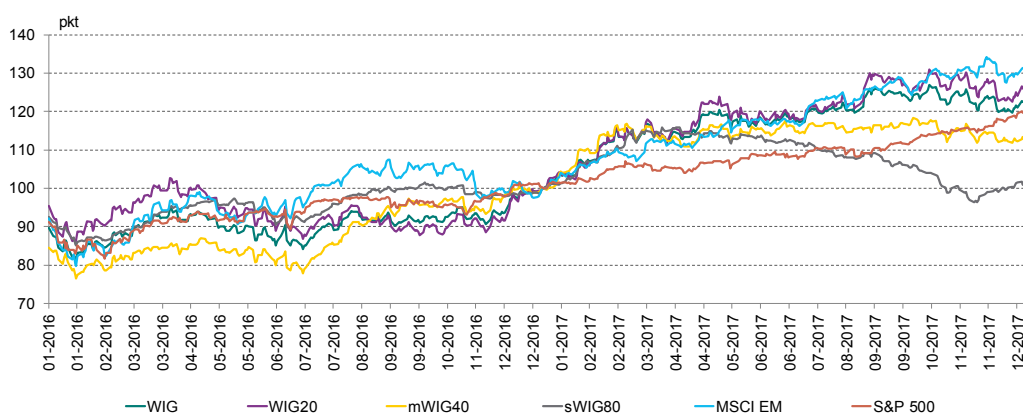
zagranicznych korzystają najczęściej z finansowania od tych podmiotów. Rzadko przejawiają zatem potrzebę pozyskiwania środków na krajowym rynku kapitałowym.

Mimo istotnie mniejszej kapitalizacji rynków GPW w porównaniu z największymi giełdami europejskimi, we wrześniu 2017 r. administrator globalnych benchmarków – FTSE Russell podjął decyzję o przeniesieniu Polski z kategorii zaawansowanych rynków wschodzących (*advanced emerging markets*) do rynków rozwiniętych (*developed markets*). Ostatnim kryterium reklasyfikacji, które spełnił krajowy rynek kapitałowy była dostępność rachunków zbiorczych i segregowanych dla inwestorów zagranicznych. Konsekwencją decyzji FTSE Russell będą zmiany udziału krajowego rynku akcji w indeksach, na podstawie których wielu globalnych inwestorów lokuje swoje środki. Aby zminimalizować krótkoterminowe skutki dostosowywania przez nich struktury ich portfeli inwestycyjnych, wejście w życie wspomnianych zmian zaplanowano na wrzesień 2018 r.

Wielkość Głównego Rynku GPW

Rozwój Głównego Rynku GPW zależy w dużej mierze od tendencji cenowych na światowych rynkach akcji oraz zainteresowania przedsiębiorstw pozyskiwaniem kapitału przez emisję instrumentów udziałowych. W 2017 r. indeks WIG wzrósł aż o 23,2% (wykres 5.2.24).

Wykres 5.2.24. Wybrane indeksy giełdowe w latach 2016–2017



Uwaga: szeregi zostały znormalizowane do 100 pkt na 31 grudnia 2016 r.

Źródło: Bloomberg.

Wpłynęły na to głównie zmiany cen akcji największych spółek notowanych na GPW, które były zbieżne z tendencjami obserwowanymi na rynkach wschodzących. Dobre dane makroekonomiczne dotyczące światowego wzrostu gospodarczego oraz oczekiwania co do polityki pieniężnej najważniejszych banków centralnych przyczyniały się do zmiany alokacji portfeli globalnych inwestorów z instrumentów dłużnych w kierunku akcji, w tym ze wspomnianych rynków.

W 2017 r. wartość rynkowa spółek krajowych i zagranicznych, których akcje znajdowały się w obrocie na Głównym Rynku GPW, w tym spółek notowanych na zasadzie *dual listing*,

zwiększyła się o 23,7% i na koniec grudnia wyniosła 1 379,9 mld zł (tabela 5.2.12). Zmiana kapitalizacji Głównego Rynku GPW wynikała przede wszystkim ze wzrostu cen akcji (łącznie o prawie 250 mld zł) oraz wprowadzenia do obrotu akcji nowych spółek (wykres 5.2.25). Na koniec 2017 r. wartość rynkowa spółek krajowych osiągnęła 671,0 mld zł, a jej relacja do PKB Polski (33,7%) była o 3,8 pkt proc. wyższa niż rok wcześniej.

Tabela 5.2.12. Główny Rynek GPW w latach 2014–2017

	2014	2015	2016	2017
Kapitalizacja Głównego Rynku GPW na koniec roku (w mld zł) ¹	1 253,0	1 082,9	1 115,7	1 379,9
- w tym spółek krajowych	591,2	516,8	557,1	671,0
Relacja kapitalizacji spółek krajowych na koniec roku do PKB (w %)	34,4	28,7	29,9	33,7
Liczba spółek na koniec roku	471	487	487	482
- w tym liczba spółek zagranicznych	51	54	53	50
Liczba IPO	28	30	19	15
Wartość IPO (w mld zł)	1,3	2,0	1,1	7,6
Liczba spółek wycofanych z obrotu	8	13	19	20
Wskaźnik <i>free-float</i> na koniec roku (w %)	48,0	48,0	48,4	52,2
Wartość WIG na koniec roku (w pkt)	51 416,08	46 467,38	51 754,03	63 746,20
Mediana wartości WIG (w pkt)	52 183,11	52 107,26	47 278,65	61 763,56
Stopa zwrotu z indeksu WIG (w %)	0,3	-9,6	11,4	23,2
Liczba rachunków papierów wartościowych na koniec roku (w tys.)	1 429,7	1 416,9	1 395,3	1 357,9

¹ Kapitalizacja wszystkich spółek notowanych na Głównym Rynku GPW (krajowych i zagranicznych).

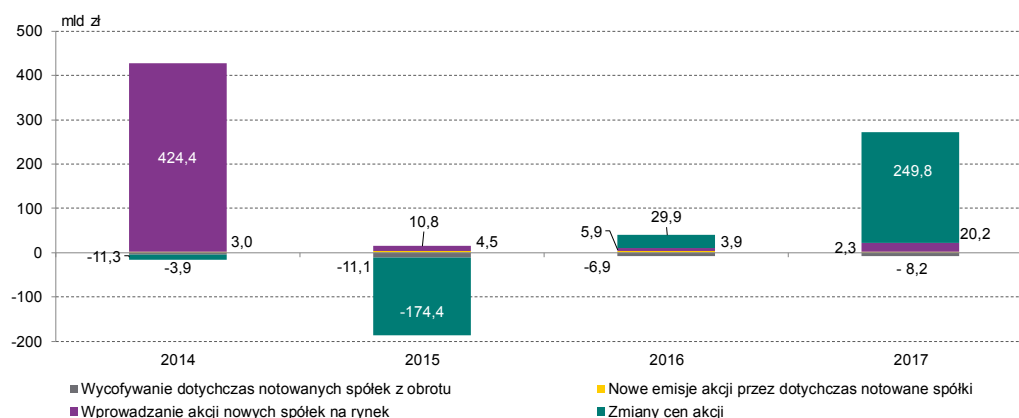
Źródło: GPW, GUS, KDPW.

W analizowanym okresie do obrotu na Głównym Rynku GPW wprowadzono akcje 15 spółek, w tym dwóch zagranicznych. Wartość wszystkich podmiotów debiutujących na wspomnianym rynku w 2017 r., liczona według cen ich akcji z końca grudnia, wyniosła 20,2 mld zł. Siedem spośród nich przeniosło akcje z rynku NewConnect, przy czym w trzech przypadkach nie wiązało się to z emisją nowych instrumentów udziałowych.

Wartość akcji starych emisji oferowanych w 2017 r. na Głównym Rynku GPW w ramach IPO była ponad ośmiokrotnie większa od wartości akcji nowych emisji sprzedawanych w tych ofertach (wykres 5.2.26). IPO były zatem przede wszystkim sposobem na zakończenie inwestycji przez dotychczasowych właścicieli spółek. Istotny popyt na akcje w tych ofertach wykazywały OFE, które nabyły w IPO instrumenty udziałowe za około 1,5 mld zł. Wartość akcji wyemitowanych przez podmioty już obecne na Głównym Rynku GPW (*secondary public offering* – SPO) była, z kolei,

najniższa od 2003 r. Pozyskując kapitał z Głównego Rynku GPW, spółki przeprowadziły 14 emisji praw do akcji oraz 4 emisje praw poboru³⁷⁷.

Wykres 5.2.25. Dekompozycja zmian kapitalizacji Głównego Rynku GPW w latach 2014–2017

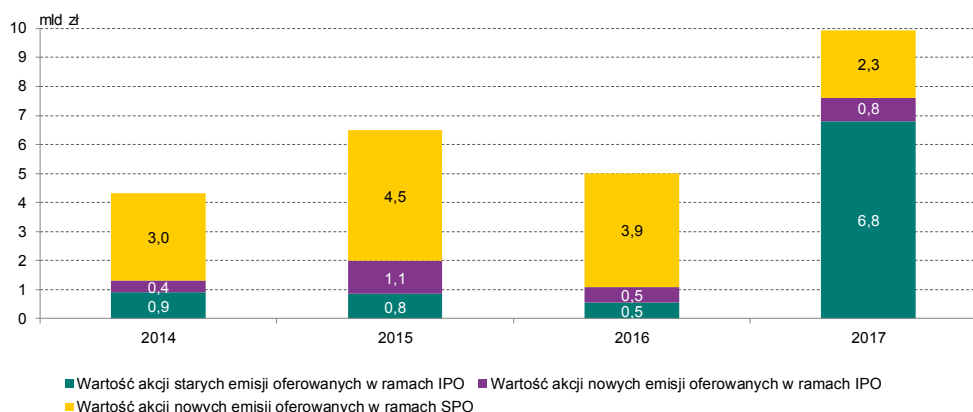


Uwaga: z powodu braku danych nie uwzględniono akcji skupionych w celu umorzenia.

Źródło: opracowano na podstawie danych Bloomberg, GPW i KDPW.

Z obrotu na Głównym Rynku GPW wycofano akcje 20 spółek (w tym 15 krajowych), co przełożyło się na zmniejszenie kapitalizacji tego rynku o 8,2 mld zł. Przyczynami wycofania były: decyzje głównego akcjonariusza (16), decyzje KNF o bezterminowym wykluczeniu akcji z obrotu (2) oraz upadłości likwidacyjne (2). Koszty utrzymywania akcji w obrocie na rynku regulowanym oraz wypełniania związanych z tym obowiązków informacyjnych powodowały, że inwestorzy większościowi niektórych spółek, często o istotnej kapitalizacji, decydowali się na ogłoszenie wezwania na wykup pozostałych pakietów akcji i wycofanie ich z obrotu. W ocenie tych inwestorów brak zapotrzebowania na dalsze pozyskiwanie kapitału z GPW sprawiał, że korzyści z posiadania statusu spółki publicznej były mniejsze niż koszty z tego tytułu.

³⁷⁷ Skala emisji praw do akcji (PDA) i praw poboru wiąże się ze strategią pozyskiwania przez spółki kapitału za pośrednictwem GPW. Emisja PDA ma na celu zapewnienie uczestnikom rynku płynności inwestycji od momentu formalnego przydziału akcji nowej emisji aż do wprowadzenia ich do obrotu. W czasie między tymi etapami musi nastąpić rejestracja akcji w sądzie, ich ewidencja w KDPW i dopuszczenie do obrotu giełdowego przez Radę Giełdy. Istotnie ogranicza to płynność inwestycji. PDA mogą być natomiast notowane na takich samych zasadach jak przyszłe akcje nowej emisji już kilka dni po ich przydziale. Po decyzji sądu o zarejestrowaniu nowej emisji spółka uzgadnia z KDPW oraz GPW termin pierwszego notowania – już nie PDA, lecz akcji. Zamiana tych instrumentów następuje płynnie i nie wymaga ingerencji inwestorów. PDA umożliwiają zatem m.in. wcześniejsze zakończenie inwestycji przez subskrybentów emisji lub jej rozpoczęcie przez innych uczestników rynku. Emisja praw poboru zależy z kolei od decyzji spółki mającej na celu ograniczenie rozproszenia akcjonariatu. Pozwala akcjonariuszom na nabycie akcji nowej emisji z zachowaniem dotychczasowego udziału w kapitale spółki.

Wykres 5.2.26. Emisje akcji na Głównym Rynku GPW w latach 2014–2017

Źródło: GPW, KDPW.

W 2017 r. wartość wszystkich transakcji (sesyjnych i pakietowych) akcjami i PDA na Głównym Rynku GPW zwiększyła się o 29% w porównaniu z rokiem poprzednim (tabela 5.2.13). Główną tego przyczyną był wzrost cen akcji spółek krajowych notowanych na tym rynku. Wzrosła również aktywność inwestorów, o czym świadczy relacja wartości transakcji akcjami i PDA do średniej kapitalizacji wspomnianych spółek z początku i końca roku. W 2017 r. ten podstawowy wskaźnik płynności rynku akcji zwiększył się o 4,8 pkt proc. w porównaniu z poprzednim rokiem, kiedy ustanowił wieloletnie minimum.

Tabela 5.2.13. Obroty akcjami i PDA na Głównym Rynku GPW w latach 2014–2017

	2014	2015	2016	2017
Roczne obroty netto akcjami i PDA (w mld zł)	232,9	225,3	202,3	261,0
- z tego obroty sesyjne (w mld zł)	205,3	203,5	189,5	236,4
- średnio na sesję (w mln zł)	935,2	897,6	805,9	1043,9
Średnia liczba transakcji na sesję	55 517	65 861	70 021	80 154
Relacja wartości obrotów netto akcjami do średniej kapitalizacji spółek krajowych z początku i końca roku (w %) ¹	39,3	40,7	37,7	42,5

¹ Obroty netto akcjami i PDA uwzględniają transakcje tymi instrumentami wyemitowanymi zarówno przez spółki krajowe, jak i zagraniczne. Ze względu na relatywnie niewielkie obroty akcjami i PDA spółek zagranicznych można przyjąć, że w przypadku spółek krajowych notowanych na Głównym Rynku GPW przedstawiona relacja dobrze obrazuje płynność obrotu tymi instrumentami.

Źródło: GPW.

Czynnikami wpływającymi na zainteresowanie inwestorów zawieraniem transakcji akcjami na Głównym Rynku GPW są m.in. zmiany indeksów giełdowych, wartość pierwotnych ofert oraz aktywność na rynku terminowym GPW. Tendencje cenowe na rynku akcji oddziałują na płynność obrotu na zasadzie sprzężenia zwrotnego. Rosnące wyceny giełdowych spółek mogą prowadzić do napływu na ten rynek nowych uczestników. Związany z tym wzrost obrotów zwiększa płynność rynku, a więc również jego atrakcyjność dla kolejnych grup inwestorów, co skutkuje spadkiem oczekiwanej premii za ryzyko. W rezultacie może to prowadzić do dalszego wzrostu

cen udziałowych papierów wartościowych. IPO o znacznej wartości przyciągają natomiast na Główny Rynek GPW dużą liczbę nowych inwestorów indywidualnych lub skłaniają mniej aktywnych uczestników rynku do zakupu akcji w tych ofertach. Wynika to m.in. z atrakcyjnej historycznej stopy zwrotu z takich inwestycji, w szczególności w przypadku ofert prywatyzacyjnych spółek Skarbu Państwa. Płynność rynku kasowego GPW jest również związana z aktywnością na rynku terminowym. Wielu inwestorów, w szczególności wykorzystujących strategie arbitrażowe, zawiera bowiem transakcje i utrzymuje ekspozycje równocześnie na obu tych rynkach.

Średnia dzienna liczba transakcji akcjami w 2017 r. wyniosła około 80 tys., czyli o 14,5% więcej niż w poprzednim roku i najwięcej w historii Głównego Rynku GPW. Dynamiczny wzrost liczby tych transakcji w ostatnich latach (tabela 5.2.13) może wynikać m.in. z wprowadzenia w 2013 r. systemu transakcyjnego UTP i związanego z tym wzrostu znaczenia transakcji algorytmicznych. Wykorzystanie tej technologii umożliwia składanie bardzo dużej liczby zleceń i zawieranie wielu transakcji w krótkim czasie, np. dzięki technice HFT. Ułatwia ona zatem m.in. konwersję zleceń o dużej wartości na wiele mniejszych, co pozwala ograniczać ich wpływ na ceny akcji. Na zwiększenie atrakcyjności handlu algorytmicznego nakierowane były również: oferowana przez GPW usługa kolokacji³⁷⁸ oraz organizowany wspólnie z KDPW program wspierania płynności – High Volume Provider (HVP). Program ten polega na pobieraniu przez wspomniane instytucje infrastruktury rynku preferencyjnych opłat, odpowiednio, transakcyjnych i potransakcyjnych od tych podmiotów, które zawierają transakcje o dużej wartości, a ich głównym obszarem działalności jest inwestowanie wyłącznie na rachunek własny. Liczba transakcji pakietowych spadła z 2,6 tys. w 2016 r. do 1,8 tys. w 2017 r.

Na koniec 2017 r. na Głównym Rynku GPW notowano 36 serii certyfikatów inwestycyjnych wyemitowanych przez fundusze inwestycyjne zamknięte (37 rok wcześniej) oraz, podobnie jak w latach ubiegłych, tytuły uczestnictwa trzech zagranicznych funduszy ETF (mających przynosić stopę zwrotu odpowiadającą inwestycji w indeksy WIG20, S&P 500 i DAX). W 2017 r. wartość obrotów tymi instrumentami wyniosła, odpowiednio, 86,2 mln zł i 200,2 mln zł. Aktywność inwestorów na rynku wtórnym certyfikatów inwestycyjnych zależy przede wszystkim od częstotliwości i zmienności ich wyceny oraz okresowych wykupów tych papierów wartościowych przez dany fundusz. Na wartość obrotów notowanymi na Głównym Rynku GPW tytułami uczestnictwa funduszy ETF wpływa natomiast zainteresowanie inwestorów strategiami mającymi na celu replikowanie stóp zwrotu z indeksów. Na koniec 2017 r. wartość aktywów netto wspomnianych trzech funduszy wyniosła 9,7 mld zł, co oznacza wzrost o 32,1% w porównaniu z ich wartością rok wcześniej.

³⁷⁸ Szerzej na temat kolokacji w: *Rozwój systemu finansowego w Polsce w 2016 r.*, Warszawa 2017, NBP, rozdział 3.3.

Wielkość rynku NewConnect

Dynamiczny rozwój rynku NewConnect w pierwszych latach jego funkcjonowania wynikał z dużego zapotrzebowania małych przedsiębiorstw na kapitał, który mogły pozyskać dzięki emisji instrumentów udziałowych, oraz z zainteresowania dotychczasowych akcjonariuszy sprzedażą swoich udziałów, najczęściej połączoną z debiutem na tym rynku. Niska płynność rynku NewConnect (tabela 5.2.14) coraz bardziej zniechęcała jednak nowych inwestorów do angażowania się w akcjonariat notowanych na nim spółek. Sprzedaż nawet niewielkich pakietów akcji, przy niskiej płynności rynku wtórnego, przyczyniała się bowiem do dużego spadku ich cen.

Tabela 5.2.14. Podstawowe wskaźniki rynku NewConnect w latach 2014–2017

	2014	2015	2016	2017
Kapitalizacja na koniec roku (w mln zł)	9 122	8 664	9 799	9 617
- w tym spółek krajowych	8 752	8 419	9 476	9 409
Liczba spółek na koniec roku	431	418	406	408
Liczba pierwotnych ofert akcji	22	19	16	19
Wartość NCIndex na koniec roku (w pkt)	290,4	278,4	306,5	278,2
Mediana wartości NCIndex (w pkt)	328,1	289,8	284,0	318,2
Stopa zwrotu z NCIndex (w %)	-20,7	-4,1	10,1	-9,2
Wartość obrotów netto akcjami i PDA w roku (w mln zł)	1 435	1 949	1 360	1 468
Średnia wartość obrotów netto akcjami i PDA na sesję (w mln zł)	5,8	7,8	5,4	5,9
Średnia liczba transakcji na sesję	3 474	4 381	3 417	3 402
Średnia wartość pojedynczej transakcji (w zł)	1 659	1 772	1 580	1 726

Źródło: GPW.

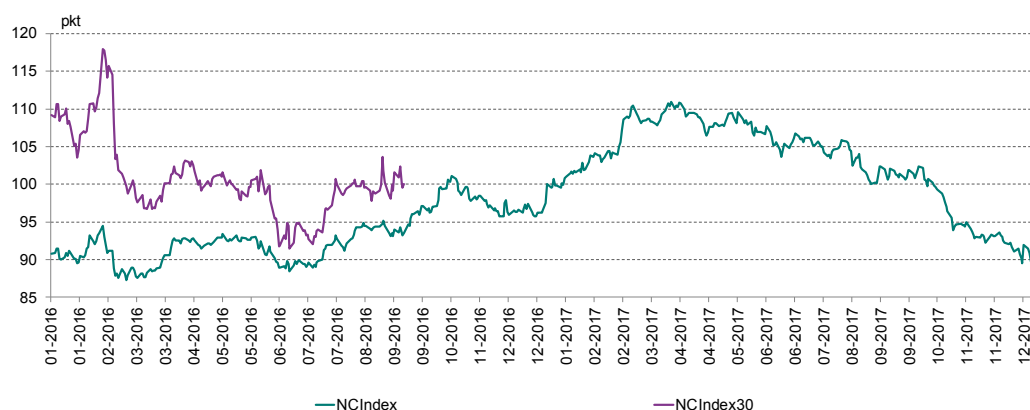
Na początku 2017 r. na rynku NewConnect, podobnie jak na Głównym Rynku GPW, obserwowano wyraźny trend wzrostowy cen akcji (wykres 5.2.27). Od II kwartału NCIndex zaczął sukcesywnie spadać, w wyniku czego pod koniec roku zbliżył się do historycznego minimum i w porównaniu z końcem 2016 r. był niższy o 9,2%. Na zmiany tego indeksu, oprócz czynników związanych z sytuacją ekonomiczną i finansową poszczególnych spółek, oddziaływały decyzje najszybciej rozwijających się emitentów o przeniesieniu notowań swoich akcji na Główny Rynek GPW. W rezultacie instrumenty te przestawały być uwzględniane przy kalkulacji NCIndex, co ograniczało jego potencjał wzrostowy.

W 2017 r. na kapitalizację rynku NewConnect, oprócz zmian cen akcji, wpłynęły także wprowadzenie do obrotu akcji 19 nowych spółek oraz wycofanie z tego rynku instrumentów 17 emitentów. Przyczynami wycofywania akcji z obrotu na NewConnect były: przeniesienie notowań tych instrumentów na Główny Rynek GPW (7), inne decyzje głównego akcjonariusza (4), wykluczenie przez organizatora rynku ze względu na zagrożenie dla bezpieczeństwa obrotu (2) oraz upadłości likwidacyjne (2).

Zarówno pod względem liczby debiutów, jak i ich wartości rynek NewConnect znalazł się na piątym miejscu w Europie wśród alternatywnych systemów obrotu objętych wspomnianą analizą PwC. Wartość pierwotnych ofert akcji na NewConnect wyniosła 155,9 mln zł, z czego na akcje

nowych emisji przypadało 86,7 mln zł. Według danych KDPW istotnie wyższa była wartość środków pozyskanych w wyniku nowych emisji akcji przez spółki już notowane na NewConnect – 174,4 mln zł.

Wykres 5.2.27. Indeksy rynku NewConnect w latach 2016–2017



Uwaga: szeregi zostały znormalizowane do 100 pkt na 31 grudnia 2016 r. GPW zrezygnowała z obliczania indeksu NCIndex30 z końcem września 2016 r.

Źródło: Bloomberg.

Za wyjątkiem jednej spółki wszystkie podmioty wprowadzające akcje na NewConnect przeprowadzały emisje w trybie oferty niepublicznej, czyli oferty kierowanej do ograniczonego grona inwestorów. Przy tego rodzaju emisjach nie jest wymagane zatwierdzenie przez KNF prospektu emisyjnego lub memorandum informacyjnego. Zgodnie z wymogami określonymi w Regulaminie Alternatywnego Systemu Obrotu rynku NewConnect³⁷⁹ spółki oferujące akcje lub PDA w tym trybie musiały sporządzić jedynie dokument informacyjny.

W 2017 r., podobnie jak w latach ubiegłych, niektóre spółki wprowadzały swoje akcje do obrotu na rynku NewConnect jedynie w celu uzyskania ich wyceny rynkowej, poprawy wizerunku firmy lub umożliwienia akcjonariuszom częściowego wyjścia z inwestycji w późniejszym terminie. W takich przypadkach wartość akcji sprzedawanych w ramach pierwotnych ofert była bardzo niska albo w ogóle nie przeprowadzano takich ofert. Nie sprzyjało to płynności rynku NewConnect i budowie jego wizerunku jako źródła kapitału na rozwój innowacyjnych przedsiębiorstw we wczesnym stadium rozwoju. W związku z tym warto rozważyć ustanowienie minimalnej wartości akcji, które musiałyby być przedmiotem oferty pierwotnej przy wprowadzaniu tych instrumentów do obrotu na wspomnianym rynku.

Niewielka wartość akcji pozostających w wolnym obrocie na rynku NewConnect (*free float* dla spółek krajowych na koniec 2017 r. wyniósł 20,9%) wpływała na małą wartość obrotów tymi

³⁷⁹ Regulamin Alternatywnego Systemu Obrotu rynku NewConnect dostępny jest na stronie: <https://newconnect.pl/regulacje>.

instrumentami. W 2017 r. relacja tych obrotów do średniej kapitalizacji spółek krajowych z początku i końca roku wyniosła tylko 15,5% (o 27 pkt proc. mniej niż na Głównym Rynku GPW).

Uczestnicy rynków instrumentów udziałowych organizowanych przez GPW

Według danych NBP na koniec 2017 r. głównymi inwestorami na rynkach akcji organizowanych przez GPW (Głównym Rynku GPW i NewConnect) byli rezydenci. Ich udział w kapitalizacji spółek krajowych, których akcje były notowane na tych rynkach, wyniósł 60,4%. Wśród wspomnianych podmiotów najważniejszą grupę stanowili inwestorzy instytucjonalni, przede wszystkim OFE i fundusze inwestycyjne. Na koniec 2017 r. OFE utrzymywały w swych portfelach notowane na Głównym Rynku GPW akcje emitentów krajowych o wartości 134,9 mld zł (109,9 mld zł rok wcześniej). W ciągu roku w ujęciu netto saldo ich transakcji wspomnianymi instrumentami było bliskie zera, co oznacza, że popyt na akcje ze strony OFE był zbliżony do zgłaszanej przez nie podaży. Wartość instrumentów udziałowych spółek krajowych znajdujących się w portfelach funduszy inwestycyjnych wzrosła z 35,1 mld zł na koniec 2016 r. do 38,5 mld zł na koniec 2017 r. Istotnym akcjonariuszem spółek z Głównego Rynku GPW pozostawał Skarb Państwa³⁸⁰, który posiadał instrumenty udziałowe notowane na tym rynku o wartości 114,4 mld zł. Sprawował on kontrolę nad 12 spółkami z indeksu WIG 20, których łączny udział w tym indeksie na koniec 2017 r. wynosił 76,0%. Skarb Państwa nie uczestniczył aktywnie we wtórnym obrocie akcjami na GPW.

W 2017 r. nierezydenci sprzedali w ujęciu netto akcje i PDA spółek krajowych za około 6,7 mld zł (wykres 5.2.28), co przyczyniło się do spadku udziału tych inwestorów w kapitalizacji rynków GPW³⁸¹ (wykres 5.2.29) do najniższego poziomu od czasu wejścia Polski do UE. Tak silne zmniejszenie wspomnianego udziału było skutkiem sprzedaży przez Unicredit pakietu kontrolnego akcji banku Pekao S.A. na rzecz PZU S.A. i Polskiego Funduszu Rozwoju. Wzrost indeksów krajowego rynku akcji skutkowało natomiast zwiększeniem wartości portfela nierezydentów. W jego strukturze dominowały akcje spółek należących do indeksu WIG20 (59,5%). Wśród nierezydentów przeważali inwestorzy strategiczni – na koniec 2017 r. ich zaangażowanie stanowiło połowę wartości akcji spółek krajowych w posiadaniu podmiotów zagranicznych.

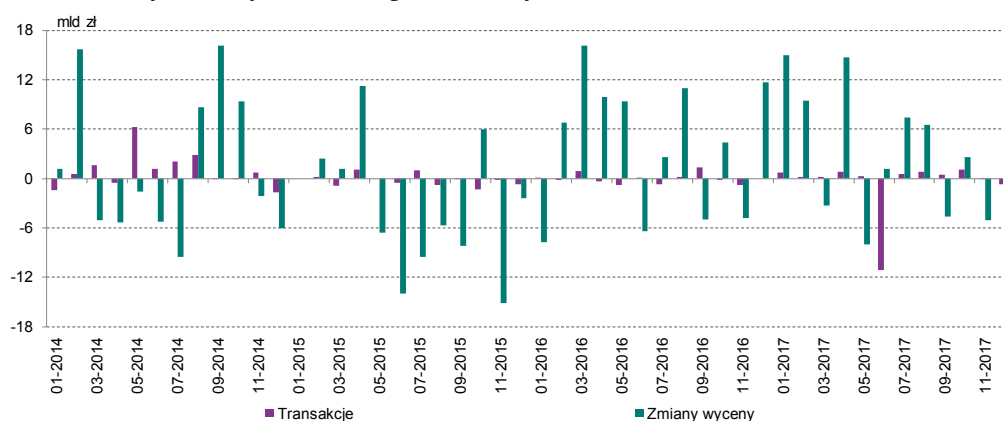
Zmiany w strukturze podmiotowej sesyjnych obrotów akcjami i PDA na Głównym Rynku GPW stanowiły kontynuację tendencji obserwowanych w poprzednich latach. Najaktywniejsi nadal byli inwestorzy zagraniczni, którzy w 2017 r. zawarli transakcje o wartości 126,3 mld zł, wobec 101,3 mld zł w 2016 r. Ich udział w obrotach brutto wspomnianymi instrumentami na Głównym Rynku GPW utrzymał się na najwyższym poziomie w historii tego rynku (wykres 5.2.30). W kolejnych latach na aktywność nierezydentów wpływ może mieć wejście w życie zmian w indeksach akcji administrowanych przez FTSE Russell. Najprawdopodobniej popyt na akcje

³⁸⁰ Dane dotyczące zaangażowania Skarbu Państwa obejmują zarówno akcje posiadane bezpośrednio, jak również za pośrednictwem Polskiego Funduszu Rozwoju.

³⁸¹ Dane dotyczące zaangażowania nierezydentów obejmują wszystkie instrumenty udziałowe, w tym te, które były zarejestrowane w KDPW, a nie zostały wprowadzone do obrotu na rynkach zorganizowanych.

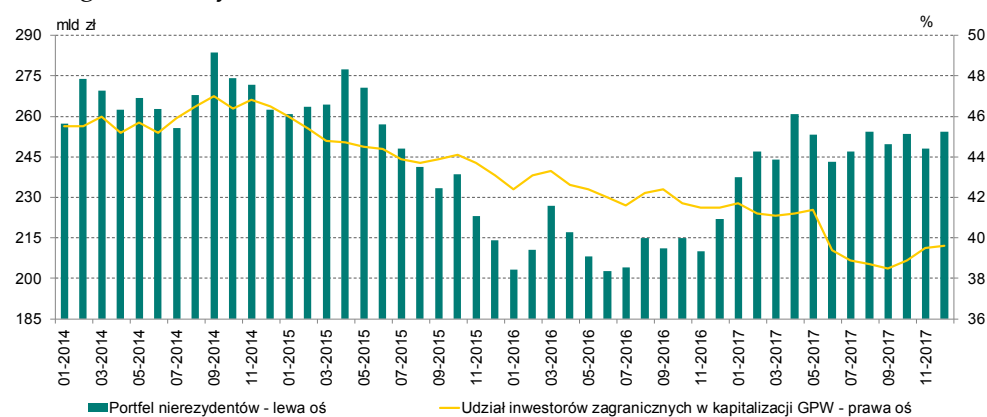
spółek krajowych zgłaszać będą podmioty inwestujące wyłącznie na rynkach rozwiniętych, ale jednocześnie nie można wykluczyć zainteresowania sprzedażą tych instrumentów ze strony inwestorów lokujących środki na rynkach wschodzących. Krajowi inwestorzy instytucjonalni, będący drugą najaktywniejszą grupą uczestników tego rynku, zawarli w 2017 r. transakcje o wartości 72,0 mld zł. Udział inwestorów indywidualnych w obrotach akcjami i PDA był istotnie wyższy w porównaniu z 2016 r., kiedy utrzymywał się na historycznym minimum. Wartość operacji przeprowadzonych przez tę grupę inwestorów wyniosła 38,1 mld zł, co oznacza wzrost o ponad 50% w porównaniu z poprzednim rokiem. Na większą aktywność inwestorów indywidualnych na Głównym Rynku GPW mogły wpłynąć hossy na rynku akcji oraz IPO o znacznej wartości.

Wykres 5.2.28. Zmiana zaangażowania inwestorów zagranicznych w akcje i PDA spółek krajowych notowanych na rynkach zorganizowanych GPW w latach 2014–2017



Źródło: NBP.

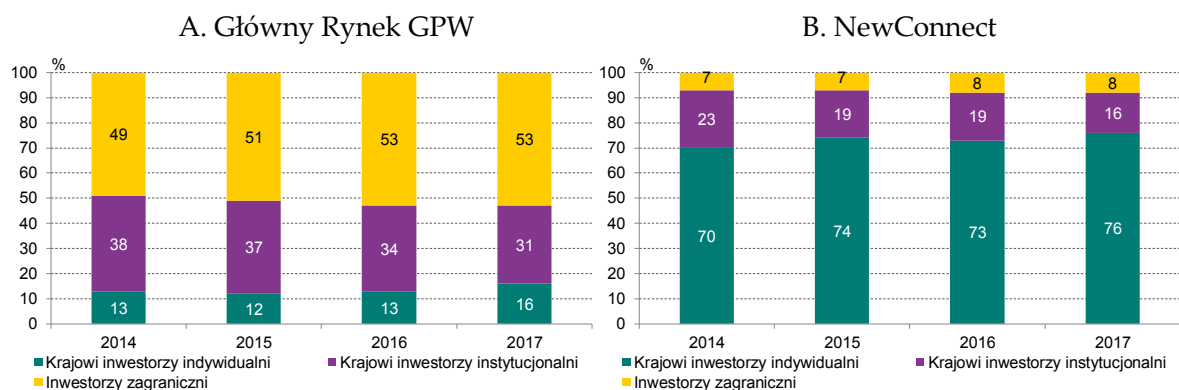
Wykres 5.2.29. Udział inwestorów zagranicznych w kapitalizacji spółek krajowych notowanych na rynkach zorganizowanych GPW w latach 2014–2017



Źródło: NBP.

Inwestorzy indywidualni byli natomiast dominującą grupą uczestników rynku NewConnect (wykres 5.2.30). Taka struktura podmiotowa obrotów na tym rynku wiązała się z rodzajem notowanych na nim papierów wartościowych.

Wykres 5.2.30. Udział poszczególnych grup inwestorów w obrotach sesyjnych na rynkach akcji i PDA organizowanych przez GPW w latach 2014–2017



Źródło: GPW.

5.3. Kasowy rynek walutowy

Podobnie jak w poprzednich latach obroty na globalnym kasowym rynku złotego były determinowane przede wszystkim przez transakcje nierezydentów – głównie banków inwestycyjnych i funduszy hedgingowych. Na ich aktywność wpływały m.in. dysparytet stóp procentowych między Polską a krajami rozwiniętymi, ocena sytuacji polskiej gospodarki oraz zmiany awersji do ryzyka wśród inwestorów globalnych i związane z tym zainteresowanie spekulacją na rynkach walut krajów rozwijających się.

Zdecydowana większość transakcji na kasowym rynku złotego była zawierana między podmiotami zagranicznymi (na rynku *offshore*). Operacje z udziałem banków krajowych stanowiły niecałe 20% obrotów. Na rynku w Polsce najczęściej transakcji było dokonywanych między bankami krajowymi a bankami zagranicznymi. Główną parą walutową na kasowym rynku złotego była para EUR/PLN. Transakcje wymiany tych walut stanowiły około 75% obrotów na rynku.

Wielkość i uczestnicy rynku

Na podstawie danych NBP, BIS i Banku Anglii można szacować, że w 2017 r. średnie dzienne obroty netto na globalnym kasowym rynku złotego (rynek krajowy i *offshore*) wynosiły około 10,5 mld USD i nie zmieniły się w porównaniu z 2016 r. (tabela 5.3.1). Wzrostowi obrotów na opisywanym rynku nie sprzyjała relatywnie niska zmienność kursu złotego. Ponad 80% wartości transakcji na rynku złotego przypadało na operacje między nierezydentami.

Tabela 5.3.1. Średnie dzienne obroty na kasowym rynku złotego w kwietniu i październiku w latach 2015-2017 (w mld USD)

	Kwiecień 2015	Październik 2015	Kwiecień 2016	Październik 2016	Kwiecień 2017	Październik 2017
Globalny rynek złotego, w tym:	13,36	9,94	11,86	9,32	10,16	10,74
- rynek krajowy	1,72	1,72	1,64	1,75	1,45	2,02
- rynek <i>offshore</i> , w tym:	11,64	8,22	10,22	7,57	8,71	8,72
- rynek londyński	6,72	4,74	5,72	4,23	4,88	4,88

Źródło: oszacowano na podstawie danych Banku Anglii, Banku Rozrachunków Międzynarodowych i NBP.

Najważniejszymi uczestnikami rynku złotego były banki oraz niebankowe instytucje finansowe (przede wszystkim fundusze inwestycyjne i hedgingowe). Banki zagraniczne, dysponując większymi w porównaniu z bankami krajowymi kapitałami na pokrycie ryzyka rynkowego, wyższymi limitami kredytowymi na kontrahentów oraz odpowiednimi technologiami informatycznymi, przeprowadzały operacje o charakterze spekulacyjnym na dużą skalę, w tym również z wykorzystaniem algorytmów generujących zlecenia kupna i sprzedaży (*algorithmic trading*). Ponadto zajmowały się obsługą zagranicznych niebankowych instytucji finansowych, oferując im m.in. zautomatyzowane platformy transakcyjne oraz dodatkowe usługi związane z zawieraniem transakcji walutowych. Odbiorcami tych usług były głównie fundusze

inwestycyjne i hedgingowe. Instytucje te, realizując swoje strategie spekulacyjne, często korzystały z udostępnianych im w ramach usługi *prime brokerage* limitów kredytowych banków inwestycyjnych (w październiku 2017 r. blisko połowa transakcji na londyńskim kasowym rynku złotego została zawarta przy udziale instytucji świadczących tego typu usługi).

Na krajowym kasowym rynku złotego, obejmującym transakcje, w których przynajmniej jedną ze stron jest bank działający w Polsce, średnie dzienne obroty w 2017 r. wyniosły około 6,8 mld zł i były zbliżone do tych w 2016 r. Wartość kasowych transakcji wymiany złotego w Polsce była istotnie większa niż wartość wymiany walut innych krajów Europy Środkowo-Wschodniej na rynkach lokalnych, w tym korony czeskiej i forinta (tabela 5.3.2).

Blisko połowę transakcji na krajowym rynku złotego stanowiły operacje między bankami – ich średnia dzienna wartość wyniosła w 2017 r. około 3,2 mld zł. Dominowały transakcje z podmiotami zagranicznymi, stanowiące ponad 85% obrotów netto na rynku międzybankowym (wykres 5.3.1). Instytucje te zajmowały głównie krótkoterminowe pozycje w złotym w celach spekulacyjnych. Z kolei banki krajowe przeprowadzały transakcje z podmiotami zagranicznymi zarówno w celu zabezpieczenia się przed ryzykiem walutowym, wynikającym m.in. z operacji walutowych realizowanych na rynku klientowskim, jak i w celach spekulacyjnych. Średnia dzienna wartość kasowych transakcji wymiany złotego zawartych między bankami krajowymi w 2017 r. wyniosła 0,5 mld zł, co stanowiło około 1% obrotów netto na globalnym rynku złotego.

Tabela 5.3.2. Średnie dzienne obroty na krajowym kasowym rynku walutowym złotego, korony czeskiej i forinta w 2017 r. (w mln USD)

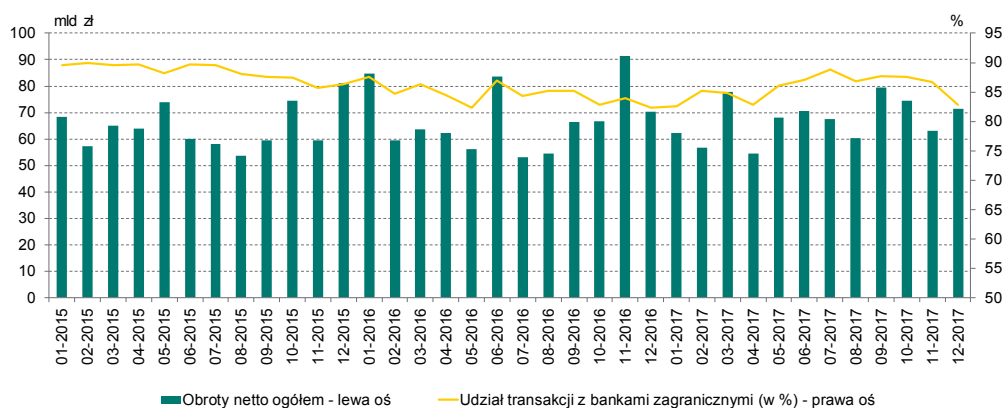
	Złoty	Korona czeska	Forint
Obroty ogółem, w tym:	1 795	762,9	646,6
- transakcje EUR/waluta krajowa	1 301	611,1	504,6
- transakcje USD/waluta krajowa	389	124,4	114,5

Uwaga: dane dla korony czeskiej na podstawie transakcji zarejestrowanych w styczniu, kwietniu, lipcu i październiku 2017 r.

Źródło: dane Narodowego Banku Czech, Narodowego Banku Węgier i NBP.

W 2017 r. transakcje banków krajowych z podmiotami niefinansowymi odpowiadały za ponad 30% obrotów netto na kasowym rynku złotego w Polsce, a średnia dzienna wartość tych transakcji wyniosła 2,1 mld zł. Zdecydowana większość z nich była realizowana z rezydentami.

Wykres 5.3.1. Miesięczne obroty netto na krajowym międzybankowym rynku złotego w latach 2015-2017



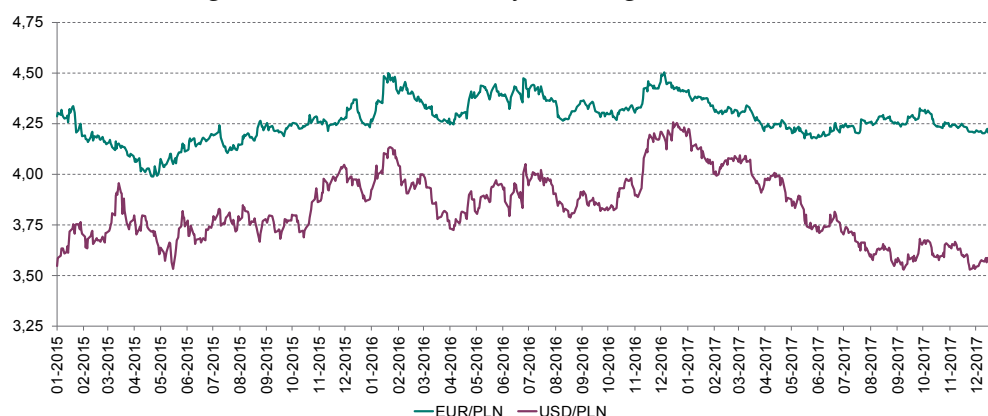
Źródło: dane NBP pozyskane od grupy banków najbardziej aktywnych na krajowym rynku finansowym.

Kurs złotego i jego zmienność

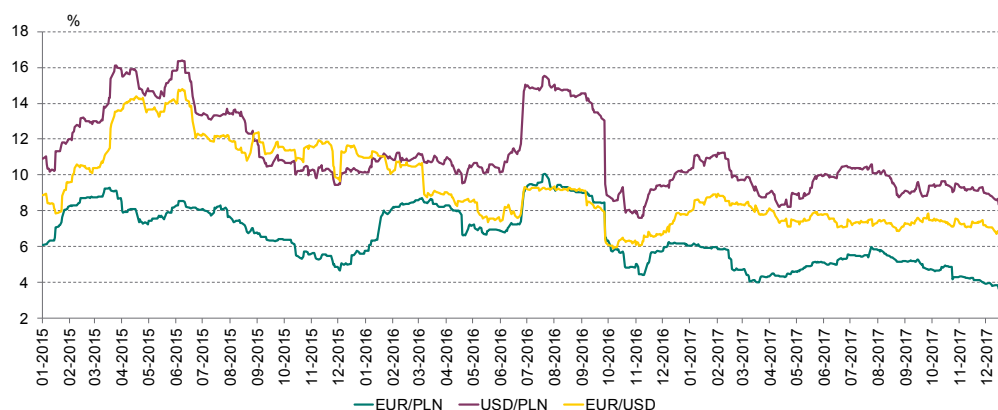
Ze względu na strukturę uczestników rynku złotego kurs EUR/PLN był w dużej mierze kształtowany przez wydarzenia na światowych rynkach finansowych i w niewielkim stopniu zależał od przepływów wynikających z wymiany handlowej podmiotów krajowych. Ponadto złoty był postrzegany przez niektórych inwestorów zagranicznych jako waluta, której kurs dobrze odzwierciedla globalne trendy odnoszące się do walut tzw. rynków wschodzących (*emerging markets*).

W okresie od stycznia do maja 2017 r. kurs EUR/PLN wykazywał tendencję spadkową z przejściowymi okresami stabilizacji. Na przełomie maja i czerwca złoty był względem euro najsilniejszy od sierpnia 2015 r. (wykres 5.3.2). W kolejnych miesiącach kurs ten wahał się w wąskim przedziale 4,15-4,35 złotego za euro. Do umocnienia złotego względem euro oraz późniejszego spadku zmienności kursu EUR/PLN przyczyniały się m.in. lepsze od oczekiwań dane dotyczące tempa wzrostu gospodarczego w Polsce i strefie euro oraz poprawa perspektyw rozwoju tych gospodarek (wykres 5.3.3).

Kurs złotego względem dolara amerykańskiego determinowały przede wszystkim zmiany kursów EUR/PLN oraz EUR/USD. W 2017 r. złoty stopniowo umacniał się względem dolara amerykańskiego i na koniec grudnia kurs USD/PLN był o prawie 18% niższy niż na początku stycznia (wykres 5.3.2). Wynikało to przede wszystkim z aprecjacji euro względem dolara, spowodowanej wspomnianą poprawą tempa wzrostu gospodarczego w strefie euro oraz oczekiwaniami uczestników rynku co do przyszłej polityki pieniężnej EBC i Fed.

Wykres 5.3.2. Kurs złotego do euro i dolara amerykańskiego w latach 2015-2017

Źródło: Thomson Reuters.

Wykres 5.3.3. Trzymiesięczna zmienność historyczna kursów EUR/PLN, USD/PLN i EUR/USD w latach 2015-2017

Uwagi: trzymiesięczna zmienność historyczna to odchylenie standardowe rozkładu dziennych stóp zwrotu zaobserwowanych w ciągu 66 dni roboczych.

Źródło: NBP, Thomson Reuters.

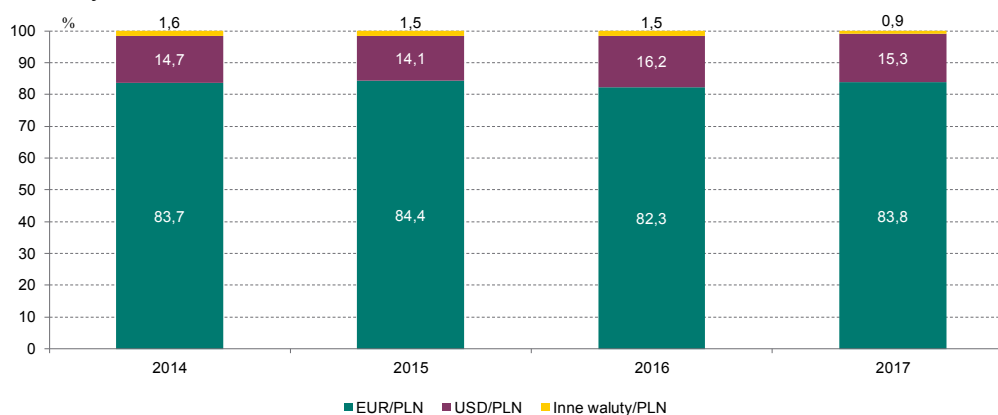
Struktura rynku

Na kasowym rynku złotego, podobnie jak na rynkach innych walut Europy Środkowo-Wschodniej, przeważały transakcje wymiany na euro. Dane Banku Anglii wskazują, że w 2017 r. udział operacji EUR/PLN w obrotach na londyńskim rynku złotego wynosił około 77%. Drugą najważniejszą parą walutową była para USD/PLN, która odpowiadała za około 23% obrotów na tym rynku. Transakcje te były szczególnie popularne wśród niebankowych instytucji finansowych spoza UE, które finansowały się głównie w dolarach amerykańskich.

Transakcje wymiany złotego na euro stanowiły około 73% obrotów na krajowym kasowym rynku złotego, transakcje USD/PLN – prawie 22%. Na rynku międzybankowym udział operacji EUR/PLN był jeszcze większy (wykres 5.3.4). Para walutowa EUR/PLN przeważała również w strukturze walutowej transakcji na rynku klientowskim (około 70% ich wartości). Nieco ponad

20% obrotów w tym segmencie rynku przypadało na transakcje USD/PLN. Udziały te były związane ze strukturą walutową handlu zagranicznego Polski i bezpośrednich inwestycji zagranicznych. W strukturze tej przeważają bowiem płatności w euro³⁸².

Wykres 5.3.4. Struktura walutowa operacji wymiany złotego zawieranych na krajowym rynku międzybankowym w latach 2014-2017



Źródło: dane NBP pozyskane od grupy banków najbardziej aktywnych na krajowym rynku finansowym.

Na krajowym rynku walutowym dokonywano także kasowych transakcji wymiany walut obcych na waluty obce. W 2017 r. średnie dzienne obroty w tym segmencie rynku wyniosły 2,3 mld zł, a w ich strukturze dominowały operacje międzybankowe. Średnia dzienna wartość transakcji, w których obie strony były bankami, wyniosła 2 mld zł, z czego 62% stanowiły transakcje wymiany EUR/USD.

Infrastruktura rynku oraz otoczenie prawne

Na krajowym rynku międzybankowym większość kasowych transakcji wymiany walut zawierano z wykorzystaniem elektronicznych systemów automatycznie kojarzących zlecenia kupna i sprzedaży (np. Thomson Reuters Spot Matching). Powszechnie stosowane w tym segmencie rynku były również elektroniczne systemy konwersacyjne (np. Thomson Reuters Dealing, Instant Bloomberg Dealing). Transakcje, których warunki ustalano telefonicznie lub za pośrednictwem brokera głosowego stanowiły niewielką część obrotów na kasowym rynku walutowym w Polsce.

Standardowa wartość transakcji zawieranych na krajowym międzybankowym rynku złotego wynosiła 1–3 mln euro i dolarów amerykańskich, odpowiednio, dla relacji EUR/PLN i USD/PLN. Na rynku londyńskim była ona wyższa – około 5 mln euro i dolarów amerykańskich. Wysoka płynność tego rynku umożliwiała zawieranie także transakcji o wyższych kwotach bez

³⁸² Szczegółowe informacje na ten temat można znaleźć w cyklicznych opracowaniach NBP *Bilans Płatniczy Rzeczypospolitej Polskiej*, dostępnych pod adresem http://www.nbp.pl/home.aspx?f=/publikacje/bilans_platniczy/bilans_platniczy.html

wywierania znacznego wpływu na kurs złotego. W systemie Reuters Spot Matching dokonywano głównie operacji o kwotach 1 mln euro i dolarów amerykańskich.

Na krajowym rynku klientowskim dominowały transakcje zawierane telefonicznie. Popularne w tym segmencie rynku były również prowadzone przez pojedyncze banki elektroniczne platformy transakcyjne. Ze wspomnianych platform, początkowo udostępnianych głównie średnim i dużym przedsiębiorstwom, coraz częściej korzystały również mniejsze podmioty oraz zamożni klienci detaliczni. Banki krajowe zawierały transakcje w tym segmencie rynku również za pośrednictwem elektronicznych systemów konwersacyjnych (głównie z niebankowymi instytucjami finansowymi).

W 2017 r. kontynuowane były, koordynowane w skali światowej przez BIS, a w ramach UE przez EBC, prace nad *Kodeksem globalnym dla rynku walutowego (FX Global Code – A set of global principles of good practice in the Foreign Exchange Market)*. Finalna wersja tego kodeksu została opublikowana 25 maja 2017 r.³⁸³. Dokument ten stanowi odpowiedź na ujawnione w ostatnich latach przypadki manipulowania kursami walutowymi i ustanawia dobre praktyki wśród uczestników światowego rynku walutowego m.in. w następujących obszarach: etyka, realizacja transakcji, ujawnianie informacji, zarządzanie ryzykiem, przestrzeganie przepisów i standardów oraz potwierdzanie i rozrachunek transakcji. Do końca 2017 r. deklarację o przestrzeganiu Kodeksu (stanowiącą załącznik do dokumentu) ogłosiło piętnaście banków centralnych ESBC, zaś pozostałe banki centralne (w tym NBP) zobowiązały się uczynić to najpóźniej do maja 2018 r.

³⁸³ *FX Global Code – A set of global principles of good practice in the Foreign Exchange Market*, https://www.globalfx.org/docs/fx_global.pdf.

5.4. Rynek instrumentów pochodnych

Finansowe instrumenty pochodne są przedmiotem obrotu zarówno na rynku giełdowym (regulowanym), jak i pozagiełdowym (*over-the-counter* – OTC). Są również, w ograniczonym zakresie, notowane na zorganizowanych wielostronnych platformach obrotu (*multilateral trading facilities*, MTF). Zaletą rynku giełdowego jest centralizacja obrotu i powszechne wykorzystywanie izby rozliczeniowej (najczęściej o statusie CCP), co zwiększa jego przejrzystość i ogranicza ryzyko kredytowe kontrahenta. Rynek pozagiełdowy pozwala natomiast na lepsze dopasowanie warunków transakcji do potrzeb uczestników rynku.

Z dostępnych danych na temat aktywności na światowym rynku instrumentów pochodnych wynika, że rynek giełdowy charakteryzuje się większym wolumenem obrotów, na co wpływa znacznie większa w porównaniu z rynkiem OTC standaryzacja instrumentów pochodnych i łatwość zawierania przeciwstawnych transakcji bez podejmowania dodatkowego ryzyka kredytowego kontrahenta. Z kolei skala otwartych pozycji brutto banków – łączna wartość nominalna sprzedanych i kupionych instrumentów pochodnych – wskazuje, że w światowym systemie finansowym większą rolę wciąż odgrywa rynek OTC.

Dla funkcjonowania rynku instrumentów pochodnych OTC istotne znaczenie ma wykorzystywana dokumentacja prawna oraz, w coraz większym zakresie, wymogi określone w rozporządzeniach EMIR i MiFIR oraz ich odpowiednich aktach wykonawczych. Na wspomnianą dokumentację składają się przede wszystkim umowy ramowe, na podstawie których zawierane są transakcje na tym rynku i ewentualnie następuje ich wcześniejsze zakończenie, a także dodatkowe umowy zabezpieczające (*Credit Support Annex* – CSA), umożliwiające ograniczanie ekspozycji na ryzyko kredytowe kontrahenta przez ustanawianie zabezpieczeń w formie papierów wartościowych lub środków pieniężnych. Stosowane obecnie przez banki krajowe CSA powinny odzwierciedlać zmiany zachodzące w otoczeniu regulacyjnym, tj. być zgodne z przepisami UE określającymi zasady obowiązkowej wymiany depozytów zabezpieczających w transakcjach pochodnych rozliczanych bilateralnie³⁸⁴. W przypadku transakcji rozliczanych centralnie dokumentacja prawna obejmuje także regulaminy izb rozliczeniowych oraz umowy między ich bezpośrednimi uczestnikami a podmiotami korzystającymi z ich pośrednictwa w dostępie do danej izby.

³⁸⁴ Rozporządzenie delegowane Komisji (EU) 2016/2251 z dnia 4 października 2016 r. uzupełniające rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 648/2012 w sprawie instrumentów pochodnych będących przedmiotem obrotu poza rynkiem regulowanym, kontrahentów centralnych i repozytoriów danych w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych dotyczących technik ograniczania ryzyka związanego z kontraktami pochodnymi będącymi przedmiotem obrotu poza rynkiem regulowanym, które nie są rozliczane przez kontrahenta centralnego (Dz. Urz. UE L340 z 2016 r., s. 9 i dalsze).

5.4.1. Ewolucja wielkości i struktury rynku finansowych instrumentów pochodnych

Pod względem wartości obrotów i różnorodności oferowanych finansowych instrumentów pochodnych w Polsce znacznie lepiej rozwinięty jest rynek pozagiełdowy. Średnie dzienne obroty netto na rynku OTC w 2017 r. były znacznie większe niż obroty instrumentami pochodnymi notowanymi na GPW (tabela 5.4.1). Funkcję animatorów rynku OTC pełnią bowiem banki zagraniczne, których aktywność na GPW jest relatywnie niewielka, oraz banki krajowe – instytucje o największych aktywach w polskim systemie finansowym. Ponadto zarządzając ryzykiem finansowym przedsiębiorstwa z Polski o wiele częściej wykorzystują instrumenty oferowane przez banki niż przez giełdy. Wpływają na to m.in. długotrwałe kontakty banków z przedsiębiorstwami, bogatsza oferta tych instytucji finansowych i duża elastyczność ich produktów, a także większa płynność rynku pozagiełdowego i związane z nią niższe koszty zawierania transakcji zabezpieczających.

Płynność globalnego rynku złotego – walutowego i instrumentów pochodnych OTC stopy procentowej – była determinowana głównie przez obroty realizowane na rynku *offshore*. Wartość transakcji zawartych między nierezydentami była istotnie wyższa od wartości obrotów na rynku krajowym, co wiązało się przede wszystkim z dużą aktywnością banków londyńskich oraz funduszy hedgingowych. Średnie dzienne obroty netto na krajowym rynku pozagiełdowych instrumentów pochodnych w 2017 r. wyniosły 6,6 mld zł i były o 13% mniejsze niż w 2016 r. Podobnie jak w poprzednich latach instrumenty pochodne na stawki krajowego rynku pieniężnego stanowiły największy segment rynku instrumentów pochodnych OTC w Polsce.

Tabela 5.4.1. Średnie dzienne obroty netto na krajowym rynku instrumentów pochodnych w latach 2014–2017 (w mln zł)

	2014	2015	2016	2017
Pozagiełdowe instrumenty pochodne	9 733,4	8 160,3	7 608,4	6 637,2
- stopy procentowej	7 355,8	6 039,0	5 290,9	3 986,8
- walutowe	2 377,6	2 121,3	2 317,5	2 650,4
Giełdowe instrumenty pochodne	970,8	902,1	777,9	886,3
- stopy procentowej	6,5	1,9	4,9	4,1
- walutowe	29,6	33,1	20,3	16,5
- związane z rynkiem akcji	934,8	867,1	752,7	865,7
- w tym <i>futures</i> na WIG20	850,1	781,5	676,1	778,0

Uwagi: obroty na rynku OTC wyliczono według wartości nominalnej, a na rynku giełdowym – według kwot rozliczenia transakcji. Rynek giełdowy obejmuje tylko instrumenty notowane na GPW. W przypadku tego rynku uwzględniono transakcje sesyjne i pakietowe. Giełdowe instrumenty pochodne stopy procentowej obejmują kontrakty terminowe na stawki referencyjne WIBOR oraz na obligacje skarbowe. Kategoria walutowych instrumentów pochodnych nie obejmuje transakcji *fx swap*.

Źródło: opracowano na podstawie danych pozyskanych od banków najbardziej aktywnych na krajowym rynku finansowym oraz danych GPW.

W 2017 r. wolumen obrotów instrumentami pochodnymi na GPW wyniósł 7,2 mln kontraktów, czyli o 9% mniej niż w 2016 r. Jednocześnie średnia dzienna wartość transakcji wzrosła o 14%

(do 0,9 mld zł), co wynikało głównie ze zwiększenia wartości instrumentów bazowych. Spośród instrumentów pochodnych dostępnych na GPW największym zainteresowaniem inwestorów cieszyły się kontrakty *futures* na WIG20. Transakcje nimi stanowiły blisko 88% całkowitej wartości obrotów na rynku terminowym GPW.

5.4.2. Pozagiełdowe finansowe instrumenty pochodne

Rynek pozagiełdowych finansowych instrumentów pochodnych w Polsce umożliwia instytucjom finansowym i przedsiębiorstwom zabezpieczanie się przed ryzykiem zmian stóp procentowych oraz kursów walutowych. Pozwala również na podejmowanie określonego rodzaju ryzyka rynkowego. Oprócz tego instrumenty pochodne generujące płatności zbliżone do płatności wynikających z bazowych instrumentów finansowych są wykorzystywane w strategiach arbitrażowych.

Ze względu na zdecentralizowany charakter rynku OTC jego organizatorami i głównymi uczestnikami są banki. Wartość nominalna pozycji brutto banków krajowych na rynku instrumentów pochodnych OTC na koniec 2017 r. wyniosła 1,7 bln zł. Pozycje te były wykazywane przez 31 banków i oddziałów instytucji kredytowych działających w Polsce. Na pięć z nich przypadało około 73% wartości nominalnej tych instrumentów, a na 10 – ponad 92% tej wartości. Banki krajowe utrzymywały największe zaangażowanie w instrumentach pochodnych stopy procentowej, głównie IRS, przy czym wyraźnie dominowały transakcje nominowane w złotych (tabela 5.4.2). Ponieważ transakcje IRS często są zawierane na okresy kilkuletnie, długo pozostają w sprawozdaniach banków³⁸⁵. Podobnie wśród walutowych instrumentów pochodnych największe pozycje pozabilansowe wynikały z długoterminowych transakcji CIRS, mimo że były one najmniejszym pod względem obrotów segmentem krajowego rynku walutowych instrumentów pochodnych.

Wartość pozycji brutto banków krajowych z tytułu transakcji instrumentami pochodnymi związanymi z rynkiem akcji była niewielka, co wynikało m.in. z zamykania przez biura maklerskie pozycji w tych instrumentach na koniec dnia (*day trading*). Operacje kredytowymi instrumentami pochodnymi były w Polsce realizowane sporadycznie. Na rynku *offshore* często zawierano natomiast transakcje CDS, w których aktywami referencyjnymi były emitowane na rynkach zagranicznych obligacje skarbowe Polski lub obligacje niektórych krajowych przedsiębiorstw.

³⁸⁵ Sprawozdawczość pozycji pozabilansowych banków obejmuje wartość nominalną wszystkich transakcji, które nie wygasły na dzień sporządzenia sprawozdania – niezależnie od tego, kiedy zostały zawarte.

Tabela 5.4.2. Pozycje brutto banków krajowych na rynku instrumentów pochodnych OTC na koniec 2016 i 2017 r. (według wartości nominalnej instrumentów, w mld zł)

	2016		2017	
	złoty ¹	inne waluty	złoty ¹	inne waluty
Instrumenty stopy procentowej	1 125,4	187,5	1 199,2	196,9
- transakcje FRA	191,5	0,1	120,6	1,8
- transakcje IRS	913,5	153,4	1 060,8	163,4
- transakcje OIS	6,1	5,5	4,5	6,2
- opcje	10,1	28,6	12,4	25,5
- transakcje <i>forward</i> na obligacje	4,2	0,0	0,9	0,0
- inne	0,1	0,0	0,0	0,0
Instrumenty walutowe	264,2	77,4	221,9	76,7
- transakcje <i>forward</i>	80,7	5,5	75,4	7,5
- transakcje CIRS	118,0	70,2	123,2	66,2
- opcje	65,5	1,7	23,3	2,9
Instrumenty związane z rynkiem akcji ²	15,4		13,5	
Instrumenty kredytowe	0,1		0,1	

¹ Dla instrumentów walutowych przedstawiono wartość nominalną transakcji pochodnych na kursy wymiany złotego względem walut obcych.

² Ze względu na przekroje, w których dostępne są dane, kategoria ta obejmuje również opcje giełdowe na akcje i indeksy akcji.

Źródło: NBP.

Od 1 marca 2017 r. wszystkie banki krajowe zostały objęte określonymi w rozporządzeniu delegowanym KE³⁸⁶ wymogami dotyczącymi wnoszenia zmiennych (właściwych) depozytów zabezpieczających dla transakcji rozliczanych bilateralnie. Niektóre z nich (należące do grup kapitałowych wykazujących odpowiednio dużą aktywność na rynku instrumentów pochodnych OTC) zostały również objęte obowiązkiem wnoszenia wstępnych (początkowych) depozytów zabezpieczających. W odniesieniu do pozostałych banków krajowych obowiązek ten będzie wiążący najpóźniej od 1 września 2020 r. Stosowanie depozytów zabezpieczających (zarówno wstępnych, jak i zmiennych) w transakcjach rozliczanych bilateralnie wymagało od niektórych krajowych instytucji finansowych dostosowania polityki zarządzania ryzykiem kredytowym kontrahenta oraz ryzykiem płynności (możliwy zwiększony popyt na środki pieniężne lub papiery wartościowe mogące stanowić zabezpieczenie). Dotychczas ryzyko kredytowe kontrahenta z tytułu transakcji pochodnych OTC było ograniczane przez banki krajowe przez dobrowolne stosowanie umów zabezpieczających wzorowanych na standardzie ISDA (*Standard Credit Support*

³⁸⁶ Rozporządzenie delegowane Komisji (EU) 2016/2251 z dnia 4 października 2016 r. uzupełniające rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 648/2012 w sprawie instrumentów pochodnych będących przedmiotem obrotu poza rynkiem regulowanym, kontrahentów centralnych i repozytoriów danych w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych dotyczących technik ograniczania ryzyka związanego z kontraktami pochodnymi będącymi przedmiotem obrotu poza rynkiem regulowanym, które nie są rozliczane przez kontrahenta centralnego (Dz. Urz. UE L340 z 2016 r., s. 9 i dalsze).

Annex). Zakres obowiązków nakładanych przez te umowy na kontrahentów był w dużej mierze wynikiem negocjacji między uczestnikami rynku i w rezultacie mógł być mniejszy niż w przypadku wymogów wprowadzonych przez wspomniane rozporządzenie wykonawcze. Ponadto jeżeli między stronami umowy występowały duże różnice w pozycji rynkowej, to prawa i obowiązki wynikające z takiej umowy mogły być niesymetryczne.

W 2017 r. prowadzone były prace nad projektem regulacji nowelizującej rozporządzenie EMIR³⁸⁷. Głównym celem proponowanych zmian jest zmniejszenie, bez uszczerbku dla stabilności systemu finansowego UE, obciążeń nałożonych na podmioty charakteryzujące się małą aktywnością na rynku instrumentów pochodnych OTC. Zaproponowano m.in. zwolnienie instytucji finansowych wykazujących niewielką aktywność na rynku instrumentów pochodnych OTC z obowiązku centralnego rozliczania transakcji tymi instrumentami oraz możliwość scedowania przez niektóre podmioty niefinansowe obowiązku raportowania do repozytoriów informacji o zawartych transakcjach pochodnych na będące ich kontrahentami podmioty finansowe.

W dalszej części podrozdziału bardziej szczegółowo przeanalizowano czynniki rozwoju oraz strukturę krajowego rynku instrumentów pochodnych OTC w podziale na instrumenty stopy procentowej oraz walutowe.

5.4.2.1. Instrumenty pochodne stopy procentowej

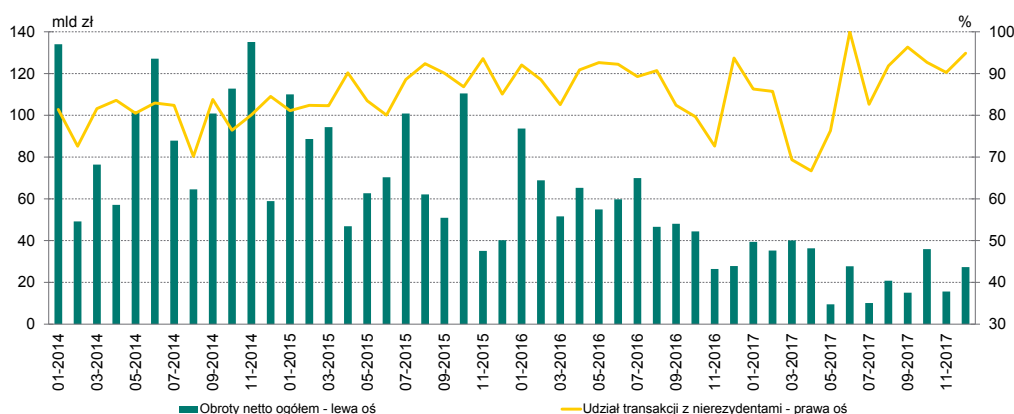
Wielkość rynku

W 2017 r. obroty na krajowym rynku instrumentów pochodnych stopy procentowej OTC były zbliżone do obserwowanych w 2016 r., ale nastąpiły istotne zmiany w ich strukturze. Piąty rok z rzędu odnotowano wyraźny spadek wartości transakcji FRA – średnie dzienne obroty na rynku tych instrumentów w 2017 r. wyniosły 1,2 mld zł i były o ponad połowę mniejsze niż w 2016 r. Tak istotny spadek aktywności na rynku transakcji FRA wynikał przede wszystkim z dużo słabszych i mniej zróżnicowanych niż w 2016 r. oczekiwań uczestników rynku na zmiany stóp procentowych NBP w krótkim i średnim okresie, a także z małej zmienności stawek referencyjnych WIBOR stosowanych w tych transakcjach. Czynniki te ograniczały skalę spekulacji na zmiany stóp procentowych na krajowym rynku pieniężnym, a taka spekulacja jest podstawowym celem wykorzystywania wspomnianych instrumentów przez banki. W poszczególnych miesiącach zainteresowanie transakcjami FRA było silnie zróżnicowane (wykres 5.4.1). Największą aktywność na ich rynku obserwowano:

³⁸⁷ Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council amending Regulation (EU) No 648/2012 as regards the clearing obligation, the suspension of the clearing obligation, the reporting requirements, the risk-mitigation techniques for OTC derivatives contracts not cleared by a central counterparty, the registration and supervision of trade repositories and the requirements for trade repositories, COM/2017/0208 final - 2017/090 (COD).

- w okresie od stycznia do kwietnia, kiedy istotnie większy od oczekiwanego wzrost inflacji oraz korzystne prognozy tempa wzrostu gospodarczego w 2017 r. spowodowały nasilenie się oczekiwań uczestników rynku na podwyżki stóp procentowych NBP (wykres 5.4.2),
- w październiku, co miało związek z publikacją gorszych od prognozowanych danych o inflacji; wśród niektórych uczestników rynku ponownie ożywiło to oczekiwania na podwyżki stóp procentowych przez RPP.

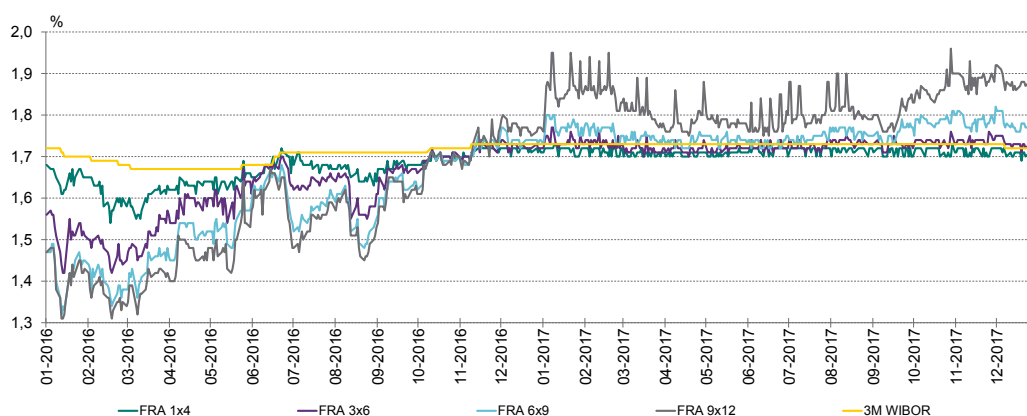
Wykres 5.4.1. Miesięczne obroty netto na krajowym rynku transakcji FRA nominowanych w złotych w latach 2014–2017



Uwaga: w odniesieniu do transakcji między bankami rezydentami wyeliminowano efekt podwójnej sprawozdawczości.

Źródło: dane pozyskane od banków najbardziej aktywnych na krajowym rynku finansowym.

Wykres 5.4.2. Bieżące i oczekiwane stopy procentowe na krajowym rynku pieniężnym w latach 2016–2017



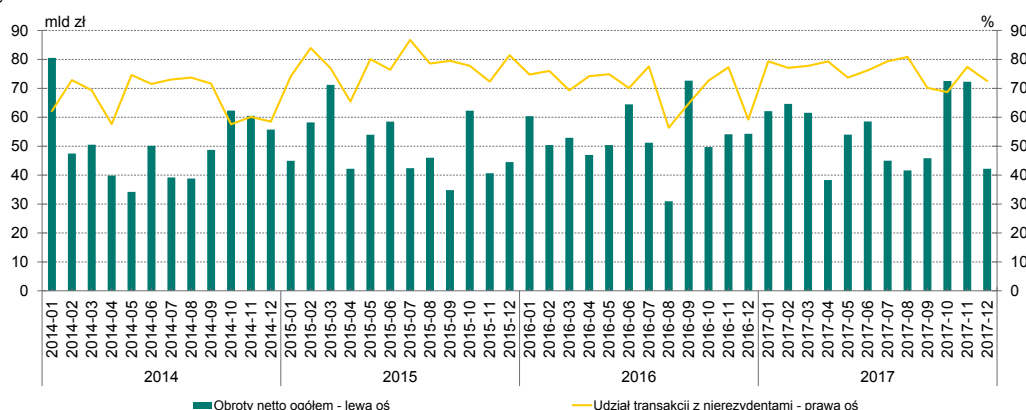
Źródło: Thomson Reuters.

Średnie dzienne obroty netto na krajowym rynku transakcji IRS wzrosły o 4% w porównaniu z 2016 r. i wyniosły 2,6 mld zł (wykres 5.4.3). Inwestorzy stosowali te operacje do spekulacji na zmiany kształtu krzywej dochodowości (bez konieczności podejmowania ryzyka kredytowego

Polski) oraz do zabezpieczania się przed spadkami cen krajowych obligacji skarbowych, które znajdowały się w ich aktywach. Ponadto realizowali strategie arbitrażowe, wykorzystujące różnice między wartościami strumieni płatności z tytułu transakcji IRS oraz odpowiadających im pod względem terminu zapadalności obligacji skarbowych.

Kolejny rok z rzędu istotnie spadła płynność krajowego rynku nominowanych w złotych transakcji OIS (wykres 5.4.4). Są one wykorzystywane przez banki przede wszystkim do spekulacji na zmienność stawki POLONIA oraz do zabezpieczania się przed zmianami kosztów finansowania na krajowym rynku niezabezpieczonych lokat międzybankowych O/N. Wartość średnich dziennych obrotów netto na rynku OIS zmniejszyła się w latach 2011–2017 o ponad 90% i w 2017 r. wyniosła około 0,1 mld zł – najmniej w historii funkcjonowania tego rynku w Polsce. Przeciętnie realizowano nie więcej niż kilka operacji tygodniowo. Strukturalny spadek obrotów na tym rynku był związany z niewielką liczbą jego krajowych uczestników (przy utrzymującej się znikomej aktywności banków zagranicznych), brakiem silnych i zróżnicowanych oczekiwań na zmiany stóp NBP w krótkim okresie oraz niską zmiennością stawki POLONIA, będącej stawką referencyjną dla wspomnianych instrumentów.

Wykres 5.4.3. Miesięczne obroty netto na krajowym rynku transakcji IRS nominowanych w złotych w latach 2014–2017



Uwaga: w odniesieniu do transakcji między bankami rezydentami wyeliminowano efekt podwójnej sprawozdawczości.

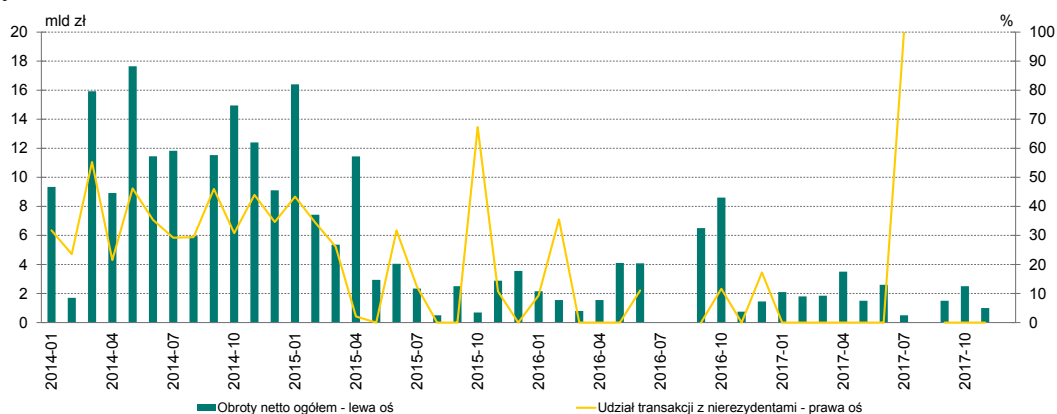
Źródło: dane pozyskane od banków najbardziej aktywnych na krajowym rynku finansowym.

Utrzymywanie się niskiej płynności rynku OIS może utrudniać bankom krajowym efektywne zabezpieczanie się przed zmianami kosztów krótkoterminowego finansowania na rynku lokat międzybankowych oraz niekorzystnie oddziaływać na inne segmenty krajowego rynku finansowego. Powszechnie stosowanym standardem na światowych rynkach instrumentów pochodnych OTC jest bowiem wykorzystywanie krzywych OIS, stanowiących przybliżenie stóp procentowych wolnych od ryzyka, do dyskontowania przepływów z instrumentów finansowych. Brak wiarygodnych oraz reprezentatywnych, tj. bazujących na rzeczywistych transakcjach, stawek OIS może ograniczać możliwość stosowania krzywych OIS do wyceny instrumentów finansowych

nominowanych w złotych. Ponadto na niektórych bardziej rozwiniętych rynkach stawki OIS mogą stać się podstawowymi benchmarkami rynku pieniężnego i zastąpić wrażliwe na zmiany ryzyka kredytowego kontrahenta oraz warunki płynnościowe w systemie bankowym stawki referencyjne niezabezpieczonych depozytów międzybankowych³⁸⁸.

Na rynku krajowym transakcje opcjami na stopy procentowe były zawierane sporadycznie. Średnie dzienne obroty netto tymi instrumentami w 2017 r. wyniosły około 40 mln zł.

Wykres 5.4.4. Miesięczne obroty netto na krajowym rynku transakcji OIS nominowanych w złotych w latach 2014–2017



Uwaga: w odniesieniu do transakcji między bankami rezydentami wyeliminowano efekt podwójnej sprawozdawczości.

Źródło: dane pozyskane od banków najbardziej aktywnych na krajowym rynku finansowym.

Dane BIS wskazują na to, że zdecydowana większość transakcji na globalnym rynku nominowanych w złotych instrumentów pochodnych OTC stopy procentowej jest realizowana na rynku *offshore*. Transakcje na rynku krajowym odpowiadają tylko za około jedną czwartą światowych obrotów tymi instrumentami³⁸⁹. Z danych zgromadzonych w zarejestrowanych w UE repozytoriach transakcji wynika, że najważniejszymi uczestnikami tego rynku są duże banki zagraniczne pełniące funkcję animatorów na globalnym rynku derywatów, a najwięcej transakcji realizują instytucje z Wielkiej Brytanii, Stanów Zjednoczonych, Niemiec oraz Francji. Istotną aktywność na rynku instrumentów pochodnych OTC stopy procentowej nominowanych w złotych wykazują również podmioty z siedzibą w krajach, w których występują przywileje podatkowe dla instytucji finansowych (tj. Kajmany, Holandia oraz Irlandia)³⁹⁰.

³⁸⁸ Davis C., Smith r. M., The fraught search for a Libor fallback, „Risk”, November 2017, s. 20–23.

³⁸⁹ Triennial Central Bank Survey of Foreign Exchange and Derivatives Market Activity in 2016, BIS, December 2016, <https://www.bis.org/publ/rpfx16.htm>.

³⁹⁰ Fiedor P., Lapschies S., Országhová L., *Networks of counterparties in the centrally cleared EU-wide interest rate derivatives market*, ESRB Working Paper Series No 54, September 2017.

Uczestnicy rynku

Krajowy rynek instrumentów pochodnych OTC stopy procentowej charakteryzował się dużym udziałem nierezydentów w strukturze podmiotowej obrotów (wyjątek stanowił rynek OIS) – w 2017 r. ponad 85% w segmencie FRA i prawie 76% w segmencie IRS. Transakcje FRA i IRS zawierane pomiędzy bankami krajowymi stanowiły zaledwie około 15% obrotów netto (tabela 5.4.3). Duże znaczenie banków zagranicznych na tym rynku potwierdzają także dane o pozycjach pozabilansowych banków krajowych z tytułu transakcji instrumentami pochodnymi (wykres 5.4.5).

W przypadku transakcji OIS aktywność banków zagranicznych była znikoma – udział operacji z nierezydentami na tym rynku wyniósł niecałe 2%. Rynek ten ma charakter lokalny, ponieważ stawka referencyjna POLONIA odzwierciedla bieżące warunki płynnościowe w krajowym sektorze bankowym, które łatwiej jest ocenić bankom będącym uczestnikami systemu płatności wysokokwotowych SORBNET2 i operacji otwartego rynku NBP, czy prowadzącym rachunki *loro* w złotych dla banków zagranicznych.

Poszczególne segmenty rynku instrumentów pochodnych stopy procentowej OTC charakteryzowały się wysoką koncentracją obrotów. Udział pięciu najbardziej aktywnych banków krajowych w obrotach na rynku transakcji FRA w 2017 r. przekraczał 90%, a na rynku IRS był zbliżony do 80%. Transakcje OIS oraz opcje na stopy procentowe zawierało zaledwie kilka banków krajowych – operacje pięciu najbardziej aktywnych podmiotów odpowiadały za niemal całość obrotów na tych rynkach. Rosnąca koncentracja obrotów na krajowym rynku instrumentów pochodnych OTC była w dużej mierze wynikiem postępującej konsolidacji w krajowym sektorze bankowym. Realizowane w ostatnich latach w Polsce fuzje i przejęcia banków powodowały stopniowe zmniejszanie się liczby uczestników rynku instrumentów pochodnych OTC, ponieważ dotyczyły one głównie dużych podmiotów, aktywnych w wielu segmentach krajowego rynku finansowego.

Istotne zmiany w strukturze podmiotowej pozycji brutto z tytułu transakcji instrumentami pochodnymi OTC stopy procentowej (odzwierciedlającej, na które podmioty banki posiadają ekspozycję w sensie prawnym, niezależnie od pierwotnych stron transakcji) były rezultatem upowszechniania się na rynku międzybankowym praktyki ich rozliczania przez CCP. Na koniec 2017 r. ponad 80% wartości pozycji brutto banków krajowych z tytułu operacji tymi instrumentami z krajowymi niebankowymi instytucjami finansowymi było wynikiem nowacji rozliczeniowej zastosowanej względem transakcji międzybankowych przekazywanych do CCP (wykres 5.4.5). Fundusze inwestycyjne nie wykazywały dużego zainteresowania zawieraniem transakcji instrumentami pochodnymi OTC stopy procentowej z bankami krajowymi, natomiast zakłady ubezpieczeń zawierały transakcje IRS i FRA głównie z podmiotami zagranicznymi.

Krajowe podmioty niefinansowe dokonywały transakcji instrumentami pochodnymi stopy procentowej rzadko i na relatywnie niewielką skalę. Aktywność tych podmiotów miała istotne znaczenie tylko dla wzrostu obrotów na rynku opcji na stopy procentowe. Popyt klientów

niefinansowych na takie opcje, strategie opcyjne lub produkty strukturyzowane z wbudowanymi opcjami był bowiem jedną z głównych przyczyn angażowania się w takie operacje przez banki krajowe. Instytucje te niwelowały ryzyko rynkowe związane z oferowaniem klientom niefinansowym opcji na stopy procentowe za pomocą transakcji przeciwstawnych (*hedge back-to-back*) zawieranych z bankami zagranicznymi.

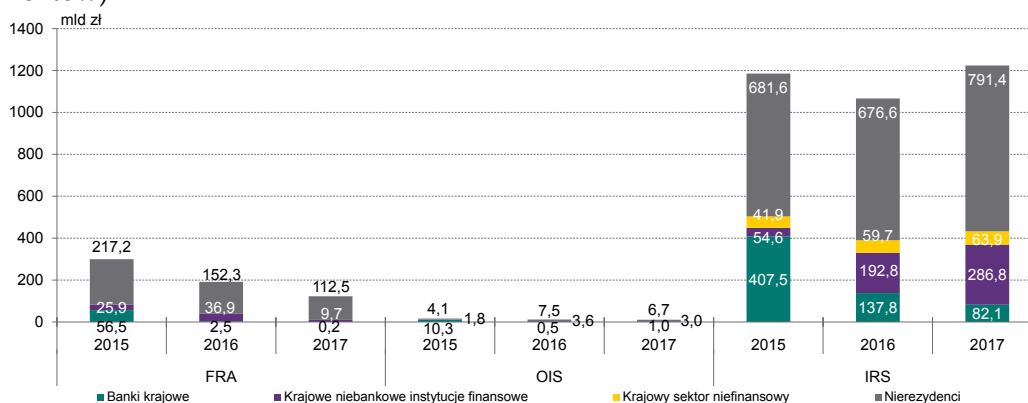
Tabela 5.4.3. Średnia dzienna wartość transakcji banków krajowych na rynku instrumentów pochodnych OTC stopy procentowej w Polsce według kontrahentów w latach 2014–2017 (w mln zł)

	2014	2015	2016	2017
Transakcje FRA	4 404,8	3 435,4	2 608,0	1 246,7
- z bankami krajowymi	847,0	437,7	280,6	185,6
- z podmiotami niebankowymi	17,7	59,3	26,0	0,0
- z nierezydentami	3 540,1	2 938,4	2 301,4	1 061,1
Transakcje IRS	2 422,4	2 361,0	2 533,4	2 624,4
- z bankami krajowymi	610,0	354,6	501,4	401,5
- z podmiotami niebankowymi	214,8	166,7	237,5	231,8
- z nierezydentami	1 597,7	1 839,7	1 794,5	1 991,1
Transakcje OIS	520,8	236,5	125,1	75,1
- z bankami krajowymi	321,7	176,6	115,4	73,1
- z podmiotami niebankowymi	0,0	6,2	0,0	0,0
- z nierezydentami	199,1	53,7	9,7	2,0
Opcje na stopy procentowe	7,6	6,1	24,5	40,5
- z bankami krajowymi	0,0	0,1	0,0	0,1
- z podmiotami niebankowymi	3,8	3,2	10,6	20,4
- z nierezydentami	3,8	2,8	13,9	20,1

Uwaga: w odniesieniu do transakcji między bankami rezydentami wyeliminowano efekt podwójnej sprawozdawczości.

Źródło: dane NBP pozyskane od banków najbardziej aktywnych na krajowym rynku finansowym.

Wykres 5.4.5. Pozycje brutto banków krajowych na rynku instrumentów pochodnych OTC stopy procentowej na koniec 2015, 2016 i 2017 r. według kontrahentów (wartość nominalna instrumentów)



Źródło: NBP.

Struktura rynku

W strukturze terminowej zawieranych na krajowym rynku transakcji FRA nie zaszły istotne zmiany (tabela 5.4.4). Nadal około połowę obrotów stanowiły operacje o pierwotnych terminach zapadalności przekraczających sześć miesięcy, co mogło mieć związek m.in. ze słabymi oczekiwaniami uczestników rynku na zmiany stóp procentowych NBP w krótkim okresie. Najbardziej płynne były następujące segmenty rynku: 9x12, 6x9 oraz 3x6; dużym zainteresowaniem cieszyły się także transakcje o niestandardowych terminach rozliczenia krótszych niż jeden rok. Wartość operacji FRA na rynku międzybankowym wynosiła standardowo 250 mln zł dla transakcji rozliczanych według WIBOR 1M i WIBOR 3M oraz 150 mln zł dla transakcji rozliczanych według stawki WIBOR 6M.

Na krajowym rynku nominowanych w złotych swapów stopy procentowej o pierwotnym terminie zapadalności do roku włącznie stawką referencyjną był WIBOR 3M, a w transakcjach o dłuższych terminach zapadalności – WIBOR 6M. Standardowa kwota nominalna dla rocznych transakcji IRS wynosiła 100 mln zł, dla dwuletnich IRS – 50 mln zł, a w transakcjach o dłuższych pierwotnych terminach zapadalności – 25 mln zł. W 2017 r. w strukturze terminowej obrotów istotnie wzrósł udział transakcji IRS o pierwotnych terminach zapadalności od dwóch do trzech lat, przy jednoczesnym spadku odsetka operacji o krótszych terminach. Mogło to być związane z dostosowywaniem przez krajowe instytucje finansowe struktury transakcji zabezpieczających przed ryzykiem zmian stóp procentowych do *duration* posiadanego portfela obligacji skarbowych.

Na rynku transakcji OIS na stawkę POLONIA standardowe kwoty nominalne operacji z terminem realizacji do trzech miesięcy wynosiły 200-250 mln zł, a operacji z dłuższym terminem – 100 mln zł. W porównaniu z 2016 r. istotnie spadło znaczenie swapów o najkrótszych terminach zapadalności (tj. do tygodnia włącznie). Jednocześnie wzrósł udział transakcji o terminach zapadalności wynoszących od jednego do trzech miesięcy.

Tabela 5.4.4. Struktura terminowa transakcji FRA, IRS i OIS nominowanych w złotych w latach 2016–2017 (w %)

FRA	<1M	1-3M	3-6M	6-9M	>9M
2016	10,7	26,9	13,9	15,7	32,8
2017	9,2	25,8	16,6	19,5	28,9
IRS	<1Y	1-2Y	2-3Y	3-5Y	>5Y
2016	13,0	30,2	13,7	27,4	15,7
2017	12,3	26,5	20,4	27,6	13,2
OIS	<1W	1W-1M	1-3M	3-6M	>6M
2016	45,4	31,4	7,5	5,0	10,7
2017	8,1	39,0	28,2	8,7	16,0

Uwaga: struktura według pierwotnych terminów zapadalności; przedziały są prawostronnie domknięte.
Źródło: dane NBP pozyskane od banków najbardziej aktywnych na krajowym rynku finansowym.

Infrastruktura rynku

Warunki zawieranych między bankami transakcji instrumentami pochodnymi OTC stopy procentowej były przeważnie uzgadniane w elektronicznych systemach konwersacyjnych lub za pośrednictwem brokerów głosowych. Natomiast transakcje z klientami niebankowymi były zawierane głównie przez telefon.

Istotne znaczenie dla funkcjonowania krajowego rynku pozagiełdowych instrumentów pochodnych stopy procentowej miała stopniowa implementacja wymogów rozporządzenia delegowanego KE³⁹¹, wprowadzającego m.in. obowiązek centralnego rozliczania niektórych transakcji tymi instrumentami nominowanymi w złotych³⁹². Pierwsze dwie kategorie kontrahentów³⁹³ zostały objęte wspomnianym obowiązkiem, odpowiednio, od 9 lutego i 9 lipca 2017 r. Dotyczyło to kilkunastu banków krajowych, najbardziej aktywnych na krajowym rynku instrumentów pochodnych OTC stopy procentowej. Zgodnie ze stanem prawnym na koniec 2017 r. w odniesieniu do kontrahentów z kategorii 3 wymóg ten będzie wiążący od 21 czerwca 2019 r.³⁹⁴

W wyniku implementacji wspomnianego obowiązku niemal wszystkie transakcje międzybankowe zawarte w 2017 r. na rynku krajowym zostały przekazane do rozliczania w CCP. Operacje rozliczane centralnie stanowiły prawie 90% obrotów na krajowym rynku IRS, oraz ponad 95% obrotów na rynkach FRA i OIS nominowanych w złotych. W przypadku transakcji realizowanych między bankami krajowymi wykorzystywana była izba KDPW_CCP, m.in. ze względu na ich bezpośredni dostęp do systemu rozliczeń oraz możliwość ustanawiania zabezpieczeń w postaci środków pieniężnych w złotych i krajowych obligacji skarbowych. Na koniec 2017 r. uczestnikami rozliczającymi KDPW_CCP w obszarze rozliczeń transakcji instrumentami pochodnymi OTC było

³⁹¹ Rozporządzenie delegowane Komisji (EU) 2016/1178 z dnia 10 czerwca 2016 r. uzupełniające rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 648/2012 w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych dotyczących obowiązku rozliczania (Dz. Urz. UE L195 z 2016 r., s. 3 i dalsze).

³⁹² Obowiązkiem tym zostały objęte transakcje FRA o pierwotnych terminach zapadalności do 2 lat włącznie oraz transakcje IRS *fixed-floating* (tj. takie, w których zobowiązania jednej strony są naliczane według stopy stałej, a zobowiązania drugiej według stopy zmiennej) o terminach zapadalności do 10 lat włącznie.

³⁹³ Kategoria 1 obejmuje kontrahentów, którzy w dniu wejścia w życie rozporządzenia delegowanego (w tym przypadku 9 sierpnia 2016 r.) byli członkami rozliczającymi CCP mogącego, zgodnie z rozporządzeniem EMIR, rozliczać transakcje instrumentami pochodnymi OTC stopy procentowej należącymi przynajmniej do jednej z klas, w przypadku których (na podstawie tego rozporządzenia delegowanego) wprowadzany jest obowiązek centralnego rozliczania. Natomiast kategoria 2 obejmuje kontrahentów finansowych (spoza kategorii 1) należących do grupy kapitałowej, której wartość pozycji w instrumentach pochodnych nierozliczanych centralnie na koniec stycznia, lutego oraz marca 2016 r. wynosiła średnio ponad 8 mld euro. Kategoria 3 obejmuje pozostałych kontrahentów finansowych.

³⁹⁴ Część podmiotów z tej kategorii może jednak zostać objęta wyłączeniem podmiotowym, które zostało przewidziane we wspomnianym projekcie nowelizacji rozporządzenia EMIR opublikowanym przez KE w 2017 r. Zwolnienie z obowiązku centralnego rozliczania transakcji instrumentami pochodnymi OTC dotyczyłoby tzw. małych instytucji finansowych, tj. podmiotów wykazujących niewielką aktywność na rynku instrumentów pochodnych.

15 banków krajowych, najbardziej aktywnych na krajowym rynku tych instrumentów. Większość nominowanych w złotych transakcji FRA i IRS zawieranych z nierezydentami była przekazywana do rozliczania przez zagraniczną izbę rozliczeniową zlokalizowaną w Londynie – LCH Ltd.

Istotne z punktu widzenia podmiotów krajowych może być, wynikające z niepełnej harmonizacji prawa upadłościowego, ryzyko prawne związane z kierowaniem transakcji do rozliczenia przez CCP mające siedzibę w innych jurysdykcjach. W sytuacji braku harmonizacji w UE rozwiązań dotyczących działań naprawczych oraz restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji CCP (*recovery and resolution*)³⁹⁵, niektóre zagraniczne izby rozliczeniowe autoryzowane zgodnie z rozporządzeniem EMIR dopuszczają możliwość pokrywania przez bezpośrednich uczestników strat wynikających z innych zdarzeń niż niewypłacalność któregośkolwiek z nich. Z kolei uczestnicy bezpośredni na mocy odpowiednich klauzul umownych mogą przenosić koszty związane z pokryciem tych strat na swoich klientów (pośrednich uczestników CCP). Co więcej, wyjście Wielkiej Brytanii z UE (o ile izby rozliczeniowe z tego kraju jako CCP z państw trzecich byłyby uznawane przez ESMA) może skutkować większym zróżnicowaniem zasad, na podstawie których funkcjonują poszczególni CCP rozliczający transakcje pochodne nominowane w złotych.

5.4.2.2. Walutowe instrumenty pochodne

Wielkość rynku

Dane NBP, BIS i Banku Anglii wskazują, że średnie dzienne obroty netto na globalnym rynku walutowych instrumentów pochodnych OTC złotego w 2017 r. wyniosły niecałe 5,7 mld USD, w tym ponad 4,0 mld USD przypadało na transakcje *forward*, około 1,5 mld USD na opcje, a 0,2 mld USD na transakcje CIRS. Obroty te były o około 7% większe niż w 2016 r. Zdecydowaną większość transakcji pochodnych na kurs złotego przeprowadzano na rynku *offshore* (operacje między nierezydentami). Najważniejszym ośrodkiem obrotu wspomnianymi instrumentami był Londyn – średnia dzienna wartość transakcji zawieranych na rynku londyńskim³⁹⁶ wyniosła w 2017 r. ponad 2,7 mld USD, co stanowiło około 54% obrotów na rynku *offshore* instrumentów pochodnych na kurs złotego.

Średnie dzienne obroty netto na krajowym rynku walutowych instrumentów pochodnych były w 2017 r. o prawie 14% większe niż w 2016 r. i wyniosły około 2,7 mld zł. Wzrost ten wynikał ze

³⁹⁵ W 2017 r. kontynuowano prace nad przedstawionym przez KE w 2016 r. projektem rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady w sprawie ram na potrzeby prowadzenia działań naprawczych oraz restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji w odniesieniu do kontrahentów centralnych oraz zmieniające rozporządzenia (UE) nr 1095/2010, (UE) nr 648/2012 i (UE) 2015/2365. Wejście w życie tych regulacji pozwoli na harmonizację rozwiązań prawnych w zakresie restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji CCP w UE.

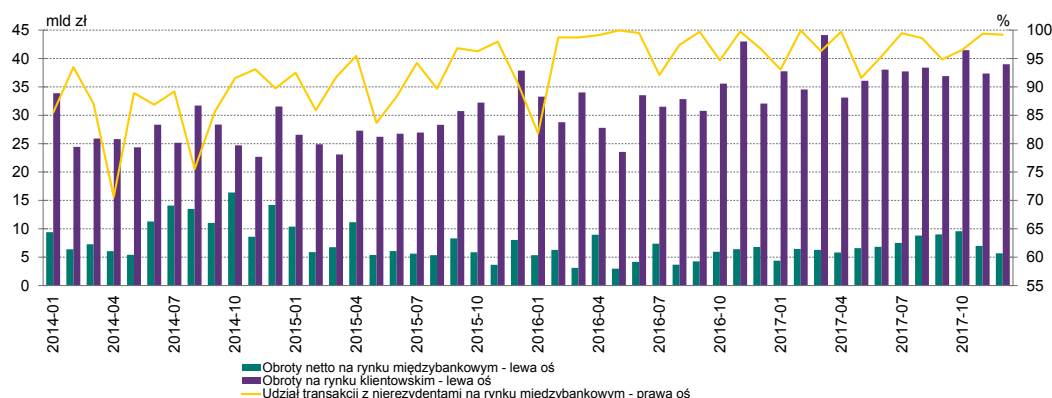
³⁹⁶ Rynek ten obejmuje transakcje, w których przynajmniej jedną ze stron jest bank zlokalizowany w Wielkiej Brytanii sprawozdający dane do Banku Anglii, ale bez operacji dokonywanych z bankami z Polski.

zwiększenia się płynności jego największego segmentu, tj. rynku transakcji *forward*, przy jednoczesnym niewielkim spadku wartości zawartych opcji walutowych i operacji CIRS.

Średnia dzienna wartość transakcji *forward* zawartych na rynku krajowym w 2017 r. wyniosła ponad 2,1 mld zł, tj. o 19% więcej niż w 2016 r. (wykres 5.4.6). Wynikało to przede wszystkim ze znacznego wzrostu (o 18%) wartości transakcji zawieranych na rynku klientowskim. Mogło to być rezultatem m.in. istotnego zwiększenia się wartości wymiany handlowej³⁹⁷ i związanych z tym przepływów walutowych, których wartość była zabezpieczana z wykorzystaniem operacji *forward*. Transakcje zawarte na rynku krajowym stanowiły jedynie około 12% obrotów na globalnym rynku operacji *forward* na kurs złotego.

Średnie dzienne obroty netto na krajowym rynku opcji walutowych wyniosły niecałe 350 mln zł, podobnie jak w 2016 r. (wykres 5.4.7). Operacje realizowane na rynku krajowym stanowiły mniej niż 5% obrotów na globalnym rynku opcji na kurs złotego. Nieliczne banki krajowe aktywnie zarządzały portfelem opcji walutowych, stosując tzw. *delta hedging*. Po negatywnych doświadczeniach z tymi instrumentami w latach 2008–2009 skala wykorzystywania opcji walutowych przez krajowe przedsiębiorstwa niefinansowe nadal była bardzo mała. Z tego względu ograniczona była również aktywność banków na krajowym rynku międzybankowym. Zdecydowana większość banków krajowych aktywnych na rynku tych instrumentów zabezpieczała się bowiem przed ryzykiem rynkowym związanym z oferowaniem klientom niefinansowym opcji lub produktów strukturyzowanych z wbudowanymi opcjami walutowymi, zawierając transakcje przeciwstawne z bankami zagranicznymi (tzw. *hedge back-to-back*).

Wykres 5.4.6. Miesięczne obroty netto na krajowym rynku transakcji *forward* złotego w latach 2014–2017

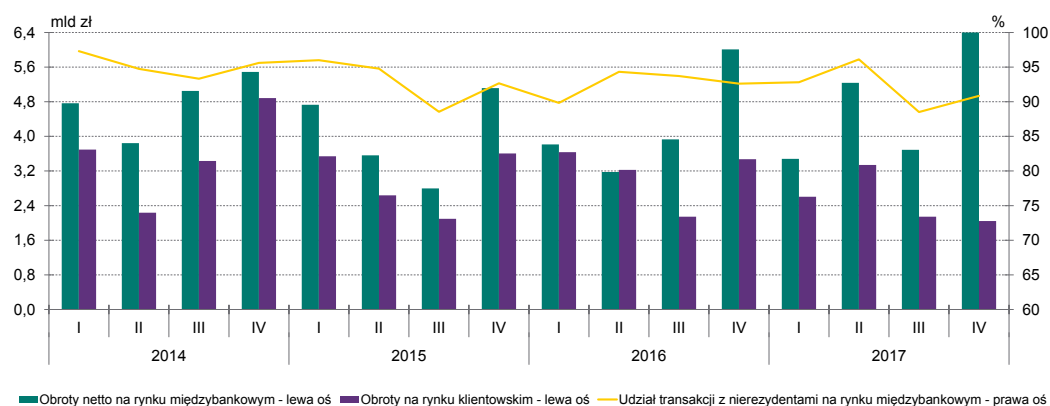


Uwaga: w odniesieniu do transakcji między bankami rezydentami wyeliminowano efekt podwójnej sprawozdawczości.

Źródło: dane NBP pozyskane od banków najbardziej aktywnych na krajowym rynku finansowym.

³⁹⁷ Zgodnie z danymi GUS, wartość importu i eksportu Polski w 2017 r. była odpowiednio o 12,3% oraz 10,2% większa niż w roku poprzednim.

Wykres 5.4.7. Średnie miesięczne obroty netto na krajowym rynku złotych opcji walutowych według wartości nominalnej w latach 2014–2017



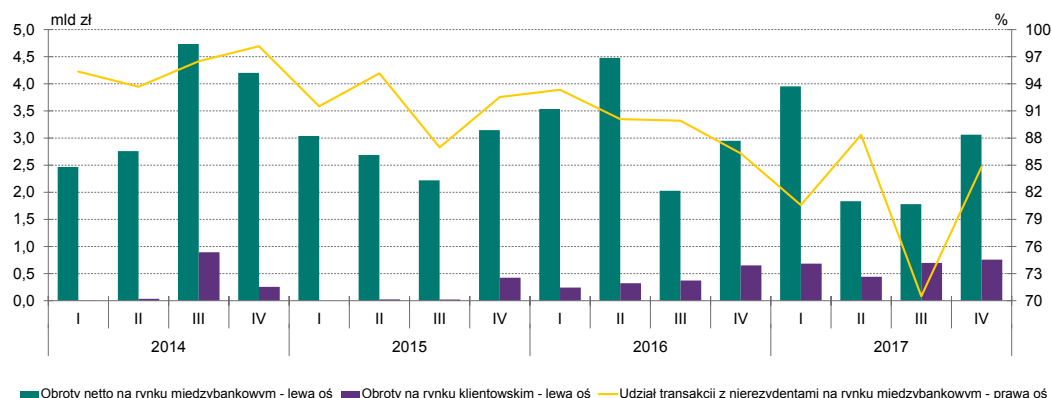
Uwagi: w odniesieniu do transakcji między bankami rezydentami wyeliminowano efekt podwójnej sprawozdawczości. W podanych wartościach uwzględniono kwoty nominalne każdej opcji wchodzącej w skład strategii.

Źródło: dane NBP pozyskane od banków najbardziej aktywnych na krajowym rynku finansowym.

Rynek operacji CIRS pozostawał najmniejszym segmentem krajowego rynku instrumentów pochodnych OTC na kurs złotego. Banki krajowe wykorzystywały transakcje CIRS *basis* z wymianą kwot nominalnych w strategiach służących do ograniczania ryzyka rynkowego, wynikającego z portfeli kredytów mieszkaniowych nominowanych w walutach obcych (głównie we frankach szwajcarskich i w euro). Stosowanie strategii z długoterminowymi instrumentami CIRS pozwalało bankom ograniczać ryzyko związane z odnawianiem krótkoterminowych transakcji *fx swap* na bardzo niekorzystnych warunkach w sytuacji ewentualnych zaburzeń na rynkach finansowych. Średnie dzienne obroty tymi instrumentami w 2017 r. spadły w porównaniu z 2016 r. o 9% i wyniosły niecałe 160 mln zł (wykres 5.4.8). Do spadku tego mogły przyczynić się: stopniowa spłata walutowych kredytów mieszkaniowych oraz aprecjacja złotego względem euro i franka szwajcarskiego (średniorocznie o, odpowiednio, około 2,5% i 4,5%). Umocnienie złotego powodowało, że zakup tej samej kwoty walut obcych w wymianie początkowej transakcji CIRS wymagał zaangażowania przeciętnie mniejszej niż w 2016 r. kwoty złotych.

Dla transakcji CIRS złotego znaczenie rynku krajowego było istotnie większe niż w przypadku innych walutowych instrumentów pochodnych. Może to być związane z popytem na te instrumenty ze strony banków krajowych zabezpieczających się przed ryzykiem rynkowym wynikającym z niedopasowania struktury walutowej ich aktywów i pasywów z wykorzystaniem tych transakcji. Jednocześnie operacje CIRS w dużym stopniu i na długi termin, w porównaniu z innymi instrumentami, obciążają limity kredytowe kontrahenta, co ogranicza skłonność banków zagranicznych do wykorzystywania ich w celach spekulacyjnych.

Wykres 5.4.8. Średnie miesięczne obroty netto na krajowym rynku transakcji CIRS waluta obca/złoty w latach 2014–2017



Uwaga: w odniesieniu do transakcji między bankami rezydentami wyeliminowano efekt podwójnej sprawozdawczości.

Źródło: dane NBP pozyskane od banków najbardziej aktywnych na krajowym rynku finansowym.

Kontynuacja skupu aktywów przez EBC wpływała na utrzymywanie się niskich kosztów pozyskania euro przez banki krajowe w takich transakcjach. Z uwagi na łagodną politykę pieniężną EBC, zarówno stawki referencyjne rynku pieniężnego strefy euro, jak i marże w transakcjach CIRS *basis* EUR/PLN przez cały rok przyjmowały wartości ujemne (wykres 5.4.9). Oznaczało to, że posiadające długą bilansową pozycję walutową banki krajowe, które w ramach strategii mających na celu ograniczenie ryzyka rynkowego wynikającego z niedopasowania struktury aktywów i pasywów zawarłyby w tym okresie taką transakcję CIRS, otrzymywałyby od banków zagranicznych płatności naliczane według stawki referencyjnej WIBOR oraz dodatkowo płatności naliczane według stawki referencyjnej EURIBOR powiększonej o wartość bezwzględną marży. W sytuacji gdyby stawka referencyjna dla stóp procentowych w euro była dodatnia, banki krajowe przekazywałyby natomiast płatności naliczane według stawki referencyjnej EURIBOR pomniejszonej o wartość bezwzględną wspomnianej marży.

Wykres 5.4.9. Marże na rynku transakcji CIRS *basis* i kurs EUR/PLN w latach 2016–2017



Uwaga: marżę zdefiniowano jako premię ponad stawkę EURIBOR.

Źródło: Thomson Reuters.

Uczestnicy rynku

Aktywność na krajowym rynku walutowych instrumentów pochodnych OTC koncentrowała się w segmencie klientowskim. Wyraźna przewaga operacji z podmiotami niefinansowymi była widoczna zwłaszcza na rynku złotych transakcji *forward*, na którym stanowiły one ponad 80% wartości obrotów. Operacje te były prostym, łatwo dostępnym i powszechnie wykorzystywanym przez przedsiębiorstwa sposobem zabezpieczania się przed ryzykiem walutowym. Niski udział transakcji międzybankowych w strukturze obrotów wynikał ze strategii stosowanej przez banki krajowej do zabezpieczania ryzyka wynikającego z transakcji *forward* zawartych na rynku klientowskim. Polegała ona na zawieraniu syntetycznych transakcji *forward* przeciwstawnych do transakcji klientowskich przez odpowiednie złożenie zawieranych przeważnie z bankami zagranicznymi transakcji na płynniejszych rynkach kasowym i *fx swap*. Udział pięciu najbardziej aktywnych banków krajowych w obrotach na rynku transakcji *forward* w Polsce wyniósł w 2017 r. około 64%.

Zmiany wartości obrotów na rynkach klientowskim i międzybankowym opcji walutowych były ze sobą powiązane, co wynikało ze wspomnianego stosowania strategii *hedge back-to-back*. Udział nierezydentów w obrotach na rynku międzybankowym wyniósł powyżej 90%. Kontrahentami banków krajowych w transakcjach przeciwstawnych były bowiem banki zagraniczne. Rynek opcji na kurs złotego charakteryzował się wysoką koncentracją obrotów – wartość transakcji zawartych przez pięć najbardziej aktywnych banków krajowych stanowiła około 86% obrotów na tym rynku.

Transakcje CIRS z udziałem złotego były w zdecydowanej większości zawierane między bankami, przy czym operacje z nierezydentami stanowiły ponad 80% wartości obrotów na rynku międzybankowym. Banki krajowe wykorzystywały takie transakcje przede wszystkim w zarządzaniu ryzykiem rynkowym, związanym z posiadaniem portfela kredytów mieszkaniowych nominowanych w walutach obcych. Istotna rola nierezydentów na tym rynku wynikała z ograniczonych możliwości przeprowadzania takich operacji z bankami krajowymi (żaden z nich nie pełnił funkcji market makera, a transakcje między bankami krajowymi w dużym stopniu zużywałyby limity kredytowe wzajemnie nakładane na siebie przez te podmioty). Ponadto banki krajowe były skłonne raczej pozyskiwać niż przekazywać waluty obce w transakcjach CIRS, podczas gdy banki zagraniczne mogły zawierać takie transakcje w celu pozyskania złotych na inwestycje na krajowym rynku kapitałowym. W 2017 r. niecałe 80% wartości obrotów na rynku CIRS w Polsce stanowiły operacje pięciu banków krajowych posiadających duże portfele wspomnianych kredytów.

Transakcje z krajowymi niebankowymi instytucjami finansowymi odpowiadały za niewielki odsetek obrotów na rynku walutowych instrumentów pochodnych OTC w Polsce. Fundusze inwestycyjne lokujące środki w aktywa zagraniczne zabezpieczały swoje inwestycje przed ryzykiem walutowym głównie z wykorzystaniem transakcji *forward*. Fundusze emerytalne ze względu na brak odpowiednich przepisów wykonawczych nie mogły stosować instrumentów pochodnych do zabezpieczania się m.in. przed zmianami kursów walut. Zakłady ubezpieczeń

wykorzystywały walutowe instrumenty pochodne w ograniczonym stopniu – na koniec 2017 r. wartość nominalna ich pozycji z tytułu tych instrumentów wyniosła mniej niż 0,5 mld zł.

Struktura rynku

Struktura terminowa transakcji *forward* złotego zawieranych na rynku krajowym nie zmieniła się istotnie w 2017 r. Nadal zdecydowanie przeważały operacje zawierane na termin powyżej tygodnia do 3 miesięcy włącznie, stanowiące ponad 64% obrotów brutto (tabela 5.4.5). W strukturze walutowej tych transakcji nieco zmniejszył się udział pary EUR/PLN (do 54%), wzrosło natomiast znaczenie pary USD/PLN (do 40%). Przewaga operacji EUR/PLN na rynku klientowskim (ponad 56% obrotów) wskazuje na istotną aktywność przedsiębiorstw zabezpieczających się przed zmianami wartości przepływów pieniężnych z tytułu handlu zagranicznego. Przepływy te są przeważnie nominowane w euro, co ściśle wiąże się ze strukturą geograficzną i walutową wymiany handlowej Polski. Na globalnym rynku transakcji *forward* złotego istotnie większe niż na rynku krajowym było znaczenie transakcji USD/PLN odpowiadających za połowę obrotów, przy nieznacznie mniejszym udziale transakcji EUR/PLN (około 49%).

Tabela 5.4.5. Struktura terminowa obrotów na krajowym rynku walutowych instrumentów pochodnych na kurs złotego w latach 2016–2017

Transakcje <i>forward</i>	<1W	1W-1M	1-3M	3-12M	>12M
2016	18,1	32,4	31,8	14,6	3,1
2017	21,2	33,9	30,4	12,1	2,4
Opcje walutowe	<1M	1-3M	3-6M	6-12M	>12M
2016	26,7	15,3	15,7	20,9	21,4
2017	25,8	19,4	18,5	19,2	17,1
Transakcje CIRS	<1Y	1-2Y	2-3Y	3-5Y	>5Y
2016	30,8	19,2	15,3	26,6	8,1
2017	22,2	17,7	15,0	21,1	24,0

Uwaga: struktura terminowa według pierwotnych terminów zapadalności; przedziały zapadalności są prawostronnie domknięte.

Źródło: dane NBP pozyskane od banków najbardziej aktywnych na krajowym rynku finansowym.

Operacje z terminem wykonania powyżej trzech miesięcy stanowiły prawie 60% obrotów na krajowym rynku opcji złotego (tabela 5.4.5). W strukturze walutowej nieznacznie spadło znaczenie pary USD/PLN (z 48% w 2016 r. do prawie 44% w 2017 r.), zwiększył się natomiast udział pary EUR/PLN (z 52% do nieco ponad 56%), która zdecydowanie przeważała w obrotach na rynku globalnym (prawie 70%). Przedmiotem handlu na krajowym rynku międzybankowym były przede wszystkim proste opcje europejskie (*plain vanilla*) oraz zbudowane z nich strategie opcyjne. Tylko nieliczne banki krajowe sporadycznie wystawiały i kupowały opcje egzotyczne na kurs złotego, w przeciwieństwie do banków zagranicznych, które często zawierały takie transakcje na rynku *offshore*.

W 2017 r. na krajowym rynku transakcji CIRS złotego odnotowano wyraźny wzrost udziału transakcji o najdłuższych terminach zapadalności (tabela 5.4.5). Operacje z terminem wykonania powyżej pięciu lat stanowiły prawie jedną czwartą obrotów. Jednocześnie wyraźnie spadł udział swapów o najkrótszych terminach zapadalności, tj. do roku włącznie. W strukturze walutowej obrotów największy udział miały pary EUR/PLN (około 64%) oraz CHF/PLN (około 21%). Para walutowa EUR/PLN odpowiadała również za prawie połowę wartości walutowych pozycji brutto banków krajowych z tytułu operacji CIRS złotego na koniec 2017 r. Wynikało to m.in. ze stosowanej przez banki krajowe praktyki pozyskiwania franka szwajcarskiego w transakcjach CIRS przez zawarcie transakcji krzyżowych EUR/PLN oraz EUR/CHF.

Infrastruktura rynku

Banki krajowe zawierały większość transakcji *forward* przez telefon lub z wykorzystaniem elektronicznych systemów konwersacyjnych. Podobnie było w przypadku opcji walutowych i transakcji CIRS. Ponadto klienci niefinansowi banków krajowych, które są aktywne na rynku walutowych instrumentów pochodnych, mieli możliwość realizowania operacji *forward*, jak również nabywania i wystawiania podstawowych opcji walutowych za pośrednictwem elektronicznych platform transakcyjnych.

Krajowe firmy inwestycyjne, w tym banki posiadające w swoich strukturach biura maklerskie, oferowały dostęp do internetowych platform transakcyjnych przeznaczonych dla klientów detalicznych. Mogli oni automatycznie zawierać transakcje terminowe bez fizycznej dostawy walut (*non-deliverable forwards* – NDF, *contracts for differences* – CFD) w celu spekulowania na zmiany kursów walutowych z wykorzystaniem wysokiej dźwigni finansowej. Ze względu na wysokie ryzyko związane z inwestowaniem w te instrumenty finansowe, zarówno krajowe, jak i europejskie organy nadzoru finansowego podejmowały działania mające na celu zwiększenie zakresu ochrony inwestorów indywidualnych. W kwietniu 2017 r. Ministerstwo Finansów przedstawiło (przygotowany na podstawie propozycji UKNF) projekt nowelizacji ustawy o nadzorze nad rynkiem finansowym, zgodnie z którym wzmocnione zostałyby uprawnienia KNF w zakresie przeciwdziałania oferowaniu przez nieuprawnione do tego podmioty dostępu do tego typu platform³⁹⁸. Natomiast w czerwcu 2017 r. ESMA poinformowała o rozpoczęciu przygotowań do interwencji produktowej na rynku instrumentów spekulacyjnych, takich jak m.in. kontrakty CFD oraz opcje binarne³⁹⁹. W ramach wspomnianej interwencji ESMA może wprowadzić czasowe

³⁹⁸ Komunikat dotyczący przygotowywanego przez UKNF projektu nowelizacji ustawy o nadzorze nad rynkiem finansowym, KNF, 6 kwietnia 2017 r., dokument dostępny pod adresem: https://www.knf.gov.pl/o_nas/komunikaty?articleId=50059&p_id=18.

³⁹⁹ Statement on preparatory work of the European Securities and Markets Authority in relation to CFDs, binary options and other speculative products, ESMA, 29 czerwca 2017 r., dokument dostępny pod adresem: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma35-36-885_product_intervention_-_general_statement.pdf.

ograniczenie w obrocie, dystrybucji lub sprzedaży określonych instrumentów finansowych pewnym grupom podmiotów (w szczególności inwestorom detalicznym).

5.4.3. Giełdowe instrumenty pochodne

Finansowe instrumenty pochodne są także przedmiotem obrotu na rynkach regulowanych organizowanych przez grupę kapitałową GPW: Głównym Rynku GPW i Rynku Instrumentów Finansowych TGE⁴⁰⁰. W 2017 r. na pierwszym z tych rynków notowane były: kontrakty *futures* na kursy walut, krajowe obligacje skarbowe i stawki referencyjne WIBOR oraz instrumenty pochodne związane z rynkiem akcji. W obrocie znajdowały się również produkty strukturyzowane, których wartość zależała od cen akcji, obligacji, surowców lub poziomów indeksów giełdowych (m.in. warranty opcyjne i certyfikaty strukturyzowane). Nie są to jednak finansowe instrumenty pochodne *sensu stricto*, a wartość zawartych nimi transakcji była niewielka. Rozliczanie transakcji instrumentami pochodnymi notowanymi na Głównym Rynku GPW oraz prowadzenie systemu zabezpieczania płynności rozliczeń na tym rynku zapewniał kontrahent centralny – KDPW_CCP.

Na Rynku Instrumentów Finansowych TGE oferowano kontrakty *futures* na indeks cen energii TGe24⁴⁰¹, jednak w 2017 r. nie zawarto nimi żadnej transakcji. Pod koniec listopada wstrzymano obrót tymi kontraktami, co miało związek z przygotowaniem TGE do wejścia w życie od 2018 r. przepisów MiFIR⁴⁰². Zgodnie z art. 29 ust. 1 tego rozporządzenia wszystkie transakcje instrumentami pochodnymi zawierane na rynkach regulowanych muszą być rozliczane przez CCP. Tymczasem IRGiT, która do tej pory odpowiadała za rozliczanie transakcji na Rynku Instrumentów Finansowych TGE nie uzyskała w 2017 r. autoryzacji jako CCP zgodnie z rozporządzeniem EMIR. Wznowienie obrotu tymi instrumentami w kolejnych latach będzie uzależnione od uzyskania przez IRGiT statusu CCP lub zawarcia przez TGE umowy o rozliczanie transakcji ze wspomnianego rynku z izbą rozliczeniową, która taki status posiada.

Według danych *Futures Industry Association* (FIA) w 2017 r. na światowych giełdach wolumen obrotów opcjami i kontraktami *futures* wyniósł 25,1 mld kontraktów⁴⁰³, a tym samym nie zmienił się istotnie względem 2016 r. Największym zainteresowaniem cieszyły się instrumenty związane z rynkiem akcji, których udział w wartości transakcji wszystkimi giełdowymi instrumentami

⁴⁰⁰ TGE uzyskała 23 lutego 2015 r. zgodę Ministra Finansów na prowadzenie giełdy instrumentów finansowych, co umożliwiło jej prowadzenie rynku regulowanego w zakresie towarowych instrumentów pochodnych.

⁴⁰¹ W 2017 r. spośród produktów oferowanych na rynkach organizowanych przez TGE jedynie takie kontrakty były instrumentami finansowymi w rozumieniu art. 2 ust. 1 pkt 2 lit. i ustawy o obrocie instrumentami finansowymi (tekst jednolity Dz.U. z 2016 r., poz. 1636 z późn. zm.).

⁴⁰² Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 600/2014 z dnia 15 maja 2014 r. w sprawie rynków instrumentów finansowych oraz zmieniające rozporządzenie (UE) nr 648/2012 (Dz. Urz. UE L173 z 2014 r., s. 84 z późn. zm.).

⁴⁰³ Dane *Futures Industry Association* dostępne na: <https://fia.org/categories/exchange-volume>.

pochodnymi wyniósł 48,7%. Na znaczeniu zyskały instrumenty pochodne stopy procentowej – ich udział wzrósł z 14,0% w 2016 r. do 15,7% w 2017 r.

Transakcje zawarte na GPW stanowiły 0,03% globalnego wolumenu obrotów kontraktami *futures* i opcjami, co dało jej 43. miejsce na świecie w opracowanym przez FIA zestawieniu największych pod względem tego wolumenu giełd. W 2017 r. na krajowym rynku instrumentów pochodnych zmniejszył się on w porównaniu z 2016 r. o 8,9%, do 7,2 mln kontraktów, przy jednoczesnym wzroście wartości transakcji o 13,5%, do 221,6 mld zł. Takie odmienne tendencje wynikały przede wszystkim z istotnego wzrostu kwoty nominalnej najpopularniejszych kontraktów notowanych na Głównym Rynku GPW – *futures* na indeks WIG20. Kwota ta była jednak nadal wyraźnie niższa niż w przypadku instrumentów pochodnych na inne główne indeksy akcji giełd europejskich. Na koniec 2017 r. dla kontraktów na indeks WIG20 wynosiła ona 49 080 zł, co odpowiadało 11 767 euro, podczas gdy, przykładowo, dla kontraktów na indeksy DJ EURO STOXX 50, IBEX35, i DAX wynosiła, odpowiednio, 34 930 euro, 100 208 euro i 322 750 euro. Mimo tego, pod względem wolumenu obrotów, kontrakty *futures* na indeks WIG20 zajmowały odległą pozycję wśród kontraktów terminowych na indeksy akcji oferowanych przez giełdy europejskie (tabela 5.4.6).

Tabela 5.4.6. Wolumen obrotów kontraktami terminowymi na wybrane indeksy giełdowe w Europie w latach 2014-2017 (w mln kontraktów)

Indeks bazowy	Giełda	2014	2015	2016	2017
DJ EURO STOXX 50	Eurex	293,8	341,8	374,5	282,1
FTSE100	ICE Europe	b.d.	29,6	42,8	40,1
OMX Stockholm 30	Nasdaq OMX	32,9	39,9	42,4	38,8
CAC40	Euronext	36,7	35,7	33,8	32,5
DAX	Eurex	29,7	30,0	27,3	21,5
SMI	Eurex	9,1	11,6	12,7	11,1
MIB30	IDEM	8,5	9,6	10,6	8,8
AEX	Euronext	9,5	10,7	10,0	7,2
IBEX35	MEFF	6,9	7,4	6,8	6,3
WIG20	GPW	6,0	4,4	4,7	4,2

Uwaga: dla kontraktów terminowych na indeksy FTSE100, OMX Stockholm 30 i MIB30, z uwagi na brak danych, jako przybliżenie wolumenu obrotów tymi kontraktami wskazano wolumen obrotów wszystkimi kontraktami na indeksy akcji notowane na danej giełdzie.

Źródło: FESE, Eurex, NYSE Euronext, GPW, Borsa Italiana, IDEM, MEFF, Nasdaq OMX.

5.4.3.1. Instrumenty pochodne związane z rynkiem akcji

GPW oferowała kontrakty *futures* na indeksy WIG20 i mWIG40 oraz opcje europejskie na indeks WIG20. Ponadto GPW organizowała obrót kontraktami *futures* na akcje 35 spółek notowanych na Głównym Rynku. W 2017 r. wolumen obrotów instrumentami pochodnymi związanymi z rynkiem akcji spadł w porównaniu z 2016 r. o 7,8%, a średnia dzienna wartość transakcji zwiększyła się o 15,5% (tabela 5.4.7).

Wielkość rynku

Najbardziej płynnym instrumentem pochodnym notowanym na GPW pozostawały kontrakty *futures* na indeks WIG20. Ich udział w wartości obrotów na rynku terminowym akcji wyniósł 89,9%. Płynność rynku kontraktów *futures* na WIG20 jest głównym czynnikiem oddziałującym na jego rozwój. Im węższe są spready w kwotowaniach tych kontraktów oraz im większe są wartości oczekujących zleceń, tym mniejszy jest pośredni koszt zawierania transakcji. To z kolei przyczynia się do napływu nowych inwestorów lub zwiększania aktywności przez dotychczasowych uczestników rynku kontraktów *futures* na WIG20.

W 2017 r. wartość średnich dziennych obrotów na rynku tych kontraktów wzrosła o 14,6% (tabela 5.4.7), ale wpływ na to miał przede wszystkim przeciętnie wyższy poziom indeksu bazowego. Wolumen transakcji wspomnianymi kontraktami spadł o 10,8% do najniższego poziomu od 2004 r., co należy wiązać m.in. z ograniczaniem transakcji przeprowadzanych na rachunek własny przez animatorów rynku. Na koniec 2017 r. taki status w odniesieniu do kontraktów *futures* na indeks WIG20 posiadało 11 członków giełdy, czyli o jeden podmiot mniej niż rok wcześniej. Podobnie jak w poprzednich latach inwestorzy zawierali transakcje głównie w segmencie kontraktów *futures* o najkrótszym terminie zapadalności.

Tabela 5.4.7. Wielkość rynku instrumentów pochodnych GPW związanych z rynkiem akcji w latach 2016-2017

	2016			2017		
	wartość obrotów (w tys. zł) ¹	roczny wolumen obrotów	liczba otwartych pozycji ²	wartość obrotów (w tys. zł) ¹	roczny wolumen obrotów	liczba otwartych pozycji ²
<i>Futures</i> na WIG20	676 083	4 681 125	71 560	777 959	4 176 172	57 871
<i>Futures</i> na mWIG40	16 304	80 803	1 675	14 427	75 652	2 396
<i>Futures</i> na akcje spółek	33 136	1 537 581	21 252	44 976	1 651 089	19 958
Opcje na WIG20	27 223	377 232	23 196	28 288	253 954	17 621
Ogółem	752 746	6 676 741	117 683	865 650	6 156 867	97 846

¹ Średnia dzienna wartość obrotów liczona według kursu zamknięcia instrumentu bazowego, obejmująca transakcje sesyjne i pakietowe.

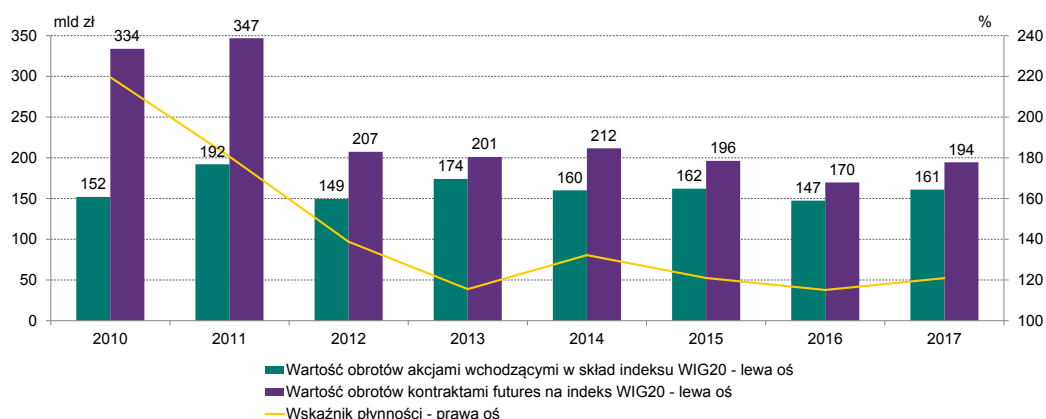
² Liczba otwartych pozycji na koniec roku.

Źródło: GPW.

Wzrost wartości obrotów kontraktami *futures* na indeks WIG20 był zbieżny co do skali z tendencjami obserwowanymi na rynku akcji wchodzących w skład tego indeksu. W rezultacie wskaźnik płynności dla tych instrumentów pochodnych (120,9%) pozostał blisko wieloletniego minimum (wykres 5.4.10). Kontrakty *futures* na indeks WIG20 nadal były bardziej płynne niż wspomniane akcje. Spread *bid-ask* w kwotowaniach kontraktów *futures* na WIG20 z serii o najbliższym terminie wygaśnięcia najczęściej wynosił 1-2 pkt indeksowe, co przy średnim poziomie tego indeksu w 2017 r. oznaczało 4-8 pkt bazowych. Dla porównania w przypadku akcji spółek wchodzących w skład indeksu WIG20 było to przeciętnie 11 pkt bazowych.

Okresowo wyższe obroty kontraktami *futures* na indeks WIG20 odnotowano w marcu, maju, czerwcu, wrześniu, czyli głównie w miesiącach wygasania ich kolejnych serii. W II połowie 2017 r. inwestorzy wykazywali dużo mniejszą aktywność, co wynikało z przeciętnie węższego zakresu dziennych wahań indeksu WIG20 oraz jego niższej zmienności (wykres 5.4.11). Dla inwestorów o nastawieniu spekulacyjnym zmienność kwotowań na rynku kontraktów *futures* w dużym stopniu determinuje bowiem ich atrakcyjność.

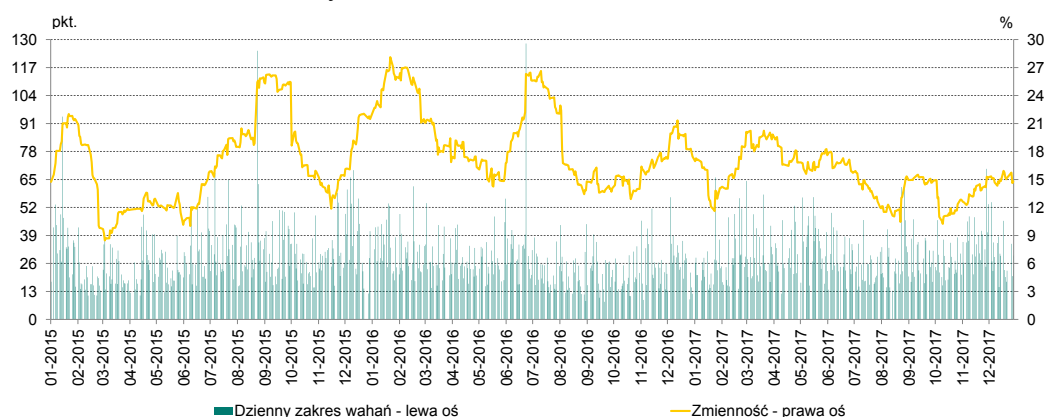
Wykres 5.4.10. Obroty kontraktami *futures* na indeks WIG20 i akcjami wchodzącymi w skład tego indeksu w latach 2010-2017



Uwaga: wskaźnik płynności liczony jest jako relacja obrotów kontraktami *futures* na indeks WIG20 do obrotów akcjami wchodzącymi w skład tego indeksu.

Źródło: GPW.

Wykres 5.4.11. Zmienność historyczna i zakres wahań indeksu WIG20 w latach 2015-2017



Uwaga: annualizowana zmienność 30-dniowa.

Źródło: Bloomberg.

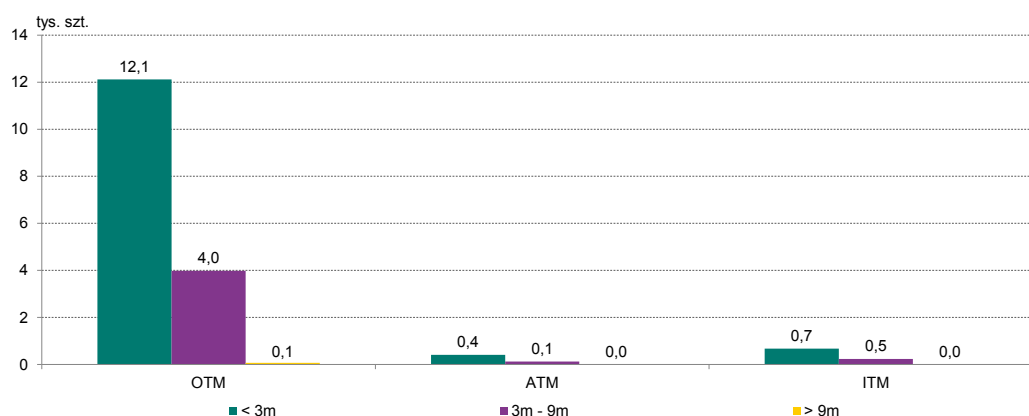
Obroty na rynku kontraktów *futures* na indeks mWIG40 zmniejszyły się w 2017 r. Przyczynił się do tego przede wszystkim spadek zmienności indeksu bazowego. Na rynku wspomnianych

kontraktów funkcjonowało dwóch animatorów, jednak ich aktywność nie zrównoważyła spadku zainteresowania tymi instrumentami wśród inwestorów.

Na koniec 2017 r. w obrocie na GPW znajdowało się 105 serii kontraktów *futures* na akcje 35 spółek, w tym 19 z indeksu WIG20. Płynność tych instrumentów poprawiła się – wzrósł zarówno wolumen, jak i wartości transakcji (tabela 5.4.7). Czynnikiem, który mógł przyciągać niektórych inwestorów indywidualnych o nastawieniu spekulacyjnym na rynek kontraktów *futures* na akcje, była większa zmienność kwotowań tych instrumentów w porównaniu z kontraktami *futures* na indeks WIG20. Ponadto niska wartość nominalna niektórych z kontraktów *futures* na akcje przekładała się na niewielkie, w wartościach absolutnych, wymagane depozyty zabezpieczające, a tym samym szersze grono potencjalnych inwestorów indywidualnych. Uczestnicy rynku koncentrowali swoją aktywność na niewielkiej liczbie instrumentów, o czym świadczą wskaźniki CR3 i CR5, które w 2017 r. wyniosły, odpowiednio, 65% i 77%. Najczęściej były to kontrakty *futures* na akcje największych spółek z GPW.

Niższa niż w 2016 r. zmienność indeksu WIG20 (wykres 5.4.11) przyczyniła się do spadku wolumenu transakcji opcjami na ten indeks (tabela 5.4.7). Wartość obrotów tymi instrumentami wyraźnie wzrosła, ale wynikało to głównie z przeciętnie wyższych poziomów indeksu bazowego. Na koniec 2017 r. w obrocie znajdowało się aż 218 serii opcji na indeks WIG20. Płynność rynku, podobnie jak w poprzednich latach, była najwyższa w przypadku serii opcji o krótkim terminie wygaśnięcia i jednocześnie niskim prawdopodobieństwie wykonania (*out-of-the-money*), co było związane z ich niższą ceną. Zainteresowanie inwestorów pozostałymi seriami opcji na indeks WIG20, odzwierciedlone np. w liczbie otwartych pozycji, było niewielkie (wykres 5.4.12). W arkuszach zleceń tych serii opcji znajdowało się niewiele ofert kupna lub sprzedaży, co powodowało, że kwotowane spready *bid-ask* pozostawały szerokie.

Wykres 5.4.12. Struktura opcji notowanych na GPW według liczby otwartych pozycji na koniec 2017 r.

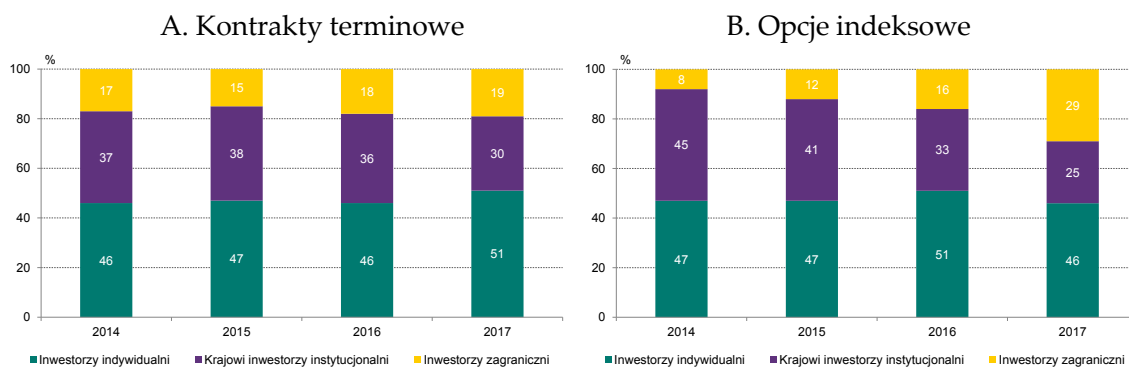


Źródło: GPW.

Uczestnicy rynku

Głównymi uczestnikami rynku kontraktów terminowych związanych z rynkiem akcji GPW byli inwestorzy indywidualni (wykres 5.4.13)⁴⁰⁴. Wśród inwestorów instytucjonalnych około 62% obrotów generowali animatorzy rynku. Znaczną aktywność wykazywały także fundusze inwestycyjne – ich operacje stanowiły około 19% wartości transakcji kontraktami *futures* zawartych przez krajowych inwestorów instytucjonalnych. Współorganizowany przez GPW i KDPW_CCP od lipca 2015 r. program wspierania płynności przeznaczony dla tej grupy inwestorów – *high volume funds* (HVF) nie przełożył się na istotny wzrost ich aktywności na rynku kontraktów terminowych związanych z rynkiem akcji GPW. Podmioty zagraniczne miały najmniejszy udział w obrotach na tym rynku, niemniej w 2017 r. wzrósł on do najwyższego poziomu w historii rynku terminowego GPW.

Wykres 5.4.13. Struktura inwestorów na rynku instrumentów pochodnych na GPW w latach 2014-2017, według wolumenu obrotów



Źródło: GPW.

Na rynku opcji indeksowych transakcje inwestorów indywidualnych stanowiły blisko połowę wolumenu obrotów. Udział krajowych inwestorów instytucjonalnych w tym wolumenie spadł z 33% do 25%. Wynikało to z istotnie mniejszej niż w latach poprzednich aktywności animatorów rynku, którzy wciąż odpowiadali za prawie wszystkie transakcje tej grupy inwestorów.

Wspomniane zmiany w strukturze uczestników rynku instrumentów pochodnych na GPW wskazują, że inwestorzy zagraniczni zwiększają swój udział głównie kosztem krajowych inwestorów instytucjonalnych. W pewnym stopniu może to wynikać z formuły współorganizowanego przez GPW i KDPW_CCP od listopada 2013 r. programu wspierania płynności – *high volume provider* (HVP). Polega on na pobieraniu przez wspomniane instytucje infrastruktury rynku preferencyjnych opłat, odpowiednio, transakcyjnych i potransakcyjnych od

⁴⁰⁴ Dane na temat udziałów inwestorów w obrotach kontraktami terminowymi na GPW obejmują również walutowe kontrakty *futures* oraz kontrakty terminowe na stawki referencyjne WIBOR i krajowe obligacje skarbowe. Ze względu na istotnie niższy udział tych instrumentów w wolumenie obrotów prezentowane dane dobrze odzwierciedlają strukturę uczestników rynku kontraktów terminowych związanych z rynkiem akcji, a więc przede wszystkim rynku kontraktów *futures* na WIG20 i akcje spółek.

tych podmiotów, które zawierają transakcje o dużej wartości, a ich głównym obszarem działalności jest inwestowanie wyłącznie na rachunek własny. Z programów tych w największym stopniu korzystają podmioty wykorzystujące technikę handlu algorytmicznego, czyli przede wszystkim zdalni członkowie giełdy lub obsługiwani przez nich inni inwestorzy zagraniczni.

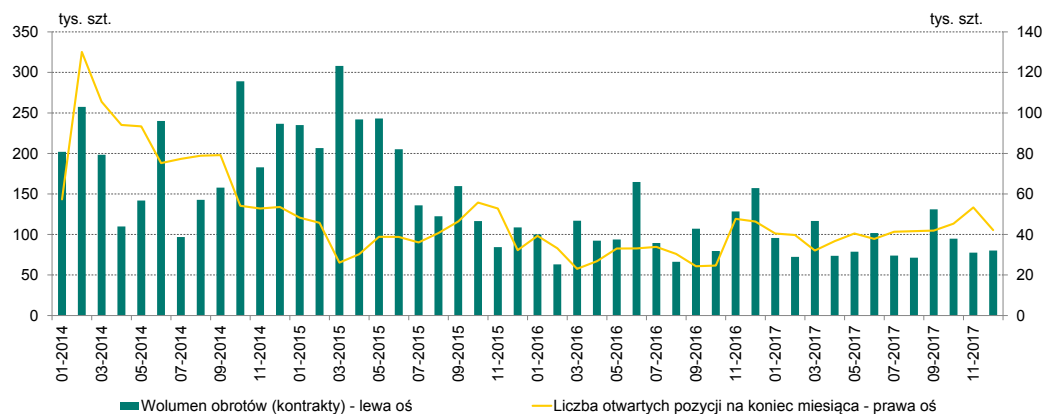
5.4.3.2. Walutowe instrumenty pochodne

W 2017 r. w obrocie na GPW znajdowały się walutowe kontrakty *futures* na kursy USD/PLN, EUR/PLN, CHF/PLN oraz GBP/PLN. Wszystkie były kontraktami bez fizycznej dostawy walut obcych.

Wielkość rynku

Wolumen obrotów walutowymi kontraktami *futures* notowanymi na GPW spadł w 2017 r. do 1,1 mln kontraktów (wykres 5.4.14) i był o 15,2% niższy niż w 2016 r. Wspomnianej zmianie wolumenu towarzyszył jeszcze większy spadek wartości transakcji – o 19,1%. Głównym powodem wycofywania się inwestorów, w szczególności indywidualnych, z rynku tych instrumentów mogła być konkurencja ze strony internetowych platform transakcyjnych (tzw. platform *forex*) oferowanych przez domy maklerskie i banki.

Wykres 5.4.14. Walutowe kontrakty *futures* na GPW w latach 2014-2017



Źródło: GPW.

W strukturze obrotów, kolejny rok z rzędu, dominowały transakcje USD/PLN, które odpowiadały za 79,6% wartości wszystkich transakcji walutowymi kontraktami *futures*. Było to związane m.in. z wyższą zmiennością kursu USD/PLN niż kursu EUR/PLN. Średnia wartość pojedynczej transakcji walutowymi kontraktami *futures* wyniosła 7,5 tys. jednostek waluty bazowej.

Uczestnicy rynku

Głównymi uczestnikami rynku walutowych kontraktów *futures* byli inwestorzy indywidualni o nastawieniu spekulacyjnym, prawdopodobnie dysponujący mniejszymi środkami finansowymi

niż inwestorzy korzystający z internetowych platform transakcyjnych. Rynek organizowany przez GPW oferował mniejsze wartości pojedynczego kontraktu – 1 tys. jednostek waluty bazowej, w porównaniu z 10 tys. jednostek waluty bazowej na wspomnianych platformach. Ze względu na wymogi rynku regulowanego oraz rozliczanie transakcji w KDPW_CCP, obrót kontraktami na GPW cechowała większa przejrzystość oraz bezpieczeństwo. Inwestorzy indywidualni, którzy na terminowym rynku walutowym chcieli dokonywać operacji spekulacyjnych na dużą skalę, mogli preferować zawieranie transakcji za pośrednictwem internetowych platform transakcyjnych, z uwagi na węższe spready *bid-ask* w kwotowaniach kursów oraz większą liczbę dostępnych instrumentów.

Małe zainteresowanie przedsiębiorstw zabezpieczaniem się przed ryzykiem walutowym z wykorzystaniem instrumentów pochodnych notowanych na GPW wynikało przede wszystkim z konkurencyjnej oferty rynku OTC, w tym elektronicznych platform transakcyjnych organizowanych przez banki. Przedsiębiorstwa wybierały ofertę tych instytucji finansowych, ponieważ pozwalała ona na dokładne dopasowanie kwoty oraz terminów zapadalności transakcji zabezpieczających do wartości i terminów otrzymania pochodzących z operacji handlowych należności (spłaty zobowiązań) w walutach obcych.

5.4.3.3. Instrumenty pochodne stopy procentowej

Aktywność inwestorów na rynku kontraktów *futures* na obligacje skarbowe oraz na stawki referencyjne WIBOR pozostawała bardzo mała. W 2017 r. zawarto, odpowiednio, 187 i 23 transakcje tymi instrumentami o wartościach 814,2 mln zł i 203,6 mln zł. Ograniczone zainteresowanie banków wspomnianymi kontraktami wynikało przede wszystkim z braku bodźców ekonomicznych do przenoszenia swojej aktywności na rynek regulowany. Rynek OTC oferuje bowiem instrumenty pochodne pozwalające na bardziej elastyczne zabezpieczanie się przed ryzykiem zmiany stóp procentowych lub jego podejmowanie, a obecność banków zagranicznych na tym rynku przekłada się na jego większą płynność w porównaniu z obrotem zorganizowanym. Zainteresowaniu inwestorów giełdowymi instrumentami pochodnymi stopy procentowej nie sprzyjały również słabe i jednorodne oczekiwania na zmiany stóp procentowych krajowego rynku pieniężnego, w tym stawek referencyjnych WIBOR.

W najbliższych latach nie należy spodziewać się istotnego wzrostu znaczenia GPW na krajowym rynku instrumentów pochodnych stopy procentowej. Wobec żadnej klasy tych instrumentów nominowanych w złotym nie wprowadzono bowiem obowiązku zawierania transakcji w systemach obrotu (rynki regulowane, ASO, OTF)⁴⁰⁵. Zgodnie z regulacją MiFIR, oprócz

⁴⁰⁵ W rozporządzeniu delegowanym Komisji (UE) nr 2017/2417 z dnia 17 listopada 2017 r. uzupełniającym rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 600/2014 w sprawie rynków instrumentów

wprowadzenia wymogu rozliczania transakcji tymi instrumentami w CCP zlokalizowanymi w UE lub w uznanych przez ESMA CCP z krajów trzecich, warunkami nałożenia takiego obowiązku są: notowanie ich w co najmniej jednym systemie obrotu na terenie UE oraz uznanie ich przez KE za wystarczająco płynne⁴⁰⁶. Wydaje się, że w kontekście zapowiedzianego opuszczenia UE przez Wielką Brytanię spełnienie ostatniego kryterium może być w przyszłości jeszcze trudniejsze niż obecnie. Zdecydowana większość transakcji instrumentami pochodnymi OTC nominowanymi w złotym zawierana jest bowiem przez banki londyńskie. Te spośród wspomnianych kontraktów, które podlegają wymogowi centralnego rozliczania, najczęściej kierowane są do CCP zlokalizowanych również w Londynie. W zależności od porozumienia dotyczącego wyjścia Wielkiej Brytanii z UE, rozliczanie transakcji w tych izbach może nie być uznawane za wypełnianie wspomnianego wymogu. W takim wypadku mogłaby nastąpić fragmentacja rynku nominowanych w złotych instrumentów pochodnych stopy procentowej, a w rezultacie spadek obrotów na tym rynku. Ponadto jeśli przy ocenie jego płynności uwzględniane byłyby, tak jak do tej pory, wyłącznie transakcje, w których przynajmniej jednym z kontrahentów jest podmiot z UE, to tak rozumiana płynność byłaby duża niższa niż obecnie.

finansowych w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych dotyczących obowiązku obrotu w stosunku do określonych instrumentów pochodnych (Dz. Urz. UE L343 z 2017 r., s. 48) wśród instrumentów pochodnych stopy procentowej jako objęte takim obowiązkiem wskazano niektóre kontrakty IRS nominowane w USD, EUR i GBP.

⁴⁰⁶ Rozporządzenie delegowane Komisji (UE) nr 2016/2020 z dnia 26 maja 2016 r. uzupełniające rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 600/2014 w sprawie rynków instrumentów finansowych w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych dotyczących kryteriów służących do ustalania czy instrumenty pochodne podlegające obowiązkowi rozliczania powinny podlegać obowiązkowi obrotu (Dz. Urz. UE L313 z 2016 r., s. 2).

Podsumowanie

Relacja aktywów krajowego systemu finansowego do PKB na koniec 2017 r. wyniosła 124,4% i nieznacznie się obniżyła w porównaniu z rokiem 2016, ze względu na szybszy wzrost PKB. System finansowy w Polsce, w tym sektor bankowy, w stosunku do sfery realnej gospodarki i w porównaniu z rozwiniętymi gospodarczo krajami, nie jest nadmiernie rozwinięty. Osiągane wskaźniki pozwalają klasyfikować Polskę do krajów o średnim poziomie rozwoju systemu finansowego, w których system finansowy pozytywnie wpływa na wzrost gospodarczy. Występują w nim wszystkie, charakterystyczne dla dobrze rozwiniętych gospodarek rynkowych, rodzaje instytucji finansowych i rynków finansowych oraz instytucje tworzące jego infrastrukturę. Poziom rozwoju poszczególnych segmentów systemu finansowego jest jednak zróżnicowany. Zdecydowanie lepiej są rozwinięte instytucje finansowe, w tym sektor bankowy. Natomiast relatywnie słabiej, w porównaniu z innymi krajami, są rozwinięte rynki finansowe. Wskazuje to na możliwości i kierunki zrównoważonego rozwoju systemu finansowego, wspierającego stabilny wzrost gospodarczy. Rozwój ten powinien zachować umiarkowane tempo i zachodzić wraz ze zwiększaniem znaczenia rynków finansowych.

Przedstawione w opracowaniu analizy poszczególnych segmentów systemu finansowego w Polsce, zmian w jego regulacjach i infrastrukturze pozwalają na sformułowanie następujących wniosków i sugestii dotyczących rozwoju krajowych instytucji i rynków finansowych.

Instytucje finansowe

- Sektor bankowy w Polsce, podobnie jak w innych krajach regionu, był największą częścią systemu finansowego. W 2017 r. sektor rozwijał się w umiarkowanym, nieco niższym niż gospodarka, tempie stąd relacja aktywów banków do PKB zmniejszyła się nieznacznie (na koniec roku wyniosła ok. 89%).
- W minionym roku nastąpiły istotne zmiany własnościowe w sektorze bankowym. Transakcja sprzedaży dużego podmiotu kontrolowanego przez inwestora zagranicznego zwiększyła udział w aktywach sektora banków kontrolowanych (pośrednio lub bezpośrednio) przez Skarb Państwa. W rezultacie, po raz pierwszy od 1999 r., wartość aktywów banków z przewagą kapitału krajowego była wyższa niż banków z przewagą kapitału zagranicznego.
- W 2017 r. zmiany w strukturze bilansu banków były nieznaczne i dotyczyły głównie nieco wyższego przyrostu aktywów o najwyższych stopach zwrotu, tj. kredytów konsumpcyjnych. Największą pozycję aktywów banków stanowiły, podobnie jak w minionych latach, kredyty – w tym szczególnie kredyty mieszkaniowe dla gospodarstw domowych. Dominującym zaś źródłem finansowania działalności banków krajowych były depozyty sektora niefinansowego. W warunkach przedłużającego się okresu niskich stóp procentowych relatywnie większa atrakcyjność inwestycji na rynku nieruchomości i na rynku kapitałowym spowodowała jednak, że przyrost depozytów był nominalnie ponad dwa razy niższy niż średnio w poprzednich

trzech latach. W strukturze pasywów banków zmniejszało się nadal znaczenie zobowiązań wobec podmiotów zagranicznych, co wynikało ze stopniowej amortyzacji portfeli walutowych kredytów mieszkaniowych i mniejszego zapotrzebowania na finansowanie w walutach obcych.

- Banki w Polsce prowadziły działalność z wykorzystaniem niskiej dźwigni finansowej. Choć współczynniki kapitałowe utrzymywały się na zbliżonym poziomie jak średnie w UE, to konserwatywne metody szacowania wymogów kapitałowych (skutkujące wysokimi udziałami RWA w aktywach) powodowały, że rzeczywista odporność banków na szoki była wyższa. Wzrost kapitałów banków następował głównie z zatrzymanych zysków. Mimo kontynuacji spadkowego trendu zyskowności, średni zwrot z aktywów banków w 2017 r. był nadal wyższy niż w UE.
- Wskazane wyżej tendencje kształtowane były przez banki komercyjne, które odpowiadały za ponad 90% aktywów sektora bankowego. Dużo mniejsze znaczenie miały oddziały instytucji kredytowych oraz banki spółdzielcze. Te ostatnie stanowiły liczną i rozdrobnioną grupę podmiotów. Mimo zadowalającej bieżącej sytuacji sektora banków spółdzielczych, można zidentyfikować pewne niekorzystne tendencje, które wskazują na potrzebę zmiany modelu organizacyjno-biznesowego sektora. Rozpoczęcie działalności systemów ochrony instytucjonalnej w 2016 r. powinno sprzyjać wzrostowi bezpieczeństwa sektora banków spółdzielczych i stymulować zmiany biznesowe.
- W sektorze spółdzielczych kas oszczędnościowo-kredytowych, tak jak w latach poprzednich, kontynuowane były procesy restrukturyzacyjne. W 2017 r. liczba kas zmniejszyła się o 6 podmiotów i na koniec roku działalność prowadziły 34 kasy, których aktywa wyniosły 10,2 mld zł. Wraz ze spadającą liczbą kas wzrósł stopień koncentracji sektora. Dominującą pozycją aktywów pozostawały należności z tytułu kredytów i pożyczek udzielonych członkom. Jakość portfela kredytowego poprawiła się, jednak była znacząco niższa niż w sektorze bankowym. Sytuacja płynnościowa kas pozostawała stabilna. Głównym źródłem finansowania działalności sektora były depozyty członków kas, których wartość w grupie kas kontynuujących działalność nie uległa zasadniczej zmianie.
- W 2017 r. sektor SKOK wypracował 40 mln zł zysku netto. Korzystny wpływ na wynik miała sprzedaż wierzytelności przeterminowanych i rozwiązanie odpisów na należności zagrożone. Negatywnie na osiągnięte wyniki wpływały wysokie koszty działania (zwłaszcza opłaty z tytułu usług obcych). Sytuacja kapitałowa kas była zróżnicowana, a dominujący wpływ na kształtowanie się współczynnika wypłacalności sektora miały największe kasy. Na koniec 2017 r. fundusze własne kas wynosiły 213 mln zł, a współczynnik wypłacalności 2,4%. Z 34 działających kas 28 wykazało współczynnik wypłacalności na poziomie przekraczającym ustawowe minimum 5%, jednak aktywa tych kas stanowiły jedynie 16,7% aktywów sektora.
- W 2017 r. wartość aktywów netto funduszy inwestycyjnych wzrosła szósty rok z rzędu i na koniec grudnia wyniosła 302,8 mld zł. Saldo wpłat i wypłat środków było dodatnie. Najwięcej środków w ujęciu netto wpłaciły do funduszy gospodarstwa domowe, które wciąż przeważały wśród posiadaczy tytułów. W 2017 r. liczba funduszy inwestycyjnych działających w Polsce spadła po raz pierwszy w historii funkcjonowania sektora. Było to związane z wprowadzonymi

w 2016 r. zmianami przepisów podatkowych dotyczących tych podmiotów, a także wydanym przez Ministerstwo Finansów w maju 2017 r. ostrzeżeniem przed wykorzystaniem funduszy zamkniętych do optymalizacji podatkowej. Fundusze tego rodzaju nadal dominowały w krajowym sektorze, zarówno pod względem liczby podmiotów, jak i pod względem zgromadzonych środków. Wśród lokat funduszy inwestycyjnych największe znaczenie miały dłużne papiery wartościowe.

- Na koniec grudnia 2017 r. w rejestrze zarządzających alternatywnymi spółkami inwestycyjnymi były wpisane cztery przedsiębiorstwa, a liczba zarządzanych przez nie ASI wynosiła siedem. Żaden podmiot nie uzyskał zezwolenia KNF na prowadzenie działalności w charakterze zarządzającego ASI⁴⁰⁷. Należy spodziewać się, że w 2018 r. liczba zarejestrowanych zarządzających istotnie się zwiększy. Wydaje się, że sektor ASI w Polsce będą tworzyły w głównej mierze podmioty związane ze środowiskiem *private equity*. Wartość inwestycji przeprowadzonych w 2017 r. przez podmioty sektora *private equity* na krajowym rynku wyniosła około 10,6 mld zł, tj. ponaddwukrotnie więcej niż rok wcześniej. Wzrost ten był jednak w głównej mierze wynikiem dwóch dużych transakcji. W ich rezultacie relacja przeprowadzonych inwestycji *private equity* do PKB w Polsce zwiększyła się z 0,2% w 2016 r. do 0,5% w 2017 r.
- Na koniec 2017 r. wartość aktywów netto otwartych funduszy emerytalnych była o 17% wyższa niż rok wcześniej i wyniosła 179,5 mld zł. Fundusze odnotowały ujemne saldo przepływów z ZUS. Wartość przelewów realizowanych w ramach suwaka bezpieczeństwa zwiększyła się, głównie ze względu na obniżenie powszechnego wieku emerytalnego. Zmiana wieku emerytalnego była również przyczyną spadku liczby członków OFE. W 2017 r. w sektorze nastąpiło jedno przejęcie, w związku z czym liczba funkcjonujących funduszy zmniejszyła się do 11. W strukturze lokat funduszy nadal dominowały krajowe instrumenty udziałowe, a ich portfel akcyjny w dużej mierze odwzorowywał strukturę indeksu WIG. Wynik finansowy OFE był ponaddwukrotnie wyższy niż w 2016 r., a ich średnia roczna ważona stopa zwrotu – najwyższa w historii (18,7%). Poprawiły się również wyniki finansowe i rentowność kapitału własnego powszechnych towarzystw emerytalnych.
- Liczba osób posiadających dodatkowe oszczędności emerytalne zwiększyła się, jednak wciąż pozostawała na niskim poziomie. Na koniec 2017 r. wartość środków zgromadzonych w dobrowolnej części systemu emerytalnego była o ponad 16% wyższa niż rok wcześniej i wyniosła 22,3 mld zł. Najwięcej kapitału zgromadzono w pracowniczych programach emerytalnych – 12,6 mld zł. Na indywidualnych kontach emerytalnych ulokowano prawie 8 mld zł, a na indywidualnych kontach zabezpieczenia emerytalnego – 1,7 mld zł.
- W 2017 r. wzrosła wartość składki przypisanej brutto zebranej przez krajowe zakłady ubezpieczeń, jak i wartość aktywów sektora ubezpieczeń. Przyrost składki był spowodowany głównie większym napływem środków do ubezpieczeniowych funduszy kapitałowych oraz

⁴⁰⁷ Zgodnie z obowiązującymi przepisami tylko takie podmioty zarządzające mogą działać transgranicznie.

ubezpieczeń komunikacyjnych. Jednocześnie zwiększyła się wartość wypłaconych odszkodowań w tych liniach biznesowych.

- Wynik techniczny i finansowy sektora ubezpieczeń w 2017 r. zwiększyły się – nieznacznie w ubezpieczeniach na życie, istotnie w ubezpieczeniach majątkowych. Krajowy sektor ubezpieczeń wykazywał duże nadwyżki środków własnych ponad wymogi kapitałowe wynikające z dyrektywy Wyłącalność II. Pokrycie parametrów wypłacalności działu I było ponad trzy-, a działu II ponad dwukrotnie wyższe niż wymogi kapitałowe.
- Krajowe przedsiębiorstwa preferują model finansowania działalności opierający się na wykorzystaniu środków własnych. Spośród zewnętrznych pozabankowych źródeł finansowania firm największą rolę odgrywał leasing. W 2017 r. przedsiębiorcy zwiększyli wartość zawartych umów leasingu z 49,2 mld zł w 2016 r. do 56,0 mld zł. Tę formę finansowania chętnie wybierały zwłaszcza mikro- i małe przedsiębiorstwa. Jak wynika z badań Komisji Europejskiej, odsetek małych i średnich przedsiębiorstw korzystających z leasingu w Polsce jest jednym z najwyższych w UE. Z tytułu emisji na krajowym rynku obligacji długoterminowych przedsiębiorstwa pozyskały 21,8 mld zł. Wartość nowych emisji akcji na rynkach organizowanych przez GPW (Główny Rynek i NewConnect) wyniosła 3,3 mld zł. Były to kwoty podobne do uzyskanych w roku 2016.
- W 2017 r. przedsiębiorstwa najchętniej korzystały z faktoringu bez regresu, co świadczyło o tym, że oprócz zapewnienia szybkiej realizacji płatności za sprzedane towary, potrzebowały one zabezpieczenia przed ryzykiem braku zapłaty przez kontrahentów. Wartość wszystkich wierzytelności wykupionych w analizowanym okresie przez krajowych faktorów wzrosła o 17%, osiągając 222,5 mld zł. Zmiana preferencji przedsiębiorstw w kierunku bardziej zaawansowanych rozwiązań faktoringowych świadczy o rosnącej świadomości polskich przedsiębiorców na temat tej usługi finansowej, a także o wchodzeniu polskiego rynku faktoringu w dojrzałą fazę rozwoju.
- Według danych GUS łączna wartość kredytów i pożyczek udzielonych w 2017 r. przez firmy pożyczkowe oraz we współpracy z pośrednikami kredytowymi wyniosła 45,9 mld zł. Na wartość tę złożyły się kredyty i pożyczki udzielone osobom fizycznym w kwocie 38,8 mld zł oraz przedsiębiorstwom – 7,1 mld zł. Wprowadzenie w 2017 r. obowiązku rejestracji firm pożyczkowych oraz pośredników kredytowych przyczynia się do zwiększenia przejrzystości rynku pożyczek niebankowych i bezpieczeństwa konsumentów, jednak brak wymogu regularnej sprawozdawczości uniemożliwia monitorowanie działalności firm pożyczkowych.
- Krajowe podmioty maklerskie prowadzą działalność przede wszystkim na rynkach regulowanych i ASO organizowanych przez GPW i BondSpot. W 2017 r. warunki do prowadzenia tej działalności poprawiły się, jednak świadczenie podstawowych usług inwestycyjnych, polegających głównie na oferowaniu instrumentów finansowych oraz przyjmowaniu, przekazywaniu i wykonywaniu zleceń ich nabycia lub sprzedaży, pozostawało nierentowne. Skłaniało to niektóre podmioty do większego zaangażowania w operacje instrumentami finansowymi na rachunek własny, w tym zawierania transakcji inicjowanych przez klientów za pośrednictwem internetowych platform transakcyjnych (tzw. platform *forex*).

Przygotowanie się do wejścia w życie z początkiem 2018 r. przepisów regulacji MiFID II/MiFIR wymagało od firm inwestycyjnych określonych dostosowań, przede wszystkim w zakresie procedur związanych z obsługą klientów detalicznych oraz z tworzeniem dedykowanych im produktów finansowych.

Rynki finansowe i ich infrastruktura

- W 2017 r. płynność krajowego rynku międzybankowych transakcji o charakterze lokacyjnym nieznacznie zwiększyła się w porównaniu z 2016 r. Podobnie jak w poprzednim roku dominowały transakcje O/N, które stanowiły ponad 90% obrotów. Niezabezpieczone lokaty międzybankowe wciąż pełniły ważną funkcję w zarządzaniu płynnością w bankach krajowych, szczególnie przez mniejsze podmioty.
- Podobnie jak w poprzednich latach płynność krajowego rynku niezabezpieczonych lokat międzybankowych koncentrowała się w segmencie transakcji O/N. Wpływ na to miały przede wszystkim obowiązujące banki normy płynnościowe, niewielka skłonność do lokowania nadwyżek płynności w innych bankach, utrzymywanie niskich limitów na ryzyko kredytowe kontrahenta oraz konstrukcja podatku od niektórych instytucji finansowych. Zmalała aktywność banków uczestniczących w fixingu stawki POLONIA, a ich liczba spadła do 21. Liczba uczestników fixingu stawek referencyjnych WIBID/WIBOR nie zmieniła się.
- W 2017 r. prowadzono działania mające na celu wzmocnienie jakości oraz wiarygodności indeksów referencyjnych krajowego rynku pieniężnego, a także stawek kalkulowanych na wybranych rynkach zagranicznych. Dotychczasowy administrator stawek referencyjnych WIBID i WIBOR – Stowarzyszenie Rynków Finansowych ACI Polska – 30 czerwca 2017 r. przekazał organizację fixingu tych indeksów spółce GPW Benchmark. Natomiast 1 grudnia 2017 r. funkcję organizatora fixingu stawki POLONIA od ACI Polska przejął NBP.
- Średnia dzienna wartość transakcji na krajowym rynku *fx swap* złotego wzrosła w 2017 r. do 14,0 mld zł, przy czym operacje te stanowiły zaledwie 23% obrotów na globalnym rynku tych instrumentów. Na krajowym rynku *fx swap* dominowały transakcje z nierezydentami, które odpowiadały za ponad 90% obrotów netto. Zwiększeniu aktywności na tym rynku sprzyjało poszukiwanie przez globalnych inwestorów instytucjonalnych aktywów zapewniających wysoką dochodowość, do finansowania których wykorzystywano waluty pozyskiwane m.in. w transakcjach *fx swap*.
- W 2017 r. wartość średnich dziennych obrotów na krajowym rynku transakcji warunkowych wyniosła 13,8 mld zł, podobnie jak rok wcześniej. Zabezpieczeniem w niemal wszystkich takich operacjach były obligacje skarbowe, a większość transakcji była zawierana na terminy nieprzekraczające tygodnia, co wynikało z wykorzystywania *repo* oraz *SBB* głównie do bieżącego zarządzania płynnością. Istotnym problemem rynku transakcji warunkowych w Polsce nadal jest jego duża fragmentacja. Nie funkcjonują jednolite i szeroko akceptowane przez jego uczestników (tj. banki, domy maklerskie, zakłady ubezpieczeń oraz fundusze

inwestycyjne i emerytalne) definicje i standardy zawierania transakcji *repo* i *SBB*. Ujednolicenie dokumentacji prawnej stosowanej na rynku operacji warunkowych w Polsce mogłoby przyczynić się do zwiększenia jego płynności oraz rozwoju rynku *tri-party repo*.

- Średnioroczna wartość bonów pieniężnych pozostających w obiegu, odzwierciedlająca skalę nadpłynności w krajowym sektorze bankowym, wyniosła 1,7 mld zł i była około 35% wyższa niż w 2016 r.
- Zadłużenie krajowych przedsiębiorstw z tytułu emisji krótkoterminowych papierów dłużnych wzrosło w 2017 r. do 18,7 mld, co było związane z emisją w grudniu tych instrumentów przez jedną spółkę z dużej grupy kapitałowej, przy jednoczesnym wykupie długoterminowych papierów dłużnych.
- W 2017 r. Ministerstwo Finansów wyemitowało bony skarbowe o wartości 6,0 mld zł, które zostały wykupione przed końcem sierpnia.
- Rynek obligacji skarbowych pozostawał dominującym segmentem krajowego rynku długoterminowych papierów dłużnych. Na koniec 2017 r. wartość rynkowych obligacji skarbowych wyemitowanych na rynku krajowym wyniosła 605,7 mld zł. Stosunkowo niewielki wzrost zadłużenia Skarbu Państwa w porównaniu z 2016 r. wynikał z dobrej sytuacji budżetu państwa oraz większej niż w poprzednich latach skali prefinansowania potrzeb pożyczkowych. W strukturze inwestorów na tym rynku dominowały banki krajowe, które na koniec 2017 r. posiadały obligacje skarbowe o wartości 243,9 mld zł. Rynek wtórny tych instrumentów wyróżniał się dużą płynnością – średnia dzienna wartość transakcji wzrosła w 2017 r. do 28,2 mld zł, w tym transakcji bezwarunkowych do 13,4 mld zł. Lepsze od oczekiwań wyniki budżetu państwa w 2017 r. oraz optymistyczne perspektywy gospodarcze Polski przyczyniły się do spadku rentowności obligacji skarbowych wzdłuż całej krzywej dochodowości.
- W 2017 r. przedsiębiorstwa pozyskały 21,8 mld zł przez emisję obligacji. Jednocześnie spadło ich zadłużenie z tytułu emisji długoterminowych papierów wartościowych, co było związane przede wszystkim z przedterminowym wykupem w grudniu obligacji o znacznej wartości przez jedną spółkę z dużej grupy kapitałowej. Rynek tych instrumentów wciąż charakteryzował się ograniczoną przejrzystością, dużą segmentacją oraz małą dywersyfikacją branżową emitentów, wśród których przeważały spółki energetyczne i deweloperskie. Znaczna część obligacji przedsiębiorstw nie była rejestrowana w KDPW i nie posiadała kodów ISIN, a emisje tych instrumentów były często wykorzystywane do transferu środków w ramach grupy kapitałowej. Płynność zorganizowanego rynku wtórnego obligacji przedsiębiorstw pozostawała znikoma – wartość transakcji obligacjami przedsiębiorstw zawartych w 2017 r. na platformie Catalyst wyniosła niespełna 1,3 mld zł.
- Wartość pozostających w obrocie obligacji komunalnych nie zmieniła się istotnie w 2017 r. i na koniec roku wyniosła nieco ponad 20 mld zł. Rynek tych instrumentów był silnie rozdrobniony, co wynikało z niewielkich potrzeb pożyczkowych małych JST oraz dzielenia emisji na wiele

serii. Środki pozyskiwane z emisji obligacji komunalnych były w dużej mierze wykorzystywane do finansowania projektów infrastrukturalnych.

- Na koniec 2017 r. kapitalizacja polskiego rynku akcji zwiększyła się do 1 389,5 mld zł. Wynikało to przede wszystkim ze wzrostu cen instrumentów udziałowych największych spółek notowanych na GPW (indeks WIG20 zwiększył się aż o 26,4%), co było zbieżne z tendencjami obserwowanymi na rynkach wschodzących. Po raz pierwszy od 14 lat spadła natomiast liczba emitentów, których akcje notowane były na Głównym Rynku GPW. Wiele przedsiębiorstw, niekiedy o dużej wartości rynkowej, zrezygnowało ze statusu spółki publicznej. Relacja kapitalizacji spółek krajowych do PKB Polski na koniec 2017 r. wyniosła 34,2%. Płynność krajowego rynku akcji pozostawała niska w porównaniu z giełdami krajów rozwiniętych. Wpływ na to miało m.in. utrzymywanie w obrocie papierów wartościowych relatywnie dużej liczby spółek o niewielkiej kapitalizacji oraz niskim *free float*.
- W 2017 r. na Głównym Rynku GPW obserwowano dalszy spadek wartości akcji nowych emisji sprzedawanych w ofertach publicznych. Najbardziej aktywnymi inwestorami byli nierezydenci, których udział w obrotach sesyjnych akcjami i PDA na Głównym Rynku GPW wyniósł 53% i tym samym utrzymał się na najwyższym poziomie w historii tego rynku. Z kolei udział inwestorów indywidualnych w obrotach zwiększył się do 16%, kosztem udziału krajowych inwestorów instytucjonalnych (31%).
- Spadek cen akcji w 2017 r. przyczynił się do nieznacznego spadku kapitalizacji rynku NewConnect. Zadebiutowało na nim 19 podmiotów, natomiast instrumenty 17 spółek wycofano z obrotu na tym rynku, czego najczęstszą przyczyną było przeniesienie notowań na Główny Rynek GPW. Płynności rynku NewConnect nie sprzyjała niska wartość akcji oferowanych w ramach ofert pierwotnych.
- W 2017 r. średnie dzienne obroty na globalnym kasowym rynku złotego wyniosły około 10,5 mld USD, podobnie jak w 2016 r. Zdecydowana większość transakcji (ponad 80%) była zawierana na rynku *offshore*. Kurs EUR/PLN był w dużej mierze kształtowany przez wydarzenia na światowych rynkach finansowych i w niewielkim stopniu odzwierciedlał przepływy wynikające z wymiany handlowej Polski lub inwestycji nierezydentów na krajowym rynku kapitałowym. Do umocnienia złotego względem euro i dolara amerykańskiego oraz spadku zmienności kursu EUR/PLN w 2017 r. przyczyniały się m.in. lepsze od oczekiwań dane dotyczące tempa wzrostu gospodarczego w Polsce i strefie euro oraz poprawa perspektyw rozwoju tych gospodarek.
- Wartość operacji pozagiełdowymi instrumentami pochodnymi złotego realizowanych na rynku *offshore* była istotnie wyższa niż na rynku krajowym, co wiązało się przede wszystkim z dużą aktywnością banków londyńskich oraz funduszy hedgingowych. W Polsce pod względem wartości obrotów nadal wyraźnie przeważały instrumenty pochodne OTC stopy procentowej, pomimo kontynuowanego w 2017 r. spadku zainteresowania uczestników rynku tymi instrumentami. Aktywność inwestorów na rynku giełdowych instrumentów pochodnych

wciąż była istotnie mniejsza niż na rynku OTC i koncentrowała się w segmencie kontraktów *futures* na indeks WIG20.

- Istotnie zmieniła się struktura obrotów na krajowym rynku instrumentów pochodnych stopy procentowej OTC. Średnie dzienne obroty na krajowym rynku transakcji FRA w 2017 r. wyniosły 1,2 mld zł i były o ponad połowę mniejsze niż rok wcześniej. Obserwowany od kilku lat silny spadek aktywności na tym rynku wynikał przede wszystkim z mało zróżnicowanych oczekiwań uczestników rynku na zmiany stóp procentowych NBP w krótkim i średnim okresie. W rezultacie najbardziej płynnym segmentem krajowego rynku instrumentów pochodnych OTC stopy procentowej był rynek transakcji IRS. Jednocześnie kontynuowany był spadek aktywności na krajowym rynku transakcji OIS. Wartość średnich dziennych obrotów netto tymi instrumentami zmniejszyła się w latach 2011–2017 o ponad 90% i wyniosła w 2017 r. niecałe 0,1 mld zł – najmniej w historii funkcjonowania tego rynku w Polsce. W długim okresie utrzymywanie się niskiej płynności rynku OIS może utrudniać bankom krajowym efektywne zabezpieczanie się przed zmianami kosztów krótkoterminowego finansowania oraz niekorzystnie oddziaływać na inne segmenty krajowego rynku finansowego.
- Banki krajowe coraz więcej transakcji instrumentami pochodnymi OTC stopy procentowej rozliczały w CCP, co było związane ze stopniowym wprowadzaniem w UE obowiązku centralnego rozliczania dla wybranych klas tych instrumentów. W 2017 r. ponad 95% transakcji FRA i OIS oraz prawie 90% transakcji IRS nominowanych w złotych, zawartych na krajowym rynku OTC, zostało skierowanych do rozliczenia przez CCP. W transakcjach między sobą banki krajowe korzystały głównie z usług KDPW_CCP, m.in. ze względu na ich bezpośredni dostęp do systemu rozliczeń oraz możliwość ustanawiania zabezpieczeń w postaci środków pieniężnych w złotych i krajowych obligacji skarbowych. Zdecydowana większość nominowanych w złotych transakcji FRA i IRS zawieranych z nierezydentami była przekazywana do rozliczenia przez CCP zlokalizowanego w Londynie.
- KDPW 29 września 2017 r. złożył w KNF wniosek o uzyskanie autoryzacji jako centralny depozyt papierów wartościowych zgodnie z rozporządzeniem CSDR. Powinna ona zostać udzielona w terminie sześciu miesięcy od dnia uznania tego wniosku przez organ nadzoru za kompletny. Otrzymanie tej autoryzacji jest warunkiem koniecznym dla dalszego prowadzenia przez KDPW działalności w zakresie wszystkich usług podstawowych niezbędnych dla funkcjonowania krajowego rynku finansowego, w tym rynku obligacji skarbowych i rynku akcji. Trwały także prace nad uruchomieniem nowych usług, tj. zatwierdzonego mechanizmu sprawozdawczego oraz przyjmowania od uczestników rynku przez repozytorium transakcji KDPW_TR raportów dotyczących transakcji finansujących, w których jako zabezpieczenie wykorzystywane są papiery wartościowe.

Słowniczek

active share – Wskaźnik active share jest sumą wartości bezwzględnych odchyień wagi papieru wartościowego w zarządzanym portfelu od wagi tego papieru w portfelu odniesienia. Wskaźnik ten informuje o tym, jaki odsetek portfela funduszu różni się od benchmarku. Wartość 0% oznacza, że skład portfela akcji funduszu idealnie pokrywa się z benchmarkiem, a wartość 100% – że nie ma żadnych wspólnych elementów.

$$\text{Active share} = \frac{1}{2} \sum_{i=1}^N |w_{\text{fundusz},i} - w_{\text{indeks},i}|, \text{ gdzie}$$

$w_{\text{fundusz},i}$ jest wagą akcji i w portfelu akcji funduszu, a $w_{\text{indeks},i}$ wagą akcji i w portfelu benchmarku.

akcje w wolnym obrocie (*free float*) – w niniejszym opracowaniu oznacza to akcje zarejestrowane w Krajowym Rejestrze Sądowym pomniejszone o: akcje będące w posiadaniu akcjonariuszy, z których każdy (łącznie z powiązanymi akcjonariuszami) posiada więcej niż 5% tych akcji, akcje będące w posiadaniu Skarbu Państwa oraz akcje własne spółki przeznaczone do umorzenia. Za akcje w wolnym obrocie, niezależnie od ich udziału w akcjach zarejestrowanych w Krajowym Rejestrze Sądowym, uznaje się: akcje będące w posiadaniu funduszy inwestycyjnych i emerytalnych oraz instytucji finansowych zarządzających aktywami oraz akcje objęte programami emisji kwitów depozytowych.

aktywa przeznaczone do obrotu – zgodnie z rozporządzeniem Ministra Finansów z dnia 12 grudnia 2001 r. *w sprawie szczegółowych zasad uznawania, metod wyceny, zakresu ujawniania i sposobu prezentacji instrumentów finansowych*, aktywa przeznaczone do obrotu to aktywa nabyte w celu osiągnięcia korzyści ekonomicznych wynikających z krótkoterminowych zmian cen oraz wahań innych czynników rynkowych albo krótkiego czasu trwania nabytego instrumentu.

algorytmiczny handel (*algorithmic trading*) – nabywanie lub zbywanie instrumentów finansowych przy pomocy algorytmu komputerowego automatycznie ustalającego indywidualne parametry zleceń nabycia lub zbycia tych instrumentów, w tym moment złożenia zlecenia, termin jego ważności, cenę lub liczbę instrumentów będących przedmiotem zlecenia lub sposób zarządzania zleceniem po jego złożeniu, przy czym następuje to bez udziału człowieka lub przy jego ograniczonym udziale.

alternatywna spółka inwestycyjna – podmiot prowadzący działalność w formie spółki kapitałowej (w tym spółki europejskiej), spółki komandytowej albo komandytowo-akcyjnej (w których jedynym komplementariuszem jest spółka kapitałowa), oraz której wyłącznym przedmiotem działalności jest zbieranie aktywów od wielu inwestorów w celu lokowania ich w interesie tych inwestorów zgodnie z określoną polityką inwestycyjną.

alternatywny fundusz inwestycyjny – instytucja wspólnego inwestowania, której przedmiotem działalności jest zbieranie aktywów od wielu inwestorów w celu ich lokowania w interesie tych inwestorów zgodnie z określoną polityką inwestycyjną. W Polsce do tej kategorii zalicza się specjalistyczne fundusze inwestycyjne otwarte, fundusze inwestycyjne zamknięte, alternatywne spółki inwestycyjne oraz unijne alternatywne fundusze inwestycyjne.

animator rynku (*market maker*) – podmiot zapewniający płynność na rynku określonych instrumentów finansowych. W przypadku rynków zorganizowanych są to członkowie giełd i platform obrotu, którzy składają zlecenia kupna lub sprzedaży na warunkach wynikających z umowy z organizatorem tego rynku. Natomiast w przypadku rynku OTC za *market makers* uznaje się instytucje finansowe (najczęściej banki) dostarczające innym uczestnikom rynku dwustronnych kwotowań (*bid* i *offer*) cen instrumentów finansowych lub kursów walut i które są gotowe do zawierania transakcji po tych kursach.

ASO (alternatywny system obrotu) – wielostronny system obrotu instrumentami finansowymi organizowany poza rynkiem regulowanym, w sposób nieuczyniowy oraz charakteryzujący się mniejszymi niż ten rynek wymogami w odniesieniu do uczestników i emitentów papierów wartościowych.

benchmark – indeks wykorzystywany jako podstawa do określenia wartości należności lub zobowiązania z tytułu transakcji instrumentami finansowymi oraz do oceny wyników inwestycyjnych instytucji wspólnego inwestowania, m.in. funduszy inwestycyjnych. Za indeks uznaje się regularnie publikowaną wartość albo liczbę wyznaczaną zgodnie z określoną formułą lub metodą kalkulacji na podstawie rzeczywistych lub szacunkowych cen jednego lub więcej aktywów bazowych albo na podstawie innych wielkości.

BMR – *Benchmark Regulation*, Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 2016/1011 z dnia 8 czerwca 2016 r. w sprawie indeksów stosowanych jako wskaźniki referencyjne w instrumentach finansowych i umowach finansowych lub do pomiaru wyników funduszy inwestycyjnych i zmieniające dyrektywy 2008/48/WE i 2014/17/UE oraz rozporządzenie (UE) nr 596/2014 (Dz. Urz. UE L171 z 2016 r., s. 1).

carry trade – w niniejszym opracowaniu przez *carry trade* rozumie się strategię inwestycyjną polegającą na pozyskiwaniu niskooprocentowanego finansowania w jednej walucie i lokowaniu uzyskanych w ten sposób środków pieniężnych w instrumentach finansowych o wyższej rentowności nominowanych w innej walucie. Strategia ta jest wykorzystywana głównie w celu realizacji zysków wynikających z dysparytetu stóp procentowych występującego między dwoma krajami lub obszarami walutowymi.

CCP (*central counterparty*), partner centralny – izba rozliczeniowa przejmującą prawa i obowiązki wynikające z zawartej transakcji instrumentami finansowymi, która w stosunkach z jej bezpośrednimi uczestnikami staje się kupującym dla każdego sprzedającego i sprzedającym dla każdego kupującego.

CIRS (*cross-currency interest rate swap*) – transakcja pochodna zobowiązująca strony do okresowej wymiany płatności odsetkowych, naliczanych od określonej kwoty nominalnej przez uzgodniony okres, której może towarzyszyć wymiana kwoty nominalnej w dniu rozpoczęcia lub zakończenia transakcji (po wcześniej ustalonym kursie). Płatności odsetkowe są wyrażone w różnych walutach i obliczane według ustalonej dla każdej z nich stopy procentowej.

COR (*combined operating ratio*) – relacja sumy wypłaconych odszkodowań i świadczeń oraz kosztów działalności ubezpieczeniowej do przychodów ze składek.

CSDR – *Central Securities Depositories Regulation*, Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 909/2014 z dnia 23 lipca 2014 r. w sprawie usprawnienia rozrachunku papierów wartościowych w Unii Europejskiej i w sprawie centralnych depozytów papierów wartościowych zmieniające dyrektywy 98/26/WE i 2014/65/UE oraz rozporządzenie (UE) nr 236/2012, (Dz. Urz. UE L257 z 2014 r., s. 1).

CRD IV – *Capital Requirements Directive*, Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady nr 2013/36/UE z dnia 26 czerwca 2013 r. w sprawie warunków podejmowania i prowadzenia działalności przez instytucje kredytowe oraz nadzoru ostrożnościowego nad instytucjami kredytowymi i firmami inwestycyjnymi i zmieniająca dyrektywę 2002/87/WE Parlamentu Europejskiego i Rady w sprawie dodatkowego nadzoru nad instytucjami kredytowymi, zakładami ubezpieczeń oraz przedsiębiorstwami inwestycyjnymi konglomeratu finansowego, (Dz. Urz. UE L176 z 2013 r., s. 338).

CRR – *Capital Requirements Regulation*, Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 575/2013 z dnia 26 czerwca 2013 r. w sprawie wymogów ostrożnościowych dla instytucji kredytowych i firm inwestycyjnych, (Dz. Urz. UE. L176 z 2013 r., s.1).

dual listing – notowanie akcji spółki publicznej w więcej niż jednym systemie obrotu instrumentami finansowymi (ryнку regulowanym lub alternatywnym systemie obrotu).

EDIS (*European Deposit Insurance Scheme*), **europejski system ubezpieczenia depozytów** – proponowany trzeci filar unii bankowej, który ustanawia zasady gwarantowania depozytów na obszarze państw uczestniczących w unii bankowej wraz z regułami ich finansowania.

EMIR – *European Market Infrastructure Regulation*, Rozporządzenie Parlamentu i Rady Europejskiej (UE) nr 648/2012 z dnia 4 lipca 2012 r. w sprawie instrumentów pochodnych będących przedmiotem obrotu poza rynkiem regulowanym, kontrahentów centralnych i repozytoriów transakcji, (Dz. Urz. UE L201 z 2012 r., s. 1).

forward – zawierana na rynku OTC transakcja pochodna zobowiązująca jedną ze stron do sprzedaży, a drugą do zakupu ustalonej ilości instrumentu bazowego w oznaczonym przyszłym terminie (najczęściej później niż w drugim dniu roboczym od daty zawarcia transakcji) po z góry ustalonej cenie. W transakcji *forward* może dojść do rzeczywistej dostawy instrumentu bazowego

(np. waluty, papieru wartościowego) albo może być ona rozliczona różnicowo (tzw. *non-deliverable forward*).

FRA (*forward rate agreement*) – transakcja pochodna, w której strony zobowiązują się do zapłaty odsetek od ustalonej kwoty nominalnej za oznaczony okres rozpoczynający się w przyszłości, naliczonych według ustalonej w dniu zawarcia transakcji stopy procentowej. W praktyce są to transakcje z rozliczeniem różnicowym. W takich transakcjach strony rozliczają różnicę odsetkową pomiędzy stawką FRA (stopą terminową ustalaną w dniu zawarcia transakcji) a stopą referencyjną obowiązującą dwa dni robocze przed dniem rozrachunku (*fixing date*), naliczaną od ustalonej kwoty nominalnej.

fundusze *private equity* – podmioty oferujące spółkom średnio- lub długoterminowe wsparcie finansowe (oraz menedżerskie) w zamian za określony udział w ich kapitale. Celem funduszy *private equity* jest wzrost wartości spółek portfelowych, a następnie osiągnięcie wysokiego zysku ze sprzedaży posiadanych w nich udziałów. Przedmiotem zainteresowania funduszy są przedsiębiorstwa dysponujące produktami lub usługami, które nie zostały jeszcze zweryfikowane przez rynek (a więc wiąże się z nimi duże ryzyko inwestycyjne), ale według funduszy mają wysoki potencjał rozwoju, a ich sukces rynkowy może być źródłem znacznego przyrostu wartości zainwestowanego kapitału.

futures – zawierana na rynku giełdowym (regulowanym) transakcja pochodna zobowiązująca jedną ze stron do sprzedaży, a drugą do zakupu ustalonej ilości instrumentu bazowego w oznaczonym przyszłym terminie (najczęściej później niż w drugim dniu roboczym od daty zawarcia transakcji) po z góry ustalonej cenie. Parametry takiej transakcji (np. termin zapadalności, wartość nominalna) są wystandaryzowane i nie podlegają negocjacji. Transakcje *futures* zazwyczaj rozliczane są różnicowo.

haircut – wyrażony w procentach wskaźnik redukcji wartości przyjmowanego zabezpieczenia stosowany w celu ograniczenia straty z tytułu zmiany ceny instrumentu finansowego stanowiącego to zabezpieczenie. Wielkość tego wskaźnika zależy m.in. od ryzyka rynkowego oraz ryzyka kredytowego emitenta instrumentu finansowego.

HFT (*high frequency trading*), handel wysokich częstotliwości – każda technika handlu algorytmicznego, która charakteryzuje się: infrastrukturą mającą minimalizować opóźnienia w przesyłaniu informacji, automatycznym określaniem momentu uruchomienia zlecenia, jego generowania, przekierowywania lub wykonania, oraz wysoką liczbą zleceń, kwotowań lub anulowań w trakcie sesji, przy czym następuje to bez udziału człowieka.

Indeks Sharpe'a – relacja różnicy średniej stopy zwrotu portfela i średniej stopy wolnej od ryzyka do odchylenia standardowego stóp zwrotu portfela. Pozwala porównać wyniki inwestycyjne portfeli skorygowane o poziom podjętego ryzyka.

IORP – *Institutions for Occupational Retirement Provision Directive*, Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2016/2341 z dnia 14 grudnia 2016 r. w sprawie działalności instytucji

pracowniczych programów emerytalnych oraz nadzoru nad takimi instytucjami (Dz. Urz. UE L354 z 2016 r., s. 37)

IPO (*initial public offering*), **pierwsza oferta publiczna** – oferta publiczna akcji spółki, połączona z wprowadzeniem ich po raz pierwszy do obrotu na rynku regulowanym lub do ASO, obejmująca akcje nowo emitowane lub sprzedawane przez dotychczasowych akcjonariuszy.

IRS (*interest rate swap*) – transakcja pochodna zobowiązująca strony do okresowej wymiany płatności odsetkowych od ustalonej kwoty nominalnej przez oznaczony okres. Dokonywane płatności odsetkowe są wyrażone w tej samej walucie i obliczane według ustalonej dla każdej ze stron stopy procentowej (jedna stopa może być stała a druga zmienna albo obie mogą być zmienne, ale określone przez różne stawki referencyjne).

kredyty konsumpcyjne – kategoria kredytów obejmująca: kredyty zaciągane w rachunku karty kredytowej, ratalne kredyty na cele konsumpcyjne i pozostałe kredyty na cele konsumpcyjne dla osób prywatnych.

leasing finansowy – rodzaj umowy, na podstawie której leasingodawca oddaje leasingobiorcy środki trwale do odpłatnego używania na czas oznaczony, o ile spełniony jest co najmniej jeden z warunków określonych w art. 3 ust. 4 Ustawy z dnia 29 września 1994 r. o rachunkowości (tekst jednolity, Dz.U. z 2018 r., poz. 395). W przypadku leasingu finansowego środki trwale będące przedmiotem leasingu zalicza się do aktywów trwałych leasingobiorcy. Każda inna umowa leasingu niespełniająca wspomnianych warunków jest **leasingiem operacyjnym**.

luka finansowania – różnica między sumą kredytów dla sektora niefinansowego, rządowego i samorządowego a sumą depozytów przyjętych od tych sektorów, wyrażona jako procent wartości tych kredytów.

MAD – *Market Abuse Directive*, Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady nr 2014/57/UE z dnia 16 kwietnia 2014 r. w sprawie sankcji karnych za nadużycia na rynku (dyrektywa w sprawie nadużyć na rynku) (Dz. Urz. UE L173 z 2014 r., s. 179).

MAR – *Market Abuse Regulation*, Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 z dnia 16 kwietnia 2014 r. w sprawie nadużyć na rynku oraz uchylające dyrektywę 2003/6/WE Parlamentu Europejskiego i Rady oraz dyrektywy Komisji 2003/124/WE, 2003/125/WE i 2004/72/WE (Dz. Urz. UE L173 z 2014 r., s. 1).

MIF – *Multilateral Interchange Fee*, Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 2015/751 z dnia 29 kwietnia 2015 r. w sprawie opłat interchange w odniesieniu do transakcji płatniczych realizowanych w oparciu o kartę (Dz. Urz. UE L123 z 2015 r., s. 1).

MiFID II – *Markets in Financial Instruments Directive*, Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady nr 2014/65/UE z dnia 15 maja 2014 r. w sprawie rynków instrumentów finansowych oraz zmieniająca dyrektywę 2002/92/WE i dyrektywę 2011/61/UE (Dz. Urz. UE L173 z 2014 r., s. 349).

MiFIR – *Markets in Financial Instruments Regulation*, Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 600/2014 z dnia 15 maja 2014 r. w sprawie rynków instrumentów finansowych oraz zmieniające rozporządzenie (UE) nr 648/2012 (Dz. Urz. UE L173 z 2014 r., s. 84).

MREL – wprowadzony w UE wymóg posiadania przez każdy bank minimalnej wartości wyemitowanych instrumentów finansowych, które mają umożliwić umorzenie lub konwersję instrumentów dłużnych (bail-in) banku w celu pokrycia jego strat lub rekapitalizacji. Podobnie jak wymóg TLAC pozawala on zapewnić zachowanie funkcji krytycznych po resolution bez narażania stabilności finansowej i bez konieczności sięgania po środki publiczne.

OIS (*overnight index swap*) – transakcja pochodna zobowiązująca strony do wymiany różnicy w płatnościach odsetkowych obliczanych według zmiennej i stałej stopy procentowej (stawki OIS). Płatności naliczane są od ustalonej kwoty nominalnej. Zmienna stopa procentowa jest obliczana poprzez złożenie dziennych stawek referencyjnych O/N w czasie trwania transakcji. Rozrachunek netto (bez wymiany kwoty nominalnej OIS) jest dokonywany w następnym dniu roboczym po terminie zapadalności transakcji.

opcja – pochodny instrument finansowy dający jego nabywcy prawo do kupna (opcja *call*) albo sprzedaży (opcja *put*) w oznaczonym czasie określonej ilości instrumentu bazowego po cenie ustalonej w dniu zawarcia transakcji. W przeciwieństwie do nabywcy opcji, jej sprzedawca jest zobowiązany do sprzedaży (opcja *call*) albo zakupu (opcja *put*) wspomnianej ilości instrumentu bazowego.

opłata *interchange* – opłata pobierana od każdej bezgotówkowej transakcji realizowanej za pomocą karty płatniczej. Uiszcza ją agent rozliczeniowy na rzecz wydawcy karty płatniczej (zazwyczaj banku). Stanowi ona część tzw. opłaty akceptanta, w skład której wchodzi również opłaty systemowe oraz marża agenta rozliczeniowego. Opłata akceptanta jest przekazywana przez sprzedawcę agentowi rozliczeniowemu za każdą zaakceptowaną transakcję dokonaną kartą.

PAD – *Payment Accounts Directive*, Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/92/UE z dnia 23 lipca 2014 r. w sprawie porównywalności opłat związanych z rachunkami płatniczymi, przenoszenia rachunku płatniczego oraz dostępu do podstawowego rachunku płatniczego (Dz. Urz. UE L257 z 2014 r., s. 214).

POLONIA (*Polish Overnight Index Average*) – stawka referencyjna będąca średnim oprocentowaniem zawartych w danym dniu niezabezpieczonych lokat międzybankowych *overnight* ważonych ich wartością nominalną. Kalkulacją stawki POLONIA zajmuje się NBP – do jej obliczenia wykorzystuje dane o transakcjach zawartych do godziny 16:30 przez uczestników *fixingu*. POLONIA jest publikowana każdego dnia roboczego o godzinie 17:00 w serwisie informacyjnym Thomson Reuters oraz na stronie NBP.

prime brokerage – usługa pozwalająca na przeprowadzanie przez klienta banku operacji na rynku finansowym z wykorzystaniem linii kredytowych banku działającego jako *prime broker*. W tym celu bank pozwala klientowi na przeprowadzanie operacji w swoim imieniu z określonym gronem

kontrahentów. Operacja w ramach usługi *prime brokerage* oznacza *de facto* jednoczesne zawarcie transakcji między kontrahentem a wspomnianym bankiem (pierwsza noga) oraz transakcji między tym bankiem a klientem (druga noga). *Prime broker* występuje w roli pośrednika, będąc stroną w obydwu wspomnianych transakcjach.

repo – transakcja, w której jedna ze stron przenosi własność określonych papierów wartościowych w zamian za przekazanie przez drugą stronę określonej kwoty środków pieniężnych i jednocześnie zobowiązuje się do zwrotu tych środków powiększonych o odsetki w późniejszym terminie w zamian za przeniesienie przez tę drugą stronę własności papierów wartościowych na pierwotnego właściciela. W sensie ekonomicznym zawarcie takiej transakcji jest równoważne z zaciągnięciem pożyczki pod zastaw papierów wartościowych. W transakcjach *repo* tymczasowy właściciel papierów wartościowych przekazuje pożytki (kupony odsetkowe) w dniu ich otrzymania podmiotowi, który zobowiązał się do odkupienia tych papierów.

rezerwy techniczno-ubezpieczeniowe – wartość zobowiązań zakładów ubezpieczeń z tytułu objętych umowami ubezpieczeń zdarzeń, które wystąpiły (zgłoszonych lub niezgłoszonych) albo mogą wystąpić w kolejnych okresach sprawozdawczych.

rozliczenie transakcji instrumentami finansowymi – ustalenie wysokości świadczeń pieniężnych i niepieniężnych wynikających z zawartych transakcji instrumentami finansowymi, do spełnienia których są zobowiązane strony tych transakcji. Rozliczenia transakcji instrumentami finansowymi dokonywane są przez izby rozliczeniowe. W Polsce przykładem takiej izby, posiadającej status CCP, jest KDPW_CCP.

rozrachunek transakcji instrumentami finansowymi – obciążenie i uznanie kont depozytowych lub rachunków papierów wartościowych stron transakcji instrumentami finansowymi w związku ze zbyciem lub nabyciem tych instrumentów, któremu towarzyszy uznanie i obciążenie odpowiednią kwotą ich rachunków bankowych. W praktyce oznacza to transfer środków pieniężnych i instrumentów finansowych pomiędzy kontami kupującego i sprzedającego instrumenty finansowe. W Polsce przykładem podmiotu dokonującego rozrachunku transakcji instrumentami finansowymi jest KDPW.

rynek offshore – ogół transakcji instrumentami nominowanymi w walucie danego kraju lub obszaru walutowego zawieranych między podmiotami niebędącymi jego rezydentami.

rynek OTC (*over-the-counter*) – ogół transakcji instrumentami finansowymi poza obrotem zorganizowanym (rynkiem regulowanym lub alternatywnym systemem obrotu).

sektor bankowości komercyjnej – banki komercyjne z wyłączeniem banków zrzeszających oraz oddziały instytucji kredytowych.

sektor bankowości spółdzielczej – banki spółdzielcze i banki zrzeszające.

sell-buy-back (SBB) – transakcja, w której jedna ze stron zbywa określone papiery wartościowe i jednocześnie zobowiązuje się do odkupu w późniejszym terminie równoważnych papierów

wartościowych po z góry określonej cenie. W sensie ekonomicznym zawarcie takiej transakcji jest równoważne z zaciągnięciem pożyczki pod zastaw papierów wartościowych. W transakcjach *sell-buy-back* pożyczki (kuponny odsetkowy) przysługujące w trakcie trwania transakcji są zatrzymywane przez stronę lokującą środki pieniężne. Wartość pożyczek uzyskanych w trakcie trwania transakcji SBB przez tymczasowego właściciela jest uwzględniana w cenie odkupu papierów wartościowych.

SFT (*Securities Financing Transactions*) – transakcje pożyczek papierów wartościowych, *repo*, SBB oraz inne operacje o równoważnych skutkach ekonomicznych i podobnym ryzyku.

shadow banking (równoległy system bankowy) – zgodnie z definicją sformułowaną przez Radę Stabilności Finansowej i przyjętą przez Komisję Europejską jest to system pośrednictwa kredytowego, który obejmuje podmioty i działania poza tradycyjnym systemem bankowym. Równoległy system bankowy tworzą podmioty, które zaangażowane są w: przyjmowanie środków finansowych mające cechy gromadzenia depozytów, dokonywanie transformacji terminów zapadalności lub transformacji płynności, przeprowadzanie transferu ryzyka kredytowego, stosowanie bezpośredniej lub pośredniej dźwigni finansowej. Obejmuje on także działania, które mogą stanowić źródła finansowania podmiotów pozabankowych, takie jak: przyjmowanie środków pieniężnych pod tytułem zwrotnym, sekurytyzacja, pożyczki papierów wartościowych, transakcje z udzielonym przyrzeczeniem odkupu (transakcje *repo*).

składka przypisana brutto – składka pozyskana przez zakład ubezpieczeń w okresie sprawozdawczym (włącznie z częścią składki przekazaną reasekuratorom w zamian za ochronę reasekuracyjną). W przypadku ubezpieczeń na życie składka przypisana brutto to wszystkie kwoty składek należne w okresie sprawozdawczym. W przypadku ubezpieczeń majątkowych za składkę przypisaną brutto uważa się kwoty należne za cały okres odpowiedzialności z tytułu umów zawartych w okresie sprawozdawczym. Jeżeli długość okresu odpowiedzialności nie jest określona, są to kwoty należne w okresie sprawozdawczym.

składka zarobiona – składka przypisana w okresie sprawozdawczym, pomniejszona o zmianę stanu rezerwy składek. Składka zarobiona uwzględniająca udziały reasekuratorów w składce i rezerwie składek jest składką zarobioną na udziale własnym.

SORBNET2– system rozrachunku płatności wysokokwotowych w złotych prowadzony przez NBP. W systemie tym dokonywane są rozrachunki wynikające z operacji polityki pieniężnej, operacji na rynku międzybankowym i wysokokwotowych zleceń klientów, oraz realizowane są zlecenia płatnicze pochodzące z innych systemów płatności. System SORBNET2 (SORBNET) jest systemem typu RTGS (*real time gross settlement system*), w którym rozrachunek przeprowadzany jest na bazie brutto w czasie rzeczywistym. System SORBNET2 zastąpił funkcjonujący do 9 czerwca 2013 r. system SORBNET.

SPO (secondary public offering), wtórna oferta publiczna – oferta publiczna akcji spółki notowanej na rynku regulowanym lub w ASO, obejmująca akcje nowo emitowane lub sprzedawane przez dotychczasowych akcjonariuszy.

stawka referencyjna – benchmark stopy procentowej powszechnie wykorzystywany na danym rynku do określania oprocentowania depozytów, kredytów, pożyczek i dłużnych papierów wartościowych oraz stosowany do wyceny transakcji finansowych. Stawki referencyjne wyznaczane są podczas tzw. fixingu, zgodnie z metodyką określoną przez jego organizatora, na podstawie kwotowań lub danych transakcyjnych przesyłanych przez zobowiązane do tego podmioty.

STS – *Simple, Transparent and Standardised (Securitisation)*, Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2017/2402 z dnia 12 grudnia 2017 r. w sprawie ustanowienia ogólnych ram dla sekurytyzacji oraz utworzenia szczególnych ram dla prostych, przejrzystych i standardowych sekurytyzacji, a także zmieniające dyrektywy 2009/65/WE, 2009/138/WE i 2011/61/UE oraz rozporządzenia (WE) nr 1060/2009 i (UE) nr 648/2012 (Dz. Urz. UE L347 z 2017 r., s. 35).

swap walutowy (fx swap) – zawierana na rynku OTC transakcja zobowiązująca strony do dokonania początkowej wymiany walut (pierwsza noga, *short leg*) w wyznaczonym dniu i po ustalonym w momencie zawarcia transakcji kursie oraz wymiany końcowej (zwrotnej) tych samych walut (druga noga, *long leg*), w wyznaczonym dniu (innym niż dzień rozrachunku pierwszej nogi) i po ustalonym w momencie zawarcia transakcji kursie (przeważnie różnym od kursu wymiany początkowej). Kwota, którą jeden z kontrahentów jest zobowiązany zapłacić drugiemu w wyniku wymiany końcowej, określona jest w takiej samej walucie, jak kwota, którą kontrahent ten otrzymał w wymianie początkowej.

UCITS – *Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities Directive*, dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2009/65/WE z dnia 13 lipca 2009 r. w sprawie koordynacji przepisów ustawowych, wykonawczych i administracyjnych odnoszących się do przedsiębiorstw zbiorowego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe (UCITS) (Dz. Urz. UE L302 z 2009 r., s. 32), zmieniona dyrektywą Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/91/UE z dnia z dnia 23 lipca 2014 r. zmieniającą dyrektywę 2009/65/WE w sprawie koordynacji przepisów ustawowych, wykonawczych i administracyjnych odnoszących się do przedsiębiorstw zbiorowego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe (UCITS) w zakresie funkcji depozytariusza, polityki wynagrodzeń oraz sankcji (UCITS V) (Dz. Urz. UE L257 z 2014 r., s. 186).

wskaźnik CR (CR3, CR5) – udział w rynku, odpowiednio trzech lub pięciu, największych podmiotów. W przypadku banków udział w rynku obliczany jest na podstawie ich aktywów, w przypadku PTE i TFI – aktywów netto zarządzanych przez nie funduszy, a w przypadku zakładów ubezpieczeń – składki przypisanej brutto.

wskaźnik dźwigni – jedna z nowych miar adekwatności kapitałowej wprowadzona przez pakiet CRDIV/CRR; wyrażony w procentach iloraz kapitału Tier I banku i miary ekspozycji całkowitej banku, tj. sumy wartości ekspozycji z tytułu wszystkich jego aktywów i pozycji pozabilansowych nieodliczonych od kapitału Tier I.

wskaźnik Herfindahla-Hirschmanna (HHI) – suma kwadratów udziałów poszczególnych podmiotów w rynku. W przypadku banków i SKOK-ów udział w rynku obliczany jest na podstawie ich aktywów, w przypadku PTE i TFI – aktywów netto zarządzanych przez nie funduszy, a w przypadku zakładów ubezpieczeń – składki przypisanej brutto.

wskaźnik płynności krótkoterminowej LCR – jedna z nowych miar płynności wprowadzona przez pakiet CRDIV/CRR definiowana jako iloraz płynnych aktywów wysokiej jakości oraz wpływów netto w ciągu najbliższych 30 dni.

wskaźnik *loan to value* (LTV) – relacja wartości kredytu pozostającego do spłaty do wartości nieruchomości, na której ustanowiono hipotekę będącą zabezpieczeniem kredytu.

wskaźnik szkodowości – relacja odszkodowań i świadczeń wypłaconych zwiększonych o zmiany stanu rezerw na niewypłacone odszkodowania i świadczenia do składki zarobionej.

wymóg MREL – minimalny wymóg w zakresie funduszy własnych i zobowiązań kwalifikowanych wprowadzony dyrektywą BRR.

wynik działalności bankowej – suma wyniku z tytułu odsetek oraz wyniku nieodsetkowego.

wynik nieodsetkowy – suma wyniku z tytułu prowizji, przychodów z udziałów lub akcji, pozostałych papierów wartościowych i innych instrumentów finansowych o zmiennej kwocie dochodu, wyniku operacji finansowych i wyniku z pozycji wymiany.

Wypłacalność II – Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2009/138/WE z dnia 25 listopada 2009 r. w sprawie podejmowania i prowadzenia działalności ubezpieczeniowej i reasekuracyjnej (Dz. Urz. UE L335 z 2009 r., s. 1).

ZAFI – *Directive on Alternative Investment Fund Managers and amending Directives 2003/41/EC and 2009/65/EC and Regulations (EC) No 1060/2009 and (EU) No 1095/2010*, dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2011/61/UE z dnia 8 czerwca 2011 r. w sprawie zarządzających alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi i zmiany dyrektyw 2003/41/WE i 2009/65/WE oraz rozporządzeń (WE) nr 1060/2009 i (UE) nr 1095/2010 (Dz. Urz. UE L174 z 2011 r. s. 1).

Skróty używane w opracowaniu

1M	jednomiesięczny
1W	jednotygodniowy
1Y	jednoroczny
12M	dwunastomiesięczny
2M	dwumiesięczny
2W	dwutygodniowy
2Y	dwuletni
3M	trzymiesięczny
3W	trzytygodniowy
3Y	trzyletni
5Y	pięcioletni
6M	sześciomiesięczny
9M	dziewięcioletni
ABCB	<i>asset backed commercial papers</i>
ACI	Association Cambiste Internationale
AT1	<i>Additional Tier 1</i>
AFI	alternatywny fundusz inwestycyjny
AEX	indeks giełdy papierów wartościowych w Amsterdamie
ARM	<i>approved reporting mechanism</i>
ASI	alternatywna spółka inwestycyjna
ASO	alternatywny system obrotu
ATM	<i>at-the-money</i>
BFG	Bankowy Fundusz Gwarancyjny
BGK	Bank Gospodarstwa Krajowego
BIK	Biuro Informacji Kredytowej
BIS	Bank for International Settlements
BME	Bolsas y Mercados Españoles
BMR	<i>Benchmark Regulation</i>
BRRD	Bank Recovery and Resolution Directive
BSB	<i>buy-sell-back</i>
CAC40	indeks 40 największych spółek giełdy papierów wartościowych w Paryżu
CCP	<i>central counterparty</i>
CET1	<i>Common Equity Tier 1</i>
CDS	<i>credit default swap</i>
CFD	<i>contract for difference</i>
CFI	<i>classification of financial instruments</i>
CHF	frank szwajcarski
CIRS	<i>cross currency interest rate swap</i>
CIT	podatek dochodowy od osób prawnych
COR	współczynnik <i>combined ratio</i>
CPI	Consumer Price Index

CPMI	Committee on Payments and Market Infrastructures
CPSS	Committee on Payment and Settlement Systems
CR	<i>concentration ratio</i>
CR5	udział 5 największych podmiotów w rynku
CRD IV	<i>Capital Requirements Directive IV</i>
CRR	<i>Capital Requirements Regulation</i>
CSA	<i>Credit Support Annex</i>
CSDR	<i>Central Securities Depositories Regulation</i>
DAX	indeks giełdy papierów wartościowych we Frankfurcie
DBPD	długoterminowe bankowe papiery dłużne
DFE	dobrowolny fundusz emerytalny
DGS	<i>Deposit Guarantee Schemes</i>
DJ EURO STOXX 50	indeks 50 największych spółek z państw strefy euro
DPDP	długoterminowe papiery dłużne przedsiębiorstw
DSPW	Dealerzy Skarbowych Papierów Wartościowych
DTCC	Depository Trust & Clearing Corporation
DvP	<i>delivery versus payment</i>
Dz.U.	Dziennik Ustaw
Dz. Urz. KNF	Dziennik Urzędowy Komisji Nadzoru Finansowego
Dz. Urz. UE	Dziennik Urzędowy Unii Europejskiej
EBA	European Banking Authority
EBC	Europejski Bank Centralny
EBI	Europejski Bank Inwestycyjny
EBOR	Europejski Bank Odbudowy i Rozwoju
ECAI	<i>External Credit Assessment Institutions</i>
ECB	European Central Bank
EEA	European Economic Area, Europejski Obszar Gospodarczy
EFTA	European Free Trade Association, Europejskie Stowarzyszenie Wolnego Handlu
EIOPA	European Insurance and Occupational Pensions Authority
EMIR	<i>European Market Infrastructure Regulation</i>
EONIA	Euro Overnight Index Average
ESA	European System of Accounts
ESBC	Europejski System Banków Centralnych
ESMA	European Securities and Markets Authority
ESRB	European Systemic Risk Board
ETF	<i>exchange-traded fund</i>
EUR	euro
EURIBOR	Euro Interbank Offered Rate
EuVECA	europejski fundusz <i>venture capital</i>
FCA	Financial Conduct Authority
FD	wskaźnik rozwoju system finansowego
FI	wskaźnik rozwoju instytucji finansowych
FIA	Futures Industry Association
FISN	<i>financial instrument short name</i>

FM	wskaźnik rozwoju rynków finansowych
FRA	<i>forward rate agreement</i>
FRD	Fundusz Rezerwy Demograficznej
FTSE100	indeks 100 największych spółek giełdy papierów wartościowych w Londynie
G-20	Group of Twenty (Finance Ministers and Central Bank Governors)
GBP	funt brytyjski
GLEIF	<i>Global Legal Entity Identifier Foundation</i>
GMRA	<i>Global Master Repurchase Agreement</i>
GPW	Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie
G-SII	<i>Global Systemically Important Institution</i>
GUS	Główny Urząd Statystyczny
FIAP	<i>Federación Internacional de Administradoras de Fondos de Pensiones</i>
HFT	<i>high frequency trading</i>
HHI	wskaźnik Herfindahla-Hirschmana
HVF	High Volume Funds
HVP	High Volume Provider
IBA	ICE Benchmark Administration
IBEX35	indeks 35 największych spółek giełdy papierów wartościowych w Madrycie
ICE	Intercontinental Exchange
ICMA	International Capital Market Association
IDEM	Italian Derivatives Exchange Market
IKE	Indywidualne Konto Emerytalne
IKZE	Indywidualne Konto Zabezpieczenia Emerytalnego
IMF	International Monetary Fund
IORP	<i>institutions for occupational retirement provision</i>
IOSCO	International Organization of Securities Commissions
IPO	<i>initial public offering</i>
IPS	<i>institutional protection scheme, system ochrony instytucjonalnej</i>
IPS BPS	System Ochrony Zrzeszenia BPS
IPS SGB	Spółdzielczy System Ochrony SGB
IRB	<i>Internal Ratings Based Approach</i>
IRGiT	Izba Rozliczeniowa Giełd Towarowych
IRGiT SRF	prowadzony przez IRGiT system rozliczeń i rozrachunku papierów wartościowych
IRS	<i>interest rate swap</i>
ISDA	International Swaps and Derivatives Association
ISIN	<i>international securities identifying number</i>
ITM	<i>in-the-money</i>
JST	jednostki samorządu terytorialnego
KBPD	krótkoterminowe bankowe papiery dłużne
KDPW	Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych
KDPW_CCP	izba rozliczeniowa o statusie CCP należąca do grupy kapitałowej Krajowego Depozytu Papierów Wartościowych
KDPW_TR	repozytorium transakcji prowadzone przez Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych

KE	Komisja Europejska
KFD	Krajowy Fundusz Drogowy
KFK	Krajowy Fundusz Kapitałowy
KIR	Krajowa Izba Rozliczeniowa
KK	Krajowa Spółdzielcza Kasa Oszczędnościowo-Kredytowa
KNF	Komisja Nadzoru Finansowego
KPDP	krótkoterminowe papiery dłużne przedsiębiorstw
KPF	Konferencja Przedsiębiorstw Finansowych w Polsce
KSF	Komitet Stabilności Finansowej
KSF-K	Komitet Stabilności Finansowej jako organ ds. zarządzania kryzysowego w systemie finansowym
KSF-M	Komitet Stabilności Finansowej jako organ nadzoru makroostrożnościowego
LCR	<i>liquidity coverage ratio</i>
LGD	<i>loss given default</i>
LEI	<i>legal entity identifier</i>
LIBOR	London Interbank Offered Rate
LSE	London Stock Exchange
LtV	<i>loan to value</i>
LOU	<i>Local Operating Unit</i>
MAD	<i>Market Abuse Directive</i>
MAR	<i>Market Abuse Regulation</i>
MCR	<i>minimum capital requirement</i>
MEFF	Mercado oficial español de opciones y futuros financieros
MF	Ministerstwo Finansów
MFW	Międzynarodowy Fundusz Walutowy
MIB30	indeks 30 największych spółek giełdy papierów wartościowych w Mediolanie
MIF	<i>multilateral interchange fee</i>
MiFID II	<i>Markets in Financial Instruments Directive II</i>
MIFIR	<i>Markets in Financial Instruments Regulation</i>
M.P.	Monitor Polski
MREL	<i>Minimum Requirement for own funds and Eligible Liabilities</i>
MSCI EM	indeks grupujący indeksy z państw wschodzących
MSR	Międzynarodowe Standardy Rachunkowości
MSP	małe i średnie przedsiębiorstwa
MSSF	Międzynarodowe Standardy Sprawozdawczości Finansowej
MTF	<i>multilateral trading facility</i>
mWIG40	Warszawski Indeks Giełdowy średnich spółek
NASDAQ	National Association of Securities Dealers Automated Quotations
NBP	Narodowy Bank Polski
NCIndex	indeks rynku NewConnect
NCIndex30	indeks 30 najbardziej płynnych spółek z rynku NewConnect
NC Lead	segment rynku NewConnect obejmujący największe i najbardziej płynne spółki
NC HLR	segment rynku NewConnect obejmujący spółki o podwyższonym ryzyku płynności

NC SHLR	segment rynku NewConnect obejmujący spółki o bardzo wysokim ryzyku płynności
NDF	<i>non-deliverable forward</i>
NPL	<i>non-performing loans</i>
O/N	<i>overnight</i>
OFE	otwarty fundusz emerytalny
OIPE	ogólnoeuropejski indywidualny produkt emerytalny
OIS	<i>overnight index swap</i>
OMX	Optionsmäklarna
OMX Stockholm 30	indeks 30 największych spółek giełdy papierów wartościowych w Sztokholmie
O-SII	<i>Other Systemically Important Institution</i>
OTC	<i>over-the-counter</i>
OTF	<i>organised trading facility</i>
OTM	<i>out-of-the-money</i>
PAD	<i>Payment Accounts Directive</i>
PD	<i>Probability of default</i>
PDA	prawo do akcji
PE	Parlament Europejski
PFE	pracowniczy fundusz emerytalny
PFMIs	<i>Principles for financial market infrastructures</i>
PFR	Polski Fundusz Rozwoju
PIU	Polska Izba Ubezpieczeń
PKB	produkt krajowy brutto
PLN	złoty polski
POLONIA	Polish Overnight Index Average
POS	<i>point of sale</i>
PPDM	podmiot prowadzący działalność maklerską
PPE	Pracowniczy Program Emerytalny
PSIK	Polskie Stowarzyszenie Inwestorów Kapitałowych
PTE	powszechne towarzystwo emerytalne
PZF	Polski Związek Faktorów
PZU	Powszechny Zakład Ubezpieczeń
ROA	<i>return on assets</i>
ROE	<i>return on equity</i>
RPP	Rada Polityki Pieniężnej
RPW	Rejestr Papierów Wartościowych
RRRF	Rada Rozwoju Rynku Finansowego
RTGS	<i>real time gross settlement</i>
S&P500	indeks 500 największych spółek giełdy papierów wartościowych w Nowym Jorku
S/N	<i>spot next</i>
S/W	<i>spot week</i>
SARON	Swiss Average Rate Overnight
SBB	<i>sell-buy-back</i>
SBBS	<i>sovereign bond-backed securities</i>

SCR	<i>solvency capital requirement</i>
SEPA	Single Euro Payments Area
SFT	<i>securities financing transactions</i>
SGB	Spółdzielcza Grupa Bankowa
SKOK	spółdzielcza kasa oszczędnościowo-kredytowa
SKP	Stowarzyszenie Konsumentów Polskich
SMI	indeks giełdy papierów wartościowych w Zurychu
SOFR	Secured Overnight Financing Rate
SONIA	Sterling Overnight Index Average
SPO	<i>secondary public offering</i>
SRF	Single Resolution Fund
SSPE	<i>securitisation special purpose entity</i>
STS	<i>Simple, Transparent and Standardised (Securitisation)</i>
sWIG80	Warszawski Indeks Giełdowy małych spółek
T/N	<i>tomorrow next</i>
T2	TARGET2
T2-NBP	TARGET2-NBP
T2S	TARGET2-Securities
TARGET	Trans-European Automated Real Time Gross Settlement Express Transfer system
TBSP	Treasury BondSpot Poland
TCR	<i>total capital ratio</i>
FHHITFI	towarzystwo funduszy inwestycyjnych
TGE	Towarowa Giełda Energii
TGe24	indeks cen energii Towarowej Giełdy Energii
TLAC	Total Loss-Absorbing Capacity
TU	towarzystwo ubezpieczeń
TUiR	towarzystwo ubezpieczeń i reasekuracji
TUnŻ	towarzystwo ubezpieczeń na życie
TUW	towarzystwo ubezpieczeń wzajemnych
UCITS	<i>Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities Directive</i>
UE	Unia Europejska
UFG	Ubezpieczeniowy Fundusz Gwarancyjny
UFK	ubezpieczeniowy fundusz kapitałowy
UKNF	Urząd Komisji Nadzoru Finansowego
UOKiK	Urząd Ochrony Konkurencji i Konsumentów
USD	dolar amerykański
UTP	Universal Trading Platform
VAT	Value Added Tax
WE	Wspólnota Europejska
WFE	World Federation of Exchanges
WIBID	Warsaw Interbank Bid Rate
WIBOR	Warsaw Interbank Offered Rate
WIG	Warszawski Indeks Giełdowy
WIG20	Warszawski Indeks Giełdowy dużych spółek

ZAFI	zarządzający alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi
ZASI	zarządzający alternatywnymi spółkami inwestycyjnymi
ZBP	Związek Banków Polskich
ZPL	Związek Polskiego Leasingu
ZUS	Zakład Ubezpieczeń Społecznych

www.nbp.pl

